

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

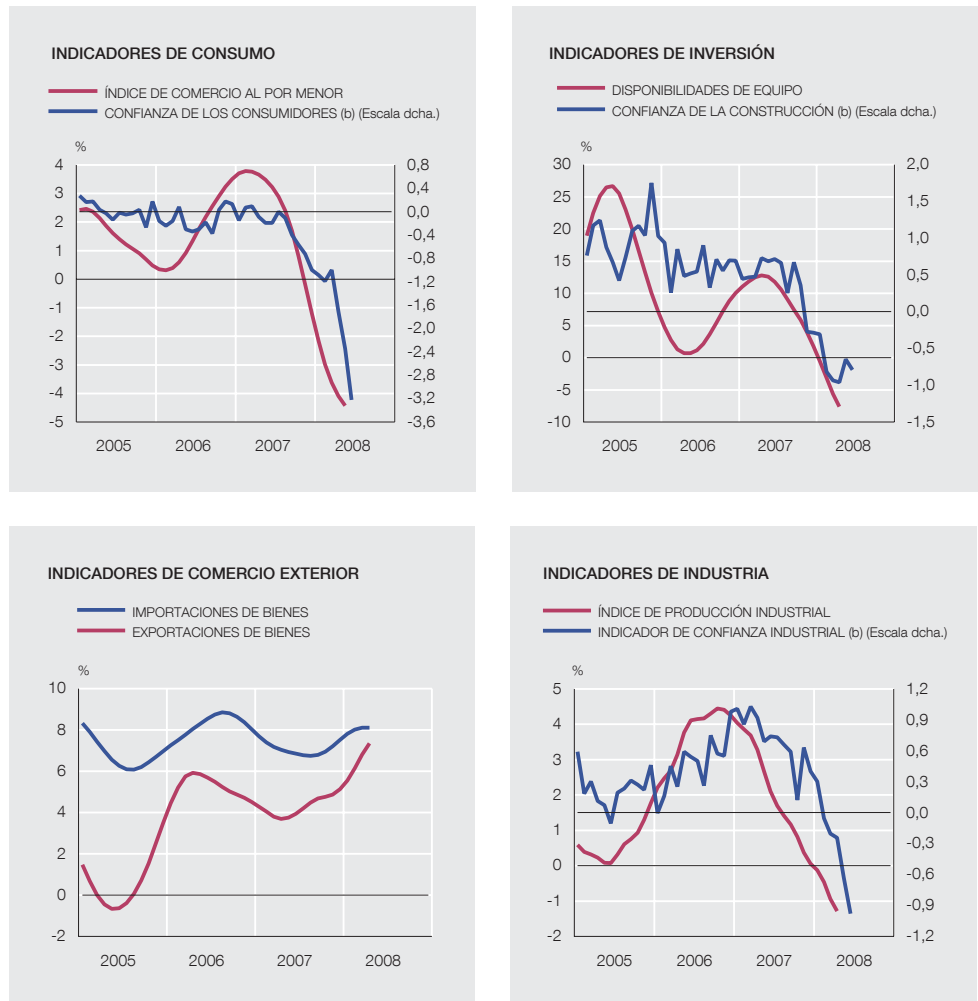
Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas cifras de la CNTR, que fueron objeto de un análisis más detallado en el *Boletín Económico* de mayo, en el primer trimestre de 2008 se acentuó la desaceleración que la economía española había venido mostrando a lo largo del ejercicio anterior. Así, la tasa de crecimiento interanual del PIB se redujo en ocho décimas, hasta el 2,7%, mientras que el ritmo de avance intertrimestral fue del 0,3%, cinco décimas menos que en el trimestre precedente. Esta merma de dinamismo vino motivada por el debilitamiento de la demanda nacional, que no pudo ser compensado por la mejora experimentada por la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. Desde la óptica de las ramas de actividad, la pérdida de vigor tuvo un carácter generalizado, con la excepción de la agricultura, alcanzando su mayor intensidad en la industria, que registró tasas de avance interanual negativas. La creación de empleo se debilitó en una magnitud similar a la del producto, de manera que la productividad aumentó a un ritmo próximo al del cuarto trimestre de 2007, concretamente un 1%.

Los indicadores económicos referidos a la parte transcurrida del segundo trimestre apuntan a que continúa la ralentización de la actividad. Así, entre los indicadores relativos al consumo privado, el índice de ventas del comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles destinados a particulares retrocedieron en mayo en tasa interanual un 5,3% y un 28,4%, respectivamente. En cuanto a los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores volvió a caer en junio, alcanzando su nivel mínimo histórico desde el inicio de la serie en junio de 1986 (véase gráfico 1). Asimismo, el indicador análogo referido a los comerciantes minoristas descendió ligeramente en junio, de modo que la media del segundo trimestre se situó claramente por debajo de la del primero.

La inversión en bienes de equipo también presenta signos de debilitamiento, a tenor del deterioro experimentado por el indicador de clima industrial del sector productor de estos bienes en el mes de mayo. En esta misma dirección apunta la reducción del nivel de utilización de la capacidad productiva en el segundo trimestre de 2008, hasta quedar en el 80,2%. Además, el indicador de disponibilidades, con información hasta abril, continúa mostrando una pérdida de impulso. No obstante, la encuesta de inversión industrial correspondiente al primer semestre de 2008 arroja un mayor aumento de las intenciones de inversión de estos empresarios en el presente ejercicio en comparación con la encuesta realizada en el segundo semestre de 2007.

En cuanto a la inversión en construcción, la corrección podría haberse intensificado recientemente, sobre todo como consecuencia de la evolución de su componente residencial. Los indicadores contemporáneos de la actividad del conjunto del sector relativos al mercado de trabajo experimentaron un deterioro acusado en mayo. Así, en ese mes, el número de parados en la construcción creció un 63% en términos interanuales, mientras que la cifra de afiliados medios se redujo un 7% (frente al 4,9% de abril). Paralelamente, los indicadores de consumos intermedios, como la producción interna de materiales de construcción y el consumo aparente de cemento, se contrajeron en los meses de abril y mayo, respectivamente, a tasas superiores al 10%, en tanto que el indicador de confianza de los empresarios del sector registró una caída en el conjunto del segundo trimestre en comparación con el primero. Respecto a los indicadores de carácter adelantado, la superficie visada en proyectos de edificación de viviendas retrocedió un 44% interanual en el mes de abril, tasa que apenas se encuentra ya afectada por el calendario de aplicación del Código Técnico de la Edificación (CTE), que ha exagerado la caída en el ritmo de aprobación de visados en el pasado reciente. Por su parte,



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).

la edificación no residencial también ha presentado un comportamiento desfavorable, con una disminución de la superficie visada del 27,9% en abril. Finalmente, el volumen de licitación oficial en obra civil ha seguido reflejando la aceleración en el ritmo de contratación pública, al alcanzar una tasa de avance interanual del 45,7% en el mes de abril, que, no obstante, es sustancialmente inferior a la observada en marzo.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes, cuando se consideran conjuntamente los meses de marzo y abril (con el objetivo de corregir el posible efecto del diferente calendario de Semana Santa en 2007 y 2008), crecieron un 9,1% con respecto al mismo período del año anterior, tasa que supera en 3,9 puntos porcentuales (pp) a la observada en el primer bimestre del año. La aceleración fue resultado del comportamiento favorable de las ventas exteriores dirigidas tanto a la UE como al resto del mundo. Por grupos de productos, considerando igualmente los meses de marzo y abril de forma conjunta, el mayor avance se registró en los bienes de consumo no alimenticio, seguidos de los intermedios y los alimenticios. Por el contrario, se produjo un aumento del ritmo de caída de las ventas de bienes de equipo. Por su parte, la valoración de la cartera de pedidos exteriores en

