

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el primer trimestre de 2009 se intensificó el ritmo de deterioro de la actividad económica española, al registrar el PIB real una caída interanual del 3%, frente a la disminución del 0,7% del trimestre final de 2008. En términos intertrimestrales, el producto se redujo un 1,9%, nueve décimas más que en los tres meses anteriores, enlazándose tres trimestres consecutivos de descensos. El retroceso de la actividad económica en los tres primeros meses del año estuvo determinado por una intensa contracción de la demanda nacional, que disminuyó un 5% interanual, 2,2 puntos porcentuales (pp) más que a finales de 2008. Por su parte, la demanda exterior neta mantuvo su contribución positiva al crecimiento en 2,3 pp, en un contexto en que tanto las importaciones como las exportaciones de bienes y servicios experimentaron un notable recorte (-22,3% y -19%, respectivamente). Entre los componentes de la demanda nacional, el consumo privado mostró un debilitamiento adicional, hasta caer un 4%. También la formación bruta de capital fijo continuó deteriorándose, descendiendo un 13,1%, tras el -9,3% del trimestre anterior; ello fue el resultado de una evolución más negativa de todos sus componentes, si bien fue la inversión en equipo la que más se contraíó —un 18,6%—, mientras que la inversión en construcción disminuyó un 12,4%. Finalmente, el consumo público fue la única rúbrica de la demanda nacional que mostró un crecimiento positivo.

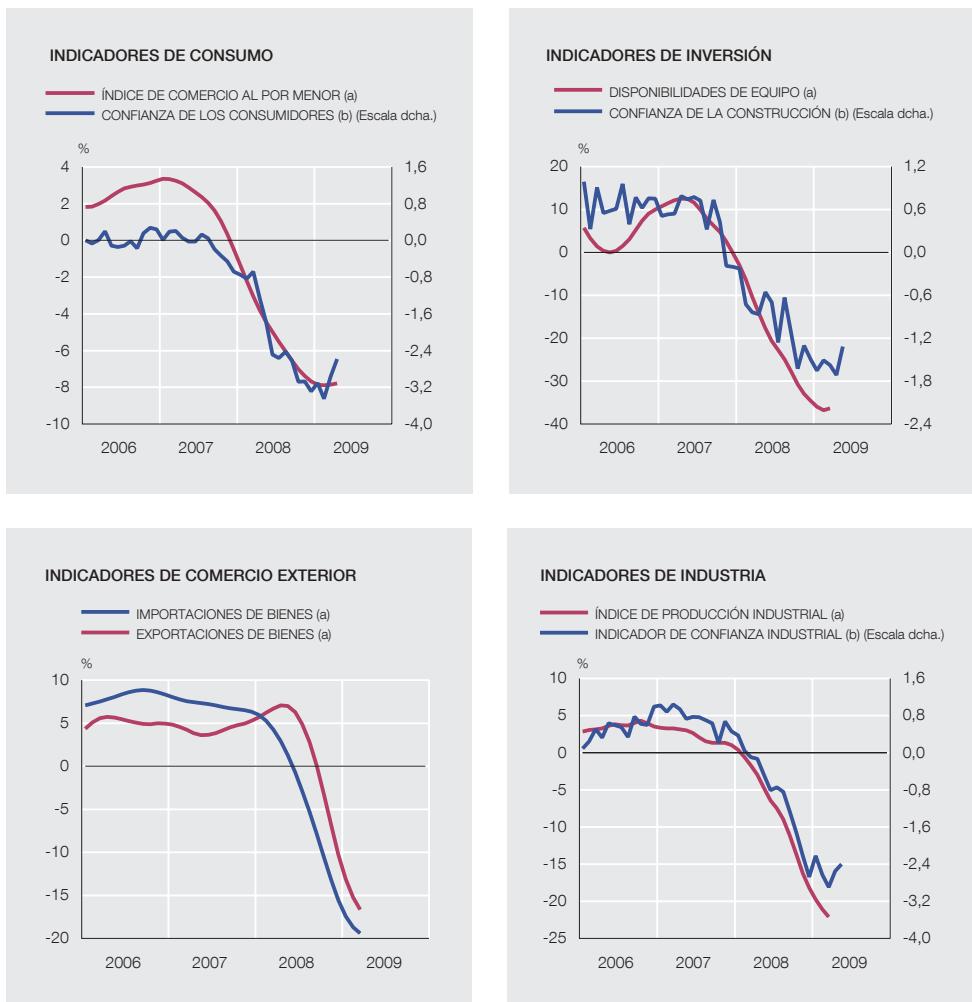
Por el lado de la oferta, todas las ramas registraron una caída de su producción. La industria (incluidas las ramas energéticas) aceleró considerablemente su perfil descendente, con un retroceso del 10,2% de su valor añadido. También los servicios de mercado perdieron vigor, reduciéndose su producción un 1,7%, mientras que la construcción mantuvo su ritmo de caída en el 8%. Finalmente, las ramas primarias mostraron una evolución algo menos desfavorable que en el último trimestre de 2008, aunque también experimentaron un crecimiento negativo. En consonancia con estos desarrollos, se intensificó la destrucción de empleo, que disminuyó un 6%. Dada la evolución de la actividad, esto supuso un nuevo aumento del ritmo interanual de avance de la productividad, de seis décimas, hasta alcanzar el 3,1% interanual. El crecimiento de la remuneración por asalariado se desaceleró en algo más de 1 pp, si bien permaneció todavía en un nivel elevado (4%); dado el comportamiento de la productividad, la ralentización registrada por los costes laborales unitarios fue más intensa (de 1,8 pp), incrementándose un 0,8%.

La escasa información disponible para el segundo trimestre del año apunta a una continuación de la contracción de la demanda, aunque a un ritmo menos intenso. En todo caso, 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 ha caído en abril, mientras que en 2008 tuvo lugar en marzo. El uso de series ajustadas de estacionalidad y efecto calendario permite mitigar este efecto; no obstante, la corrección es probablemente imperfecta en el caso de algunos indicadores, lo que puede afectar a las comparaciones interanuales. Por el lado de la oferta, los indicadores más recientes del mercado de trabajo apuntan a una moderación en el ritmo de deterioro del mercado laboral en el segundo trimestre.

Entre los indicadores referidos al consumo privado, no se dispone, por el momento, de los resultados de mayo de la encuesta de opinión de los hogares, elaborada por la Comisión Europea. Los datos de abril arrojaron, por segundo mes consecutivo, un avance de la confianza de los hogares que, no obstante, se encontraba aún en un nivel muy cercano a su mínimo histórico, alcanzado en diciembre de 2008 (véase gráfico 1). A esta subida de la confianza

INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD

GRÁFICO 1



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).

contribuyó una mejora de la percepción de los hogares de su situación financiera y capacidad de ahorro y de las perspectivas económicas generales para los próximos meses, así como un menor desánimo sobre la evolución del desempleo. En mayo, la confianza de los comerciantes minoristas registró una recuperación sustancial, lo que se debió, sobre todo, a la mejora de la valoración acerca de la actividad comercial esperada. Entre los indicadores cuantitativos, el índice de comercio al por menor retrocedió en abril en torno al 8%, tasa similar a la observada en el mes precedente. Por lo que respecta al consumo de bienes duraderos, las matriculaciones de automóviles mantuvieron la tónica de debilidad, con un descenso en mayo del -39%, siendo preciso esperar a los próximos datos para que se perciba la influencia del plan recientemente aprobado por el Gobierno (denominado «plan 2000E»), encaminado a revitalizar las ventas del sector.

