

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

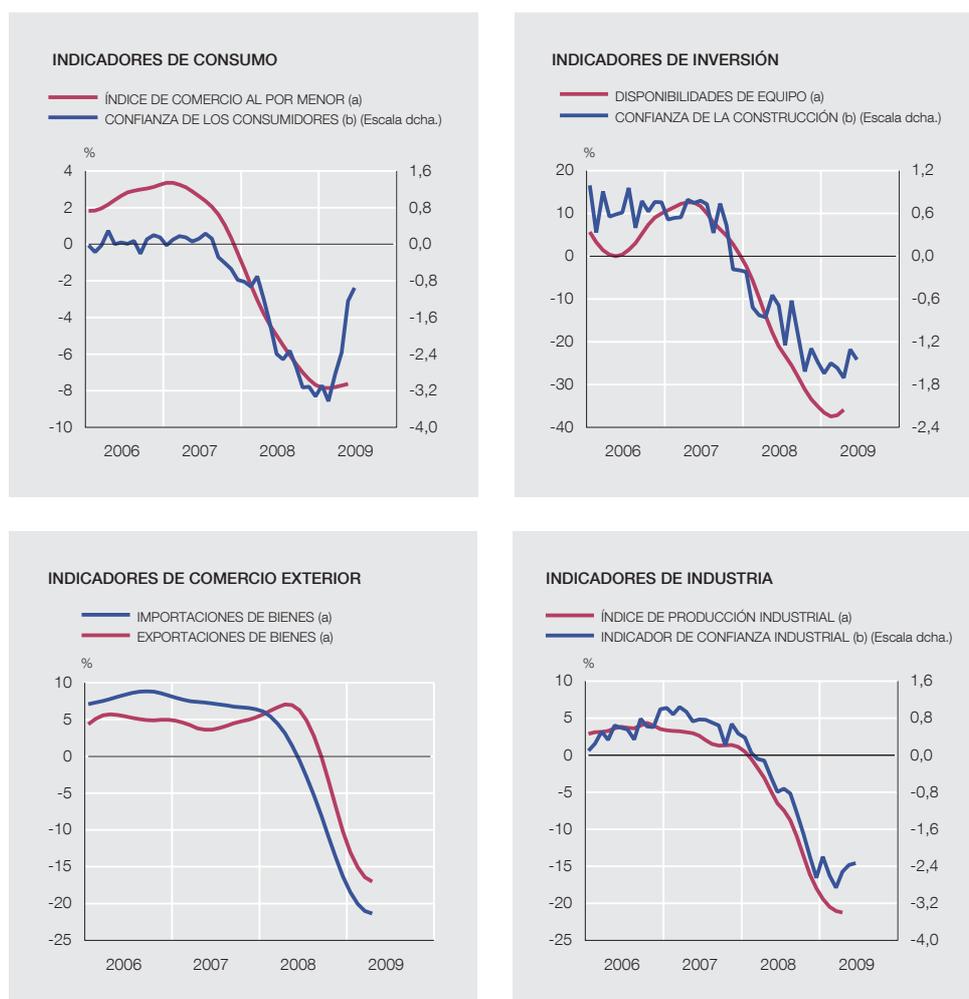
Evolución del sector real de la economía española

Las últimas cifras de la CNTR, correspondientes al primer trimestre de 2009 y ya comentadas más extensamente en el *Boletín Económico* de mayo, mostraron una intensificación del deterioro de la actividad de la economía española en ese período. En concreto, el PIB real disminuyó un 3% en términos interanuales y su tasa intertrimestral se situó en el -1,9%, lo que supuso el tercer retroceso consecutivo. Por componentes, el descenso de la actividad económica fue atribuible a la intensa contracción de la demanda nacional privada, mientras que la demanda exterior neta mantuvo una contribución positiva al crecimiento del producto, en un contexto de acusado debilitamiento tanto de las importaciones como de las exportaciones. Por el lado de la oferta, el valor añadido disminuyó en todas las ramas de la economía de mercado, siendo destacable el caso de la industria, al tiempo que se intensificó el proceso de destrucción de empleo.

Los indicadores disponibles referidos a los primeros meses del segundo trimestre del año apuntan a una prolongación de las tendencias contractivas de la economía, aunque a un ritmo menos intenso. Entre los indicadores de demanda, los referidos al consumo privado apuntan a una cierta ralentización en su pauta de descenso. También por el lado de la oferta, los indicadores más recientes del mercado de trabajo, referidos a junio y conocidos con posterioridad al envío de este informe a edición, confirman una moderación en el ritmo de ajuste del mercado laboral en el segundo trimestre.

En relación con el consumo privado, entre los indicadores de carácter cualitativo, el que apunta más claramente en esta dirección es el índice de confianza de los hogares elaborado por la Comisión Europea, que continuó mejorando en junio tras el sustancial repunte del mes anterior. Con este nuevo avance —el cuarto consecutivo—, este indicador se sitúa en sus niveles más elevados en más de un año (véase gráfico 1). El ascenso de la confianza en los últimos meses se ha debido, sobre todo, a la percepción más favorable de las familias acerca de las perspectivas de evolución del desempleo, aunque también se ha recuperado la valoración acerca de la evolución futura de la situación económica general y de la situación financiera y la capacidad de ahorro de los propios hogares. En el mismo mes, la confianza de los comerciantes minoristas permaneció estable, tras la notable mejora de mayo. Por su parte, el índice de clima de los productores de bienes de consumo continuó registrando valores muy negativos en mayo, si bien se produjo una cierta mejora en la cartera de pedidos interiores. También en el caso de los indicadores cuantitativos, se perciben algunas señales de atenuación del descenso de este componente de la demanda. Así, las matriculaciones de automóviles mostraron un cambio de tendencia en junio, reflejando los efectos de la puesta en marcha del plan de incentivos directos (Plan 2000E). No obstante, con datos ajustados de estacionalidad y calendario, el índice de comercio al por menor retrocedió en mayo a una tasa del 7,6%, muy similar a la observada en abril.

Los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo siguen apuntando a una continuación de la evolución desfavorable de este componente de la demanda. En particular, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial disminuyó al inicio del segundo trimestre, hasta situarse en el nivel más reducido de la serie histórica, al tiempo que la cartera de pedidos de los empresarios manufactureros en la encuesta de confianza de la Comisión Europea siguió en niveles muy deprimidos, a pesar de las ligeras mejoras de mayo y junio. Además, el indicador de disponibilidades continuó mostrando un tono desfavorable en abril. Por el contrario, el indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo repuntó en mayo



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).

por segundo mes consecutivo, lo que se debió a una evolución menos desfavorable de la producción y a una disminución del nivel de existencias.

En el caso de la inversión en construcción, la información parcial disponible para el segundo trimestre del año parece apuntar a una moderada ralentización en el ritmo de acusada contracción que venía mostrando en trimestres previos. En particular, la mayor parte de los indicadores más recientes, de carácter contemporáneo, referidos al conjunto del sector han tendido a atenuar su deterioro, lo que parece estar reflejando los efectos de la puesta en marcha de los proyectos incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local, que estaría impulsando el componente de obra civil. Por el contrario, no existe evidencia de suavización de las tendencias contractivas en el sector residencial. En mayo, el número medio de afiliaciones a la Seguridad Social en el conjunto de la construcción registró un retroceso mensual inferior a los de los meses previos, aunque ello no evitó que el descenso interanual continuara siendo abultado (-25,5%). Además, el desempleo en el sector experimentó en ese mes su primera disminución desde septiembre de 2007, lo que permitió que se redujera sustancialmente el avance interanual del número de parados, que, no obstante, siguió creciendo a una tasa muy elevada

(78,5%). Entre los consumos intermedios, en mayo se suavizó ligeramente la caída interanual del consumo aparente de cemento. Por el contrario, la producción interior de materiales para la construcción intensificó su ritmo de caída, según la información más reciente, aunque, en este caso, el dato se refiere al mes de abril. Adicionalmente, el último dato del indicador de confianza de los empresarios del sector, referido a junio, registró un empeoramiento. Los indicadores de carácter adelantado más recientes, referidos a abril, tampoco han tenido una evolución positiva. Así, la superficie visada de viviendas nuevas intensificó su retroceso interanual hasta el 67%, caída que supera en casi 10 puntos (pp) a la del mes precedente, mientras que la superficie visada de edificación no residencial se contrajo un 26%. Finalmente, la licitación oficial ha retrocedido un 17% en tasa interanual en el primer cuatrimestre, por lo que este indicador parece no haber reflejado aún plenamente al final de ese período los efectos del Fondo Estatal de Inversión Local.