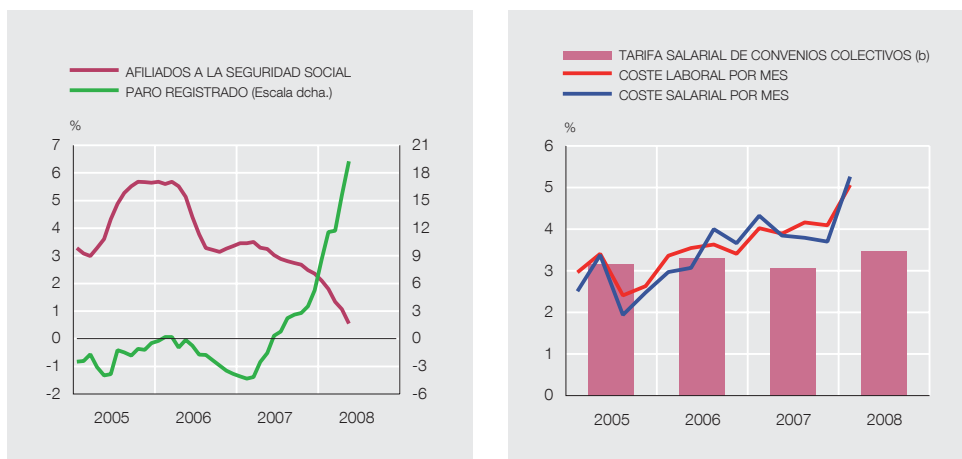
la encuesta de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros experimentó un deterioro sustancial en mayo y junio, tras haber permanecido estable en el primer cuatrimestre del año.

En la vertiente importadora, el crecimiento interanual de las compras al exterior en términos reales fue de un 8,8% en el período marzo-abril, tasa superior en 0,7 pp a la observada en el promedio de enero y febrero. La aceleración de las importaciones totales vino determinada por el impulso experimentado por las compras de bienes energéticos y, en menor medida, de los intermedios no energéticos, en tanto que el resto de grupos (bienes de equipo y de consumo alimenticio y no alimenticio) se comportaron menos favorablemente. El déficit comercial en términos nominales continuó aumentando en los meses de marzo y abril. No obstante, su ritmo de crecimiento —del 14,1%— fue inferior casi en 5 pp al de enero y febrero. Este menor avance del desequilibrio comercial exterior estuvo motivado por su componente no energético, cuyo déficit se redujo en un 16,2% en el conjunto de marzo y abril, mientras que, en la balanza energética, el desfase entre importaciones y exportaciones aumentó en un 75,5%, como consecuencia del encarecimiento de los bienes que la componen.

Respecto al turismo, los indicadores referidos al mes de mayo han mostrado un tono relativamente positivo, aunque su ritmo de avance continúa siendo moderado. En concreto, las cifras de turistas entrados por frontera y de sus pernoctaciones hoteleras crecieron a ritmos interanuales respectivos del 4,2% y 6,3% en mayo, frente a las tasas medias del 2,9% y 0,7% observadas en el conjunto de marzo y abril. La interpretación de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) en los meses de marzo y abril se ve dificultada por el hecho de que la Semana Santa tuviera lugar en el primero de esos dos meses en 2008 y en el segundo de ellos en 2007. Si se consideran conjuntamente los dos meses al objeto de mitigar dicho efecto, el aumento del gasto fue del 4,2% en términos nominales.

Según las cifras de la Balanza de Pagos referidas a marzo, la necesidad de financiación de la nación se situó en algo más de 30 mm de euros en el primer trimestre de 2008, un 19,3% más que en el mismo período del año anterior. El déficit por cuenta corriente alcanzó los 32,6 mm de euros, superando en algo más de 5,9 mm de euros el registrado un año antes. Este aumento se debió, sobre todo, a la evolución de la balanza comercial, aunque los saldos negativos de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes también se acrecentaron en 0,5 mm y 1,4 mm de euros, respectivamente. Por el contrario, el superávit de la balanza de servicios se incrementó, aunque de forma insuficiente para compensar los desarrollos anteriores. Por último, el saldo positivo de la cuenta de capital en el primer trimestre de 2008 casi se duplicó en comparación con el observado un año antes.

Por el lado de la oferta, la actividad industrial, que según la CNTR ya había registrado una apreciable pérdida de dinamismo en el primer trimestre del año, ha seguido mostrando un tono débil al inicio del segundo. Así lo corrobora la evolución del IPI, que, en el mes de abril, decreció un 0,3% en términos de la serie corregida de efectos de calendario, cifra similar a la observada en los tres primeros meses del año. En abril, los bienes de equipo y los intermedios fueron los componentes que registraron una mayor desaceleración, aunque esta no fue muy acusada. Además, los datos de ese mismo mes de los índices de cifras de negocios en la industria y, especialmente, de las entradas de pedidos del sector apuntan también a un comienzo desfavorable del segundo trimestre. En el resto del trimestre, la situación de la industria podría haber experimentado un deterioro adicional según la información coyuntural cualitativa. Así, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea se situó en junio en su valor más reducido desde mayo de 1996, mientras que el índice de directores de compras



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

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2008.

del sector manufacturero amplió en mayo su diferencial negativo frente al nivel de referencia de 50, que aproxima la frontera entre la contracción y la expansión del sector, situándose en valores mínimos no observados desde noviembre de 2001. En ambos casos, el comportamiento negativo de los pedidos tuvo un papel destacado a la hora de explicar la evolución observada. Por último, los indicadores para esta rama basados en el mercado de trabajo han evolucionado en mayo en la misma dirección: la caída de los afiliados a la Seguridad Social se acentuó hasta el -1,1%, mientras que el ritmo de crecimiento del número de parados registrados se incrementó hasta el 10,9%.

En el caso de los servicios de mercado, su cifra de negocios cayó un 0,3% en abril, una vez deflactada y corregida del efecto de calendario, mientras que el indicador de confianza del sector elaborado por la Comisión Europea experimentó un nuevo descenso en junio. Entre los indicadores de empleo, las afiliaciones medias a la Seguridad Social crecieron a un ritmo del 2,3% en mayo, 0,2 pp y 0,6 pp por debajo de las cifras de abril y del primer trimestre, respectivamente, mientras que el número de parados inscritos se aceleró en 3,1 pp en mayo, alcanzando una tasa del 16,3% (7,2 pp más que en el período enero-marzo).