Con relación a la inversión en bienes de equipo, los indicadores señalan una continuidad de la evolución negativa de este componente de la demanda. Así, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial registró una disminución adicional de casi cuatro puntos a principios del segundo trimestre, hasta situarse en el 69,8%, notablemente por debajo de su

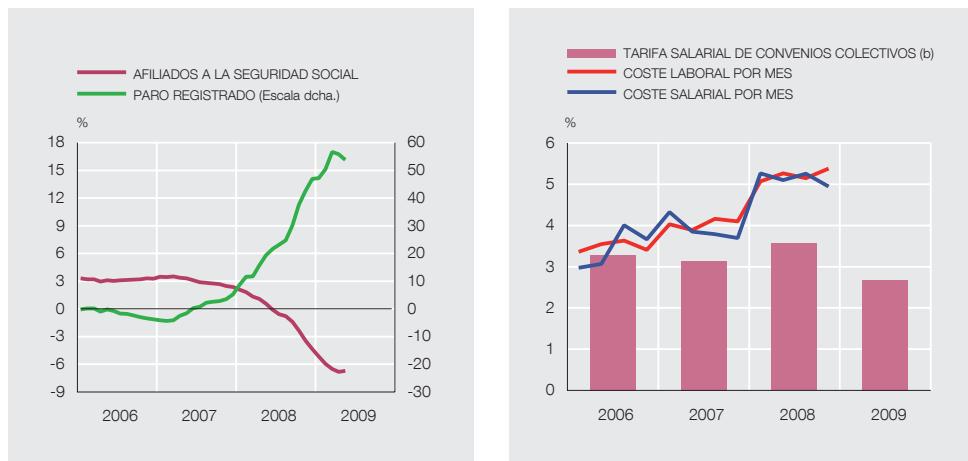
media histórica. Entre los indicadores cualitativos, la valoración de la cartera de pedidos de los empresarios manufactureros experimentó una leve recuperación en mayo, según la encuesta de la Comisión Europea. Asimismo, el indicador de clima en el sector productor de bienes de equipo mostró una evolución menos desfavorable en abril, tras el notable retroceso en los dos meses previos, aunque permanece todavía en niveles muy negativos.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores apuntan, asimismo, a una continuación de la evolución contractiva. Entre los indicadores contemporáneos, los relativos al mercado de trabajo en mayo mostraron una contracción, a un ritmo inferior al de abril, moderándose en 1,1 pp el ritmo de caída interanual del número de afiliados a la Seguridad Social (hasta el 25,5%), en tanto que el número de parados creció a una tasa inferior a la registrada en los últimos meses, aunque todavía del 78%. Por lo que se refiere a los consumos intermedios, el consumo aparente de cemento disminuyó en abril casi un 45%. En un tono más positivo, el indicador de confianza de los empresarios del sector experimentó una mejora notable en mayo. En cuanto a los indicadores de carácter adelantado, la superficie visada de viviendas nuevas registró de nuevo un fuerte retroceso interanual en marzo (del 57%), que, no obstante, es inferior en 8 pp al del mes precedente. Por su parte, la superficie visada de edificación no residencial creció en marzo un 10%, lo que constituye la primera tasa positiva en más de un año. Finalmente, la licitación oficial ha mostrado un comportamiento muy errático en los primeros meses de 2009, descendiendo un 14% en tasa interanual en el primer trimestre.

De acuerdo con los datos de Aduanas, el ritmo de descenso interanual de las exportaciones reales de bienes se ralentizó en marzo hasta el 9,5%, aunque este dato podría estar especialmente afectado por el calendario de la Semana Santa. Por grupos de productos, destaca la evolución favorable de las ventas de bienes de consumo, que registraron un crecimiento positivo. Por el contrario, el resto de los principales grupos de productos continuó mostrando fuertes retrocesos, intensificándose, en particular, la evolución negativa de las ventas de bienes de equipo e intermedios no energéticos. Por áreas geográficas, el descenso de marzo se concentró en las exportaciones dirigidas a la UE (-13,5%), aumentando ligeramente las ventas extracomunitarias (0,7%). Por su parte, las importaciones reales se redujeron un 26,2% en marzo, con acusados retrocesos de las compras de bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos, y de las importaciones de bienes de equipo. La sensible mejora de la relación real de intercambio contribuyó también a explicar la elevada intensidad de la disminución del déficit comercial en términos nominales, que ascendió al 61,9% en tasa interanual. Esta corrección fue más pronunciada en el caso del déficit no energético (-66,8%) que en el energético (-57,4%).

Por lo que respecta al turismo, según la CNTR los ingresos reales disminuyeron un 18,7% en el primer trimestre de 2009, agudizándose significativamente el perfil de debilidad ya observado en 2008. Los principales indicadores reales referidos a abril mostraron una cierta moderación en el ritmo de caída, si bien la interpretación de los datos de este sector en los meses de marzo y abril se encuentra también particularmente afectada por el diferente calendario de la Semana Santa. Considerando los cuatro primeros meses del año, las entradas de turistas extranjeros descendieron un 14,8% interanual, a la vez que el número de sus pernoctaciones hoteleras se redujo un 12% en ese mismo período. Por otra parte, según la encuesta de gasto turístico (EGATUR), el ritmo de descenso del gasto nominal de los visitantes foráneos se estabilizó en el primer cuatrimestre de 2009, situándose en el -7,3%. Ello fue el resultado del recorte del número de turistas extranjeros, parcialmente compensado por el mayor gasto medio realizado por cada uno de ellos.

Según las cifras de la Balanza de Pagos de marzo, la necesidad de financiación de la nación se redujo apreciablemente (un 44% en términos interanuales), reanudando la pauta de corre-



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 abril de 2009.

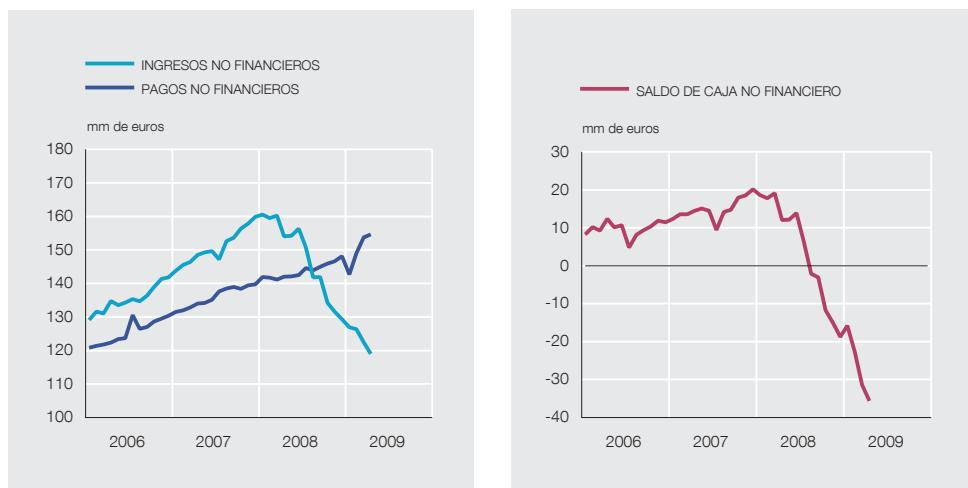
ción interrumpida en febrero. El descenso del déficit fue el resultado, sobre todo, de la disminución del déficit comercial y, en menor medida, de la reducción del saldo negativo de transferencias corrientes. En sentido contrario, se redujo el superávit de servicios y aumentó el déficit de rentas. En el conjunto del primer trimestre del año, la necesidad de financiación de la economía se situó en 22,6 mm de euros, cifra que es casi un 25% inferior a la contabilizada en idéntico período de 2008.

En la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial mantuvo en marzo su senda fuertemente contractiva, al registrar un descenso, en términos de la serie corregida de efectos de calendario, del 21,9%, caída ligeramente menos pronunciada que la del mes previo. Todos los componentes registraron retrocesos de magnitud análoga a la mostrada en febrero, salvo la producción de energía, que intensificó su ritmo de deterioro. Otros indicadores de la actividad industrial referidos a marzo continuaron mostrando, asimismo, un comportamiento muy negativo. En este sentido, los indicadores de entradas de pedidos y de cifras de negocios registraron tasas de variación del -33% y del -27%, respectivamente, una vez expresados en términos reales y corregidos de efectos calendario, si bien el segundo de estos indicadores suavizó, a diferencia del primero, su ritmo de descenso. Los indicadores del mercado laboral referidos a mayo siguieron presentando una evolución contractiva, aunque las caídas interanuales tendieron a estabilizarse. Así, los afiliados a la Seguridad Social mantuvieron su tasa de caída en el 11,5% y el paro registrado se desaceleró levemente, hasta el 60%. Por el contrario, los indicadores cualitativos mostraron un tono más favorable, al continuar en mayo los repuntes de la confianza de la industria manufacturera según la encuesta de la Comisión Europea y según el índice PMI.

