



RESUMEN

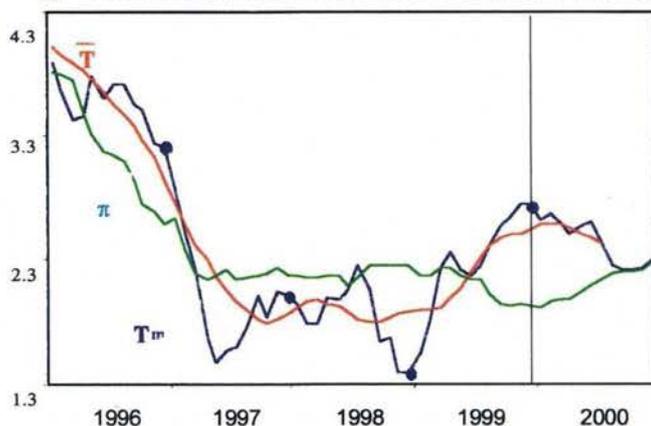
Objetivos de inflación: ¿puntuales a fin de año o sobre medias anuales?

TASAS ANUALES IPC GLOBAL E INFLACIÓN TENDENCIAL EN ESPAÑA

Tasa IPC sobre el mismo mes del año anterior (T_m)

Tasa IPC sobre medias anuales (\bar{T})

(%) Inflación tendencial sobre el mismo mes del año anterior (π)



TEMA A DEBATE

JORNADAS SOBRE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA Y EL EURO (UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID),

Por Marta García e Isabel Ramos

Del 25 al 29 de Mayo de 1999 se han celebrado en la Universidad Carlos III las I Jornadas sobre la Unión Económica y Monetaria y el Euro, que contaron con la financiación del Vicerrectorado de Investigación de la Universidad Carlos III; (Sigue en p. 64)

LA ESTADÍSTICA DE PRECIOS DE LA VIVIENDA: ESTUDIO DESCRIPTIVO E IMPLICACIONES PARA EL ANÁLISIS DE LA COYUNTURA,

Por José R. Cancelo y Antoni Espasa

Este trabajo presenta los resultados de un estudio descriptivo de la estadística de precios de la vivienda que elabora y publica la Subdirección General de Estadísticas y Estudios del Ministerio de Fomento, (Sigue en p. 78)

Contenido

RESUMEN p.1

ANÁLISIS ECONÓMICO

I. Análisis de la inflación en la zona euro p.7

II. Análisis de la inflación en EEUU p.13

III. Coyuntura internacional..... p.20

IV. Análisis de la inflación en España..... p.24

V. Perspectivas en la Bolsa de Madrid

para los próximos seis meses p. 37

CUADROS Y GRÁFICOS p.53

TEMA A DEBATE:

"I Jornadas sobre la Unión Económica y Monetaria y el Euro" (Universidad Carlos III de Madrid), por *M. García e I. Ramos*..... p.64

"La estadística de precios de la vivienda: estudio descriptivo e implicaciones para el análisis de la coyuntura", por *J. R. Cancelo y A. Espasa* . p. 78

TRABAJOS DE INVESTIGACIÓN DE INTERÉS PARA LOS ANALISTAS DE LA COYUNTURA ECONÓMICA:

"Trend, Seasonality and Economic Cycles. The Hodrick-Prescott paradigm revisited", por *R. Kaiser y A. Maravall*..... p. 93

Contents

ABSTRACT p.1

ECONOMIC ANALYSIS

I. Analysis Of Euro Zone Inflation p.7

II. Analysis Of United States Inflation p.13

III. Economics Policy and International Analysis

..... p.20

IV. Analysis of Spanish Inflation p.24

V. Prospects for the Madrid Stock Market in the

next six months p. 37

TABLES & PLOTS p.53

MONTHLY DEBATE:

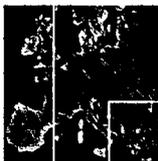
"I Congress of European Monetary and Economic Union and Euro (Carlos III University)", by *M. García and I. Ramos* p.64

"The housing prices statistics: descriptive analysis and implications for short-term economic reports", by *J. R. Cancelo and A. Espasa* p. 78

RESEARCH WORKS:

"Trend, Seasonality and Economic Cycles. The Hodrick-Prescott paradigm revisited", por *R. Kaiser y A. Maravall*..... p. 93





BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO



Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía

Entidades Colaboradoras Supporting Entities



Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en
Economía Universidad Carlos III de Madrid
C/ Madrid, 126 - 28903 Getafe (MADRID - ESPAÑA)
T. +34 91.624.98.89 - F. +34 91.624.93.05
e-mail: laborat@est-econ.uc3m.es
www.uc3m.es/boletin

CONSEJO EDITORIAL:

Michele Boldrin, Juan José Dolado, Antoni Espasa y Juan Urrutia.

DIRECTOR: Antoni Espasa.

COORDINACIÓN GENERAL Y ANÁLISIS DE INFLACIÓN: Eva Senra.

POLÍTICA ECONÓMICA Y ANÁLISIS INTERNACIONAL: Fermín Ezquer.

PREDICCIONES MACROECONÓMICAS: Nicolás Carrasco.

ANÁLISIS DE LA BOLSA DE MADRID: Pablo Gaya.

PREDICCIONES DE INFLACIÓN: Rebeca Albacete.

COLABORADOR EN PREDICCIÓN: Juan de Dios Tena.

COMPOSICIÓN: Gema Marcelo.

BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO es una publicación universitaria independiente de periodicidad mensual del Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía, Universidad Carlos III de Madrid.

Queda prohibida la reproducción total o parcial del presente documento o su distribución a terceros sin la autorización expresa del instituto Flores de Lemus.
Depósito Legal: M22 938 - 1995

PUBLICATION MANAGEMENT COMMITTEE:

Michele Boldrin, Juan José Dolado, Antoni Espasa y Juan Urrutia.

DIRECTOR: Antoni Espasa.

COORDINATION AND INFLATION ANALYSIS: Eva Senra.

ECONOMIC POLICY AND INTERNATIONAL ANALYSIS: Fermín Ezquer.

MACROECONOMIC PREDICTIONS: Nicolás Carrasco.

MADRID STOCK EXCHANGE MARKET: Pablo Gaya.

INFLATION FORECASTS: Rebeca Albacete.

FORECAST COLLABORATOR: Juan de Dios Tena.

COMPOSITION: Gema Marcelo.

EU & US INFLATION AND MACROECONOMIC ANALYSIS BULLETIN is an independent academic publication, monthly published by the Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía, Universidad Carlos III de Madrid.

All rights reserved. Reproduction in part or whole is strictly prohibited without prior written permission of the Instituto Flores de Lemus.
Depósito Legal: M22 938 - 1995

**OBJETIVOS DE INFLACIÓN,
¿PUNTUALES A FIN DE AÑO O SOBRE MEDIAS
ANUALES?**

Resumen

La inflación en Estados Unidos en el mes de agosto ha sido el 0,24%, exactamente la cifra prevista en el anterior Boletín. Este dato ha sido el resultado de la compensación entre una innovación a la baja en la inflación subyacente (0,11 en lugar de 0,21%) y una innovación al alza en la inflación residual (0,71 en lugar de 0,34%).

La inflación subyacente ha registrado un valor inferior al 2% y así se espera que se mantenga en lo que queda de año 1999 y en el 2000. Sin embargo, la inflación residual se ha situado en el 3,59% de crecimiento anual y se espera que llegue a tasas superiores al 5% a finales de 1999 y principios del 2000, para después volver a valores en torno al 3%.

**INFLATION TARGETS:
OVER MONTHLY ANNUAL RATES OR OVER
AVERAGE ANNUAL RATES?**

Abstract

US inflation in August was 0.24%, exactly the forecasted value in the previous Bulletin. There was a downward innovation in core inflation (0.11 as opposed to the prediction of 0.21%) and an upward innovation in residual inflation (0.71 as opposed to the prediction of 0.34%).

Core inflation registered a value below 2%, and it is expected to stay there throughout the rest of 1999 and 2000. However, the annual rate of residual inflation has settled at 3.59% and it is expected to reach rates over 5% by the end of 1999 and beginning of 2000, to go down after that to values around 3%.

Estados Unidos <i>United States</i>	TASA DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO <i>AVERAGE ANNUAL RATE OF GROWTH</i>			
	1997	1998	1999	2000
Inflación Residual / <i>Residual Inflation</i> – 26,5%	2.18	-0.35	2.57	3.77
Inflación tendencial / <i>Core Inflation</i> – 73,5%	2.36	2.29	2.04	1.93
Inflación en el IPC / <i>CPI Inflation</i> – 100%	2.34	1.55	2.14	2.33

Fuente:

BLS & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha de elaboración: 15 de septiembre de 1999.

Date: September, 15th 1999.

Respecto al IPC en septiembre se espera crezca el 0,28% y se alcance así una inflación anual del 2,42%. Esto será debido a un crecimiento anual de la inflación subyacente del 1,90% y de la inflación residual del 4,23%. Las predicciones de los crecimientos medios de la inflación en el IPC de EE.UU. en 1999 y 2000 permanecen estables con respecto a los valores publicados el mes pasado en el 2,14 y 2,33% respectivamente.

La innovación al alza de la inflación residual registrada en agosto tiene principalmente un efecto a corto plazo que, junto con innovaciones similares del mismo signo en meses anteriores, imprimirá un perfil al alza hasta marzo del año 2000 en la tasa de crecimiento anual del

US prices in September are expected to grow by 0.28% with an annual rate of 2.42%. This will be due to an annual growth rate of core inflation of 1.90% and 4.23% in residual inflation. Forecast for US CPI average growth rates for 1999 and 2000 remain unchanged with respect to last month's publication, at 2.14 and 2.33% respectively.

The upward innovation in residual inflation will have effects mainly in the short term, that together with similar innovations that have taken place over the last few months, will give an upwards profile until March 2000 in the annual CPI rate of growth, reaching even



IPC que alcanzará el 2,75% en dicho mes. Por el contrario, la innovación a la baja en la inflación subyacente tiene mayores efectos a medio plazo y forzará a que el crecimiento anual de IPC se sitúe sobre 2,1-2,2% a finales del año 2000.