Los indicadores de empleo han evolucionado en consonancia con el menor dinamismo mostrado por la actividad. Así, la afiliación media a la Seguridad Social se desaceleró en mayo en 0,5 pp con respecto a abril, de forma que su tasa de avance interanual se situó en el 0,6%, frente al ritmo de crecimiento del 1,7% del primer trimestre (véase gráfico 2). Por nacionalidades, la cifra de afiliados españoles se mantuvo estable, mientras que la correspondiente a los extranjeros continuó creciendo a un ritmo elevado, si bien ligeramente más moderado que en abril (en concreto, un 7,6%). Finalmente, el número de desempleados inscritos en el INEM registró en mayo una aceleración de casi 4 pp, similar a la observada en abril, con lo que alcanzó un ritmo de crecimiento del 19,3%.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta mayo de 2008 un superávit de 2.722 millones de euros (0,2% del PIB), frente al superávit de 13.592 millones de euros (1,3% del PIB) registrado hasta mayo de 2007. Los ingresos experimentaron una caída del 8,9% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 9,5%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta mayo de



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

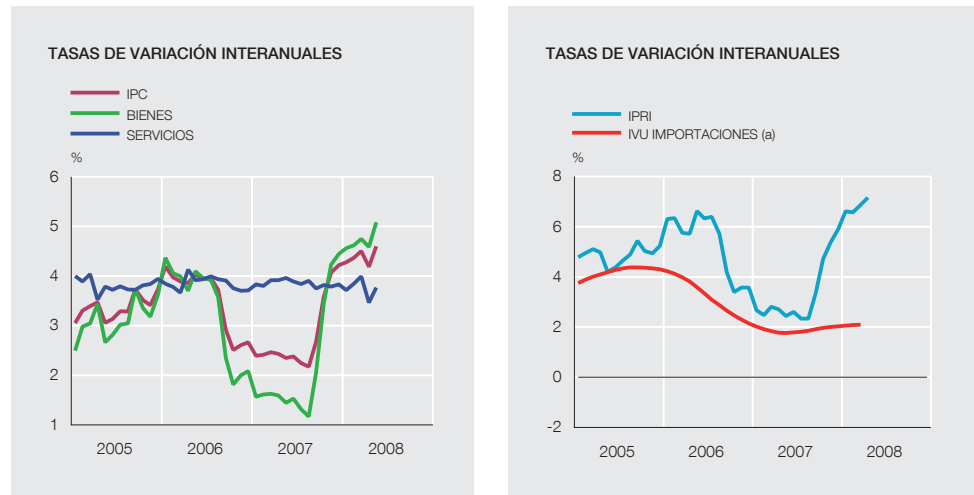
a. Último dato: mayo de 2008.

2008 se saldó con un superávit de 3.185 millones de euros, lo que supuso una significativa reducción respecto a la cifra de 11.220 millones de euros registrada en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Los ingresos mantuvieron tasas de variación negativas, registrando una caída del 8,5%, lo que se debió al menor dinamismo de la recaudación impositiva correspondiente a los impuestos sobre sociedades y sobre el valor añadido, que retrocedieron como consecuencia del ajuste de los sectores inmobiliario y de construcción y, en el caso del IVA, además como resultado del efecto del régimen de grupos (que supone un fuerte adelanto en las devoluciones)¹. Por su parte, los gastos se desaceleraron ligeramente, hasta un crecimiento del 4,5%.

Precios y costes

De acuerdo con los indicadores disponibles, el crecimiento de los salarios se está acelerando en los primeros meses de 2008. Así, la encuesta trimestral de coste laboral correspondiente al primer trimestre del año arrojó un aumento interanual del coste laboral por trabajador y mes del 5,1%, tasa que supera en un punto porcentual al incremento observado en el trimestre final de 2007. Respecto a la negociación colectiva, el incremento salarial medio pactado para 2008 se situó en el 3,5% en los convenios firmados hasta finales del mes de mayo, 0,4 pp más que el acordado para 2007. Estos acuerdos afectan a casi 7 millones de trabajadores, esto es, un 67% del total de trabajadores incluidos en la negociación colectiva. La gran mayoría de estos convenios se corresponden con revisiones de acuerdos plurianuales firmados en años anteriores, en los que el incremento salarial pactado es 0,7 pp menor que el incorporado en los convenios de nueva firma. Los aumentos más elevados se han producido en la rama de construcción (3,68%), seguida de los servicios (3,49%), la industria (3,4%) y, finalmente, la agricultura (3,1%). Respecto al efecto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2007 —que es percibida en 2008—, la estimación más reciente es de 1,1 pp, ocho décimas más que en el año anterior.

1. De acuerdo con la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, para la prevención del fraude fiscal, los grupos de empresas pueden acogerse a un nuevo régimen especial, según el cual las entidades pertenecientes a un mismo grupo pueden consolidar entre sí sus liquidaciones de IVA. En la práctica, esto supone un adelanto de devoluciones en la medida en que, con el régimen anterior, las empresas del grupo que tuviesen un saldo acreedor con la administración tributaria debían esperar cierto tiempo antes de recibir la devolución, mientras que, con el régimen actual, dicha devolución es instantánea —en la medida en que el saldo neto del grupo de empresas sea deudor—.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

En términos del IPC, la evolución de la inflación tuvo un perfil ascendente en mayo. En este mes, el ritmo de crecimiento interanual de los precios de consumo se aceleró en cuatro décimas, hasta el 4,6% (véase gráfico 4). En cuanto al IPSEBENE —índice que excluye los componentes cuyos precios presentan habitualmente una evolución más volátil—, su aceleración fue más moderada (de 0,2 pp, hasta el 3,3%), lo que se debió, sobre todo, al acusado repunte de los precios energéticos (de 3,2 pp), hasta situar su ritmo de avance en el 16,5%. No obstante, el otro componente excluido del IPSEBENE —el de alimentos no elaborados— también incrementó modestamente su ritmo de crecimiento (en una décima, hasta el 4,1%). Dentro del IPSEBENE, el componente de servicios fue el que registró un mayor avance en su ritmo de variación (de 0,3 pp, hasta el 3,8%). Los precios de los alimentos elaborados, por su parte, aumentaron a un ritmo del 7,5%, tras tres meses de crecimiento estable en el 7,4%. Finalmente, el crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 0,2%. Según su indicador adelantado, el índice armonizado (IAPC) aumentó un 5,1% en junio, superando en cuatro décimas el crecimiento registrado en abril. Puesto que en la UEM el indicador análogo se aceleró en 0,3 pp, hasta el 4%, en caso de confirmarse estos datos, el diferencial de inflación frente a esa área se habría ampliado en una décima, hasta situarse en 1,1 pp.

En el mes de mayo, el índice general de precios industriales registró una aceleración de 0,7 pp, hasta alcanzar una tasa interanual del 7,9%, prolongando así la pauta observada en los meses precedentes. Este nuevo repunte fue provocado por su componente energético, cuya tasa de crecimiento volvió a acrecentarse (en esta ocasión en 4,7 pp, hasta el 21,2%). El ritmo de variación de los precios industriales sin energía ascendió al 4,8%, lo que fue el resultado de una ligera moderación en el ritmo de avance de los precios industriales de los bienes de equipo e intermedios, que aumentaron a tasas del 5,9% y 2%, respectivamente, mientras que los de consumo mantuvieron la misma tasa de crecimiento que en abril (5,3%).

Los precios de las exportaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), aumentaron un 1,7% en abril. Este ritmo de avance supone una aceleración de 1,1 pp con respecto a marzo, pero es, no obstante, inferior al 2,9% observado en el primer trimestre del año. En abril, la tasa de avance del componente energético se moderó en 5,3 pp con respecto a marzo, aunque se mantuvo muy elevada (30,5%). En el sentido contrario, los precios de las ex-

portaciones no energéticas se aceleraron en 1,3 pp, pero hasta tasas muy reducidas —del 0,2%—. Los IVU de las importaciones intensificaron su ritmo de avance interanual en abril (en 3,5 pp, hasta el 4,4%). Este desarrollo obedeció al comportamiento de los bienes no energéticos, cuyos precios retrocedieron un 0,1% (frente al descenso del 6,4% en marzo), como consecuencia de la evolución de los componentes de bienes de consumo no alimenticio, de equipo e intermedios no energéticos. Por su parte, los precios de las importaciones energéticas continuaron creciendo en abril a una tasa muy elevada —del 24,3%—, aunque inferior en 6 décimas a la observada en el mes precedente. Por otro lado, el índice de precios de exportación de productos industriales elaborado por el INE se aceleró en 0,3 pp en el mes de abril, hasta el 2,7%. Al igual que en el caso de otros indicadores de precios, este mayor crecimiento del índice general fue, sobre todo, el resultado de una sustancial aceleración de los precios de los productos energéticos (de 9,5 pp, hasta el 41,1%), si bien los precios de bienes de consumo también contribuyeron a esta evolución. En el caso de los precios de importación de bienes industriales, el índice general aumentó un 6,6% en abril (dos décimas más que en marzo), repunte que se debió, principalmente, al componente de bienes intermedios.