En el caso de los servicios, la información coyuntural más reciente muestra, asimismo, que continúa la debilidad observada en meses anteriores. Por lo que se refiere a la evolución de los indicadores del mercado de trabajo del sector, las afiliaciones a la Seguridad Social descendieron un 3,2% en mayo, frente al retroceso del 3% de abril, al tiempo que el paro registrado creció un 47%, tasa similar a la del mes anterior. A diferencia de otros indicadores de confianza, el referido al sector servicios que elabora la Comisión Europea mostró un notable deterioro en mayo, hasta situarse en su nivel mínimo histórico. Esta evolución contrasta con la evolución favorable en los meses inmediatamente anteriores, tanto de este indicador como del PMI.

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

GRÁFICO 3



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

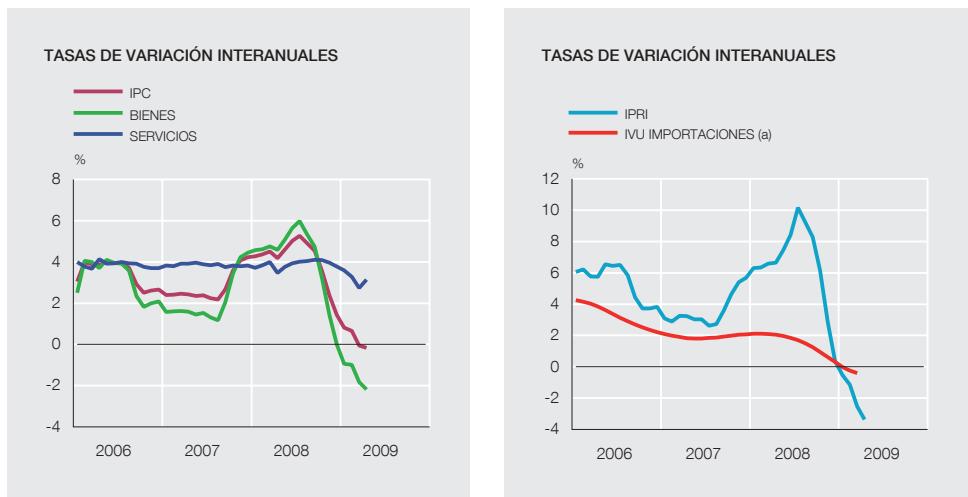
a. Último dato: abril de 2009.

Según los datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2009 el ritmo interanual de destrucción de puestos de trabajo se intensificó en 2,9 pp, hasta situarse en el 6%, retroceso algo inferior al descenso del 6,4% mostrado por la EPA. Los indicadores más recientes, referidos a mayo, apuntan a un descenso del número de afiliados a la Seguridad Social en términos interanuales del 6,7%, lo que representa una mejora de una décima respecto a la tasa de abril, mientras que el número de parados creció un 53,8% en mayo, 2,1 pp menos que en el mes anterior.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta abril de 2009 un déficit de 6.553 millones de euros (0,6% del PIB), frente al superávit de 9.123 millones de euros (0,8% del PIB) registrado hasta abril de 2008. Entre enero y abril de 2009 los ingresos acumulados experimentaron un retroceso del 19,6% respecto al mismo período del año anterior. La misma tasa de variación calculada sobre los gastos refleja un aumento del 9,9%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria acumulada hasta abril de 2008 se saldó con un déficit de 8.476 millones de euros, frente al superávit de 8.376 millones registrado en los cuatro primeros meses del año anterior. Los ingresos disminuyeron un 22,7% (véase gráfico 3), mientras que los gastos avanzaron un 8,9%.

Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado aminoró su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2009 en 1,2 pp, hasta el 4%. A tenor de la información más reciente sobre la evolución de la negociación colectiva, los convenios registrados entre enero y abril de 2009, que afectan a casi 6,8 millones de trabajadores (más del 60% de la cifra de empleados afectados por este tipo de acuerdos en 2008), incorporan un incremento de las tarifas salariales del 2,7%, casi 1 pp inferior al observado el año pasado. Casi la totalidad de los convenios registrados en el primer cuatrimestre se corresponde con revisiones de acuerdos firmados en ejercicios precedentes con efectos en 2009. Los convenios de nueva firma, que continúan representando una proporción muy pequeña del total, muestran un crecimiento de tarifas bastante más moderado (del 2,1%). Por ramas, el incremento más elevado de los salarios negociados —del 3,6%— sigue produciéndose en la construcción, pese a la fuerte destrucción de empleo en el sector. En la agricultura, el avance fue del 2,8%, mientras que en la industria y los servicios el incremento salarial se sitúa en el 2,5%. Por otro lado, se estima, con los datos acumulados hasta abril, que el impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2008 será nulo.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

En abril, el ritmo de variación interanual del IPC registró un descenso de una décima respecto al mes precedente (hasta -0,2%), tasa negativa por segundo mes consecutivo, que además es la más reducida desde 1952 (véase gráfico 4). La desaceleración del índice general se extendió a todos los componentes, a excepción de los servicios, que, afectados por la Semana Santa, repuntaron cuatro décimas, hasta crecer un 3,1% interanual, tras cinco meses de continuada desaceleración. Los precios de los alimentos ralentizaron su ritmo de avance, con recortes de cinco décimas en la tasa de los alimentos elaborados (hasta el 0,7%) y de ocho en la correspondiente a los alimentos sin elaborar (hasta el 0%). Asimismo, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron su variación interanual en una décima (hasta el -0,7%), mientras que los energéticos lo hicieron en ocho, volviendo a ser los que experimentaron una caída más intensa (del 12,4%). El crecimiento interanual del IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— se mantuvo estable en el 1,3%, a la vez que la tasa del IPC sin energía permaneció en el 1,2%. Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) descendió en abril un 0,2% interanual, una décima más que en marzo, mientras que en la UEM la inflación permaneció estable en el 0,6%, de modo que el diferencial con esa área se redujo en una décima, situándose en -0,8 pp, valor negativo por quinto mes consecutivo, que además es el más reducido desde el inicio de la UEM. Finalmente, según los correspondientes indicadores adelantados, el retroceso del IAPC en España y en la UEM se habría intensificado en mayo hasta el -0,8% y el 0%, respectivamente, lo que implicaría, de confirmarse estas cifras, el mantenimiento del diferencial en 0,8 pp.

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales disminuyó, en abril, en nueve décimas con respecto a marzo, hasta el -3,4%, mínimo histórico de la serie, que comienza en 1975. La desaceleración fue generalizada, manteniendo tasas de variación positiva los precios de los bienes de consumo duradero, que crecieron un 1,4%, dos décimas menos que en marzo, y los precios de los bienes de equipo, que se ralentizaron en 0,1 pp, hasta el 1,2%. Entre el resto de los componentes, la desinflación de precios de producción fue más intensa. Así, los de los bienes energéticos redujeron su ritmo de avance interanual en 1,8 pp, hasta descender un 6,7%; los de bienes intermedios en 1,1 pp, hasta el -5,5%, y los de los bienes de consumo no duraderos en 0,6 pp, hasta el -1,2%. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el índice general sin energía disminuyó, en términos interanuales, un 2,6%, retroceso que supera en 0,6 pp al observado en marzo.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), retrocedieron un 7,6% en marzo, descenso que supera en cinco décimas al observado en febrero. La desaceleración se debió, principalmente, a la evolución de los precios de los bienes intermedios energéticos, que acentuaron su ritmo de caída hasta el 31%, en consonancia con la fuerte reducción del precio del petróleo importado (47%). Sin embargo, el componente no energético atenuó su descenso hasta el 0,1%, después de retroceder un 3,7% en febrero. En particular, los precios de las importaciones de bienes de equipo pasaron a registrar tasas positivas, mientras que los de las compras de bienes intermedios no energéticos moderaron su descenso. Por el contrario, perdieron dinamismo los precios de los bienes de consumo no alimenticio, cuya inflación siguió siendo, no obstante, positiva, en tanto que los de consumo alimenticio aceleraron levemente su ritmo de descenso. En la vertiente exportadora, los IVU de las exportaciones totales cayeron en marzo un 4,6%, tras el retroceso del 5,9% del mes anterior. Los principales grupos de bienes siguieron mostrando descensos de precios, destacando la fuerte reducción experimentada por el componente de bienes intermedios energéticos. Los precios de los bienes de equipo, intermedios no energéticos y de consumo no alimenticio siguieron cayendo, aunque en los dos últimos casos en menor medida que en febrero. Por áreas geográficas, los precios de las exportaciones comunitarias disminuyeron más intensamente que los de las ventas al resto del mundo (-4,7% y -3,9%, respectivamente). Por otra parte, los precios de importación de los productos industriales elaborados por el INE incrementaron en marzo en 1,3 pp su ritmo de caída interanual, hasta el -6,9%. Por componentes, el ligero repunte en el precio de los bienes de equipo quedó más que compensado por la ralentización de los precios de los bienes de consumo y la intensificación del retroceso de los bienes intermedios y de la energía. Finalmente, los precios de exportación de productos industriales descendieron un 2,4% interanual en marzo, lo que supone una agudización de 1 pp de su ritmo de caída con respecto al mes precedente.