En evoluciones inflacionistas bajas a niveles del 2% actual los analistas y los inversores deben asimilar que pueden darse oscilaciones importantes a la baja y al alza sin que ello suponga que se ha perdido dicho nivel tendencial. Así, cuando en marzo de 1998 el crecimiento anual del IPC fue del 1,37%, el nivel tendencial –inflación subyacente– estaba en el 2,13% y cuando ahora en agosto el IPC ha alcanzado la tasa del 2,26%, el correspondiente nivel tendencial está en valores similares (1,9%). Igualmente las tasas de 2,75% y 2,16% previstas para el IPC en marzo y diciembre del año 2000, se corresponderán con niveles tendenciales del 2,01 y 1,92%, respectivamente. Si esto estuviese asimilado por los agentes económicos la Reserva Federal podría mantener su tipo de interés de referencia sin correr riesgos inflacionistas. Si esto no es así la Reserva Federal puede considerar aumentar su tipo de interés de referencia 25 puntos básicos antes de finalizar 1999. Dado el perfil previsto de la inflación que continuará creciendo hasta marzo del año 2000, la Reserva Federal podría optar por aplicar dicha subida con posterioridad al mes de octubre y cambiar en su reunión de octubre su orientación de neutra al alza.

La inflación armonizada en la Unión Monetaria en el mes de agosto ha sido el 0,10%, coincidiendo prácticamente con la predicción del 0,11% realizada en el anterior Boletín. La tasa anual se ha situado en el 1,2%. En la Unión Europea la inflación mensual ha sido del 0,14% ligeramente superior al 0,12% previsto. La tasa de crecimiento anual se ha situado en el 1,20%.

Las predicciones de inflación media anual para 1999 y 2000 para el agregado de la Unión Monetaria permanecen inalteradas en el 1,14 y 1,66% con respecto a lo publicado en el último Boletín. Con la publicación del dato de agosto, Alemania ha revisado sus crecimientos ligeramente a la baja lo que ha compensado la pequeña revisión al alza de los precios en Francia. Igualmente los precios en el área de la Unión Europea tampoco han sufrido revisiones importantes con respecto a lo publicado el mes pasado, situándose sus expectativas de crecimiento medio anual en el 1,20% y 1,65% para 1999 y 2000 respectivamente.

2.75%. On the contrary, the downward innovation in core inflation will have greater effects in the medium term and will cause CPI annual inflation to settle at around 2.1% to 2.2% by the end of 2000.

With low inflation rates at the current level of 2%, analysts may assume that there may be important upward or downward innovations but that does not mean that the core inflation level has changed. To illustrate this, in March 1998, the CPI grew in annual terms by 1.37% and core inflation was at 2.13%, now in August 1999 the CPI reached 2.26% and core inflation remains at similar values (1.9%). Also, CPI annual rates of 2.75% and 2.16% forecasted for March and December 2000, will correspond to core levels of 2.01 and 1.92%, respectively. If this fact were to be assumed by the economic agents, the Federal Reserve may keep its reference fund rate without running inflationary risks. If not, the Federal Reserve may consider increasing its fund rate by 25 basis points before the end of 1999. As inflation will go on increasing until March 2000, the Federal Reserve may consider applying such a raise after October and change its bias from neutral to an upward orientation in its October meeting.

Harmonised inflation in the Monetary Union in August was 0.10%, very close to the 0.11% forecasted in last Bulletin. The annual rate of growth was 1.2%. In the European Union, monthly growth was 0.14%, slightly over the 0.12% expected. The annual rate of growth has settled at 1.20%.

Average annual forecasts for 1999 and 2000 for the Monetary Union remain unchanged at 1.14 and 1.66% with respect to last month's Bulletin. Inflation expectations in Germany have been adjusted slightly downwards which has offset the small upward adjustment in France, while Spain and Italy have remained unchanged. Also prices in the European Union area have not suffered from important revisions with respect to last month's forecasts, and annual average expectations settle at 1.20% and 1.65% for 1999 and 2000 respectively.



CRECIMIENTOS ANUALES MEDIOS AVERAGE ANNUAL RATE OF GROWTH			
	98	99	00
IPCA España / Spain HICP - 9.15%	1.77	2.27	2.24
IPCA Alemania / Germany HIPC - 34.52%	0.64	0.69	1.41
IPCA Francia / France HICP - 21,05%	0.67	0.56	1.01
IPCA Italia / Italy HICP - 18.81%	1.98	1.63	2.45
IPCA UM / MU HIPC - 100%	1.11	1.14	1.66
IPCA EU-15 / EU-15 HIPC	1.28	1.2	1.65

Fuente:

EUROSTAT & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha de elaboración: 27 de septiembre de 1999.

Date: September, 27th 1999.

El índice de Precios al Consumo en España en agosto creció el 0,43%, comportándose, por tanto, según lo previsto (0,44%). Esta evolución acorde con las previsiones se dio también en la inflación tendencial (0,09%) y en la residual (1,58%).

The Consumer Price Index in Spain in August grew by 0.43%, behaving as forecasted (0.44%). Core and residual inflation also behaved as expected growing by 0.09% and 1.58% respectively.

En un análisis más detallado destaca, dentro de los precios que componen la inflación tendencial, una innovación a la baja en los precios de los alimentos elaborados y una innovación al alza en los precios del transporte excluido el componente energético. Ambas innovaciones se compensan entre sí. En los componentes de la inflación residual se ha producido una innovación a la baja bastante generalizada en los alimentos no elaborados, pero principalmente en los precios de la carne y del pescado, y una innovación al alza en los precios de los paquetes turísticos, que compensa los efectos de la anterior. Los demás precios se comportaron muy de acuerdo con lo previsto.

A more detailed analysis shows a downward innovation in core inflation due to processed foods and an upward innovation in transportation excluding energy. Both innovations cancel each other out. Within residual inflation, a downward innovation in most of the non-processed food components stands out but this can be seen most of all in meat and fish prices and an upward innovation in Tourist Packages that offsets the previous one. All remaining prices behaved very in much in accordance with the forecasts.

Con los datos observados apenas cambian las expectativas de inflación recogidas en las predicciones del anterior *Boletín Inflación y Análisis Macroeconómico*. Así, la inflación tendencial tiende a tasas anuales medias del 2,1% tanto en 1999 como en el año 2000, con unas tasas del 1,2-1,3% en los mercados de bienes y del 3,3-3,2% en los de servicios. Sin embargo, debido a las oscilaciones de la inflación residual, que se calcula sobre los precios del aceite, tabaco, alimentos no elaborados, energía y paquetes turísticos, la tasa de crecimiento anual del IPC, que en agosto fue del 2,41%, subirá al 2,8% en el mes de diciembre y descenderá de nuevo a niveles del 2,3% a partir de septiembre del año 2000.

Inflation expectations remain unchanged with respect to the forecasts published in last month's Bulletin. Core inflation tends towards average annual rates of growth of 2.1%, both in 1999 and 2000, with rates around the 1.2-1.3% mark in goods markets and 3.3% to 3.2% in services. However, due to fluctuations in residual inflation (calculated by looking at Fats, Tobacco, Non Processed Food, Energy and Tourist Packages), the overall CPI annual growth rate, which reached 2.41% in August, will rise to 2.8% in December and will descend again to 2.3% from August 2000.



España <i>Spain</i>	TASA DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO <i>AVERAGE ANNUAL RATE OF GROWTH</i>			
	1997	1998	1999	2000
Inflación Residual / <i>Residual Inflation</i> – 22,34%	1.07	0.59	3.17	3.74
Inflación tendencial / <i>Core Inflation</i> – 77,66%	2.23	2.20	2.09	2.11
Inflación en el IPC/ <i>CPI Inflation</i> – 100%	1.97	1.84	2.33	2.47

Fuente:

INE & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha de elaboración: 28 de septiembre de 1999.

Date: September, 28th 1999.

Con todo ello, la predicción de inflación para septiembre de 1999 es de un aumento del 0,21%, lo que situará su crecimiento anual en el 2,54%. El crecimiento mensual de la inflación tendencial será del 0,12% y la inflación residual del 0,50%. Las tasas de inflación anual media se han visto revisadas ligeramente al alza al 2,33 en 1999 y 2,47% en el 2000.

To conclude, monthly inflation forecast for September 1999 is 0.21%, which means that its annual growth rate will settle at 2.54%. Core inflation monthly growth will be 0.12% and residual inflation 0.50%. Average annual rates of growth have been adjusted slightly upwards to 2.33 in 1999 and 2.47% in 2000.

En la evolución del IPC español durante 1999 es de destacar que la inflación tendencial ha ido descendiendo desde el 2,24% de diciembre de 1998 al 2,03% en agosto de 1999 y se espera que alcance un valor mínimo de 1,93% en enero del año 2000 para posteriormente subir hasta el 2,29% en diciembre de dicho año. El descenso de la inflación tendencial en 1999 se está debiendo desde principios de año a la evolución de los precios en los mercados de bienes. La reducción de la inflación tendencial en servicios ha sido debida a que en agosto de 1998 se produjo un aumento del 5,63% en las tarifas telefónicas cuyo efecto desaparece en el plazo de un año.

Spanish core CPI evolution dropped from 2.24% in December 1998 to 2,03% in August 1999 and is expected to reach a minimum of 1.93% in January 2000, and rise after that to 2.29% in December 2000. The drop in core inflation is due mostly to the good behaviour of goods markets. The reduction of core inflation in services has come about as a result of the fact that in August 1998, there was an increase of 5.63% in Telephone charges whose effect has disappeared after one year.