Evolución económica y financiera en la UEM

Tras la incipiente estabilización que tuvo lugar en mayo en los mercados financieros internacionales —asociada a cierta recuperación en los mercados de crédito—, a lo largo del mes de junio se ha producido un cambio en la evolución financiera internacional, que cabe atribuir en gran medida a un aumento de la preocupación por los riesgos inflacionistas a nivel global. Este cambio, al que no ha sido ajena la reciente escalada de los precios del petróleo, hasta niveles que rozaron los 140 dólares/barril, tiene lugar en un contexto de progresivo aumento de las tasas de inflación en las economías industrializadas y emergentes en los últimos meses. En este contexto, se ha percibido un endurecimiento en el discurso de las autoridades monetarias —en particular, de la Reserva Federal—, que ha producido un incremento en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales en Estados Unidos y, también, en el Reino Unido. Las rentabilidades de los bonos del tesoro estadounidense a 10 años repuntaron prácticamente en paralelo, llegando a alcanzar niveles en torno al 4,25%, que son máximos de los últimos seis meses, si bien posteriormente se redujeron. En el ámbito estrictamente financiero, la revisión a la baja de la calificación crediticia de algunas de las principales aseguradoras de bonos (*monolines*), la consiguiente revisión de la calificación de numerosos instrumentos financieros asegurados por estas empresas y la publicación de nuevas pérdidas por parte de algunos bancos de inversión en Estados Unidos reavivaron las tensiones en los mercados de crédito. Todo ello se ha traducido en un tono más negativo en las bolsas, que registraron pérdidas significativas. En los mercados emergentes, las bolsas registraron un comportamiento similar, y los diferenciales soberanos se ampliaron. El dólar se depreció ligeramente frente al euro en un entorno de elevada volatilidad.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre mostró un crecimiento del 1% trimestral anualizado, 4 décimas por encima de la estimación inicial. Esta revisión al alza fue resultado de una contribución mayor del consumo, de la inversión residencial y de las importaciones, que quedó parcialmente compensada por la menor contribución de las existencias. Los indicadores más recientes mantienen, en general, señales de debilidad en cuanto a la evolución de la actividad, aunque se observa cierta mejoría en alguno de ellos. Por el lado de la demanda, el gasto en consumo personal y las ventas al por menor aumentaron en mayo, reflejando el impacto de las ayudas fiscales. Sin embargo, los indicadores de confianza del consumidor se deterioraron nuevamente, y, de modo acusado, en junio. Por su parte, el ajuste del sector residencial continuó profundizándose, con una intensificación en la caída de los precios en abril, descensos en las viviendas iniciadas y permisos de construcción en mayo, y un estancamiento en la confianza de los constructores en junio; solo las ventas de viviendas de segunda mano mostraron un comportamiento algo mejor. Por su parte, los impagos y embar-

gos de hipotecas experimentaron un nuevo deterioro en el primer trimestre. Por el lado de la oferta, algunos indicadores mostraron síntomas de estabilización en mayo: el índice ISM no manufacturero se mantuvo por encima del umbral que indica expansión de la actividad, y el ISM de manufacturas y los pedidos de bienes duraderos aumentaron levemente. Sin embargo, la producción industrial se contrajo en abril y mayo. En cuanto al mercado de trabajo, la caída en el empleo continuó en el mes de mayo, con una reducción algo inferior a la esperada; la tasa de paro registró un fuerte repunte (de 5 décimas, hasta el 5,5%), que fue debido, sobre todo, al incremento en la oferta de trabajo. En la vertiente de los precios, la inflación medida por el IPC aumentó nuevamente en mayo, del 3,9% al 4,2% interanual, mientras que la subyacente se mantuvo en el 2,3% interanual. La Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial en el 2%, pero los mercados descuentan que a finales de año se sitúen en el 2,5%.

En Japón, el PIB del primer trimestre se revisó siete décimas al alza, hasta el 4,0% trimestral anualizado, frente al 2,9% del trimestre anterior, debido a la mayor contribución de la inversión privada. No obstante, los indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial y el índice de directivos de compras (PMI, por sus siglas en inglés) del sector manufacturero, así como la encuesta de sentimiento empresarial, presentaron un tono general negativo que apuntaría hacia una ralentización de la actividad. El sector de la construcción sigue mostrando señales mixtas, como reflejo de la aplicación de una nueva normativa, del encarecimiento de los costes y de la atonía de la demanda. Tanto los indicadores de gasto de consumo como los de confianza de mayo evolucionaron desfavorablemente, apoyando la visión de que el consumo está perdiendo impulso, como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo y del deterioro del mercado laboral. Este deterioro se reflejó en un recorte de la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo y una pérdida de vigor del crecimiento de los salarios, mientras que la tasa de desempleo, tras el ligero repunte de abril, se mantuvo en el 4% en mayo. En el ámbito externo, el superávit comercial disminuyó en mayo, debido al aumento de las importaciones como consecuencia del ascenso del precio de la energía. Dicho ascenso provocó que el IPC general y su componente subyacente se aceleraran en mayo y crecieran un 1,3% y un 1,5% en tasa interanual, respectivamente. El índice de precios al por mayor de mayo mostró signos de que la reciente alza del precio del petróleo y los alimentos frescos se está transmitiendo al resto de bienes. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% en su reunión de junio, anticipando en el comunicado emitido tras su reunión de política monetaria que el escenario de ralentización de la actividad y aumento de los precios se mantendrá en el corto plazo.

En el Reino Unido, la estimación final de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2008 fue del 1,1% trimestral anualizado, 5 décimas por debajo de la estimación inicial. La evolución reciente de la economía continuó ofreciendo muestras de debilidad. El índice de directivos de compras de manufacturas se situó, en junio, en el 45,8, nivel más bajo desde 2001, y el de servicios alcanzó, en mayo, un nivel de 49,8, en zona de contracción de la actividad por primera desde 2003. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor proporcionaron la única señal positiva, con un crecimiento excepcional en mayo que parece mostrar una resistencia a la baja del consumo, si bien el contraste con la señal que mostraron otros indicadores dificultó su interpretación. En lo que respecta al mercado de la vivienda, los índices de precios agudizaron su ritmo de caída interanual en mayo, más allá de lo esperado. Los precios de producción y de consumo se aceleraron notablemente en el mismo mes, y, en el caso del IPC, el registro de una tasa interanual del 3,3%, por encima del umbral del 3%, obligó al Gobernador del Banco Central a remitir una carta de explicación al Canciller del Tesoro. Ante la evolución reciente de estos precios, las expectativas de inflación a doce meses recabadas por el Banco de Inglaterra ascendieron al 4,3% en mayo, tras el 3,3% de febrero. En este contexto, los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios, si bien el discurso del Banco de Inglaterra dejó

traslucir una mayor preocupación por la inflación, matizada por el hecho de que no se hayan observado efectos de segunda ronda.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB se desaceleró en el primer trimestre hasta una tasa del 5,8% interanual, seis décimas por debajo de la del trimestre anterior. Destacó la mayor expansión de las economías búlgara y rumana y, en dirección contraria, el fuerte ajuste de la actividad en los países bálticos, debido a la ralentización de la demanda interna. En mayo, la inflación de la región, medida por el IAPC, aumentó una décima, hasta el 6,9%; en los países bálticos y Bulgaria, esta se mantuvo por encima del 11%. En este contexto, Polonia y Rumanía aumentaron sus tipos de interés oficiales en 25 pb. Dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II), el 29 de mayo se revaluó la paridad central de la corona eslovaca un 17,6%. Desde entonces, la corona ha cotizado en un rango estrecho, ligeramente más depreciado que la nueva paridad.