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante el último mes, la evolución en los mercados financieros internacionales estuvo condicionada por la publicación de resultados del sector financiero americano para el primer trimestre —que en el caso de las grandes entidades fueron, en general, mejores de lo esperado— y por la presentación de los resultados de las pruebas de estrés (*stress test*) realizadas como parte del programa de estabilización del sistema financiero que ha puesto en marcha la nueva Administración. Pese a ciertas críticas relacionadas con los supuestos de estas pruebas o con la sostenibilidad de los beneficios publicados para el primer trimestre, ambos acontecimientos contribuyeron, junto con unas perspectivas macroeconómicas ligeramente menos desfavorables que en meses anteriores, a mejorar la confianza en el sistema financiero americano y, por ende, en el resto de los mercados. Además, tras el anuncio del Tesoro americano de cuáles son las entidades que, según las pruebas de estrés, necesitan recapitalizarse para poder afrontar un escenario adverso, varios bancos anunciaron que se encuentran en condiciones de obtener fondos de inversores privados, tanto para satisfacer los requerimientos de las autoridades como para devolver parte de las ayudas públicas que han recibido hasta el momento. Este hecho ha sido considerado como otro indicio de normalización, ya que muestra una mayor capacidad de financiación del sector sin recurrir a los fondos públicos. En este contexto, desde finales de abril la volatilidad en los mercados financieros se ha reducido hasta niveles cercanos a los existentes antes de la quiebra de Lehman Brothers, y los índices bursátiles han registrado ganancias generalizadas. Además, en los mercados interbancarios se ha reducido el diferencial con los tipos oficiales. Por su parte, la mayoría de diferenciales de los distintos mercados de crédito registró claros descensos, señalando una menor aversión al riesgo. En los mercados cambiarios, el dólar volvió a depreciarse respecto a las principales divisas, hasta superar los 1,40 dólares por euro, corrigiendo así buena parte de la apreciación que esta moneda había tenido al comienzo de este año. Los tipos de interés de la deuda a largo plazo aumentaron notablemente en Estados Unidos —situándose por encima de los de

Alemania—y en el Reino Unido, donde una agencia de calificación revisó las perspectivas de la deuda soberana de estables a negativas. Los mercados emergentes también mostraron una notable mejoría, con importantes reducciones de sus diferenciales soberanos y ganancias en las bolsas, que en muchos casos han sido incluso superiores a las registradas en los mercados desarrollados. Por su parte, el precio del petróleo tipo Brent se ha incrementado durante el último mes desde los 48-50 dólares hasta llegar a superar los 65 dólares por barril. Este incremento en el precio parece responder a las expectativas de los agentes sobre las perspectivas de mejora de la economía mundial, que también se han reflejado en un aumento del precio de las materias primas metálicas y alimenticias.

En Estados Unidos, la estimación preliminar del PIB del primer trimestre de 2009 mostró una caída del 5,7% en tasa trimestral anualizada, menor que la estimación de avance (-6,1%) y de la contracción del trimestre anterior (-6,3%). Los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales mixtas. Así, en abril y mayo se consolidaron las mejoras en los indicadores de confianza, pero se debilitaron las señales positivas del primer trimestre en consumo y vivienda, y los precios de la vivienda continuaron experimentando notables descensos. Los índices ISM de manufacturas y no manufacturas repuntaron en abril y mayo, y la producción industrial continuó descendiendo, aunque a menor ritmo que en los meses precedentes. Por su parte, el mercado laboral mantiene un tono muy negativo, con la pérdida neta de 2,7 millones de puestos de trabajo en 2009 y un aumento de la tasa de paro hasta el 8,9%, aunque el ritmo de contracción de empleos se aminoró en abril. La inflación, medida por el IPC, se situó en -0,7% interanual en abril (-0,4% en marzo), aunque la tasa subyacente aumentó una décima —hasta el 1,9%— en el mismo mes. En este contexto, las autoridades económicas ampliaron las medidas de apoyo financiero. En particular, la facilidad TALF de la Reserva Federal ha pasado a admitir como colateral todos los valores de deuda respaldados por hipotecas comerciales.

En Japón, el PIB del primer trimestre se contrajo un 15,2% en tasa trimestral anualizada, tras el -14,4% del cuarto trimestre de 2008. A la caída del PIB contribuyeron tanto la demanda interna (con descensos del consumo privado y, especialmente, de la inversión) como la demanda externa, con un desplome de las importaciones y, en mayor medida, de las exportaciones. Sin embargo, los indicadores de actividad más recientes, la reducción de existencias y los indicadores de confianza de productores y consumidores indican que el segundo trimestre podría resultar menos negativo que el primero. La balanza de pagos registró una mejora en marzo, destacando una menor caída interanual de las exportaciones y de las importaciones. En abril la inflación, medida por el IPC, volvió a presentar una tasa interanual negativa pero fue de un 0,1% frente al -0,3% de marzo. Finalmente, en su reunión de política monetaria de mayo, el Banco de Japón decidió ampliar los activos aceptados como colateral en sus operaciones de mercado abierto a bonos soberanos emitidos por otras economías desarrolladas.

En el Reino Unido, la economía se contrajo un -7,3% en el primer trimestre de 2009, en tasa trimestral anualizada, algo más que en el trimestre anterior (-6,1%). A ello contribuyó la fuerte caída de la inversión y del consumo privado, mientras que el sector exterior tuvo una aportación positiva al crecimiento (con notables caídas de las exportaciones y las importaciones) y continuó el ajuste de existencias. Los indicadores recientes muestran señales mixtas, apuntando una elevada incertidumbre sobre la evolución futura de la economía. Por el lado positivo, la producción industrial frenó su ritmo de deterioro en marzo y los índices PMI, si bien siguen en terreno recesivo, han seguido aumentando. En el mercado inmobiliario continúa la corrección, aunque se observan una contención en la caída del precio de la vivienda y mejoras en las encuestas empresariales del sector, si bien partiendo de niveles muy bajos. Pese a ello, el deterioro del mercado laboral —la tasa de paro creció hasta el 7,1% en marzo—, el aumento de la tasa de ahorro de las familias y la débil actividad crediticia están teniendo un efecto

negativo sobre el consumo y la inversión privada, actuando de freno a una futura recuperación. La inflación cayó seis décimas en abril (hasta el 2,3%) y el consenso de analistas apunta a que en otoño se sitúe por debajo del objetivo del 2%. En este contexto, el Banco de Inglaterra, en su reunión de mayo, mantuvo el nivel de los tipos oficiales y amplió su programa de compra de activos en 50 mm de libras, hasta 125 mm.

Los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM registraron una acusada caída del PIB en el primer trimestre (-3,5% en la media ponderada), frente al crecimiento del 1,2% registrado el trimestre anterior. En los países bálticos la contracción superó el 12% interanual, en Hungría y Rumanía fue del -6,4%, y más moderada en Bulgaria (-3,5%) y en la República Checa (-3,4%). Únicamente Polonia registró una tasa de crecimiento positiva (0,8%). También aquí los indicadores de mayor frecuencia dan signos de una caída más moderada en la producción industrial a partir de marzo. En abril, la tasa de inflación armonizada promedio se redujo una décima —hasta el 4% interanual—, a pesar del aumento en Polonia y en Hungría (debido, en parte, a la depreciación del tipo de cambio). En este contexto, algunos países (República Checa, Letonia, Rumanía) redujeron nuevamente los tipos de interés oficiales. En el ámbito fiscal, las cifras de 2008 muestran un aumento promedio del déficit público hasta el 3,3% del PIB, frente al 1,9% de 2007, superando el 3% en cinco países, mientras que la deuda bruta aumentó hasta el 37,4% del PIB, pero sigue en ratios muy inferiores al 60% del PIB, salvo en Hungría. El FMI aprobó la concesión a Polonia, por un año, de la nueva facilidad preventiva *Flexible Credit Line* (FCL), por una cuantía de 20,58 mm de dólares.