Frente a estas ligeras oscilaciones de la inflación tendencial, la inflación en el IPC pasará del 1,40% en diciembre de 1998 al 2,82 y 2,38% en los meses de diciembre del 1999 y del 2000. Esto hace que la tasa de crecimiento anual del IPC no sea un buen indicador sobre el que basar objetivos económicos, pues contiene oscilaciones apreciables en el corto plazo que son irrelevantes para los fines de la política económica. Asimismo, no es aconsejable fijar el objetivo de inflación sobre la tasa anual correspondiente a un mes concreto como diciembre, pues dicha tasa –principalmente en el IPC– oscila demasiado irregularmente y el intervalo en su predicción es excesivamente amplio para que dicha tasa se pueda utilizar como indicador en los objetivos de mantenimiento del poder adquisitivo de ciertos grupos de población. Parece preferible fijar los objetivos de

As opposed to the slight fluctuations showed by core inflation, CPI inflation will evolve from 1.40% in December 1998 to 2.82% and 2.38% in December 1999 and 2000. This means that CPI annual rates of growth are not a good indicator on which to base economic targets, because it has significant short term fluctuations that are not relevant to economic policy. Also, it is not advisable to fix inflation targets on annual rates corresponding to a concrete month, such as December, because that rate, - principally CPI – fluctuates too irregularly as to be used as an indicator for the objectives of maintaining the purchasing power of certain population groups. It seems more appropriate to fix inflation aims on an indicator that excludes the most fluctuating components from CPI – such as core inflation - and to use a measure of growth as average annual rate.



inflación sobre un indicador que excluye del IPC los componentes oscilantes –por ejemplo la inflación tendencial- y que utilizase una medida de crecimiento como la tasa anual media.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) acaba de publicar la **Contabilidad Nacional Trimestral Española (CNTR)** correspondiente al segundo trimestre del actual ejercicio. De acuerdo con estas estimaciones el PIB real registró en ese periodo un crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior del 3,6 %, tras un crecimiento del 3,2% en el primer trimestre. La demanda interna registró una tasa anual del 5,6% (1,3 puntos más que en el trimestre anterior), pero este dato se contrarrestó con la negativa aportación al crecimiento del PIB del comercio exterior (-1,7 puntos).

Para 1999 se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB al 3,4% y al 3,1% en el 2000. Mientras que los cambios en la demanda interna son de pequeña importancia, las alteraciones más significativas se producen por el lado de la demanda externa, en particular de las exportaciones.

La creación de empleo sigue mostrando un fuerte dinamismo pero las cifras que estima la EPA para 1999 llevan implícito un sesgo alcista derivado de los cambios metodológicos registrados en esta encuesta en el primer trimestre del año. Corregido este sesgo, se estima que el empleo crezca el 3,0% en 1999 y el 2,8% en el 2000, lo que supone 396 y 381 mil personas, respectivamente. Sin tal corrección el crecimiento del empleo en la media anual de 1999 será de unas 606.000 personas.

Por último, el objetivo de déficit público se reduce para este año al -1,5% y para el 2000 al -1,1%.

Los **Estados Unidos** continúan su carrera hacia una tasa de crecimiento en el PIB del 4% alimentados por la demanda doméstica y la recuperación de la economía global. Las ventas al por menor han crecido gracias a las ventas del sector de automoción que a su vez lidera la expansión del sector industrial. El sector productivo avanza pero se enfrenta a cierta dificultad para satisfacer una creciente demanda lo que ha vuelto a disparar el déficit comercial. El mercado laboral sigue bajo tensión y se reporta una cierta escasez de trabajadores por todo el país. A pesar del elevado crecimiento y de la baja tasa de paro la inflación subyacente sigue contenida. Este comportamiento inducirá a que el perfil inflacionista al alza en el IPC provocado por la evolución de los precios de la energía se trunque en el segundo trimestre del año 2000.

*The Spanish National Institute for Statistics (INE) has just published the **National Quarterly Accounting (CNTR in its Spanish initials)** with figures that correspond to the second quarter of the current financial year. In accordance with these estimations, real GDP showed growth of 3.6% during this period with respect to the same period last year. Domestic demand registered an annual rate of 5.6%, (1.3% higher than in the previous quarter) but this figure is countered by the negative growth contribution of foreign trade GDP (-1.7 points).*

GDP growth has to be adjusted upwards to 3.4% for 1999 and up to 3.1% for the year 2000. While changes in domestic demand are of little importance, the most significant alterations come on the external demand side, particularly from exports which are running ahead of the foreseen recovery.

The creation of employment also continues showing great dynamism but the figures estimated by the EPA for 1999 imply an upswing derived from the changes in methodology registered in this survey during the first quarter. Once this upswing has been corrected, it is estimated that employment will grow by 3.0% in 1999 and 2.8% in the year 2000, what will mean 396 and 381 thousand people respectively. Without that correction the employment average annual growth for 1999 will be 606.000 people.

Lastly, the budget deficit target is reduced for this year to -1.5% and for the year 2000 it is reduced to -1.1%.

***The United States** continues its race towards the 4% rate of growth fuelled by domestic demand and by the recovery in the global economy. Retail sales have grown led by the sales of the automobile industry. This sector is also pushing up industrial production as a whole. The productive sector is advancing but is facing great difficulties to meet growing demand, hence the trade deficit has reached a new record figure. The labour market remains tight and a certain degree of shortage of labour is being reported around the country. Despite strong growth and a low unemployment rate underlying core inflation remains subdued. This performance will help CPI inflation to begin a downward trend in the year 2000.*



En el **Reino Unido**, la reciente subida de tipos es vista como una medida preventiva que pretende evitar futuras tensiones inflacionistas ante la evidente recuperación económica. Ciertamente, la reactivación económica parece sólida y está siendo liderada por el consumo doméstico y por una menor contribución negativa del sector exterior y los peligros inflacionistas sólo parecen detectarse en los mercados inmobiliarios del sudeste de Inglaterra.

Por lo que se refiere a **Europa**, la recuperación económica sigue una marcha gradual. El sector industrial se reactiva mientras la demanda interna mantiene su fortaleza y el sector exterior gana posiciones como próximo protagonista de la recuperación.

El punto V de este Boletín analiza **la previsible evolución del índice IBEX-35 de la Bolsa de Madrid** utilizando análisis fundamental de los 35 valores que componen el índice, análisis técnico y macroeconómico. Atendiendo al macroeconómico, la coyuntura que en la actualidad disfruta la economía española y la que se prevé para el próximo año no justifica una corrección del mercado bursátil sino más bien parece animarlo a seguir la senda alcista. Según el análisis técnico, el mercado puede estar algo sobrevalorado, siendo este ejercicio una purga después de los grandes crecimientos experimentados durante los tres ejercicios anteriores. Por último, el análisis fundamental de valores pronostica un valor del IBEX-35 a final del año del 11.129. Un resultado de consenso de los tres análisis utilizados pronostica un valor para el IBEX-35 en los próximos tres a seis meses situado entre el 10.500 y el 11.000.

*In the **United Kingdom**, the recent upturn in interest rates is seen as a pre-emptive measure in order to avoid further inflationary risks when the economy recovers. Certainly, the rebound in activity seems to be solid and is being powered by personal consumption and a lower negative contribution of the external sector.*

*As far as **Europe** is concerned, recovery is following a gradual path. The industrial sector is gaining momentum while domestic demand keeps its strength and the external sector is expected to take the lead role in recovery.*

*Last section in this Bulletin analyses **the estimated evolution of IBEX-35 index of Madrid Stock Market** using fundamental, technical and macroeconomic analysis. Using macroeconomic analysis, the current situation of the Spanish economy does not justify a sharp correction in the Spanish stock exchange market, but a surge in its future prices. Using technical analysis, this market might be a little bit overvalued, being this year a "purge" after the excellent last three exercises. Finally, using fundamental analysis, IBEX-35 should be at 11.129 at the end of 1999. A consensus between these three analyses may forecast a value of IBEX-35 for next four to six months within a range between 10.500 and 11.000.*

30 Septiembre de 1999

September, 30th 1999



I. ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN EN LA ZONA EURO

I.1 Evaluación del dato de agosto de 1999

La inflación armonizada en el mes de agosto en el agregado formado por los 11 países de la Unión Monetaria ha sido el 0,10%, coincidiendo prácticamente con la predicción del 0,11% realizada en el anterior Boletín. La tasa anual se ha situado en el 1,2%. En la Unión Europea la inflación mensual ha sido del 0,14% ligeramente superior al 0,12% previsto. La tasa de crecimiento anual se ha situado en el 1,20%. No obstante, para realizar la evaluación de estas cifras es preciso estudiar el comportamiento de los distintos países.

El cuadro 1 recoge las discrepancias entre los valores observados y las predicciones de los principales países de la Unión Monetaria, así como de los agregados europeos (el cuadro A1 en el apéndice muestra estos valores para todos los países de la Unión Monetaria y Europea). Dentro de la Unión Monetaria, las innovaciones a la baja registradas por Alemania, Bélgica, Finlandia e Italia se han visto compensadas por las innovaciones al alza de Austria, Francia, Holanda, Irlanda y Luxemburgo. España y Portugal se comportaron según lo previsto.

I. ANALYSIS OF EUROPEAN INFLATION

I.1 Evaluation of August's 1999 figure

Harmonised inflation in the Monetary Union in August was 0.12%, very close to the 0.11% forecasted in last Bulletin. The annual rate of growth was 1.1%. In the European Union, monthly growth was 0.16%, slightly over the 0.12% expected. The annual rate of growth has settled at 1.17%. However, it is necessary to study inflation behaviour in the different countries concerned.

Table 1 summarises the forecasts and the observed values in the main countries of the Monetary Union and the European aggregates (for a more detailed analysis of all the countries, see table A2 in the Appendix). Within the Monetary Union, downward innovations registered by Germany, Belgium, Finland and Italy, were offset by upward innovations in Austria, France, the Netherlands, Ireland and Luxembourg. Spain and Portugal behaved as forecasted.

La inflación armonizada en la zona euro en el mes de agosto ha sido el 0,12% coincidiendo prácticamente con la predicción del 0,11%.



Cuadro 1						Table 1	
VALORES OBSERVADOS Y PREDICIONES EN LOS DATOS DE PRECIOS AL CONSUMO EN LOS PAÍSES DE LA UE (*)							
OBSERVED VALUES AND FORECASTS ON CONSUMER PRICE FIGURES IN EU COUNTRIES(*)							
País Country	Ponderación Weight				Crecimiento observado Current growth	Predicción Forecast	Intervalos de confianza (%) (**)
	UM	MU	UE15	EU15			
IPCA España Spain HICP	9.15%				0.47	0.49	± 0.15
IPCA Alemania Germany HICP	34.52%				0.00	0.11	± 0.29
IPCA Francia France HICP	21.05%				0.20	0.03	± 0.20
IPCA Italia Italy HICP	18.81%				0.00	0.07	± 0.23
IPCA UM MU HICP	100.00%		78.17%		0.10	0.11	± 0.12
IPCA E-15 EU-15 HICP			100.00%		0.14	0.12	± 0.11

(*) Puede encontrarse una información más detallada en el cuadro A2 del Apéndice.