En China, los indicadores de actividad de mayo registraron tasas interanuales muy similares a las del mes anterior, que, comparadas con las del conjunto de 2007, ponen de manifiesto cierta moderación en la producción industrial. En la vertiente exterior, el superávit comercial acumulado en los cinco primeros meses del año se mantuvo por debajo del de 2007. Por su parte, los precios de consumo moderaron su tasa de crecimiento respecto a los últimos meses, aumentando un 7,7% interanual en mayo, tras el 8,5% de abril. Sin embargo, los precios de producción aumentaron un 8,2%, lo que supone el mayor crecimiento desde noviembre de 2004. En este contexto, el banco central elevó el coeficiente de reservas bancarias en 100 pb, hasta el 17,5%, en lo que constituye la quinta subida desde enero. En el resto de Asia, la mayoría de las economías mantuvieron un ritmo de crecimiento en el primer trimestre igual o superior al del trimestre anterior, destacando la excepción de Filipinas. La producción industrial aumentó su ritmo de crecimiento en buena parte de estas economías en abril, mientras que, en mayo, esta se moderó en Corea del Sur y en Singapur. Por su parte, los últimos datos de inflación, impulsados por los aumentos de precios de energía y alimentos, mostraron un nuevo repunte con carácter generalizado en la región, destacando el incremento de la inflación en la India hasta una tasa interanual superior al 11% en junio. En este contexto, las autoridades monetarias de Indonesia y Filipinas decidieron elevar sus tipos de interés oficiales en 25 pb, y las de la India, en 75 pb.

En América Latina, el PIB regional aumentó un 5% interanual en el primer trimestre, 1,3 pp menos que en el último trimestre de 2007. La desaceleración de la actividad fue más acusada en México (2,6%, frente al 4,2% previo), Chile (3%, desde el 4% anterior), Venezuela (4,9%, frente al 8,3% previo) y Colombia (4,1%, frente al 8,4% anterior), mientras que Brasil, Perú y Argentina mantuvieron tasas de crecimiento relativamente robustas (del 5,8%, 9,3% y 8,4%, respectivamente). La inflación siguió aumentando en mayo, hasta el 7,8% interanual, en el promedio de las siete mayores economías de la región, 6 décimas más que en abril, impulsada por el deterioro registrado en México, Brasil, Venezuela y Chile. En Argentina, sin embargo, la inflación aumentó moderadamente (de acuerdo con el nuevo índice de precios), y en Perú descendió 1 décima. En todos los países se observó, además, un deterioro de las expectativas de inflación. En este contexto, los bancos centrales de Brasil y Chile elevaron sus tipos de interés oficiales en 50 pb cada uno, mientras que los de Perú y México lo hacían en 25 pb. Brasil recibió la calificación como «grado de inversión» por parte de una segunda agencia de calificación (Fitch) y se anunció la constitución de un fondo de riqueza soberana. También se elevó el *rating* soberano de Colombia. Chile, Venezuela y México anunciaron medidas de reactivación de la actividad y contención de la inflación, y en este último se aprobó una reducción de la carga fiscal de la petrolera estatal, complementaria a la reforma energética presentada el mes anterior.

| | | 2008 | | | | | |
|--|--|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| | | ENE | FEB | MAR | ABR | MAY | JUN (a) |
| ACTIVIDAD Y PRECIOS | Índice de producción industrial (b) | 3,5 | 3,3 | 1,6 | 3,9 | | |
| | Comercio al por menor (b) | 0,8 | 1,3 | -2,3 | -2,7 | | |
| | Matriculaciones de turismos nuevos (b) | -1,3 | 5,8 | -4,8 | 2,2 | -9,9 | |
| | Indicador de confianza de los consumidores | -12,0 | -12,0 | -12,0 | -12,0 | -15,0 | |
| | Indicador de confianza industrial | 1,0 | 0,0 | 0,0 | -2,0 | -2,0 | |
| | IAPC (b) | 3,2 | 3,3 | 3,6 | 3,3 | 3,7 | |
| VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c) | M3 | 11,6 | 11,3 | 10,1 | 10,6 | | |
| | M1 | 4,4 | 3,7 | 2,9 | 2,5 | | |
| | Crédito a los sectores residentes | 10,0 | 9,8 | 9,7 | 9,7 | | |
| | AAPP | -2,6 | -2,8 | -1,9 | -0,4 | | |
| | Otros sectores residentes | 12,7 | 12,6 | 12,2 | 11,8 | | |
| | De los cuales: | | | | | | |
| | — Préstamos a hogares | 6,0 | 5,8 | 5,4 | 5,2 | | |
| | — Préstamos a sociedades no financieras | 14,5 | 14,9 | 15,0 | 14,9 | | |
| | EONIA | 4,02 | 4,03 | 4,09 | 3,99 | 4,01 | 4,02 |
| | EURIBOR a tres meses | 4,48 | 4,36 | 4,60 | 4,78 | 4,86 | 4,94 |
| | EURIBOR a un año | 4,50 | 4,35 | 4,59 | 4,82 | 4,99 | 5,34 |
| | Rendimiento bonos a diez años | 4,23 | 4,14 | 4,07 | 4,28 | 4,42 | 4,77 |
| | Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM | -0,46 | -0,37 | -0,55 | -0,60 | -0,52 | -0,66 |
| | Tipo de cambio dólar/euro | 1,472 | 1,475 | 1,553 | 1,575 | 1,556 | 1,551 |
| Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (d) | -13,8 | -15,3 | -17,5 | -13,1 | -14,1 | -22,1 | |

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

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

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

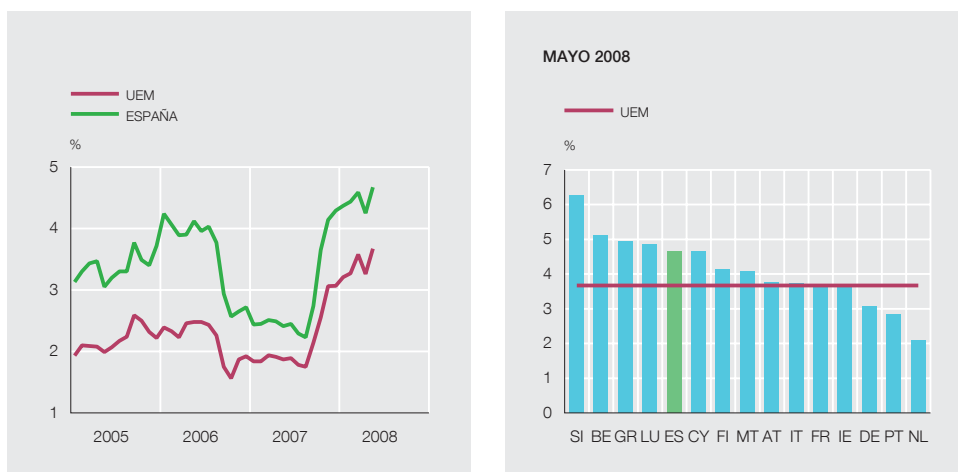
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