En China, el PIB se ralentizó hasta el 6,1% en tasas interanuales, en el primer trimestre, reflejando el colapso de la demanda mundial, el ajuste en curso del sector inmobiliario y la pérdida de confianza de los agentes privados. No obstante, los planes de estímulo fiscal y monetario puestos en práctica en el cuarto trimestre estarían comenzando a dar sus frutos, con la estabilización en los últimos dos meses de la producción industrial y la confianza empresarial, y, por el lado de la demanda, el repunte de la inversión en infraestructuras y la leve recuperación de la inversión residencial. En cuanto al sector exterior, el superávit comercial mantuvo su tónica descendente en abril, debido a la acelerada caída de las exportaciones y a una contracción cada vez menor de las importaciones. La inflación acentuó su caída en abril (al -1,5%, según el IPC), aunque el banco central no muestra una excesiva preocupación por ello, sino que ha alertado sobre los potenciales efectos perniciosos del acusado repunte del crédito y su distorsionada asignación hacia proyectos públicos. En el resto de Asia, en el primer trimestre de 2009 el PIB cayó con intensidad en Corea del Sur, Hong Kong, Tailandia y, especialmente, en Singapur y Taiwán. La caída en la actividad se corresponde con una aportación negativa de la demanda externa, pero también con un deterioro de la demanda interna. Sin embargo, India registró un crecimiento interanual del 5,8%. Por su parte, la inflación interanual siguió disminuyendo en abril en todos los países de la región.

En América Latina comenzaron a publicarse los datos de contabilidad nacional correspondientes al primer trimestre de 2009, que confirman el desplome de la actividad en Chile (-2,1%) y México (-8,2%), y un crecimiento del 0,3% en Venezuela y del 1,8% en Perú. Los indicadores publicados en el resto de países apuntan a un patrón similar. La caída de la actividad viene explicada por la demanda interna, constatándose asimismo tasas interanuales negativas en las importaciones y exportaciones. La inflación en la región continuó reduciéndose en la mayoría de los países (Méjico y Venezuela fueron la excepción) y se situó en el 7,3% en tasa interanual durante el mes de abril. Todos los bancos centrales en los que hubo reunión de política monetaria en el mes de mayo redujeron sus tipos de interés: en Brasil la reducción fue de 100 puntos básicos (pb), hasta situarse en el 10,25%; en Chile, de 50 pb (1,25%); en Colombia, de 200 pb (5%); en México, de 75 pb (5,25%), y en Perú, de 100 pb (4%). Por otra parte, los bancos centrales de Argentina, Brasil y Perú han intervenido en los mercados de cambios

comprando divisas. En el sector exterior se ha constatado una mejora de las balanzas comerciales de algunos países, dadas la caída de las importaciones y la mejora en el precio de la mayor parte de las materias primas. El FMI aprobó la concesión a Colombia de la nueva facilidad FCL, por una cuantía de 10,5 mm de dólares, y Standard & Poor's anunció que modificaba las perspectivas para la calificación crediticia de México de «estables» a «negativas», en parte como consecuencia de los efectos sobre el crecimiento y las cuentas públicas de la epidemia de gripe A.

De acuerdo con la estimación *flash* publicada por Eurostat, el PIB del área del euro intensificó su ritmo de contracción en el primer trimestre de 2009, registrando una caída intertrimestral del 2,5%, tras la disminución del 1,6% en el período octubre-diciembre de 2008. El descenso de la actividad fue común a todos los países del área, si bien se observaron importantes diferencias respecto al ritmo de ajuste. Así, en Alemania el PIB retrocedió un 3,8%, desde el -2,2% del cuarto trimestre, mientras que en Francia se situó en el -1,2%, un deterioro inferior al registrado en el último trimestre. En Italia y Holanda el PIB registró una tasa similar a la media del área, con variaciones intertrimestrales de la actividad cifradas en el -2,4% y el -2,8%, respectivamente. En términos interanuales, el PIB de la zona del euro se redujo en un 4,6% en el primer trimestre de 2009, tras el -1,4% del período anterior, dibujando la mayor recesión en la UEM desde los años setenta. En el último ejercicio de previsión, el BCE ha revisado a la baja las expectativas de crecimiento del PIB, situándolas entre el -5,1% y el -4,1% en 2009 y entre el -1,0% y el 0,4% en 2010.

Los indicadores cuantitativos publicados recientemente se refieren todavía al primer trimestre de 2009 y registraron, en su mayor parte, un notable descenso, en línea con el *flash* del PIB. Sin embargo, los indicadores de opinión, específicos ya del segundo trimestre, muestran algunos síntomas de contención del ritmo de deterioro, especialmente los relacionados con la producción. Así, por el lado de la oferta, la producción industrial se redujo en marzo un 2% (véase cuadro 1) al igual que los nuevos pedidos industriales, que registraron una caída del 0,8%. Por su parte, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea relativos a la industria y a los servicios volvieron a mejorar en mayo, al igual que las encuestas realizadas a los directores de compras del sector manufacturero y de los servicios, aunque todavía se sitúan muy por debajo de la barrera de los 50 —umbral que anuncia el salto a crecimientos positivos de la actividad—. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor incrementaron su ritmo de caída en marzo, mientras que las matriculaciones volvieron a repuntar en abril, amparadas por el fuerte apoyo institucional al sector. La confianza de los consumidores frenó en mayo su tendencia de recuperación, registrando el mismo nivel que en abril. En cuanto a la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva volvió a disminuir en el segundo trimestre del año, al igual que la valoración de la cartera de pedidos, que empeoró dos puntos en mayo, hasta -62. Finalmente, los datos de la balanza comercial muestran un avance positivo de las exportaciones en marzo, superior al de las importaciones. Igualmente, las expectativas de exportación en el segundo trimestre mostraron una ligera recuperación. Sin embargo, la valoración de la cartera de pedidos de exportación continuó deteriorándose en mayo.

La tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se mantuvo constante en abril (en el 0,6%), ya que la intensificación de la caída de los precios de la energía y el menor ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos (véase gráfico 5) fueron contrarrestados por la mayor inflación en los servicios, explicada, en gran parte, por el efecto Semana Santa. Por ello, la medida de inflación que excluye los componentes volátiles —el IPSEBENE—, aumentó dos décimas, hasta el 1,7%. Sin embargo, la estimación preliminar del IAPC apunta a una nueva desaceleración en mayo, situándose en un crecimiento interanual del 0%. Los precios industriales se redujeron en marzo un 3,1% en términos interanuales, como consecuencia de la caída de los precios de la energía, de los bienes intermedios no

		2008			2009	
		DIC	ENE	FEB	MAR	ABR
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (a)	-12,3	-16,4	-19,1	-19,9	
	Comercio al por menor (a)	-1,4	-2,0	-4,3	-3,3	
	Matriculaciones de turismos nuevos (a)	-23,2	-20,5	-12,7	-5,9	-3,6
	Indicador de confianza de los consumidores	-30,0	-31,0	-33,0	-34,0	-31,0
	Indicador de confianza industrial CE	-33,0	-33,0	-36,0	-38,0	-35,0
	PMI de manufacturas (b)	33,9	34,4	33,5	33,9	36,8
	PMI de servicios (b)	42,1	42,2	39,2	41,0	43,8
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	IAPC (a)	1,6	1,1	1,2	0,6	0,6
	M3	7,5	5,9	5,8	5,0	4,9
	M1	3,3	5,1	6,3	5,9	8,4
	Crédito a los sectores residentes	6,3	6,2	5,9	5,2	4,4
	AAPP	2,9	5,1	6,7	7,7	8,0
	Otros sectores residentes	7,0	6,4	5,7	4,7	3,7
	<i>De los cuales:</i>					
	— Préstamos a hogares	1,7	1,2	0,7	0,4	0,1
	— Préstamos a sociedades no financieras	9,6	9,0	7,8	6,3	5,2
	EONIA	2,49	1,81	1,26	1,06	0,84
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales	EURIBOR a tres meses	3,29	2,46	1,94	1,64	1,42
	EURIBOR a un año	3,45	2,62	2,14	1,91	1,77
	Rendimiento bonos a diez años	3,89	4,11	4,20	4,15	4,09
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,46	-1,64	-1,34	-1,30	-1,19
	Tipo de cambio dólar/euro	1,345	1,324	1,278	1,305	1,319
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (d)	-44,3	-8,7	-19,4	-15,5	-3,1
						0,0

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.