(*) A more detailed information can be found in table A2 in Appendix.

(**) Al 80% de significación.

(**) At 80% confidence level.

Fuente:

EUROSTAT & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha de elaboración: 23 de septiembre de 1999.

Date: September, 23^d 1999.

En la Unión Europea, Dinamarca, el Reino Unido y Suecia han registrado innovaciones al alza, mientras que los precios de consumo armonizados en Grecia han descendido un 0,09% en lugar de aumentar un 0,05% como estaba previsto.

In the European Union, Denmark, the United Kingdom and Sweden registered upward innovations, while harmonised consumer prices in Greece dropped by 0.09% instead of rising by 0.05% as expected.

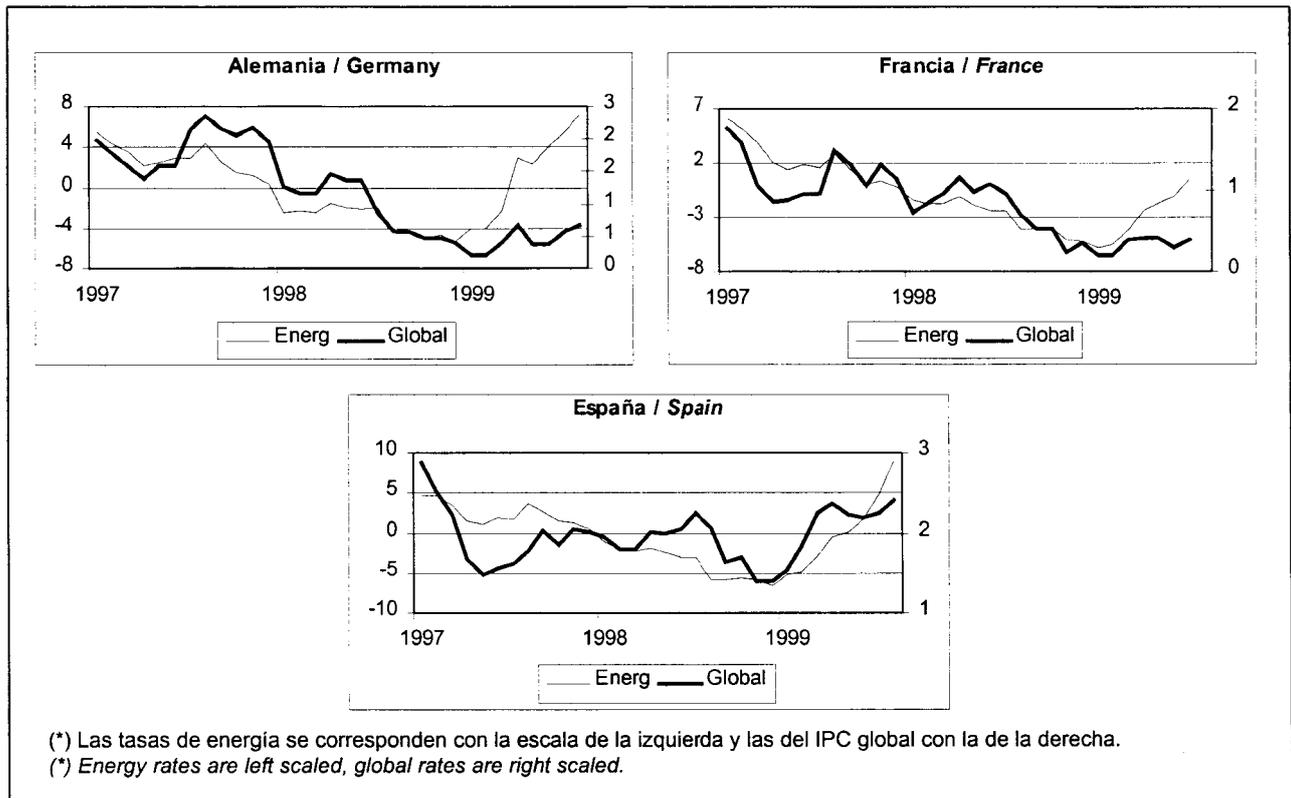
La evolución de los precios de la energía ha influenciado los precios al consumo globales de la Unión Monetaria.

Los precios al consumo de los países de la Unión Monetaria se han visto muy influenciados los últimos meses por el fuerte repunte de los precios de la energía, tal y como se puede comprobar para Alemania, España y Francia en el gráfico 1. A pesar de esta situación, Alemania, Austria, Bélgica y Francia siguen registrando crecimientos anuales inferiores a la unidad y solamente España, Holanda e Irlanda se sitúan por encima del 2%.

Consumer prices in the Monetary Union have been very much affected by the sharp rise in energy prices, as can be seen for Germany, France and Spain in graph 1. In spite of this situation, Germany, Austria, Belgium and France continue to register annual growth rates below 2% and only Spain, the Netherlands and Ireland have settled above 2%.



CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC GLOBAL Y EN ENERGÍA(*)
GLOBAL AND ENERGY CPI ANNUAL GROWTHS(*)



Fuente:

EUROSTAT & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha de elaboración: 27 de septiembre de 1999

Date: September, 27th 1999

1.2 Predicciones de inflación para 1999 y 2000.

1.2 Inflation forecasts for 1999 and 2000.

El cuadro 2 recoge los valores de inflación media anual registrados por los distintos países de la Unión Monetaria y Europea en 1998, así como las predicciones actualizadas para los años 1999 y 2000.

Table 2 shows average annual growths registered by the different countries in the Monetary and European Union in 1998 and their current forecasts for 1999 and 2000.

Las predicciones de inflación media anual para 1999 y 2000 para el agregado de la Unión Monetaria permanecen inalteradas en el 1,14 y 1,66% con respecto a lo publicado en el último Boletín. Con la publicación del dato de agosto, Alemania ha revisado sus crecimientos ligeramente a la baja lo que ha compensado la pequeña revisión al alza de los precios en Francia. Igualmente los precios

Average annual forecasts for 1999 and 2000 for the Monetary Union remain unchanged at 1.12 and 1.65% with respect to last month's Bulletin. Inflation expectations in Germany have been adjusted slightly downwards which has offset the small upward adjustment in France. Also prices in the European Union area have not suffered from significant adjustments with respect to last month's

Con la revisión al alza en Francia y a la baja en Alemania, las predicciones de inflación media anual permanecen inalteradas en el 1,12 y 1,65%.



en el área de la Unión Europea tampoco han sufrido revisiones importantes con respecto a lo publicado el mes pasado, situándose sus expectativas de crecimiento medio anual en el 1,20% y 1,65% para 1999 y 2000 respectivamente.

forecasts, and annual average expectations have settled at 1.18% and 1.65% for 1999 and 2000 respectively.

País / Country		Ponderación Weight			1998	1999	2000
		UM	MU	UE15 EU15			
IPCA Alemania / Germany HICP		9.15%			0.64	0.69	1.41
IPCA Francia / France HICP		34.52%			0.67	1.15	1.24
IPCA Austria / Austria HICP		2.89%			0.86	0.56	1.01
IPCA Bélgica / Belgium HICP		3.99%			0.92	0.96	1.16
IPCA Luxemburgo / Luxembourg HICP		1.48%			0.97	0.93	1.61
IPCA Finlandia / Finland HICP		21.05%			1.37	0.36	0.60
IPCA Holanda / Netherlands HICP		5.13%			1.64	2.29	2.58
IPCA España / Spain HICP		0.96%			1.77	2.27	2.42
IPCA Italia / Italy HICP		18.81%			1.98	1.63	2.45
IPCA Irlanda / Ireland HICP		0.20%			2.16	2.19	1.85
IPCA Portugal / Portugal HICP		1.82%			2.22	2.24	2.29
UM IPCA / HICP MU		100.00%	78.17%		1.11	1.14	1.66
IPCA Suecia / Sweden HICP			1.35%		1.00	1.33	1.67
IPCA Dinamarca / Denmark HICP			2.35%		1.26	0.48	1.01
IPCA Reino Unido / UK HICP			16.37%		1.67	2.09	2.42
IPCA Grecia / Greece HICP			1.76%		4.52	2.15	1.36
IPCA UE-15 / EU-15 HICP			100.00%		1.28	1.20	1.65

(*) Al 80% de significación. (*) At 80% confidence level.

Fuente:

Source:

EUROSTAT & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Fecha de elaboración: 23 de septiembre de 1999.

Date: 23rd September 1999.

Los cinco países que registraron crecimientos medios inferiores a la unidad en 1998 conservarán esta característica en 1999, pero no será así en el 2000.

En el cuadro 2 los países están ordenados según los crecimientos medios que registraron en 1998. Esta ordenación permite observar cómo, los cinco países que registraron crecimientos medios inferiores a la unidad – Alemania, Austria, Bélgica, Francia y Luxemburgo – todavía conservan esta característica en sus expectativas para 1999, pero no ocurrirá lo mismo en el 2000. Estos cuatro países se situarán por encima de la unidad pero por debajo del 2%.

In table 2, the countries are ordered by means of average annual growth rates registered in 1998. This ordering means it is possible to observe how the five countries of the Monetary Union that registered average growth rates below unity – Germany, Austria, Belgium, France and Luxembourg – still preserve this characteristic for 1999 expectations, but only Austria will register a rate of growth below unity in 2000. The other four countries will settle over unit but below 2%.