La interpretación de las cifras de comercio exterior de bienes correspondientes al mes de abril resulta difícil por las distorsiones que introduce el calendario de la Semana Santa, que este año se celebró en abril, mientras que en 2008 tuvo lugar en marzo. Por esta razón, las tasas interanuales correspondientes al cuarto mes del año podrían encontrarse sesgadas a la baja, mientras que las relativas a marzo estarían sometidas a un efecto de signo opuesto. En este contexto, las exportaciones reales de bienes disminuyeron en abril un 22,6% (frente al -9,5% de marzo y el -17,9% del conjunto del primer trimestre). La intensificación del retroceso fue generalizada por grupos de productos, aunque revistió mayor entidad en el caso de los bienes de consumo no alimenticio, siendo, por el contrario, más moderada por lo que se refiere a las exportaciones energéticas y de bienes intermedios no energéticos. Por áreas geográficas, el descenso de abril resultó más pronunciado en las exportaciones extracomunitarias (-29,2%) que en aquellas dirigidas a la UE (-19,4%). De acuerdo con la encuesta de confianza manufacturera de la Comisión Europea, la valoración que los empresarios hacen de sus pedidos exteriores permaneció en junio en niveles muy reducidos, similares a los observados en los meses precedentes. Por su parte, de acuerdo con los datos de Aduanas, las importaciones reales se redujeron en abril de forma más acusada que las exportaciones (-29,2%). Por grupos de productos, el comportamiento fue más diferenciado. Así, mientras que las importaciones energéticas moderaron sustancialmente su ritmo de retroceso, este se acrecentó en los demás casos, destacando la aceleración del descenso de las compras al exterior de bienes de equipo (en 11 pp, hasta el -37,6%). Estos datos —junto con la sensible mejora de la relación real de intercambio— explican la acusada corrección del déficit comercial (que, en abril, fue del -54,8% en términos interanuales). La disminución del desequilibrio comercial fue aún más pronunciada en el caso del saldo no energético (-64,9%).

Por lo que respecta al turismo, los datos de la CNTR del primer trimestre arrojaron una disminución del 18,7% de los ingresos reales, lo que supone una significativa agudización del perfil de debilidad ya observado en el transcurso de 2008. La última información disponible de los principales indicadores, referida al mes de mayo —lo que facilita su valoración, al no estar ya distorsionada por el calendario de la Semana Santa—, continúa configurando un panorama de debilidad. Así, por lo que se refiere a los indicadores de afluencia turística, el número de pernoctaciones hoteleras descendió en mayo un 10,2% (frente al -12% del primer cuatrimestre de 2009). Por el contrario, las entradas de turistas extranjeros disminuyeron en ese mes un 11,7%, tasa prácticamente coincidente con la observada por término medio en los primeros cuatro meses del año. Finalmente, según la encuesta de gasto turístico (EGATUR), el gasto nominal de los visitantes extranjeros descendió en mayo un 8,9% en términos interanuales, frente al -7,3% del primer cuatrimestre. Esta evolución fue consecuencia de la reducción del número de turistas extranjeros, que se vio parcialmente compensada por el mayor gasto medio realizado por cada uno de ellos. Todos estos indicadores continúan acusando el hecho de

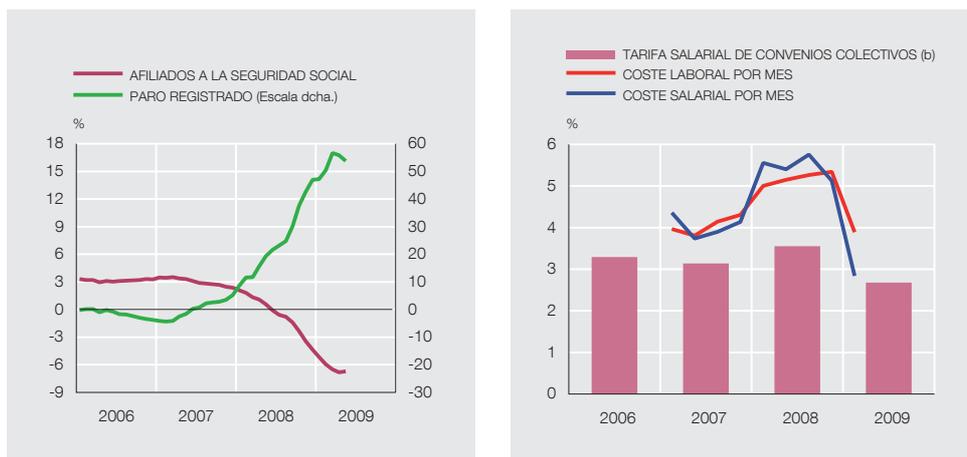
que, entre los principales mercados emisores, las caídas más severas han correspondido, por este orden, a los tres más importantes, esto es, el británico, el alemán y el francés.

Según las cifras más recientes de la Balanza de Pagos, el ritmo de corrección de la necesidad de financiación de la economía española se intensificó notablemente en abril, al reducirse un 71% en tasa interanual. Esta disminución del desequilibrio exterior se explica, sobre todo, por la reducción del déficit de la balanza comercial, aunque también el déficit de rentas experimentó una mejora apreciable en ese mes. En el conjunto del primer cuatrimestre del año, la necesidad de financiación de la nación se situó en 23,4 mm de euros, cifra que es casi un 40% inferior a la registrada en el mismo período de 2008.

En la vertiente de la oferta, tras el sustancial empeoramiento observado la segunda mitad de 2008, el ritmo de contracción del índice de producción industrial se ha estabilizado en meses recientes. Así, en abril este indicador retrocedió, en términos de la serie corregida de calendario, un 21,6%, tasa que es similar a la mostrada desde el comienzo del año. Por componentes, destaca el mayor dinamismo de la producción de bienes de consumo alimenticio, que pasó a presentar registros positivos tras ocho meses de contracción, y la ralentización de la caída de los bienes energéticos. Por el contrario, los bienes de consumo no alimenticio intensificaron su ritmo de retroceso. Otros indicadores de la actividad industrial, referidos a abril, coincidieron en señalar una moderación de su comportamiento fuertemente negativo en los meses previos. Este es el caso de los índices de cifras de negocios y, sobre todo, de entradas de pedidos, que suavizaron sus descensos, una vez expresados en términos reales y corregidos de efectos de calendario. También los indicadores del mercado laboral correspondientes al mes de mayo recogieron este comportamiento. Así, el paro registrado redujo su avance interanual en más de 2 pp, hasta situarse algo por debajo del 60%, mientras que los afiliados a la Seguridad Social registraron un descenso intermensual algo inferior al de los meses precedentes, si se tiene en cuenta el ajuste estacional y de calendario, lo que permitió una modesta ralentización del ritmo de deterioro interanual. A ello hay que añadir que las encuestas de confianza más recientes han mostrado un tono más favorable. Así, el indicador de confianza manufacturera de la Comisión Europea repuntó en junio por tercer mes consecutivo. Del mismo modo, el índice PMI —disponible hasta mayo— ha registrado ascensos en los meses más recientes.

Como en el caso de la industria, la información coyuntural más reciente referida a los servicios muestra algunos indicios de estabilización de la pérdida de dinamismo que les viene caracterizando. Por lo que se refiere a la evolución de los indicadores del mercado de trabajo, aunque el paro registrado redujo levemente su tasa de avance en mayo, el retroceso interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social aumentó hasta el 3,2%. El indicador de confianza en los servicios que elabora la Comisión Europea repuntó en junio, aunque permanece próximo a su nivel mínimo histórico. Por el contrario, el dato más reciente del PMI mostró un empeoramiento, aunque, en este caso, la información se refiere a mayo, por lo que es más retrasada. Finalmente, la caída interanual de la cifra de negocios del sector se estabilizó en torno al 18%, una vez corregida de efectos de calendario.