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

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional, en el primer trimestre de 2008 el PIB del área del euro aumentó un 0,8% con respecto al trimestre anterior, superando en cinco décimas el avance del período octubre-diciembre. Ello se debió, en parte, al comportamiento expansivo de la demanda interna, excluidas las existencias, que incrementó en tres décimas su contribución al crecimiento del producto, hasta los 0,5 pp, impulsada por la aceleración de todos sus componentes. No obstante, el consumo privado siguió mostrando un tono débil, mientras que la formación bruta de capital fijo se vio estimulada por factores de carácter transitorio (como, por ejemplo, las favorables condiciones meteorológicas). Por otro lado, la variación de existencias aportó 0,2 pp al crecimiento, tras haber restado 0,1 pp en el trimestre anterior. Por último, el sector exterior redujo su contribución en tres décimas (hasta registrar un valor nulo), debido a que las importaciones experimentaron una recuperación mayor que las exportaciones. En términos interanuales, el PIB de la UEM creció un 2,2%, una décima más que en el cuarto trimestre.

En el ámbito laboral, de acuerdo con los datos provisionales de Contabilidad Nacional relativos al primer trimestre de 2008, el empleo aumentó un 1,5% interanual, tres décimas menos que en el trimestre precedente. Este hecho, junto con la ligera ganancia de dinamismo del PIB, propició un aumento de dos décimas de la tasa de variación interanual de la productividad aparente del trabajo, hasta el 0,6%.

La información disponible para el segundo trimestre del año, aunque incompleta, apunta a una ralentización de la actividad de la zona del euro, tras el fuerte crecimiento del trimestre previo. Por



FUENTE: Eurostat.

el lado de la oferta, los datos más recientes de la encuesta de directores de compras empeoraron en mayo y, según la estimación preliminar, también en junio, hasta situarse, tanto en el caso de las manufacturas como del sector servicios, en niveles inferiores a los 50 puntos, que indicarían una contracción de la actividad. Por su parte, los índices de confianza de la industria, los servicios y la construcción, elaborados por la Comisión Europea, se situaron en abril y mayo en un nivel medio inferior al del primer trimestre. Sin embargo, la producción industrial creció notablemente en abril, tras el retroceso del mes previo, de modo que, en términos interanuales, su tasa de variación se elevó hasta el 3,9% (véase cuadro 1). Por lo que se refiere a los indicadores de demanda, su evolución reciente es, en general, desfavorable. Así, los índices de confianza procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea referidos al consumo y al comercio minorista empeoraron en el promedio de abril y mayo, en comparación con el primer trimestre. Por su parte, las ventas al por menor retrocedieron en abril y las matriculaciones de vehículos, tras el repunte de abril, volvieron a registrar una fuerte caída en mayo, de modo que ambas variables muestran, para el último mes con información disponible, tasas de variación interanual negativas. Respecto a la demanda externa, el indicador de la valoración de la cartera de pedidos exteriores de la Comisión Europea se deterioró en mayo, al igual que ocurrió con las expectativas de exportación en el segundo trimestre de 2008. No obstante, en abril las exportaciones nominales se recuperaron de forma significativa.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se elevó en mayo cuatro décimas, hasta el 3,7%, cifra que representa un nuevo máximo desde la puesta en marcha de la UEM. Esta desfavorable evolución obedeció a la aceleración, principalmente, de los precios de la energía, pero también de los servicios y los alimentos no elaborados, que solo pudo ser parcialmente contrarrestada por el menor ritmo de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y, por primera vez en los últimos diez meses, de los alimentos elaborados (véase gráfico 5). Como resultado, la inflación subyacente del área del euro, medida por el IPSEBENE, se incrementó una décima, hasta el 2,5%. Por su parte, los precios de producción de la industria aumentaron en abril su tasa de variación interanual en tres décimas, hasta el 6,1%, debido, fundamentalmente, al encarecimiento de los productos energéticos.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 5 de junio, decidió mantener los tipos de interés oficiales en el 4% para las operaciones principales de financiación y en el 3% y el 5%



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 6). No obstante, constató que se ha producido un incremento adicional de los riesgos alcistas sobre la estabilidad de precios en el medio plazo —que se pone de manifiesto en la evolución reciente y esperada de la inflación, así como en el fuerte crecimiento de los agregados monetarios y crediticios—, al mismo tiempo que los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo firmes. Así lo reflejan las previsiones de crecimiento y de inflación elaboradas por el Eurosistema en junio, que establecen un rango de crecimiento esperado del producto de entre un 1,5% y un 2,1% para 2008 y de entre un 1% y un 2% para 2009, mientras que las previsiones de inflación se sitúan entre el 3,2% y el 3,6% en 2008 y entre el 1,8% y el 3% en 2009. Estas últimas suponen una notable revisión al alza con respecto a las predicciones elaboradas en marzo, consecuencia, fundamentalmente, de los mayores precios de la energía y los alimentos, y de un incremento de las presiones inflacionistas en el sector servicios. En este contexto, el Consejo subrayó que se halla en un estado de alerta reforzada y que actuará de forma decidida para asegurar que no se producen efectos de segunda ronda y que se



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

mantiene un anclaje firme de las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Con posterioridad a la fecha de cierre de este boletín, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del día 3 de julio, decidió aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4,25%.

En el mercado interbancario, las rentabilidades negociadas experimentaron un notable repunte el día posterior a la celebración del Consejo del BCE, especialmente en los plazos más elevados (véase gráfico 6). Dicho repunte se hallaría asociado al aumento de las expectativas de los participantes en el mercado acerca de una próxima subida de los tipos de interés oficiales. Asimismo, en los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años en el área del euro han mostrado una trayectoria alcista en el período más reciente, con un aumento cercano a los 60 pb desde finales de abril, hasta alcanzar el 4,9%. Sin embargo, los rendimientos de los activos análogos en Estados Unidos registraron incrementos de menor magnitud, ampliándose el diferencial negativo de rentabilidad entre este país y la UEM hasta los 60 pb. Por otro lado, los diferenciales de tipos entre el bono soberano alemán y los equivalentes de otros países del área también repuntaron tras la reunión del Consejo de principios de mes, si bien con posterioridad han corregido parcialmente esta subida.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron estables durante la primera mitad de mayo, para tomar después una senda descendente, de modo que la pérdida anual acumulada se ha ampliado y supera, en términos del índice Dow Jones EURO STOXX 50, el 22%. En los mercados de divisas, el euro ha registrado marcadas fluctuaciones a lo largo de mayo y junio, sin mostrar una tendencia definida, oscilando su cotización frente al dólar en torno a 1,55 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, el euro se ha depreciado un 0,5% desde finales de abril.