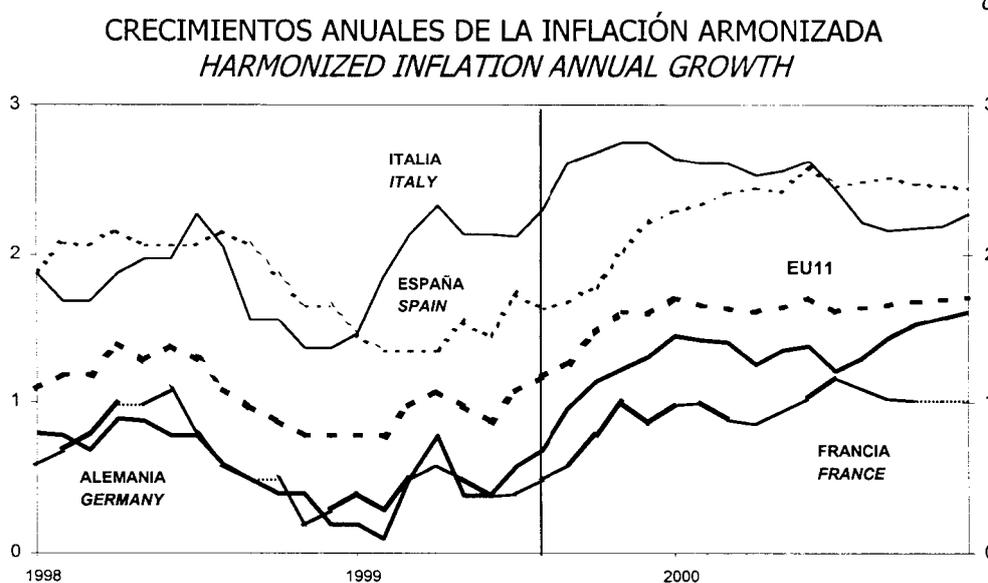
Sólo España, Holanda, Irlanda, Portugal e Italia registrarán crecimientos medios superiores al 2% en el año 2000.

Sólo España, Holanda, Irlanda y Portugal registrarán crecimientos medios superiores al 2% en 1999. Estos cuatro países seguirán registrando tasas superiores al 2% en el 2000 y también lo hará Italia con un crecimiento del 2,45% próximo al español. En general las tasas de crecimiento en 2000 serán superiores a las de 1998 y 1999 debido a la contribución al alza de las tasas de la energía.

Only Spain, the Netherlands, Ireland and Portugal will register average growth rates over 2% in 1999. Italy will enter this group with an average rate of growth of 2.45% in 2000, close to that of Spain. In general, rates of growth in 2000 will be higher than the rates observed in 1998 and 1999 because of the behaviour of energy prices.

Gráfico 2

Graph 2



Fuente:

EUROSTAT & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha de elaboración: 19 de agosto de 1999

Date: August, 19th 1999

El diferencial de inflación entre España y la Unión Monetaria y Francia y Alemania se ha incrementado en una décima.

Por último comentar que el diferencial de inflación entre España y la Unión Monetaria, Francia y Alemania en el mes de agosto, se ha incrementado en una décima. Tal y como se observa en el cuadro 3, este diferencial ha aumentado en casi todos los grupos con las únicas excepciones de vestido y calzado, medicina y comunicaciones.

Lastly, the inflation differential between Spain and Germany, France and the Monetary Union increased by one decimal point in August. As may be observed in table 3, this differential has increased in almost all the big groups with the sole exception of Medicine, Clothing and Footwear and Communications.



Cuadro 3

Table 3

DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ANUAL OBSERVADO EN AGOSTO DE 1999 ENTRE ESPAÑA Y LA UNIÓN MONETARIA
OBSERVED ANNUAL INFLATION DIFFERENTIAL BETWEEN SPAIN AND MONETARY UNION IN AUGUST 1999

	Alemania Germany	Francia France	U. M. M. U.
Global	1.6	1.8	1.1
Alimentos y beb. no alcohólicas Food and Non Alcoholic Bev.	2.3	1.7	1.1
Bebidas alcohólicas y tabaco Alcoholic Beverages and Tobacco	5.5	1.9	3.4
Vestido y calzado Apparel and Footwear	2.2	2.1	1.2
Vivienda Housing	1.6	3.2	1.9
Menaje Furnishing	2.2	1.9	1.5
Medicina Medicine	1.3	0.1	0.2
Transporte Transportation	0.3	2.1	1.0
Comunicaciones Communication	9.0	-1.5	3.8
Ocio y cultura Entertainment and Cultutre	1.2	1.4	1.0
Enseñanza Teaching	-1.2	1.5	0.8
Hoteles Cafés y restaurantes Hotels, Cafes and Restaurants	2.1	1.9	1.3
Otros Other	1.1	2.6	1.2

Fuente:

Source:

BLS & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Fecha: 23 de septiembre de 1999.

Date: September, 23th 1999.



II ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

II ANALYSIS OF UNITED STATES INFLATION

II.1 Evaluación del dato de agosto de 1999

II.1 Evaluation of August's 1999 figure

La inflación en Estados Unidos en agosto fue del 0,24%, exactamente la cifra prevista.

La inflación en Estados Unidos en el mes de agosto ha sido el 0,24%, exactamente la cifra prevista en el anterior Boletín. No obstante, al analizar los datos por componentes (véanse los cuadros 4 y 5), se observa que este dato ha sido el resultado de la compensación entre una innovación a la baja en la inflación subyacente (0,11 en lugar de 0,21%) y una innovación al alza en la inflación residual (0,71 en lugar de 0,34%).

US inflation in August was 0.24%, exactly the value forecasted in the last Bulletin. However, the analysis of the components (see tables 4 and 5) shows a compensation between a downward innovation in core inflation (0.11 as opposed to the prediction of 0.21%) and an upward innovation in residual inflation (0.71 as opposed to the prediction of 0.34%).

Cuadro 4		DESGLOSE IPC EEUU		Table 4	
		USA CPI DISAGGREGATION			
IPC CPI (1 + 2 + 3 + 4) (100%)	1) IPC Energía <i>Energy CPI</i> (E - 11%)	INFLACIÓN RESIDUAL <i>RESIDUAL INFLATION</i> (1 + 2) (RI - 26,5 %)	IPC CPI (1 + 2 + 3 + 4) (100%)		
	2) IPC Alimentos <i>Food CPI</i> (F - 15,5%)				
	3) IPC Servicios no energéticos <i>Non energy Services CPI</i> (S - 45%)	INFLACIÓN TENDENCIAL <i>CORE INFLATION</i> (3 + 4) (CI - 73,5 %)			
	4) IPC Bienes no energéticos no alimenticios <i>Non energy Commodities except food CPI</i> (C - 28,5%)				

Fuente:

BLS & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:



Cuadro 5		Table 5	
VALORES OBSERVADOS Y PREDICCIONES EN LOS DATOS DE PRECIOS AL CONSUMO EN EEUU (*) OBSERVED VALUES AND FORECASTS ON CONSUMER PRICE FIGURES IN US (*)			
Indíces de Precios al Consumo (IPC) Consumer Index Price (CPI)	Crecimiento observado en agosto de 1999 Observed growth in August 1999	Predicción Forecast	Intervalos de confianza (*) Confidence Intervals (*)
Inflación Residual <i>Residual Inflation (RI – 26,5 %)</i>	0.71	0.34	± 0.86
IPC Energía <i>Energy CPI (E – 11%)</i>	2.39	0.50	± 2.00
IPC Alimentos <i>Food CPI (F – 15,5%)</i>	0.24	0.27	± 0.36
Inflación Tendencial <i>Core Inflation (CI – 73,5 %)</i>	0.11	0.21	± 0.14
IPC Servicios no energéticos <i>Non energy Services CPI (S – 45%)</i>	0.20	0.25	± 0.16
IPC Bienes no energéticos no alimenticios <i>Non energy Commodities except food CPI (C – 28,5%)</i>	0.24	0.27	± 0.26
IPC CPI (100%)	0.24	0.24	± 0.25

(*) Al 80% de significación.

(*) At 80% confidence level.

Fuente:

BLS & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha: 16 de septiembre de 1999.

Date: September, 16th 1999.

Mientras que la innovación en la inflación tendencial fue a la baja, en la residual fue al alza.

Tanto la inflación tendencial en bienes como en servicios se han comportado mejor de lo previsto.

La inflación subyacente en bienes -índice C- se ha comportado mejor de lo previsto registrando un -0,14% de crecimiento mensual en lugar del 0,1% esperado. El buen dato registrado en este índice se ha beneficiado de los descensos en los precios al consumo de los ordenadores (-3,8%), de los vehículos nuevos (-0,4%) y del tabaco (-1,7%).

Los precios de los servicios no energéticos también se han comportado ligeramente mejor de lo esperado, creciendo el 0,20% frente a la predicción del 0,25%. Cabe destacar el descenso del 1,8% en los precios del transporte público, tras la subida del 2,5% registrada en el mes de julio.

La tasa anual de la inflación subyacente se ha situado en el 1,90% alcanzando por primera vez un valor inferior al 2%.

La innovación al alza en la inflación residual ha sido debida al error de predicción cometido en los precios de la energía que crecieron el 2,39% mientras que la previsión realizada era un crecimiento de sólo el

Core inflation in goods – the C index - behaved better than expected with a monthly growth of 0.11% as opposed to the prediction of 0.21% forecasted. This index has benefited from the drops in consumer price indexes of Computers (-3.8%), New Vehicles (-0.4%) and Tobacco (-1.7%).

Non Energy Services prices also behaved a little better than expected, growing by 0.20% instead of a forecast of 0.25%. The 1.8% drop in Public Transportation, after the rise of 4.3% registered in July is a salient feature.

The core inflation annual rate has settled at 1.90% reaching a value lower than 2% for the first time.

The upward innovation in residual inflation was due to the forecast error made for energy prices that grew by 2.39% while the forecast was for them to grow by 0.50%. Food prices behaved as forecasted, growing by 0.24%.



Nuevamente se ha producido una fuerte innovación al alza en los precios de la energía.

0,50%. Los precios de la alimentación se comportaron según lo previsto creciendo el 0,24%.

En conclusión, la predicción de inflación global realizada el mes pasado ha coincidido exactamente con la predicción. El crecimiento de los precios de la energía ha sido superior al previsto, pero ha sido compensado por una mejora en la inflación subyacente.

La inflación subyacente en USA se ha situado en el 1,9%.

Los datos de agosto confirman la evolución a la baja de la tasa de inflación subyacente en USA que ha pasado de un 2,29% en la media anual de 1998 al 1,9% en el pasado mes de agosto. Las perspectivas son de una tasa anual media del 1,93% en el año 2000.

To conclude, overall CPI coincided exactly with the forecast made. Energy prices grew more than expected, but this rise was offset by an improvement in core inflation.

August figures confirm the downward profile in US core inflation that evolved from an average rate of growth of 2.29% in 1998 to one of 1.9% in August. The perspectives are for core inflation to reach an average annual rate of growth of 1.93% in 2000.