Los indicadores más recientes relativos al conjunto del mercado de trabajo apuntan a una prolongación, en los últimos meses, del proceso de ajuste del empleo observado en los datos de la CNTR referidos al primer trimestre del año. No obstante, de los últimos datos disponibles, referidos a mayo, se desprende que la intensidad del ajuste podría haber comenzado a atenuarse en cierta medida (véase gráfico 2). En concreto, en ese mes, el número medio de afiliaciones a la Seguridad Social retrocedió un 6,7% (frente al -6,8% de marzo), lo que constituye la primera mejora de la tasa interanual desde comienzos de 2007. Asimismo, en mayo, el número de parados registrados en los Servicios Públicos de Empleo registró un descenso



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 mayo de 2009.

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

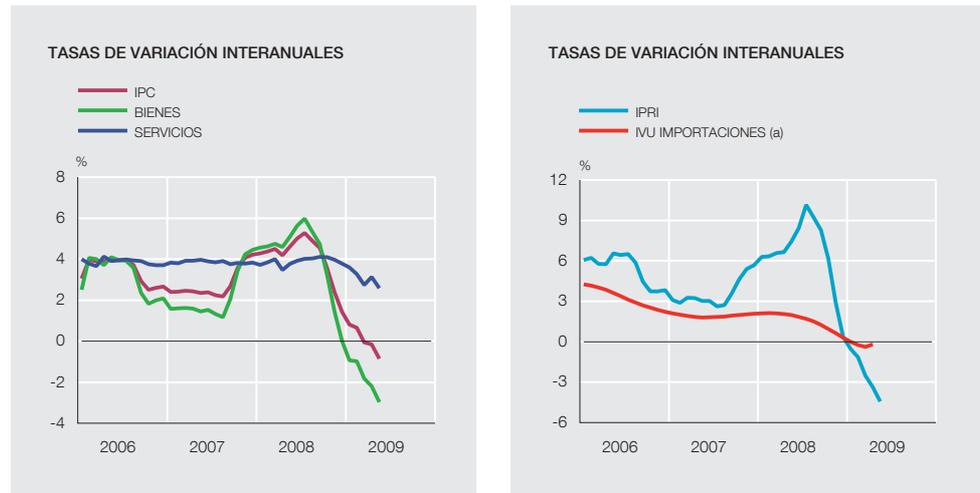


FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Último dato: mayo de 2009.

mensual por primera vez desde marzo de 2008, ralentizándose su avance interanual en más de 2 pp (hasta el 53,8%).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta mayo de 2009 un déficit de 19.543 millones de euros (1,8% del PIB), frente al superávit de 2.957 millones de euros (0,3% del PIB) observado un año antes. Los recursos mostraron una caída del 24,9% en tasa interanual acumulada, mientras que los empleos crecieron a un ritmo del 13%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado en los cinco primeros meses del año se saldó con un déficit de 19.102 millones de euros, lo que contrasta con el superávit de 3.185 millones de euros registrado en el mismo período del ejercicio anterior (véase gráfico 3). Los ingresos acentuaron su caída en mayo, registrando una tasa de variación del -23,8%. Esta evolución refleja la débil evolución de la recaudación impositiva tanto directa como indirecta, marcada esta última en cierta medida por el adelanto de las devoluciones realizadas. Por el contrario,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

los gastos se aceleraron, hasta un crecimiento del 14,2%, debido a las transferencias realizadas por el Fondo Estatal de Inversión Local.

Precios y costes

De acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,9% en el primer trimestre de 2009, lo que supone una ralentización de 1,4 pp en relación con el último trimestre de 2008. Esta evolución resulta coherente, a grandes rasgos, con la aminoración del ritmo de avance de la remuneración por asalariado observada en la CNTR para ese mismo período. El coste salarial mostró una desaceleración más pronunciada, con un incremento del 2,8% (frente al 5,1% del trimestre final del ejercicio precedente), aunque, sin embargo, la moderación de su rúbrica principal —el salario ordinario— fue mucho más modesta, por lo que cabe atribuir este menor incremento al avance más reducido de partidas como los pagos extraordinarios o los atrasos (donde se incluye la cláusula de salvaguarda). Los costes no salariales, por el contrario, se aceleraron en 0,8 pp, hasta el 6,8%, reflejando en buena medida el incremento en las indemnizaciones por despido. Por lo que respecta a la información más reciente, relativa a la evolución de la negociación colectiva, los convenios registrados en los cinco primeros meses de 2009, que afectan a casi siete millones de trabajadores (más del 65% de la cifra de empleados afectados por este tipo de acuerdos en 2008), reflejan también una cierta moderación salarial, al recoger un incremento de las tarifas del 2,7%, cifra que es aproximadamente un punto porcentual inferior a la observada el año pasado (del 3,6%). Casi la totalidad de los convenios registrados entre enero y mayo se correspondieron con revisiones de acuerdos firmados en ejercicios precedentes con efectos en 2009. Los convenios de nueva firma, que continúan representando una proporción pequeña del total, mostraron un mayor incremento de los salarios negociados (del 3,1%). Por ramas productivas, el incremento más elevado de los salarios negociados —del 3,6%— siguió produciéndose, en mayo, en la construcción, pese a la debilidad del sector. Por otro lado, con los datos acumulados hasta mayo, se estima que el impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2008 será nulo.

En mayo, la variación interanual del IPC registró un descenso de siete décimas respecto al mes precedente, hasta alcanzar el -0,9%, tasa negativa por tercer mes consecutivo, que, además, es la más reducida desde 1952 (véase gráfico 4). La desaceleración de los distintos componentes fue generalizada, destacando el caso de la energía, cuyos precios acentuaron

su caída interanual en casi 3 pp (hasta una tasa del -15,3%), debido al efecto base provocado por las subidas de precios del petróleo de hace un año. Por su parte, la inflación de los servicios reanudó la senda descendente que había venido mostrando desde el otoño y que se había visto interrumpida en abril como consecuencia del efecto de la Semana Santa, recortando en medio punto porcentual su tasa de variación (hasta el 2,6%). La tasa de crecimiento de los precios de los alimentos en su conjunto retrocedió en 7 décimas, hasta el -0,2%, lo que fue resultado de la ralentización tanto del componente de alimentos no elaborados como del de alimentos elaborados, hasta crecer a tasas respectivas del 0% y -0,6%. Asimismo, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron su variación interanual en una décima (-0,8%). El crecimiento interanual del IPC sin energía y del IPSEBENE (índice que excluye los alimentos no elaborados además de los bienes energéticos) se redujo en cuatro décimas, hasta situarse, respectivamente, en el 0,8% y 0,9%. Igual comportamiento que el IPC general mostró el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), que descendió en mayo un 0,9% interanual, caída que supera en siete décimas a la observada en abril, mientras que en la UEM la tasa de inflación (0%) registró un recorte menor —de seis décimas—. En consecuencia, el diferencial con el área del euro continuó siendo favorable a España por sexto mes consecutivo, registrando una ampliación adicional de una décima, hasta -0,9 pp, el valor más reducido desde la introducción de la moneda única. En junio, de acuerdo con el indicador adelantado del índice armonizado, la inflación española se siguió moderando, hasta situarse en el -1%. En la UEM, los precios habrían caído un 0,1% interanual en ese mes, con lo que, de confirmarse esta información preliminar, el diferencial favorable a España se mantendría en 9 décimas.