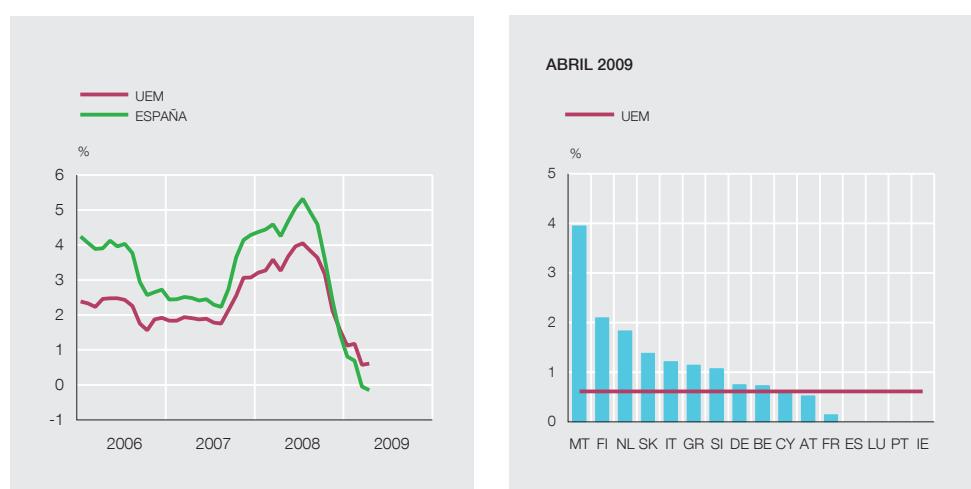
b. El dato correspondiente al último mes es una estimación preliminar.

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, el 29 de mayo de 2009.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

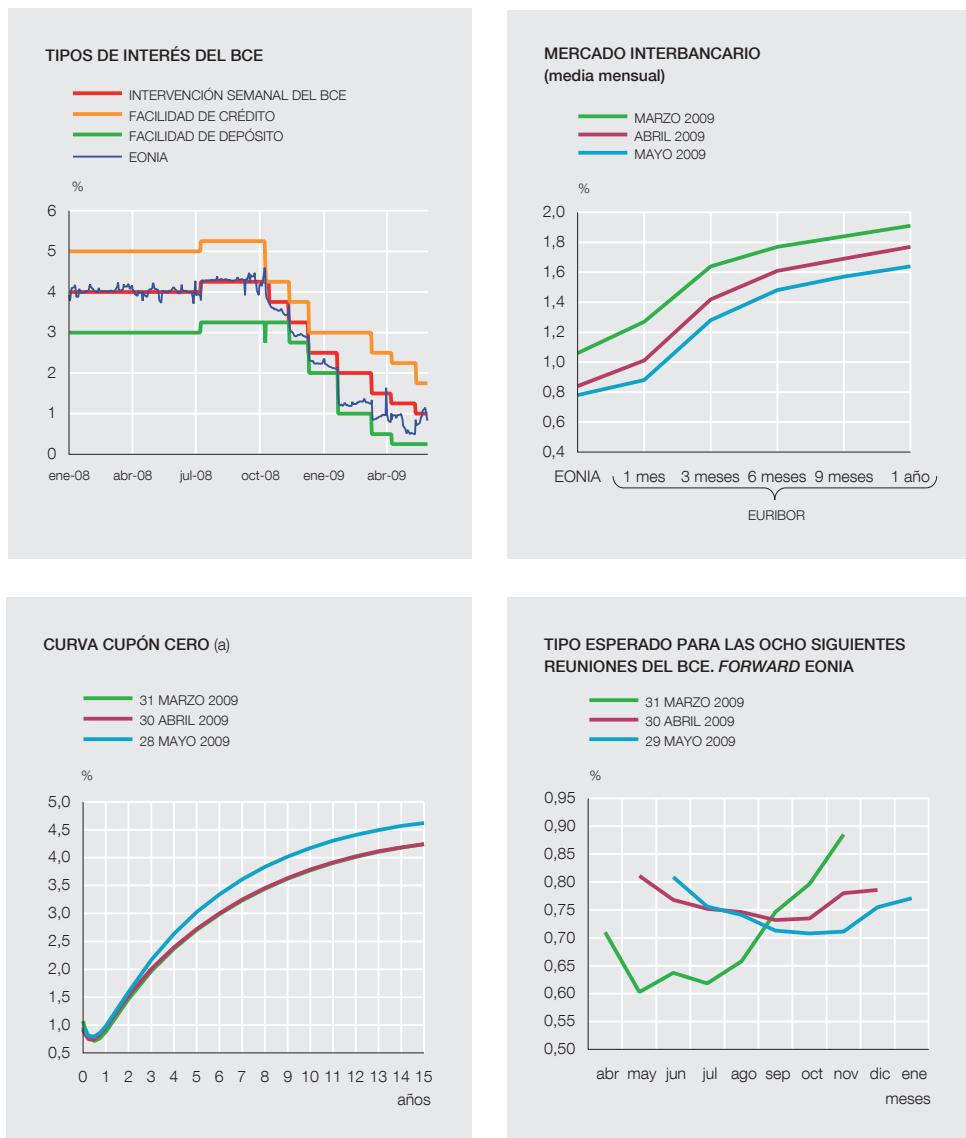
GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6

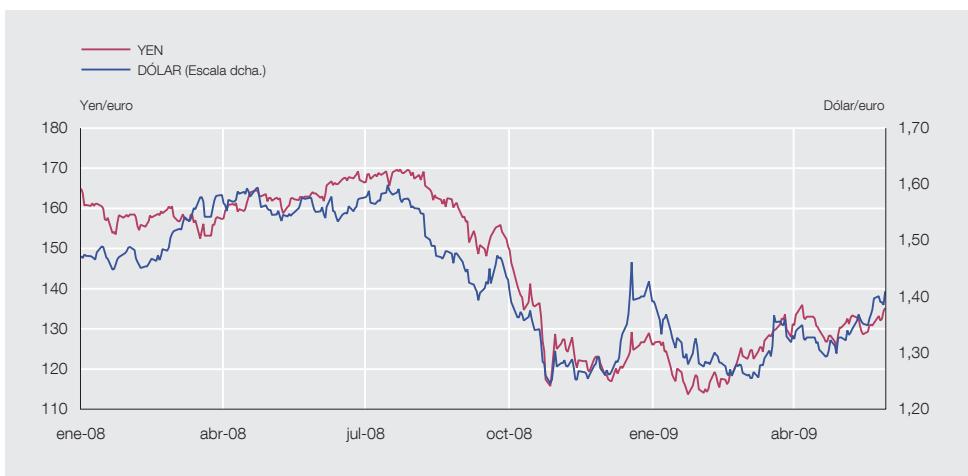


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

energéticos y de los bienes de consumo no duradero, así como del crecimiento más moderado de los bienes de capital y de los bienes de consumo duradero.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 4 de junio, mantener los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación, y en el 0,25% y el 1,75% para las facilidades de depósito y crédito, respectivamente, tras haber reducido en 25 pb los tipos principales de financiación y en 50 pb el tipo aplicado a las facilidades de crédito en la reunión del pasado 8 de mayo (véase gráfico 6). Respecto a las expectativas de inflación en el medio y largo plazo, el Consejo apuntó que aquellas permanecen ancladas, en línea con la política monetaria, remarcando explícitamente que las tasas de inflación negativas que se observarán en los próximos meses reflejan fundamentalmente efectos base de naturaleza transitoria. En la reunión de principios de mayo, el Consejo anunció también varias medidas extraordinarias de política monetaria que se implementarían a lo largo de los dos meses posteriores: la introducción de operaciones de financiación de largo plazo a doce meses a tipo fijo y adjudicación plena, la prolongación hasta finales de 2010 de la ampliación temporal de la lista de activos admitidos



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

como colateral, la inclusión del Banco Europeo de Inversiones (BEI) como contrapartida elegible en las operaciones de política monetaria del Eurosistema y la adquisición de *covered bonds* (cédulas hipotecarias en el mercado español) emitidas por los bancos de la Eurozona. Así, en relación a esta última medida, en junio, el Consejo concretó los detalles técnicos que marcarán la adquisición de los bonos, que deberán tener una calificación mínima de AA. Las compras comenzarán a principios de julio, prolongándose hasta junio de 2010, y se realizarán tanto a través del mercado primario como secundario por un importe de 60 mm de euros.