II.2 Predicciones de inflación para 1999 y 2000 en Estados Unidos

El cuadro 6 resume las predicciones de inflación media para 1999 y 2000 de los distintos componentes de la inflación en Estados Unidos (las predicciones correspondientes a los crecimientos mensuales y anuales para todos los componentes se encuentran al final del documento en los cuadros A4A y A4B).

II.2 Forecasts for 1999 and 2000 in US

Table 6 summarises average growth rates for 1999 and 2000 for the different inflation components in the United States (monthly and annual forecasts for all the components can be found in tables A4A and A4B in the appendix).



Cuadro 6		CRECIMIENTOS ANUALES MEDIOS (EE.UU.) ^(*) MEAN ANNUAL GROWTH RATE (US) ^(*)				Table 6
		1997	1998	1999	2000	
Inflación Residual <i>Trend Inflation (RI – 26,5 %)</i>		2.18	-1.59	2.57	3.77	
Energía <i>Energy (E – 11%)</i>		1.26	-7.75	3.59	6.80	
Alimentación <i>Food (F – 15,5 %)</i>		2.17	2.17	2.14	2.56	
Inflación Tendencial <i>Core Inflation (CI – 73,5 %)</i>		2.36	2.12	2.04	1.93	
Bienes no energéticos (exc. alim.) <i>Non energy Commodities (exc. food) (C – 28%)</i>		0.74	0.51	0.51	0.53	
Servicios no energéticos <i>Non energy Services (S – 45,5 %)</i>		3.09	2.68	2.68	2.51	
Inflación en el IPC <i>CPI Inflation (100%)</i>		2.34	2.14	2.14	2.33	
(*) Las tasas mensuales y anuales se encuentran en los cuadros A4A y A4B del Apéndice.			(**) Monthly and annual growth rates can be found in tables A4A and A4B in Appendix			

Fuente:

BLS & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha: 16 de septiembre de 1999.

Date: September, 16th 1999.

Debido a mejoras en la productividad, los precios de los automóviles nuevos y de las computadoras contribuyen al buen comportamiento del índice C.

El crecimiento anual del índice de bienes no energéticos excepto alimentación, índice C, ha sido del 0,21%. Si bien, el descenso en los precios del tabaco ha influido en este resultado, no se puede olvidar que los precios de los automóviles nuevos y de las computadoras vienen registrando tasas negativas debido a mejoras en la productividad. Las expectativas de crecimiento en el índice C se han revisado a la baja a valores del 0,51 y 0,53% en los años 1999 y 2000 respectivamente.

The annual growth rate of core inflation in goods (the C index) was 0.21% in August. While the drop in Tobacco prices influenced this result, the fact that prices of New Vehicles and Computers are showing negative annual rates due to improvements in productivity also has to be taken into account. Growth expectations in the C index have been adjusted downwards to values of 0.51% and 0.53% in 1999 and 2000.

Los precios de los servicios crecerán en términos anuales alrededor del 2,6 en lo que queda de año.

También se ha producido una revisión a la baja, aunque de menor magnitud, en los precios en los mercados de servicios no energéticos. Se espera que estos precios mantengan tasas anuales alrededor del 2,6% en lo que queda de año y que en el 2000 evolucione en torno al 2,4-2,5%.

There has also been a downward adjustment, although to a lesser extent, of market prices of non-energy services. It is expected that these prices will stay at annual rates of around 2.6% throughout the rest of 1999 and that in 2000 they will evolve to between 2.4% and 2.5%.

El indicador de inflación subyacente para la economía estadounidense se obtiene agregando los precios de los bienes y servicios no energéticos excluidos los bienes alimenticios, que recoge el índice CI. Las expectativas en este índice se han revisado a la baja con respecto a lo publicado el mes

Core inflation for the US economy is obtained by adding up prices of non-energy goods and services excluding food (the CI index). Expectations concerning this index have been adjusted slightly downwards with respect to last month's publication. It is expected that annual rates will remain below 2%



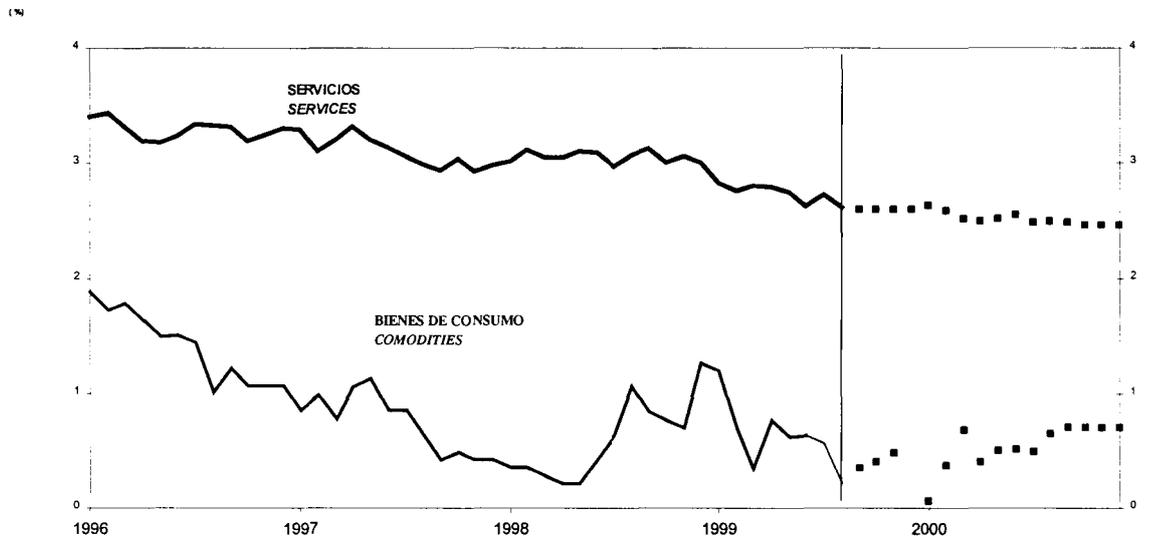
pasado y se espera que pueda permanecer por debajo del 2% en lo que queda de 1999 y en el año 2000. Las medias anuales serán del 2,04 y 1,93% respectivamente.

throughout the rest of 1999 and 2000. Average rates of growth will be 2.04% and 1.93% respectively.

Gráfico 3

Graph 3

INFLACIÓN TENDENCIAL EN BIENES Y SERVICIOS EN USA
CORE INFLATION OF COMMODITIES AND SERVICES IN US



Fuente:

BLS & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha de elaboración: 15 de septiembre de 1999

Date: Septiembre, 15th 1999

Dentro de la inflación residual, las expectativas de alimentación han vuelto a mejorar ligeramente para 1999 y 2000. Se espera que para 1999 alcance el 2,14% y en el 2000 el 2,56%.

Within residual inflation, expectations concerning food prices have improved again for 1999 and 2000. They are expected to reach 2.14% in 1999 and 2.56% in 2000.

La tasa de crecimiento media anual de la energía se ha vuelto a revisar al alza al 3,59% en 1999.

Por último, los precios de la energía se han situado en el 7,23% de crecimiento anual. La tasa de variación media anual de este índice ha sido nuevamente revisada al alza, al 3,59% en 1999 y 6,80% en el 2000.

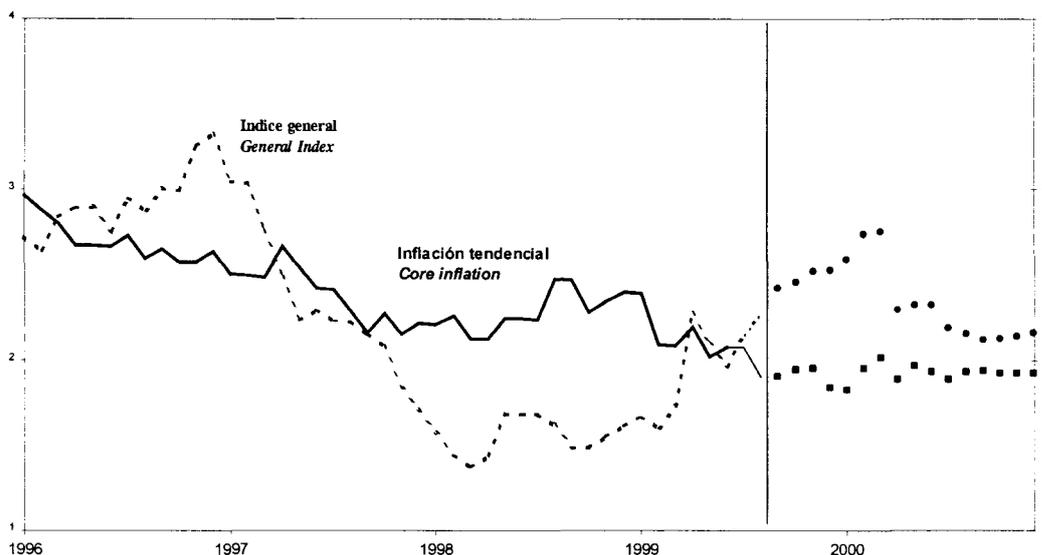
Annual growth rates of Energy settled at 7.23% in August. The average growth rate for this index has once again been adjusted upwards to 3.59% in 1999 and 6.80% in 2000.



Gráfico 4

Graph 4

INFLACIÓN EN EL IPC E INFLACIÓN TENDENCIAL EN EEUU CPI INFLATION AND CORE INFLATION IN US



Fuente:

BLS & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha de elaboración: 15 de septiembre de 1999

Date: September, 15th 1999

Los precios en septiembre crecerán el 0,28%.

Con todo ello, se espera que los precios en septiembre crezcan el 0,28% con una inflación anual del 2,42%. Esto será así debido a un crecimiento anual de la inflación subyacente del 1,90% y de la inflación residual del 4,23%. Los crecimientos medios de la inflación en EE.UU. en 1999 y 2000 permanecen estables con respecto a los valores publicados el mes pasado en el 2,14 y 2,33% respectivamente.

US prices will increase by 0.28% in September, making for an annual growth rate of 2.42%. The annual core inflation rate will be 1.90% and residual inflation 4.23%. Average annual growth rates in 1999 and 2000 are forecasted to remain unchanged with respect to last month's publication which were 2.14% and 2.33% respectively.