En mayo se intensificó en 1 pp el retroceso de la tasa de variación interanual del índice de precios industriales, hasta quedar situada en el -4,4%, nuevo mínimo histórico de la serie. Todos los componentes contribuyeron a esta evolución, si bien fue particularmente acusada la nueva desaceleración del componente energético (de casi 3 pp, hasta una tasa del -9,7%). Entre el resto de productos, destaca por su intensidad la reducción de la variación interanual de los precios de los bienes intermedios (de 8 décimas, hasta el -6,3%). Por su parte, los precios de los bienes de consumo duradero y no duradero se ralentizaron en 0,5 y 0,3 pp, hasta el 0,9% y -1,5%, respectivamente, y los de equipo, en una décima, hasta el 1,2%.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), retrocedieron un 8,6% en abril (frente al -7,4% de marzo). Tanto el componente energético como el no energético intensificaron sus ritmos de descenso. En el primer caso, la caída se agudizó en 1,5 pp, hasta el -31,7%. Esta abultada caída continúa estando determinada por la notable corrección del precio del petróleo en términos interanuales (cerca al 50%). Por lo que respecta al componente no energético, la desaceleración afectó a todos los grupos de productos, exceptuados los bienes de consumo alimenticio, que, no obstante, siguieron registrando tasas negativas. En la vertiente exportadora, los IVU cayeron en abril un 5,1%, tras el retroceso del 4,6% del mes anterior. El comportamiento por grupos de bienes fue heterogéneo. Así, entre los bienes no energéticos, se intensificaron los retrocesos de los precios de las ventas al exterior de bienes de equipo e intermedios sin energía, mientras que, por el contrario, tuvo lugar un repunte del componente de bienes de consumo, tanto alimenticio como no alimenticio. Por su parte, los precios de las exportaciones energéticas también aceleraron, aunque modestamente, su caída. Por áreas geográficas, los precios de las exportaciones comunitarias disminuyeron más intensamente que los de las ventas al resto del mundo (-5,4% y -4,8%, respectivamente). Por otra parte, los precios de importación de los productos industriales elaborados por el INE también incrementaron en abril —al igual que los correspondientes IVU— su ritmo de descenso interanual, aunque lo hicieron en menor medida (0,5 pp), hasta una tasa del -7,4%. Por componentes, destaca la intensificación del retroceso de los precios

de exportación de los bienes intermedios y, en menor medida, de los energéticos. Además, los precios de las ventas al exterior de bienes de consumo moderaron su ritmo de avance, aunque este continuó siendo positivo. Finalmente, los precios de exportación de productos industriales descendieron un 2,9% interanual en abril, lo que supone, como en el caso de los IVU, una intensificación de 0,5 pp del ritmo de caída en comparación con marzo. Esta evolución se explica por la agudización del retroceso de los precios de los bienes energéticos e intermedios y por la moderación de los de consumo, mientras que los precios de exportación de los bienes de equipo se aceleraron ligeramente.

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante la mayor parte del último mes, los mercados financieros internacionales han mantenido el tono de mejora que se inició a principios del mes de marzo. Esta normalización se produjo en un contexto de señales de menor contracción de la actividad económica mundial y de cierta estabilización de las entidades financieras. En este sentido, destaca la devolución por parte de varias entidades estadounidenses de los fondos públicos que habían recibido en el marco del programa de apoyo financiero (TARP). Asimismo, se ha apreciado cierta mejora de las condiciones de liquidez y una recuperación de las emisiones de deuda corporativa no financiera de alta calificación crediticia. No obstante, en la última semana este optimismo se ha moderado, apuntando una disminución del apetito por el riesgo y pérdidas en las bolsas desarrolladas y emergentes. Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos han aumentado como resultado, en gran medida, de la normalización financiera comentada anteriormente y el descenso en los flujos hacia activos seguros, si bien las importantes necesidades de financiación del sector público pueden haber contribuido adicionalmente a este movimiento. Por su parte, los mercados emergentes han evolucionado en línea con los desarrollados y los diferenciales soberanos se han ampliado levemente en los últimos días. En los mercados de materias primas, el petróleo llegó a superar en junio los 70 dólares por barril de tipo Brent, aunque posteriormente moderó su precio. Esta evolución fue compartida por los precios de los metales industriales.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre de 2009 mostró una caída del 5,5% en tasa trimestral anualizada, dos décimas por encima de la anterior estimación y superior en 8 décimas al registro del trimestre anterior. Los indicadores de actividad de mayor frecuencia continúan ofreciendo señales mixtas, aunque, en conjunto, apuntarían a una menor caída en el segundo trimestre. El índice ISM de manufacturas aumentó nuevamente en mayo —si bien se mantiene en registros asociados a una contracción—, pero la producción industrial intensificó su descenso y la utilización de la capacidad instalada se situó en mínimos. Los indicadores del mercado de la vivienda todavía no ofrecen señales inequívocas de recuperación: las ventas de viviendas se estabilizaron en mayo, aunque a niveles muy bajos, lastradas por la escasez de crédito, y los precios continúan cayendo. En cuanto al consumo, las ventas al por menor se estabilizaron en mayo, tras las caídas de meses anteriores, y en junio volvieron a mejorar los índices de sentimiento del consumidor. Por su parte, en el mercado laboral se ha moderado el ritmo de destrucción de empleo, aunque la tasa de paro aumentó cinco décimas en mayo, hasta el 9,4%, la más alta desde 1983. El desequilibrio exterior continuó su corrección en el primer trimestre, hasta alcanzar un déficit del 2,9% del PIB, debido al menor déficit comercial, que se vio favorecido por la caída de las importaciones de productos petrolíferos. La tasa de inflación medida por el IPC general siguió adentrándose en registros negativos (–1,3% interanual) en mayo, mientras que la subyacente se mantiene en torno al 1,8%. En este contexto, el Gobierno presentó su plan de reforma regulatoria del sistema financiero, en el que anunció un mayor poder de supervisión de entidades sistémicas para la Reserva Federal, una regulación orientada a reducir el riesgo de activos financieros complejos, así como la creación de una agencia de protección al consumidor de productos financieros. Por su parte, la Reserva Federal mantuvo en junio el tipo de interés oficial en el rango de 0% a 0,25% y los

objetivos de compras de activos, si bien acordó reducir en cuantía y frecuencia —y, en algunos casos, no renovar— algunos de sus instrumentos de provisión de liquidez.

En el Reino Unido se han sucedido los signos de menor deterioro en algunos indicadores. Las encuestas empresariales y los datos de producción industrial indican que la actividad económica podría moderar su ritmo de caída en el segundo trimestre, frente a la notable contracción del PIB en el primero (−9,3%, en tasa trimestral anualizada). Adicionalmente, los indicadores del mercado inmobiliario apuntan hacia una estabilización, con menores caídas del precio de la vivienda y una reactivación de la demanda, aunque partiendo de niveles reducidos. Sin embargo, se mantiene el deterioro del mercado laboral —la tasa de paro aumentó una décima en abril, hasta el 7,2%— y el proceso de desapalancamiento de familias y empresas y la contracción crediticia siguen su curso. La inflación se redujo una décima en mayo, hasta el 2,2%, y se espera que en los próximos meses se sitúe por debajo del objetivo del 2%. En este contexto, del Banco de Inglaterra mantuvo el nivel de los tipos oficiales y su política de compra de activos en su reunión de junio. Finalmente, las cuentas públicas continuaron su deterioro: el déficit público se situó en mayo muy por encima de los niveles del año anterior y la deuda pública alcanzó el 54,7% del PIB.