Los tipos de interés de los depósitos en el mercado interbancario interrumpieron su tendencia descendente a partir de la segunda semana de mayo, de forma más acusada en el caso de los tipos cortos, con lo que, en el último día hábil de dicho mes, el EURIBOR a 30 días se situaba en el mismo nivel de finales de abril (0,9%), mientras que el EURIBOR a un año se mantenía 10 pb por debajo, en el 1,6% (véase gráfico 6). Los tipos de las operaciones con garantías —*eurepos*—, por su parte, registraron también un repunte en la segunda quincena, aunque menos intenso en el caso de los referidos a un año. De esta forma, el diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos y los *eurepos* equivalentes volvió a disminuir en mayo, manteniéndose por debajo de los niveles registrados en septiembre de 2008, antes de la agudización de la crisis. La rentabilidad de la deuda pública a diez años de la UEM en los mercados secundarios aumentó —no sin cierta volatilidad— en este último mes, de forma que actualmente se sitúa en valores cercanos al 4,4%. En Estados Unidos, el incremento de los rendimientos de los activos análogos durante el mismo período fue algo más intenso, con lo que el diferencial negativo entre ambos se redujo hasta los 67 pb. En este contexto de cierta normalización de las condiciones financieras, el crédito al sector privado, que incluye préstamos, acciones y participaciones y otros valores, redujo de nuevo en abril su ritmo de crecimiento (hasta el 3,7%), marcado por el fuerte deterioro de la actividad económica. Los préstamos bancarios crecieron un 2,4% y su desglose por agentes muestra que la ralentización fue generalizada, siendo más acusada en los préstamos inferiores a cinco años a sociedades no financieras y en los préstamos a hogares destinados para compra de vivienda y consumo.

En los mercados de renta variable europeos, el índice EUROSTOXX 50 se situó a finales de mayo un 3,2% por encima del nivel alcanzado a finales de abril, recuperando los niveles de comienzos de año. En los mercados cambiarios, el euro ha mostrado una progresiva apreciación frente al dólar a lo largo del mes (de un 6,2%), cotizando a finales de mayo en torno a 1,41\$/€ (véase gráfico 7). Por su parte, en términos nominales, la apreciación del tipo de cambio efectivo ha sido relativamente menor (del 2,1%).

		2006	2007	2008	2009			
		DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR
TIPOS BANCARIOS (a)	HOGARES E ISFLSH							
	Crédito para vivienda	4,74	5,53	5,83	4,97	4,35	3,91	3,55
	Crédito para consumo y otros fines	7,32	8,34	8,79	8,71	7,91	7,58	7,75
	Depósitos	1,79	2,72	2,79	2,33	2,11	1,87	1,67
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS							
	Crédito (b)	4,77	5,80	4,87	4,17	3,80	3,59	3,18
MERCADOS FINANCIEROS (c)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,69	4,01	2,18	1,53	1,39	1,22	1,13
	Deuda pública a cinco años	3,78	4,12	3,46	3,47	3,38	3,22	3,00
	Deuda pública a diez años	3,82	4,35	3,86	4,15	4,23	4,06	4,01
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,03	0,09	0,80	1,05	1,07	0,99	0,83
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,26	0,64	2,90	2,58	2,04	1,76	1,65
	IBEX 35 (e)	31,79	7,32	-39,43	-8,11	-17,13	-15,02	-1,72
								2,48

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.

El agregado monetario M3 se desaceleró en abril una décima, hasta el 4,9% interanual. Como ocurrió en marzo y en febrero, esta pérdida de dinamismo obedeció fundamentalmente a la ralentización de los depósitos a plazo de hasta dos años.

Evolución financiera en España

Durante abril y mayo, los mercados financieros nacionales e internacionales mostraron una pauta de recuperación. Así, en las bolsas, los índices se revalorizaron y se redujeron las volatilidades, evolución que vino acompañada de un retroceso de las primas de riesgo de los activos de renta fija. En paralelo, continuó la reducción de los tipos de interés negociados en el mercado interbancario, mientras que en el de deuda pública las rentabilidades a largo plazo se mantuvieron relativamente estables hasta mediados de mayo y aumentaron posteriormente. Por su parte, de acuerdo con los datos más recientes sobre los balances del sector privado, que se refieren a marzo, durante dicho mes prosiguió la desaceleración de la financiación captada por las sociedades y los hogares, al tiempo que el ritmo de expansión de sus activos líquidos apenas mostró cambios. La información provisional correspondiente a abril apunta a nuevos descensos en las tasas de crecimiento de la deuda de las empresas y las familias, y a un mantenimiento del dinamismo de sus activos líquidos.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas siguieron disminuyendo en los plazos cortos, mientras que en el tramo largo de la curva se produjeron escasos movimientos hasta mediados de mayo, observándose posteriormente un repunte. De este modo, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses, y de los bonos a diez años, se situaron, en media en dicho mes, en el 0,98% y el 4,05%, respectivamente, lo que supone, en el primer caso, un descenso de 24 pb en relación con los valores medios de marzo y, en el segundo, prácticamente el mismo nivel que en esa fecha (véase cuadro 2). Esta evolución vino acompañada de un retroceso del diferencial a diez años entre la rentabilidad de la deuda española y la alemana, que se acercó a los 60 pb. También cayeron las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras, hasta los 125 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	2007	2008	2009		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.553,2	12,3	7,4	6,1	6,5	6,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.209,8	15,5	6,1	5,4	5,0	4,5
Hogares e ISFLSH	903,1	12,5	4,4	3,7	2,8	2,2
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	671,4	13,0	4,5	4,0	3,3	2,5
– Crédito para consumo y otros fines (c)	229,2	11,1	3,8	2,7	1,6	1,3
Sociedades no financieras	1.306,6	17,7	7,3	6,7	6,5	6,1
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	953,2	19,5	6,8	6,1	5,5	4,5
– Valores de renta fija (d)	45,4	18,4	12,1	17,8	21,9	26,4
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	343,5	-6,9	16,8	11,2	18,4	20,6
Valores a corto plazo	64,4	2,5	58,3	58,3	67,7	82,8
Valores a largo plazo	322,4	-3,1	8,2	10,1	13,3	18,6
Créditos – depósitos (f)	-43,3	-12,6	4,8	-17,7	-9,6	-21,1

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.