III. Política monetaria y tendencia y oscilaciones inflacionistas

La innovación al alza de la inflación residual tiene principalmente un efecto a corto plazo que, junto con innovaciones similares del mismo signo en meses anteriores, imprimirá un perfil al alza hasta marzo del año 2000 en la tasa de crecimiento anual del IPC que alcanzará el 2,75% en dicho año. Por el contrario, la innovación a la baja en la inflación subyacente tiene mayores efectos a medio plazo y forzará a que el crecimiento anual de IPC se sitúe sobre 2,1-2,2% a finales del año 2000.

La innovación a la baja en la inflación subyacente tiene efectos a medio plazo y forzará a que el crecimiento anual del IPC se sitúe sobre el 2,1-2,2% a finales del año 2000.

II.3 Monetary Policy, trend and inflation oscillations

The upward innovation in residual inflation will have effects mainly in the short term, these will be that, together with similar innovations that have taken place over the last few months, an upwards profile until March 2000 in the annual CPI growth rate, reaching 2.75% will be observed. On the contrary, the downward innovation in core inflation will have more significant effects in the medium term and will cause CPI annual inflation to settle around the 2.1 to 2.2% mark by the end of 2000.



Dado el perfil previsto de la inflación que continuará creciendo hasta marzo del año 2000, la Reserva Federal podría optar por aplicar dicha subida con posterioridad al mes de octubre y cambiar en su reunión de octubre su orientación de neutra al alza

En evoluciones inflacionistas bajas a niveles del 2% actual los analistas y los inversores deben asimilar que pueden darse oscilaciones importantes a la baja y al alza sin que ello suponga que se ha perdido dicho nivel tendencial. Así, cuando en marzo de 1998 el crecimiento anual del IPC fue del 1,37%, el nivel tendencial –inflación subyacente- estaba en el 2,13%- y cuando ahora en agosto el IPC ha alcanzado la tasa del 2,26%, el correspondiente nivel tendencial está en valores similares (1,9%). Igualmente las tasas de 2,75% y 2,16% previstas para el IPC en marzo y diciembre del año 2000, respectivamente, se corresponderán con niveles tendenciales del 2,01 y 1,92%, respectivamente. Si esto estuviese asimilado por los agentes económicos la Reserva Federal podría mantener su tipo de interés de referencia sin correr riesgos inflacionistas. Si esto no es así la Reserva Federal puede considerar aumentar su tipo de interés de referencia a 25 puntos básicos antes de finalizar 1999. Dado el perfil previsto de la inflación que continuará creciendo hasta marzo del año 2000, la Reserva Federal podría optar por aplicar dicha subida con posterioridad al mes de octubre y cambiar en su reunión de octubre su orientación de neutra al alza.

With low inflation rates at the current level of 2%, analysts may assume that there may be important upward or downward innovations but that does not mean that the core inflation level has changed. To illustrate this, in March 1998, the CPI grew by 1.47% in annual terms and core inflation was at 2.13%, in August 1999 the CPI reached 2.26% and core inflation remains at similar values (1.9%). Also, the annual CPI rates of 2.75% and 2.16% forecasted for March and December 2000 will correspond to core levels of 2.01 and 1.92%, respectively. If this fact were to be assumed by economic agents, the Federal Reserve may keep its reference fund rate without running inflationary risks. If not, the Federal Reserve may consider increasing its fund rate by 25 basic points before the end of 1999. As inflation will go on increasing until March 2000, the Federal Reserve may consider applying such a rise after October and change its neutral upward orientation in its October meeting.



III. COYUNTURA INTERNACIONAL

III.1 Estados Unidos

La economía americana esta cerca de volver a un ritmo de crecimiento del 4% ayudada por la demanda interna y la recuperación en Asia y Europa.

La economía americana parece estar de vuelta al ritmo de crecimiento de los últimos años tras la desaceleración del segundo trimestre. La economía volvería por lo tanto a una tasa de crecimiento del 4% en el tercer trimestre alimentada por la demanda interna y apoyada por la sorprendente recuperación en el este asiático y en Europa.

El gasto interno siguió siendo alto en el tercer trimestre tal como prueba el incremento del 1,2% en las ventas al por menor en agosto, tras haber crecido un 1% en julio. Esto implica un crecimiento interanual del 10,6%.

Las ventas al por menor han crecido un 1.2% en agosto impulsada por las ventas de automóviles y compras derivadas de la inversión en nueva vivienda.

El aumento en las ventas al por menor en agosto se debió fundamentalmente al crecimiento del 2,5% en las ventas de automóviles seguido de importantes mejoras en las ventas de materiales de construcción y muebles, impulsados por las altas ventas de nueva vivienda en julio. Lo dicho sugiere un relanzamiento sólido del consumo personal y la inversión inmobiliaria a pesar de los mayores tipos de interés.

Desde el lado de la oferta, la producción industrial norteamericana también ha crecido en agosto y los datos más recientes sugieren un futuro optimista para el sector de bienes. De hecho, la producción en fábricas, minas y servicios públicos, creció un 0,3% en agosto tras registrar un avance del 0,7% en julio, dejando la tasa interanual en el 2,4%. Esta evolución refleja una continua recuperación de los efectos de la crisis asiática del año pasado.

El incremento en la producción industrial fue liderado por un crecimiento del 0,4% en la producción fabril empujada por una mejora del 12,8% en productos de automoción.

La producción industrial creció un 0.3% liderada por un crecimiento del 12.8% en el sector de automoción y aumenta la tasa de utilización de la capacidad instalada.

Tras este avance, la tasa de utilización de capacidad instalada ha crecido hasta el 80,8% desde el 80,7% en julio y, aunque inferior a la registrada el pasado año, 82,0%, es consistente con el mantenimiento de bajas presiones inflacionistas vía precios del productor.

III. INTERNATIONAL ANALYSIS

III.1 United States

The US economy seems to be back to its growth pace of the past years after the slowdown registered in the second quarter. The economy might therefore return to a 4% rate of growth in the third quarter powered by domestic demand and aided by the surprising recovery in the eastern Asian region and the upturn in Europe.

Domestic spending remained high in third quarter as is shown by the 1.2% increase in retail sales in August after a 1.0% jump in July which in total implies a growth of 10.6% from a year ago.

The gain in August retail sales was led by a 2.5% advance in automobile sales followed by important increases in building materials and furniture sales powered by near record high new home sales in July. This suggests a solid rebound in personal consumption and household investment despite higher interest rates.

From the supply side, US industrial production also advanced in August and recent data suggests a healthier future for the manufacturing sector. Indeed, the output of US factories, mines and utilities rose by 0.3% in August, after a 0.7% advance in July, placing the year over year rate at 2.4%. This performance reflects a continuous recovery from last year's bout of Asian flu.

The increase in industrial production was led by a 0.4% rise in factory output, itself pushed by a 12.8% gain in automotive products.

After this advance, the rate of capacity utilisation has risen to 80.8% from 80.7% in July and though it is still below last year's rate of 82.0%, it is consistent with low producer price inflation pressures.



La dificultad del sector productivo para hacer frente a una demanda creciente ha disparado el déficit comercial hasta los 25.2 billones de dólares.

Un importante elemento negativo en la economía americana viene del lado del sector exterior. Un fuerte crecimiento del PNB, que potencia la importación, y una moneda fuerte, que presiona las exportaciones, están detrás del continuo deterioro del déficit comercial. Como resultado, se ha vuelto a alcanzar un nuevo record en julio con un déficit de 25,2 billones de dólares, por encima de los 14,7 registrados hace un año.

Este deterioro vino de la mano de un incremento de un 1,0% o 1 billón de dólares en las importaciones en julio que más que compensó el aumento en un 0,5% o 0,4 billones en las exportaciones del mismo mes. Esta evolución no puede ser justificada por el aumento de los precios del petróleo pues, aunque han subido un 10,3%, ha habido una importante compensación al reducirse en un 4,4% su volumen de importación. De hecho el aumento de las importaciones se ha dado en un amplio número de productos dada la dificultad de la producción interior para ajustarse rápidamente a una demanda creciente.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, se mantienen las tensiones y, de acuerdo con el Libro Beige de agosto, se está dando una escasez de mano de obra en todo el país al tiempo que la tasa de paro se desliza a la baja hasta el 4,2%.

A pesar del fuerte crecimiento y las tensiones en el mercado de trabajo, la inflación sigue contenida. El IPC americano creció un 0,24% en agosto pero su componente tendencial subyacente se ha mantenido contenido y aumentó tan sólo un 0,11%. Este crecimiento ha llevado a que la tasa de inflación subyacente interanual se sitúe en el 1,9% y se espera que se mantenga estable en lo queda de 1999 y en el 2000. Este comportamiento implicará a corto plazo una tendencia alcista en la inflación del IPC que alcanzará un máximo en marzo para posteriormente iniciar una tendencia bajista hasta estabilizarse en el 2,2% al final del año 2000.

Teniendo en cuenta que los desequilibrios existentes en los mercados de bienes están siendo compensados por el sector exterior, que los aumentos en productividad están

An important drawback in the American economy comes from its external accounts. Strong GDP growth, which fuels imports, and a strong currency, which puts downward pressure on exports, are behind the continuous deterioration of the trade deficit. As a result, another record figure was hit in July as it mounted up to \$25.2 billion, significantly above the \$14.7 billion registered a year ago.

This deterioration was led by a 1.0%, or \$ 1 billion, increase in imports in July that more than offset the 0.5% or \$ 0.4 billion gain in exports in the same month. Such a performance cannot be justified by higher oil prices since, although they have registered a 10.3% increase, there has been a significant offset provided by a 4.4% decline in the volume of oil imports. In fact, it has been a broadly based import expansion driven by the difficulty of domestic production to adjust quickly to increasing demand.

As far as the labour market is concerned, it remains tight and, according to the Fed's August Beige Book, a shortage of labour is spreading around the country as the rate of unemployment slips down to 4.2%.