En Japón, los indicadores siguen mejorando respecto a los registros excepcionalmente bajos de inicios de año, aunque no en todas las ramas de actividad. Entre los indicadores más recientes cabe destacar la fuerte recuperación de los PMI de manufacturas y servicios en mayo (si bien continúan en niveles asociados con una contracción de la actividad), así como la producción industrial, que creció el 5,9% intermensual en mayo, el tercer mes consecutivo de subida. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor mostraron en abril el primer aumento mensual desde agosto de 2008, aunque las tasas interanuales aún siguen siendo negativas. La balanza comercial mostró un mayor superávit en abril, pero se mantienen las fuertes caídas interanuales de las exportaciones y las importaciones. Por último, los precios de consumo intensificaron su descenso interanual hasta el −1,1% en mayo, activando las alertas sobre una posible deflación. En su reunión de junio, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1% y se mostró cautamente más optimista en sus previsiones por el aumento de la demanda exterior y el ajuste muy avanzado de inventarios. Adicionalmente, amplió algunas operaciones de subastas y adquisiciones de bonos y papel comercial.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, los indicadores de producción industrial y de ventas al por menor del segundo trimestre siguieron mostrando una caída pronunciada de la actividad, tras la fuerte contracción del PIB en la región en el primer trimestre (−3,6%). Al profundo ajuste de la demanda interna —en especial, en los países bálticos— se ha sumado el deterioro de la demanda externa, especialmente la procedente del área del euro. Por su parte, en mayo volvió a reducirse la tasa de inflación armonizada en la región, situándose en el 3,8%. En este contexto, los bancos centrales han mantenido sus tipos de interés oficiales, salvo en Polonia, donde se redujeron en 25 puntos básicos (pb), hasta el 3,50%. En la primera semana de junio, el lats letón se vio sometido a presiones en los mercados de cambio, ante el severo ajuste de esa economía. No obstante, el Gobierno letón reafirmó su compromiso con el actual régimen cambiario y aprobó nuevas medidas de contención fiscal, con el fin también de poder disponer del segundo tramo de la ayuda financiera internacional acordada en diciembre.

En China, los indicadores del segundo trimestre apuntan a una aceleración de la actividad basada en la demanda interna. En mayo, la producción industrial se aceleró y la confianza empresarial continuó en el terreno expansivo. Por el lado de la demanda, la inversión en activos fijos repuntó con mucha intensidad en ese mes —hasta el 38,7% interanual—, impulsada por el plan de estímulo fiscal, mientras que las ventas al por menor se mantuvieron relativa-

		2009					
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (a)	-16,5	-19,2	-19,1	-20,7		
	Comercio al por menor (a)	-1,9	-4,1	-2,4	-1,6		
	Matriculaciones de turismos nuevos (a)	-20,6	-12,7	-5,8	-3,7	5,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-31,0	-33,0	-34,0	-31,0	-28,0	-25,0
	Indicador de confianza industrial CE	-33,0	-36,0	-38,0	-35,0	-33,0	-32,0
	PMI de manufacturas (b)	34,4	33,5	33,9	36,8	40,7	42,4
	PMI de servicios (b)	42,2	39,2	41,0	43,8	44,8	44,5
	IAPC (a)	1,1	1,2	0,6	0,6	0,0	-0,1
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	5,9	5,8	5,0	4,9	3,7	
	M1	5,1	6,2	5,9	8,4	7,9	
	Crédito a los sectores residentes	6,2	5,9	5,2	4,4	4,0	
	AAPP	5,1	6,7	7,7	8,0	8,3	
	Otros sectores residentes	6,4	5,7	4,7	3,7	3,1	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	1,2	0,7	0,4	0,0	-0,2	
	— Préstamos a sociedades no financieras	9,0	7,8	6,3	5,3	4,4	
	EONIA	1,81	1,26	1,06	0,84	0,78	0,70
	EURIBOR a tres meses	2,46	1,94	1,64	1,42	1,28	1,23
	EURIBOR a un año	2,62	2,14	1,91	1,77	1,64	1,61
	Rendimiento bonos a diez años	4,11	4,20	4,15	4,09	4,14	4,34
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,64	-1,34	-1,30	-1,19	-0,84	-0,57
	Tipo de cambio dólar/euro	1,324	1,278	1,305	1,319	1,365	1,402
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (d)	-8,7	-19,4	-15,5	-3,1	0,0	-2,0	

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.

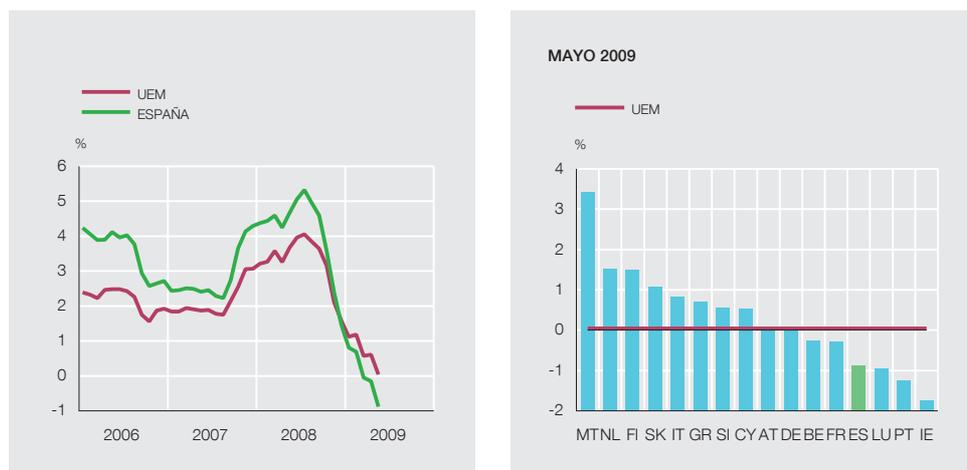
b. El dato correspondiente al último mes es una estimación preliminar.

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.

mente firmes. Sin embargo, el superávit comercial mantiene niveles reducidos, como consecuencia de la acelerada caída de las exportaciones y la persistente depresión de las importaciones. La inflación registra tasas negativas (-1,4% interanual en mayo para el IPC), pese al continuado y acusado repunte del crédito. En el resto de Asia, la producción industrial registró una menor caída interanual a comienzos del segundo trimestre, mientras que las exportaciones mostraron fuertes descensos respecto al año anterior. La inflación continuó disminuyendo en mayo en todas las economías de la región hasta alcanzar nuevos mínimos.

La actividad se redujo un 2,8% interanual en América Latina, en el primer trimestre, frente al crecimiento del 0,9% en el cuarto trimestre de 2008. Destaca la contracción en México y, en menor medida, en Brasil y Chile. En Argentina, Perú y Venezuela, se mantienen tasas de crecimiento interanual positivas, aunque la desaceleración ha sido muy brusca. Solo Colombia registró una mayor tasa de crecimiento interanual que en el trimestre precedente. La demanda interna se desplomó en todos los países, especialmente la de inversión. Los datos de mayor frecuencia correspondientes al segundo trimestre del año son heterogéneos. Mientras que en algunos países persiste o se agudiza la debilidad (Chile, México y Perú), en otros se apunta una leve recuperación (Brasil). La inflación se redujo en todos los países, hasta situarse en un promedio del 6,8% en mayo, cinco décimas menor que la de abril. Todos los bancos centrales en los que hubo reunión de política monetaria en junio (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) redujeron sus tipos de interés, entre 50 pb y 100 pb. En el frente fiscal, el Gobierno chileno