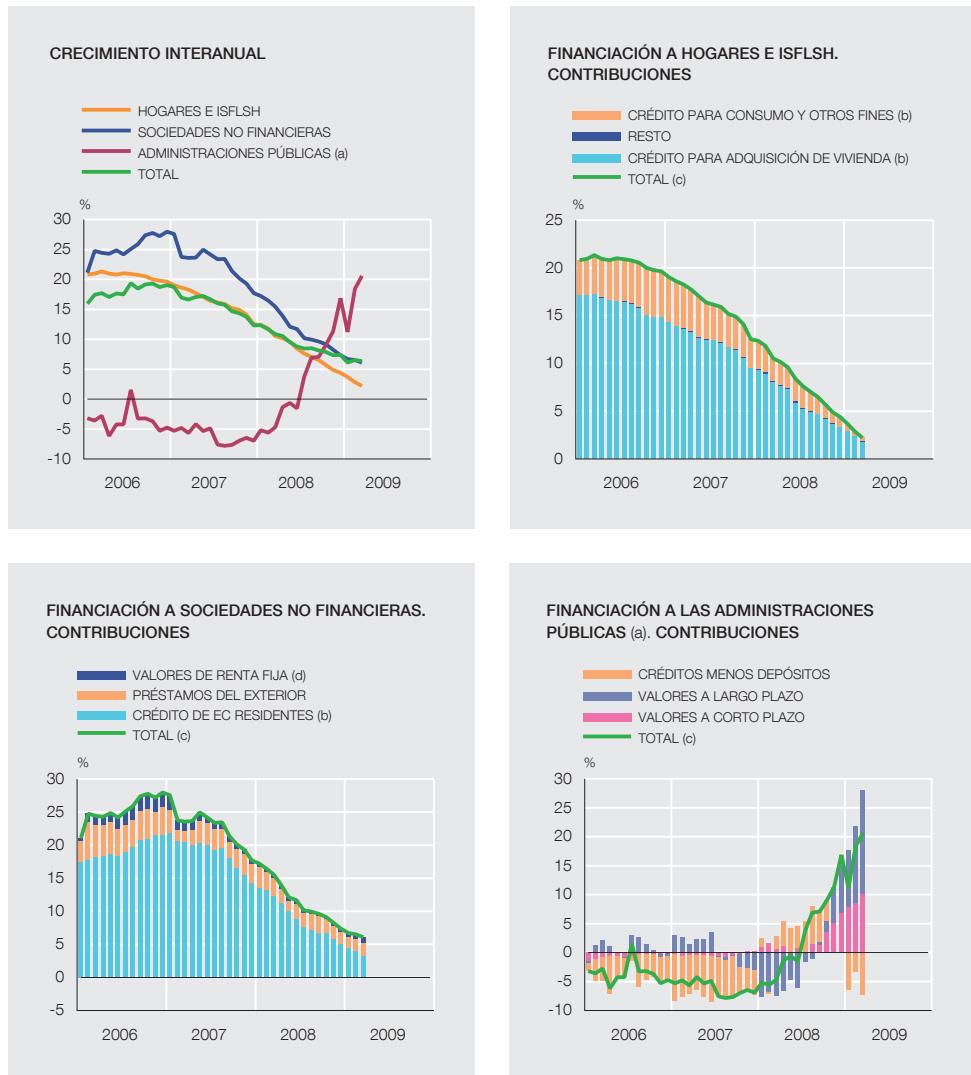
En los mercados de renta variable las cotizaciones se revalorizaron al tiempo que descendió su volatilidad. De este modo, al cierre de mayo, el IBEX 35 había recuperado un 20,6% en relación con el nivel de finales de marzo, un aumento algo mayor que el experimentado por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (18,4%) y más elevado que el registrado por el S&P 500 de las de Estados Unidos (15,2%). Con estos movimientos, se habían compensado las pérdidas producidas durante los primeros meses del ejercicio, presentando el índice español una ganancia acumulada en el año del 2,5%, cifra ligeramente superior a la mostrada por el indicador de los valores estadounidenses (1,8%) y a la variación nula de la referencia del área del euro.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo siguieron reduciéndose durante los meses de marzo y abril, trasladándose así la disminución de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios. Concretamente, el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines alcanzó en abril el 3,55% y el 7,75%, respectivamente, 80 pb y 16 pb por debajo de los correspondientes registros de febrero, al tiempo que la remuneración de sus depósitos bajó durante el mismo período 44 pb, hasta el 1,67%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras descendió 62 pb, hasta situarse en el 3,18%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros creció, en el mes de marzo, a una tasa interanual similar a la registrada en febrero. Esta evolución fue el resultado de una reducción, en torno a medio punto porcentual, de los ritmos de expansión interanuales de los fondos captados por las familias y las empresas, que se situaron en torno al 2% y al 6%, res-

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS

GRÁFICO 8



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.

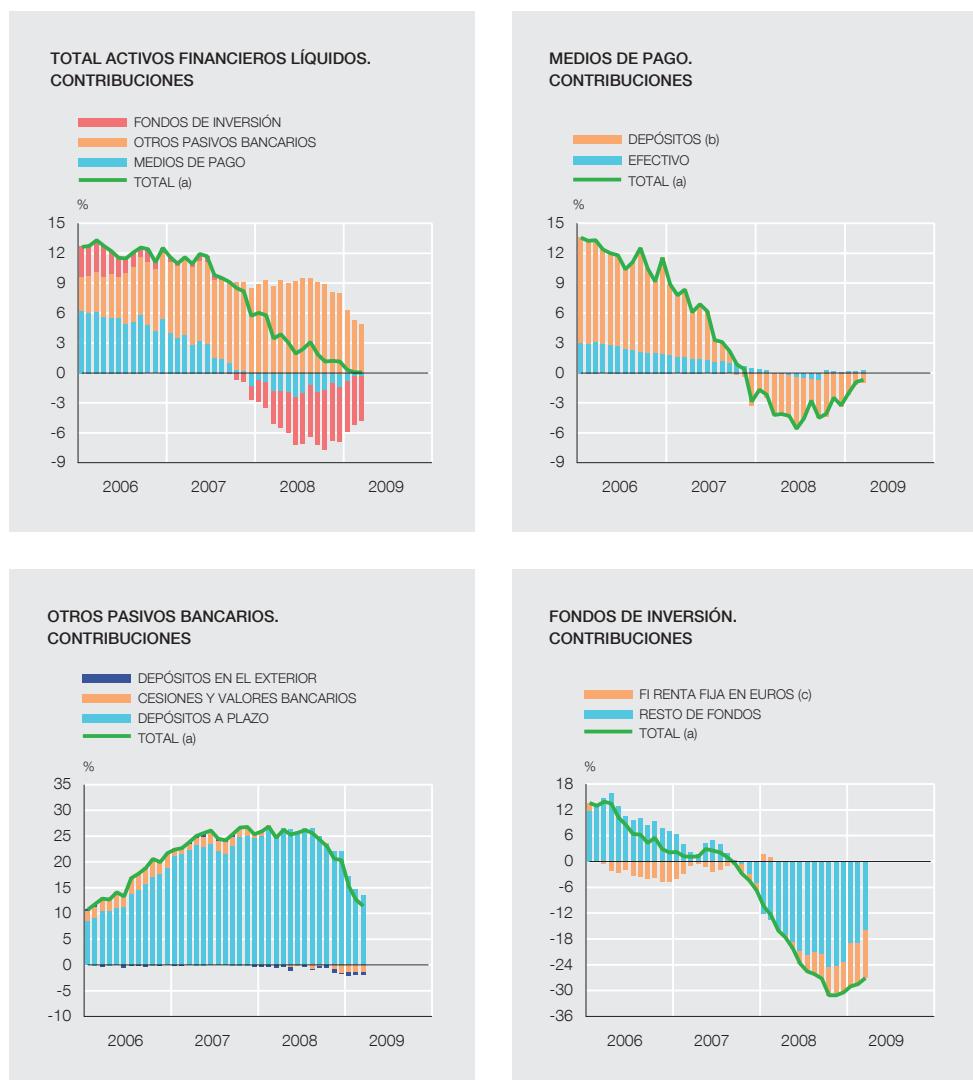
pectivamente, que fue compensada por la aceleración de los pasivos netos de las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que el menor dinamismo de la financiación recibida por las familias en marzo obedeció a un descenso en las tasas de crecimiento interanuales tanto de los préstamos para la adquisición de vivienda como de los destinados al consumo y otros fines, que se situaron por encima del 2% y cerca del 1%, respectivamente. Por su parte, el desglose por instrumentos de los fondos captados por las sociedades no financieras indica que el ritmo de expansión interanual del crédito otorgado por las entidades residentes se redujo 1 pp, en relación con el mes precedente, hasta situarse algo por debajo del 5%. La información provisional correspondiente a abril apunta a una nueva desaceleración de la deuda del sector privado no financiero.

La tasa de variación interanual de los fondos captados por las Administraciones Públicas aumentó en marzo, situándose por encima del 20% (más de 2 pp por encima del mes ante-

**ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,
HOGARES E ISFLSH**

GRÁFICO 9



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.

rior). Por instrumentos, en términos netos acumulados de doce meses, se produjo una fuerte expansión de los valores de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, al tiempo que los depósitos crecieron muy por encima de lo que lo hicieron los créditos recibidos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y de las familias experimentaron en marzo un dinamismo muy moderado, similar al observado en febrero (véase gráfico 9). Por instrumentos, los depósitos a plazo volvieron a desacelerarse, si bien su tasa de crecimiento interanual se situaba todavía en valores relativamente elevados (en torno al 15%), mientras que se recuperaron algo los ritmos de avance de los fondos de inversión y los medios de pago, aunque estos productos continuaron contribuyendo negativamente a la expansión de las tenencias líquidas del sector privado no financiero. La información provisional referida a abril no muestra cambios relevantes en todas estas tendencias.

2.6.2009.