El agregado monetario M3 volvió a intensificar su dinamismo en abril, al registrar una tasa de variación interanual del 10,6%, cinco décimas mayor que la del mes anterior. Por contra, el crédito concedido al sector privado experimentó una nueva desaceleración, de modo que su ritmo de crecimiento interanual se redujo cuatro décimas, hasta el 11,8%. Atendiendo al desglose según los sectores prestatarios, los préstamos otorgados a las empresas no financieras y a los hogares moderaron su tasa de avance interanual en una y dos décimas, respectivamente, hasta el 14,9% y 5,2%. En el caso de los hogares, la ralentización se concentró en los préstamos destinados a la compra de vivienda, cuya tasa interanual descendió dos décimas,

| TIPOS | | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | | | | |
|--------------------------|---|-------|-------|------|--------|--------|-------|--------|---------|
| | | DIC | DIC | DIC | FEB | MAR | ABR | MAY | JUN (a) |
| TIPOS BANCARIOS (b) | HOGARES E ISFLSH | | | | | | | | |
| | Crédito para vivienda | 3,46 | 4,74 | 5,53 | 5,59 | 5,43 | 5,38 | ... | ... |
| | Crédito para consumo y otros fines | 6,27 | 7,32 | 8,34 | 8,49 | 8,55 | 8,54 | ... | ... |
| | Depósitos | 1,23 | 1,79 | 2,72 | 2,87 | 2,78 | 2,90 | ... | ... |
| | SOCIEDADES NO FINANCIERAS | | | | | | | | |
| | Crédito (c) | 3,59 | 4,77 | 5,80 | 5,64 | 5,67 | 5,82 | ... | ... |
| MERCADOS FINANCIEROS (d) | Letras del Tesoro a seis-doce meses | 2,58 | 3,69 | 4,01 | 3,67 | 3,76 | 3,97 | 4,10 | 4,44 |
| | Deuda pública a cinco años | 3,04 | 3,78 | 4,12 | 3,64 | 3,64 | 4,03 | 4,17 | 4,68 |
| | Deuda pública a diez años | 3,37 | 3,82 | 4,35 | 4,14 | 4,12 | 4,31 | 4,42 | 4,77 |
| | Diferencial de rentabilidad con el bono alemán | -0,00 | 0,03 | 0,09 | 0,17 | 0,30 | 0,26 | 0,21 | 0,24 |
| | Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e) | 0,41 | 0,27 | 0,64 | 1,09 | 1,44 | 1,03 | 0,72 | 0,81 |
| | IBEX 35 (f) | 18,20 | 31,79 | 7,32 | -13,25 | -12,60 | -9,12 | -10,42 | -18,24 |

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

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

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

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

d. Medias mensuales.

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

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

hasta el 5,9%, mientras que los destinados al consumo mantuvieron su ritmo de expansión en el 5,2%.

Evolución financiera en España

Durante mayo y, especialmente, en la parte transcurrida de junio, se produjo un descenso en las cotizaciones bursátiles en los mercados financieros nacionales e internacionales, al mismo tiempo que aumentó su volatilidad y se elevaron los diferenciales crediticios y los tipos de interés interbancarios. Por su parte, durante abril se mantuvo la senda de desaceleración de la financiación captada por los hogares y las sociedades no financieras, mientras que el ritmo de avance de sus activos líquidos no experimentó variaciones significativas. Según la información provisional correspondiente a mayo, se habría registrado una nueva reducción del crecimiento interanual de la financiación captada por el sector privado no financiero y del de sus activos líquidos.

En los mercados de deuda pública se produjo un aumento, en el último mes y medio, en las rentabilidades negociadas. Así, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se incrementaron, en relación con las cifras alcanzadas en abril, en 47 pb y 46 pb, situándose, en promedio del 1 al 20 de junio, en el 4,44% y el 4,77%, respectivamente (véase cuadro 2). Los movimientos registrados en la rentabilidad de las referencias española y alemana a diez años fueron similares, por lo que el diferencial entre ambas apenas varió. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas descendieron apreciablemente en mayo, aunque han repuntado ligeramente en junio, hasta situarse en torno a los 80 pb.

En los mercados de renta variable nacionales e internacionales se produjo, en la segunda quincena de mayo y en la parte transcurrida de junio, un descenso en las cotizaciones tras la recuperación observada en los dos meses anteriores, que estuvo acompañado de un repunte en las volatilidades implícitas. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35

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

CUADRO 3

| | 2008 | 2006 | 2007 | 2008 | | |
|--|---------|-------|-------|------|------|------|
| | ABR (b) | DIC | DIC | FEB | MAR | ABR |
| FINANCIACIÓN TOTAL | 2.406,2 | 19,0 | 12,0 | 11,6 | 10,7 | 10,5 |
| SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH | 2.128,4 | 24,2 | 15,1 | 14,2 | 13,2 | 12,1 |
| Hogares e ISFLSH | 894,1 | 19,6 | 12,7 | 11,9 | 10,6 | 10,3 |
| <i>De los cuales:</i> | | | | | | |
| – Crédito para adquisición de vivienda (c) | 661,9 | 20,4 | 13,2 | 12,4 | 11,2 | 10,7 |
| – Crédito para consumo y otros fines (c) | 230,3 | 17,5 | 11,2 | 10,4 | 8,9 | 8,9 |
| Sociedades no financieras | 1.234,3 | 28,0 | 17,0 | 15,9 | 15,2 | 13,5 |
| <i>De los cuales:</i> | | | | | | |
| – Préstamos de entidades de crédito residentes (c) | 917,5 | 29,8 | 19,3 | 18,0 | 16,7 | 15,1 |
| – Valores de renta fija (d) | 36,7 | 134,2 | 18,1 | 13,9 | 10,7 | 15,0 |
| ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e) | 277,8 | -4,8 | -7,2 | -4,7 | -4,8 | -0,4 |
| Valores a corto plazo | 33,9 | -2,3 | 2,4 | 15,1 | 4,8 | 9,8 |
| Valores a largo plazo | 275,1 | -0,4 | -3,1 | -6,9 | -7,6 | -6,4 |
| Créditos – depósitos (f) | -31,2 | -13,1 | -13,2 | 2,0 | 6,4 | 14,6 |

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.

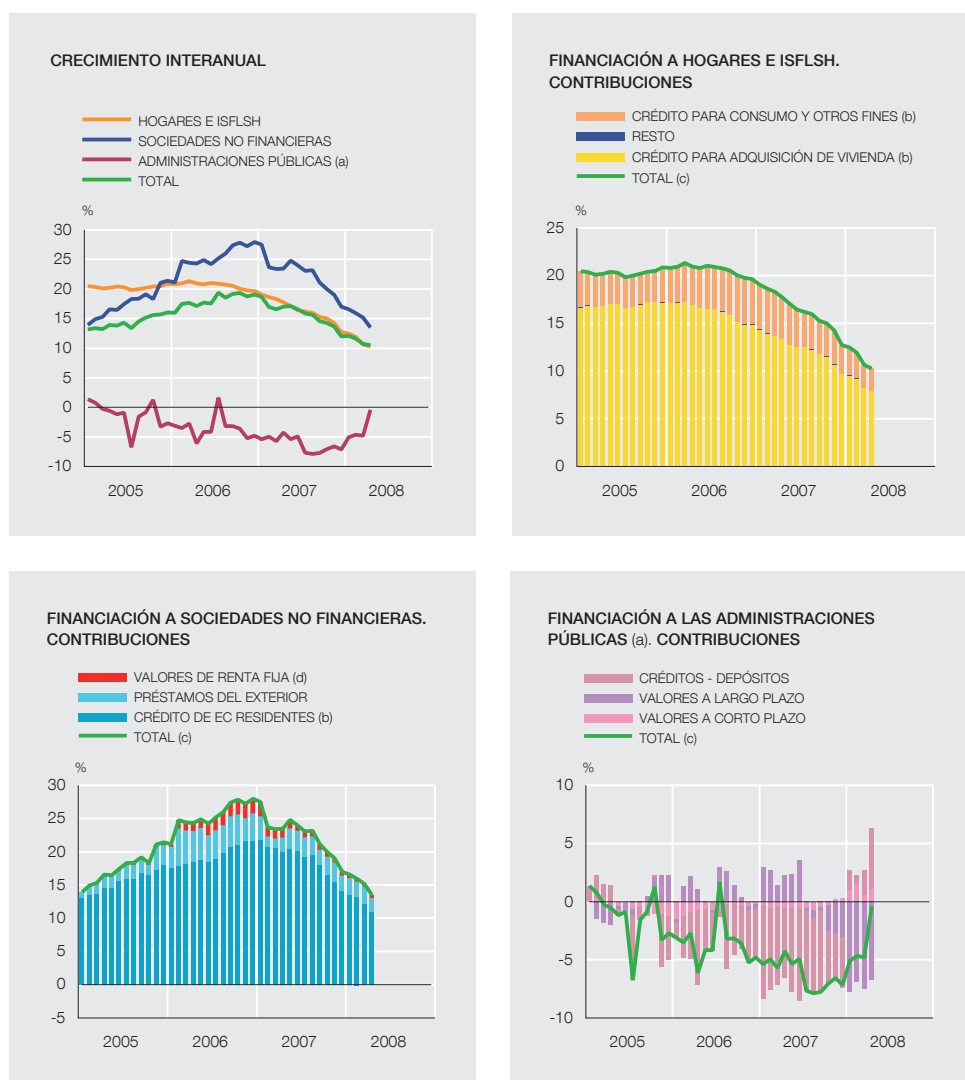
f. Variación interanual del saldo.