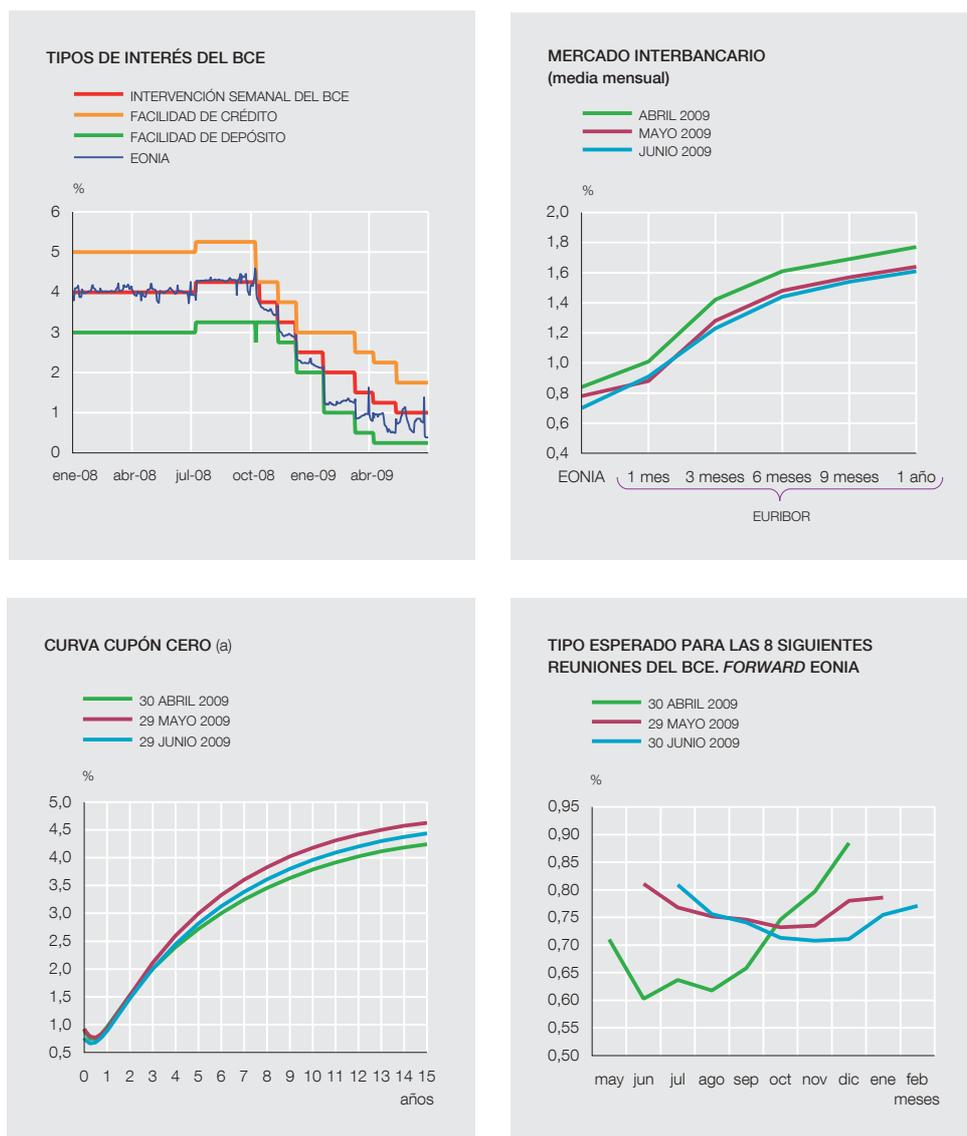
FUENTE: Eurostat.

anunció la utilización de 4.000 millones de dólares adicionales de su fondo soberano para enfrentar el aumento del déficit público, medida que supuso una apreciación del peso chileno.

La publicación de la primera estimación de la contabilidad nacional de la UEM confirmó el dato avanzado por la estimación *flash*, según la cual el PIB del área del euro se redujo, en términos intertrimestrales, un 2,5% en el primer trimestre de 2009, tras el descenso del 1,8% registrado en el período octubre-diciembre de 2008. La fuerte contracción de la demanda de bienes de equipo, la desaccumulación de existencias y el retroceso de las exportaciones son los componentes que contribuyeron de forma más acentuada a la intensa caída de la actividad. De esta forma, la demanda interna, excluida existencias, detrajó 1,2 pp a la tasa de avance del PIB, mientras que la evolución de las exportaciones se vio contrarrestada por la debilidad de las importaciones, con lo que la contribución negativa del saldo neto exterior al retroceso del producto fue muy inferior a la de la demanda interna. Por su parte, la variación de existencias detrajó 1 pp al crecimiento de la actividad. En términos interanuales, el PIB de la UEM decreció un 4,8% en el primer trimestre de 2009.

En el ámbito laboral, los datos de contabilidad nacional del primer trimestre de 2009 estiman una caída del empleo del 0,8%, aunque con comportamientos muy dispares entre países. Paralelamente, debido a una mayor caída relativa del PIB, la productividad aparente del trabajo intensificó su ritmo de contracción con respecto al período de octubre-diciembre. La remuneración por asalariado redujo fuertemente su ritmo de crecimiento, mientras que los costes laborales unitarios continuaron avanzando, hasta el 5,7%, muy por encima del deflactor del PIB, que continuó su moderación, por lo que los márgenes empresariales registraron una brusca contracción.

La información disponible para el segundo trimestre del año, derivada tanto de los indicadores cuantitativos como de los de opinión, avanza una nueva contracción de la actividad, aunque menor que la registrada en el primer trimestre. Así, por el lado de la oferta, la producción industrial se redujo en abril un 1,5%, disminución inferior a la registrada en los primeros meses del año, mientras que los nuevos pedidos industriales retrocedieron a un ritmo más intenso, del 1%, que el del mes de marzo. Por su parte, los indicadores de confianza, elaborados por la Comisión Europea, relativos a la industria y los servicios, al igual que las encuestas realizadas a los directores de compras, mostraron en junio nuevos avances, con la ex-

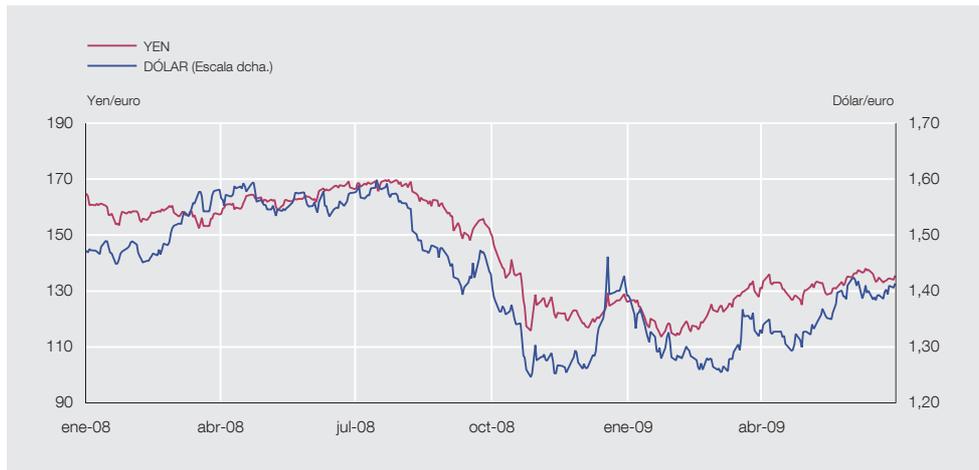


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

cepción del PMI de servicios. Por el lado de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores prolongó en junio su comportamiento expansivo, tras tocar mínimos en marzo, mientras que las ventas al por menor registraron en abril su segundo crecimiento intermensual positivo, tras varios meses de caídas ininterrumpidas, y las matriculaciones continuaron acelerándose en mayo. En cuanto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos mostró en junio, en cambio, un nuevo mínimo. Finalmente, los datos de la balanza comercial reflejan un ligero retroceso de las exportaciones en abril, inferior al de las importaciones. De igual forma, la valoración de la cartera de pedidos de exportación prolongó su deterioro en junio.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en mayo en el 0%, mientras que la estimación *flash* para el mes de junio apunta ya un crecimiento negativo del -0,1%. La disminución de seis décimas entre los meses de abril y mayo obedeció al menor ritmo de crecimiento registrado en todos los componentes, con la excepción del referido a los bienes industriales no energéticos, que se mantuvo cons-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

tante. Por ello, en el caso del IPSEBENE, la medida de inflación que excluye los componentes volátiles —energía y alimentos no elaborados—, la contención fue más moderada, y disminuyó dos décimas con respecto a abril, hasta el 1,5%. Por su parte, los precios industriales continuaron en abril su senda de contracción, al reducirse un 4,6% en términos interanuales.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 2 de julio, 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 (véase gráfico 6). El Consejo considera que este nivel de tipos es el adecuado, dada la información disponible. Así, a pesar de que la inflación ha entrado temporalmente en un período —previamente anticipado— de crecimiento negativo, las expectativas a medio y largo plazo continúan estando ancladas en niveles coherentes con el objetivo de la política monetaria. Además, el BCE desveló los detalles técnicos del programa de adquisición de *covered bonds* (cédulas hipotecarias en el mercado español) que se implementará a partir del próximo 6 de julio. Finalmente, el Consejo indicó que espera que la primera operación de financiación a doce meses, que se llevó a cabo el pasado 24 de junio, fortalezca la posición de los bancos y fomente la normalización del crédito en la economía. Dicha operación de inyección de liquidez se realizó a un tipo fijo del 1% y adjudicación plena, y supuso una inyección de liquidez récord de 442 mm de euros.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos iniciaron una senda alcista en los días posteriores al Consejo del BCE del 4 de junio, especialmente en los plazos más cortos. Sin embargo, esta tendencia reversionó a lo largo del mes, acelerándose tras la operación de financiación del BCE, de tal forma que, a finales de junio, los EURIBOR a 30 días y a un año se situaban 19 pb y 13 pb por debajo del último dato de mayo, en el 0,75% y 1,50%, respectivamente. Por su parte, los tipos de las operaciones con garantías —eurepos— mostraron una evolución similar a la de los tipos del interbancario, aunque con un repunte al alza en los últimos días del mes, con lo que el diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos y los eurepos equivalentes disminuyó en junio en los plazos largos (un año y seis meses) y aumentó en los cortos (tres meses y un mes). En los mercados secundarios de deuda pública, la rentabilidad a diez años de los bonos de la UEM retrocedió en la segunda quincena, y lo hizo más intensamente que los rendimientos de los activos análogos en Estados Unidos, con lo que el diferencial negativo EEUU frente a UEM se redujo hasta los 49 pb. Por

TIPOS		2006	2007	2008	2009				
		DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN
TIPOS BANCARIOS (a)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	4,74	5,53	5,83	4,35	3,91	3,55	3,36	...
	Crédito para consumo y otros fines	7,32	8,34	8,79	7,91	7,58	7,77	7,86	...
	Depósitos	1,79	2,72	2,79	2,11	1,87	1,66	1,58	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (b)	4,77	5,80	4,87	3,80	3,59	3,18	3,23	...
MERCADOS FINANCIEROS (c)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,69	4,01	2,18	1,39	1,22	1,13	0,98	0,97
	Deuda pública a cinco años	3,78	4,12	3,46	3,38	3,22	3,00	2,96	3,15
	Deuda pública a diez años	3,82	4,35	3,86	4,23	4,06	4,01	4,05	4,24
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,03	0,09	0,80	1,07	0,99	0,83	0,64	0,68
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,26	0,64	2,90	2,04	1,76	1,65	1,25	1,19
	IBEX 35 (e)	31,79	7,32	-39,43	-17,13	-15,02	-1,72	2,48	6,44

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.

otra parte, a pesar de la leve relajación de las condiciones financieras, y debido fundamentalmente a la contracción de la actividad, los préstamos bancarios al sector privado siguieron desacelerándose en mayo y registraron un avance interanual seis décimas inferior al observado en el mes de abril, del 1,8% (3,4% si se ajusta de los procesos de titulización). Esta ralentización afectó tanto a los préstamos de hogares como, en mayor medida, a los de sociedades no financieras.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron estables durante los primeros días de junio, iniciando a mediados de mes una senda descendente, recuperada solo parcialmente en los últimos días del período, de tal forma que el índice EUROSTOXX 50 ha acumulado en junio una caída del 2,02%. En los mercados cambiarios, tras la apreciación registrada en mayo, que alcanzó su máximo en los primeros días de junio, el euro se ha mantenido relativamente estable, cotizando a finales de mes en los 1,41 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos de tipo de cambio efectivo nominal, la evolución a lo largo del período ha sido similar.

El agregado monetario M3 se desaceleró intensamente en mayo, hasta crecer un 3,7% en términos interanuales, debido a una contracción bastante generalizada en todos sus componentes.

Evolución financiera en España

En junio, se elevó la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo, alcanzándose los niveles observados en febrero. En las bolsas nacionales, los índices han vuelto a experimentar una revalorización, aunque más moderada que durante los meses precedentes, evolución que ha venido acompañada de nuevos descensos de su volatilidad y de las primas de riesgo de crédito. Por su parte, la información más reciente de los balances financieros de los distintos sectores residentes, correspondiente a abril, evidencia que durante dicho período siguió la tendencia de desaceleración de la deuda de los hogares y las sociedades y de mayor dinamismo de la financiación neta captada por las Administraciones Públicas, al tiempo que

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2009	2007	2008	2009		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.563,8	12,3	7,5	6,8	6,7	6,6
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.216,5	15,5	6,1	5,0	4,5	4,1
Hogares e ISFLSH	904,6	12,5	4,4	2,8	2,2	1,7
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	671,5	13,0	4,5	3,3	2,5	1,8
– Crédito para consumo y otros fines (c)	230,6	11,1	3,8	1,6	1,2	1,1
Sociedades no financieras	1.311,9	17,7	7,3	6,5	6,2	5,8
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	953,6	19,5	6,8	5,5	4,4	4,0
– Valores de renta fija (d)	45,7	18,4	12,1	22,0	26,5	24,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	347,3	-6,9	18,3	20,2	22,7	26,1
Valores a corto plazo	69,7	2,5	58,3	67,7	82,8	105,4
Valores a largo plazo	331,0	-3,1	8,2	13,3	18,6	20,2
Créditos – depósitos (f)	-53,5	-12,6	8,8	-4,4	-15,2	-19,6

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.

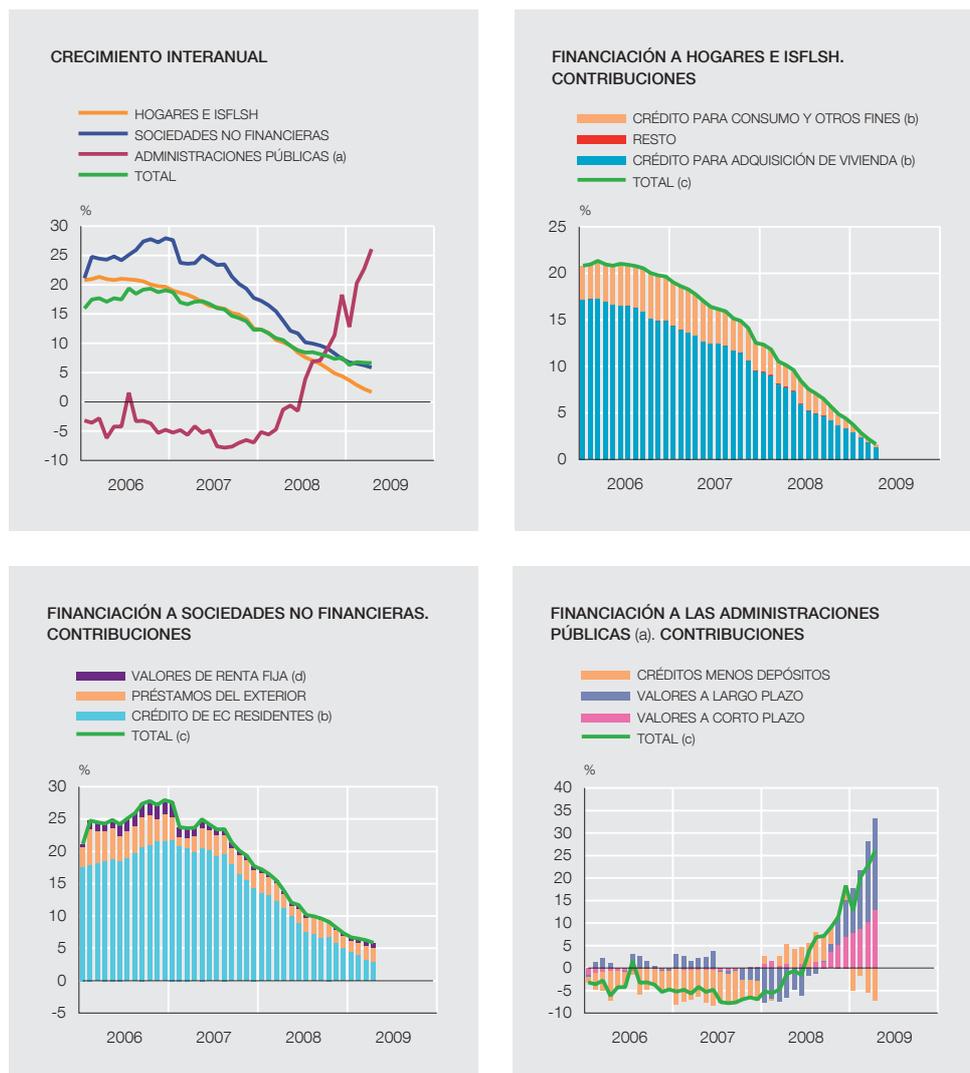
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

apenas varió el ritmo de expansión de los activos más líquidos de las familias y las empresas. Los datos provisionales referidos a mayo apuntan a nuevas reducciones en las tasas de crecimiento interanuales de los fondos ajenos de los agentes privados y a un mantenimiento de las mismas pautas de meses anteriores en la evolución de sus activos líquidos.