acumulaba unas pérdidas desde finales de 2007 del 18,2%, caída algo inferior a la experimentada durante el mismo período por el EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM (22,1%), pero superior a la del S&P 500 de las de EEUU (10,2%).

En abril, el coste de los fondos prestados a las sociedades no financieras y la remuneración de los depósitos de las familias aumentaron, respecto a los valores registrados en marzo, 15 pb y 12 pb, hasta alcanzar el 5,82% y 2,90%, respectivamente. En cambio, el tipo de interés de los préstamos a los hogares destinados a la adquisición de vivienda disminuyó ligeramente (5 pb), hasta el 5,38%, y el de la financiación para el consumo y otros fines apenas varió, situándose en el 8,54%.

Los fondos recibidos por el conjunto de los sectores residentes no financieros se desaceleraron en abril, con un comportamiento sectorial similar al de meses precedentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, las tasas interanuales de crecimiento de la deuda de las familias y de las sociedades volvieron a reducirse, hasta situarse en torno al 10% y al 13%, respectivamente. Por su parte, los pasivos netos de las Administraciones Públicas se contrajeron a un ritmo menor que el registrado en los últimos meses.

La desagregación por finalidades muestra que la moderación en el avance de los pasivos de los hogares en abril se debió al descenso de la tasa de variación interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda, que se situó por debajo del 11%, ya que la de los destinados al consumo y otros fines presentó un nivel similar al del mes precedente. Por su parte, la des-



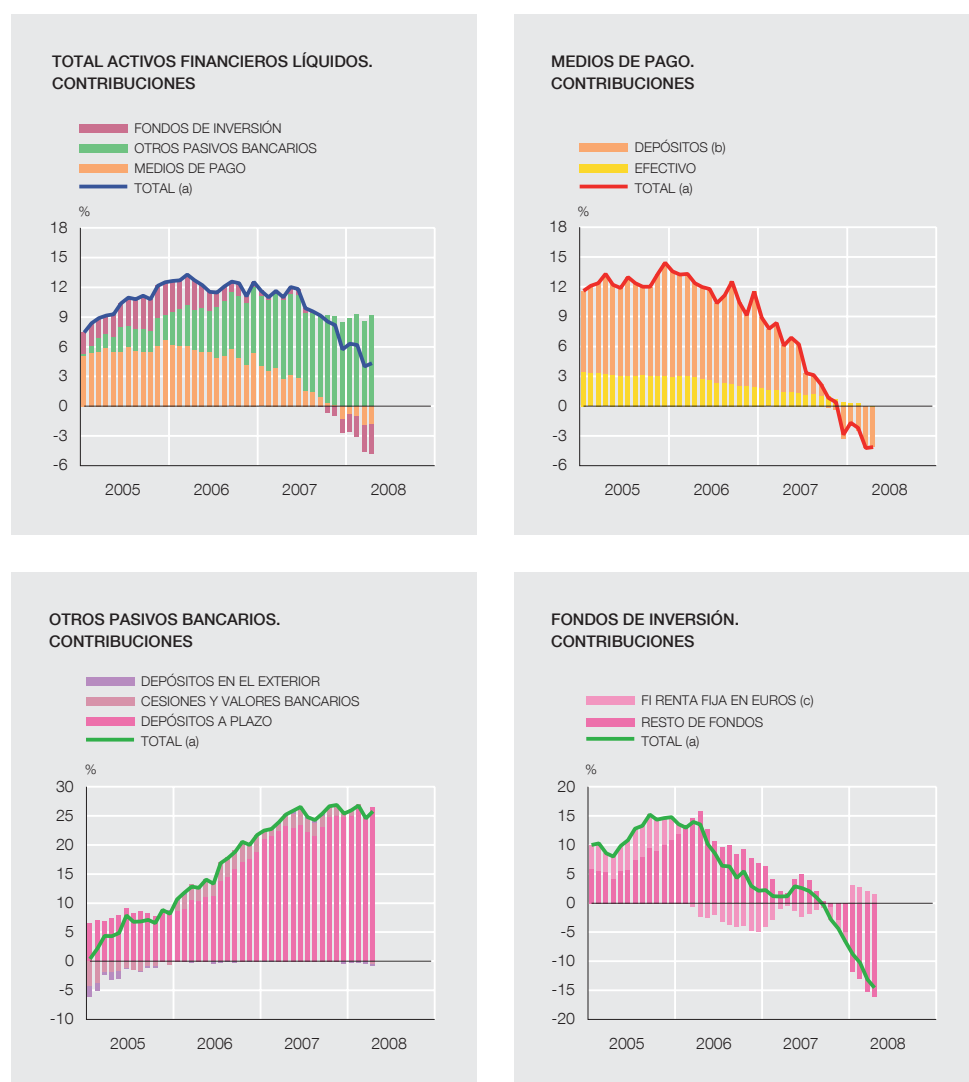
FUENTE: Banco de España.

- 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.

aceleración de los fondos captados por las sociedades no financieras fue el resultado del descenso en el ritmo de expansión del crédito otorgado por las entidades residentes, que alcanzó cotas próximas al 15% (1,5 pp por debajo del de marzo). De acuerdo con la información provisional correspondiente a mayo, se habría prolongado la reducción del avance interanual de la deuda del sector privado no financiero.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas volvió a presentar una tasa de crecimiento interanual negativa (-0,4%), aunque, en valor absoluto, fue inferior a la registrada durante los meses anteriores en más de 4 pp. Por instrumentos, en relación con los niveles existentes hace un año, se redujeron tanto los depósitos del sector como el volumen de deuda a largo plazo en circulación, al tiempo que se incrementó el saldo de valores a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se mantuvo en abril en niveles similares al mes pre-



FUENTE: Banco de España.

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

cedente. Esta evolución fue el resultado de la aceleración experimentada por los depósitos a plazo, que crecieron en términos anuales a una tasa superior al 30% (2 pp más que en marzo), de la contracción más intensa de los saldos materializados en fondos de inversión y del mantenimiento del ritmo de caída de los medios de pago observado en el mes precedente (véase gráfico 9). La información provisional más reciente no muestra cambios significativos en la evolución de los activos líquidos mantenidos por el sector privado no financiero.

27.6.2008.