En el mercado de deuda pública, aumentaron las rentabilidades a largo plazo, mientras que en el tramo corto de la curva apenas se registraron variaciones. De este modo, en junio, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en el 0,97% y el 4,24%, respectivamente, lo que supuso, en el primer caso, un mantenimiento del nivel medio alcanzado en mayo, y, en el segundo, un aumento de 19 pb en relación con los valores medios observados en ese mes (véase cuadro 2). El diferencial a diez años entre la rentabilidad de la deuda española y la alemana se ha incrementado ligeramente, alcanzando los 68 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras han continuado descendiendo, hasta los 119 pb.

En los mercados de renta variable, los índices han fluctuado en torno a los valores de finales de mayo, sin que se observara una tendencia definida, al tiempo que sus volatilidades han seguido reduciéndose. De este modo, el último día de junio, el IBEX 35 se situó un 3,9% por encima del nivel de cierre del mes anterior, una evolución más favorable que la registrada por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM, que experimentó un retroceso del 2%, y por el S&P 500 de las de EEUU, que mostró una variación prácticamente nula. Con estos movimientos, el incremento acumulado en el año por el índice español se elevó hasta el 6,4%,



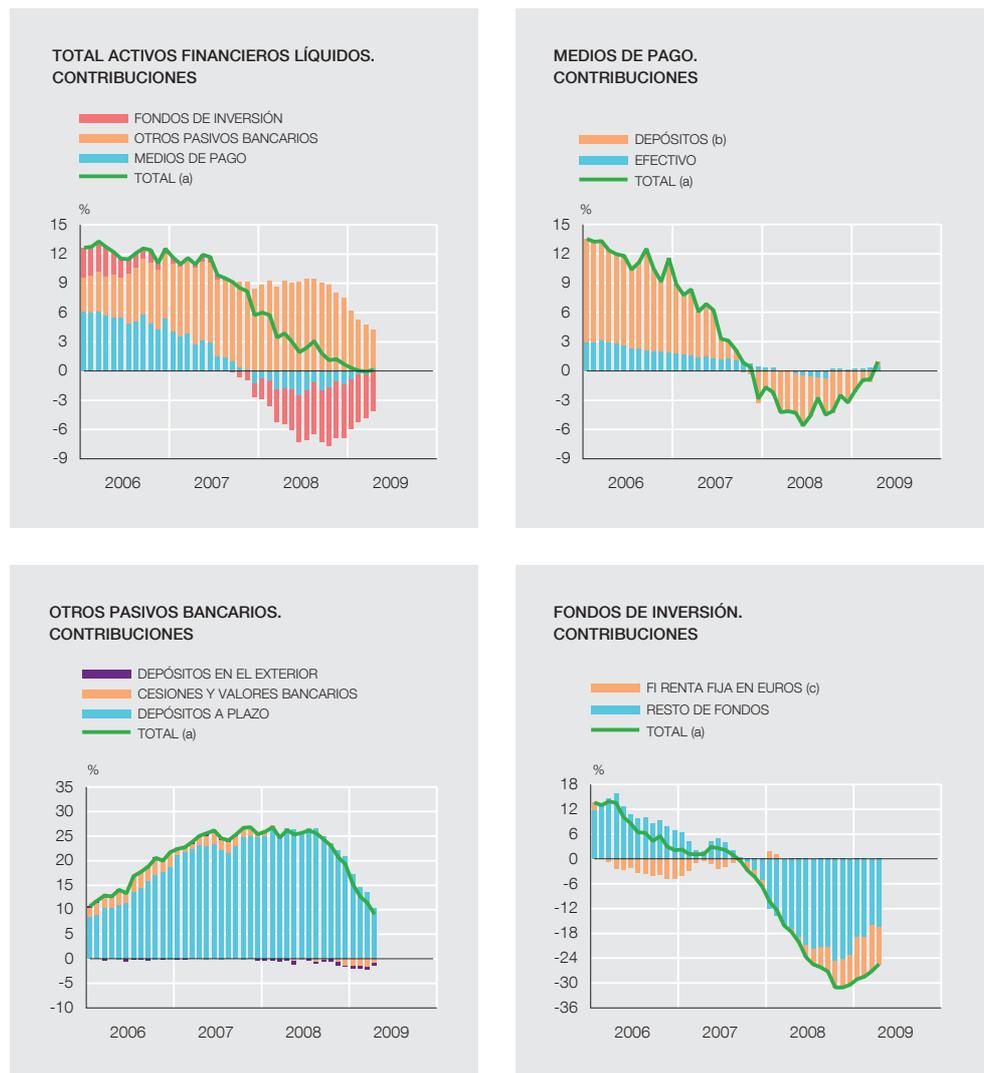
FUENTE: Banco de España.

- 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.

cifra superior a la ganancia del 1,8% que presentó el indicador de los valores estadounidenses y a las pérdidas del 2% del correspondiente a los valores del área del euro.

En mayo, las entidades de crédito volvieron a reducir la remuneración de los depósitos de las familias y el coste de los fondos prestados a dicho sector para la adquisición de vivienda, hasta situarlos, respectivamente, en el 1,58% y el 3,36%, lo que supone descensos de 8 pb y 19 pb, en relación con los valores registrados en abril. En cambio, aumentaron ligeramente los tipos de interés de la financiación concedida a las sociedades no financieras y a los hogares para consumo y otros fines, hasta alcanzar el 3,23% y el 7,86%, 5 pb y 9 pb por encima de los datos del mes precedente.

Los fondos recibidos por el conjunto de los sectores residentes no financieros crecieron en abril a un ritmo similar al de marzo, evolución que resultó del mantenimiento de las mismas tendencias de los últimos meses (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, las tasas de expansión interanual de la deuda de las familias y de las sociedades se redujeron en torno a medio pun-



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.

to porcentual, situándose por debajo del 2% y del 6%, respectivamente, al tiempo que volvieron a acelerarse los pasivos netos de las Administraciones Públicas.

La desagregación por finalidades muestra que la desaceleración de los pasivos de los hogares en abril respondió a un descenso en los ritmos de expansión interanual tanto de los créditos para la adquisición de vivienda como, en menor medida, de los destinados al consumo y otros fines, que se situaron en torno al 2% y al 1%, respectivamente. Por su parte, la ralentización de los fondos recibidos por las sociedades no financieras resultó principalmente del menor dinamismo de la financiación concedida por las entidades residentes, que creció un 4% en relación con el mismo período de 2008. De acuerdo con la información provisional disponible, en mayo habría vuelto a reducirse el avance interanual de la deuda de las familias y las empresas.

La financiación captada por las Administraciones Públicas volvió a acelerarse en abril, incrementándose la tasa de crecimiento interanual en más de 3 pp, hasta alcanzar el 26%. Por

instrumentos, en términos netos acumulados de doce meses, la captación de fondos a través de valores de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, continuó creciendo a un ritmo elevado, al tiempo que los depósitos crecieron por encima de lo que lo hicieron los créditos recibidos.

El dinamismo de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares fue en abril similar al del mes precedente (véase gráfico 9). Por instrumentos, no hubo cambios sustanciales en las pautas que se vienen observando desde el verano de 2008. Así, volvieron a aumentar los ritmos de avance de los fondos de inversión y de los medios de pago (aunque la tasa de expansión interanual de los primeros continuó siendo negativa), compensando la nueva desaceleración de los depósitos a plazo, cuyo crecimiento interanual se redujo hasta el 12%. La información provisional referida a mayo apunta a una prolongación de estas mismas tendencias.

30.6.2009.