Despite strong growth and tight labour markets, inflation remains subdued. The US consumer price index rose by 0.24% in August but the underlying trend rate of inflation remained subdued, rising by 0.11%. This increase has led to a 1.9% core inflation rate on a year over year basis that may remain stable for the rest of 1999 and along the year 2000. Such performance will imply a short term upward trend in CPI inflation that will peak in March 2000 and then begin a downward trend in order to stabilise at a rate of around 2.2% by the end of the year 2000.

Taking into account that imbalances in the goods market are being offset by the external sector, that productivity growth is preventing wage inflation, and that the current

El IPC mantendrá su tendencia alcista en los próximos meses pero la actual estabilidad del componente subyacente permite prever una tendencia a la baja a partir de marzo del 2000.



evitando una inflación salarial y que la actual información sobre precios no muestra signos de un repunte inflacionista, la Reserva Federal podría mantenerse a la espera hasta más adelante este año.

III.2 Reino Unido

El 8 de septiembre el Banco de Inglaterra sorprendió a la mayoría de analistas internacionales aumentando su tipo repo por primera vez desde junio 1998 del 5% al 5,25%. Esta medida no era esperada en tanto en cuanto no sólo había el Banco de Inglaterra expresado en su Informe de Inflación de agosto que el tipo del 5% era el apropiado para crecer sin inflación, sino que además la probabilidad de que la inflación subyacente quedara por debajo del objetivo del 2,5% era muy alta.

En esta ocasión, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha considerado que frente a las actuales condiciones de la demanda mundial y de los mercados de trabajo y vivienda y a pesar de que se esperaba que la inflación se mantuviese a corto plazo por debajo del objetivo, un incremento en los tipos de interés era necesario para mantener la inflación bajo control más adelante.

Esta acción preventiva ha tenido lugar en un momento en el que la recuperación económica parece sólida. El PNB británico se ha acelerado desde el año pasado y su tasa de crecimiento se sitúa en un 2% anualizado gracias al gasto en consumo y a una menor carga del sector exterior.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, la tasa de paro es reducida y se sitúa en el 5,9% a pesar del reciente período de crecimiento por debajo del ritmo potencial.

La economía británica no está excediendo sus restricciones de capacidad y aun no han surgido señales de tensiones inflacionistas por lo que el reciente repunte en tipos debe ser entendido, tal como apunta el Banco de Inglaterra, como un medio de prevenir futuros ajustes más profundos cuando la economía llegue a su tasa de crecimiento potencial.

information on prices does not show signs of an inflationary rebound, the Fed may remain on hold until later this year.

III.2 Reino Unido

On September 8, the Bank of England surprised most economic analysts by raising its repo rate, for the first time since June 1998, from 5% to 5.25%. Such a measure was completely unexpected since not only the Bank of England had stated in its August Inflation Report that the 5% rate was "appropriate to deliver growth with low inflation" but also, chances for undershooting the 2.5% core inflation target were at their best.

This time the Bank of England's Monetary Policy Committee has concluded that, in view of the current conditions in world demand and in the housing and labour markets and although inflation is still expected to remain below target in the short term, a rise in interest rates was necessary to keep inflation under control further ahead.

This pre-emptive action has taken place at a time in which economic recovery appears to be solid. British GDP has accelerated since last year and its rate of growth stands at an annualised 2.0% thanks to consumer spending and a milder drag from the external side.

As far as the labour market is concerned, the unemployment rate is low and stands at 5.9% despite the recent period of below potential growth.

The UK economy is not exceeding its capacity constraints and signs of inflationary pressures have not yet emerged, therefore the recent upturn in rates must be seen, as stated by the Bank of England, as a means to prevent a deeper tightening in the future as the economy reaches its potential rate of growth.

El repunte de tipos del Banco de Inglaterra es una medida preventiva y se justifica en el temor de que la actual recuperación genere tensiones en precios a medio plazo.

La recuperación económica parece sólida. Se crece a un 2% anualizado, la inflación está por debajo del objetivo anual y la tasa de paro es del 5.9%.



La recuperación económica avanza gradualmente. El sector productivo se anima y el sector exterior relaja su efecto negativo sobre el crecimiento.

III.3 Euro Zone

El análisis de la zona euro no ha cambiado demasiado desde la última edición de este Boletín. En la primera mitad del 99 hemos visto una gradual mejora en la actividad económica gracias a una combinación de continuo crecimiento de la demanda doméstica y una menor contribución negativa de las exportaciones netas al crecimiento.

Desde el lado de la oferta, la confianza en el sector industrial se va afianzando al haber mejorado la actividad en Alemania y estabilizarse la producción en el área. De hecho, los pedidos exteriores de manufacturas alemanas crecieron un 3,3% desde el mes pasado y la producción industrial creció un 0,1% en la zona euro entre abril y junio.

Por lo que se refiere a la demanda doméstica, sigue siendo fuerte tal como muestra la tendencia alcista en la tasa anual de crecimiento de las ventas al por menor que ha pasado de ser el 1% en 1997 al 2,5% este año.

La confianza de los consumidores también ha mejorado en julio tras 4 meses de continua caída.

En cualquier caso, en esta ocasión se espera que el resurgir económico venga de la mano de un impulso en las exportaciones gracias a la depreciación del euro y a la mejora de la demanda mundial. Sin embargo, el sector interior mantendrá un papel crítico en la recuperación dado que ha estado impulsando la economía durante los últimos años.

La inflación se mantiene contenida y mientras lo esté, el Banco Central Europeo se mantendrá al margen ayudando a la economía a alcanzar la senda del crecimiento potencial.

La continua pujanza del sector doméstico ayudara a la recuperación pero quizás venga esta más de la mano del sector exterior.

III.3 Euro Zone

The outlook for the Euro zone has not changed much since the last issue of this Bulletin. The first half of 1999 has seen a gradual improvement in economic activity thanks to a combination of continued growth in domestic demand and a less negative contribution to growth from net exports but the upturn in growth is yet to come.

From the supply side, confidence is building up in the industrial sector as activity improves in Germany and production stabilises in the area. Indeed, German foreign manufacturing orders rose by 3.3% from a month ago and industrial production grew by 0.1% in the Euro zone in the period from April to June.

As far as domestic demand is concerned, it is still strong as is shown by the upward trend in the annual rate of increase in retail sales that has gone from 1% in 1997 to around 2.5% this year.

Consumer confidence indicators also picked up in July after falling consecutively for four months.

In any case, this time the economic rebound is expected to come from a resurgence in exports due to the depreciation of the Euro and to improving global demand, though the domestic sector maintains a critical role in the recovery of the region since it has been fuelling the economy for the past few years.

Inflation remains contained and as long as this continues to be the case the ECB will stay on the sidelines and help the economy take the path of potential growth.



IV INFLACIÓN EN ESPAÑA

IV.1 Evaluación del dato de agosto de 1999

La inflación anual en España en agosto fue del 2,4%.

La cifra de inflación anual en agosto alcanzó el 2,4% como resultado de un crecimiento anual de la inflación tendencial del 2,03% y del 3,72% para la inflación residual. Mientras que el valor alcanzado por la inflación tendencial ha sido el mínimo histórico, el correspondiente a la inflación residual ha sido el máximo desde 1997.

La inflación mensual fue el 0,43%, muy próxima al 0,44% previsto.

El crecimiento mensual de los precios al consumo ha sido del 0,43% completamente de acuerdo con nuestra predicción del 0,44%. La inflación tendencial registró exactamente el valor previsto (0,09%) y la inflación residual fue del 1,58% ligeramente por debajo del 1,62% avanzado en el anterior BOLETÍN.

Para analizar este dato más rigurosamente es necesario recurrir a los cuadros 7 y 8. El cuadro 7 recoge la desagregación utilizada en este BOLETÍN para estudiar el comportamiento de la inflación (una versión más detallada se puede encontrar en el cuadro A1 al final del documento) y el cuadro 8 resume los errores de predicción cometidos en los distintos componentes.

IV ANALYSIS OF SPANISH INFLATION

IV.1 Evaluation of August's 1999 figure

Spanish annual inflation in August was 2.4% as the result of annual growth of 2.03% in core inflation and 3.72% in residual inflation. While the core inflation figure represents an all-time low, that corresponding to residual inflation is the highest since 1997.

Monthly CPI growth was 0.43% in complete agreement with the forecast made of 0.44%. Core inflation behaved exactly as forecasted (0.09%) and residual inflation was 1.58% slightly below the 1.62% advanced in last Bulletin.

In order to analyse this fact more rigorously, it is necessary to use the breakdown proposed in table 7 (a more detailed version can be found in table A1 in the appendix). The discrepancies between observed and forecasted values for the different components are shown in table 8.

Cuadro 7		Table 7	
DESGLOSE IPC ESPAÑA (*)		SPAIN CPI DISAGGREGATION (*)	
1) IPC Alimentos Elaborados (excluidos Aceites y Tabaco) <i>Processed Foods CPI (excluding Fats and Tobacco)</i>	AE-X (14,82%)	Inflación Tendencial <i>Trend Inflation</i> (1 + 2 + 3)	IPC CPI (100%)
2) IPC Manufacturas No Energéticas <i>Non Energy Commodities CPI</i>	MAN (32,88%)		
3) IPC Servicios No Energéticos (excepto Turismo) <i>Non Energy Services CPI (excluding Tourism)</i>	SERV-T (29,95%)		
4) IPC Grasas, Tabaco y Turismo <i>Fats, Tobacco and Tourism</i>	XT (3,34%)	Inflación Residual <i>Residual Inflation</i> (4 + 5 + 6)	
5) IPC Alimentos No Elaborados <i>Non Processed Foods CPI</i>	ANE (11,88%)		
6) IPC Energía <i>Energy CPI</i>	ENE (7,12%)	R (22,34%)	
(*) Puede encontrarse una información más detallada en el cuadro A1 del Apéndice.		(*) A more detailed information can be found in table A1 in Appendix	

Fuente:

INSTITUTO FLORES DE LENUS

Source:



Cuadro 8

Table 8

VALORES OBSERVADOS Y PREDICCIONES EN LOS DATOS DE PRECIOS AL CONSUMO EN ESPAÑA (*)
OBSERVED VALUES AND FORECASTS ON CONSUMER PRICE FIGURES IN SPAIN (**)

Indices de Precios al Consumo (IPC) <i>Consumer Price Index (CPI)</i>	Crecimiento observado en agosto 1999 <i>Current growth August 1999</i>	Predicción <i>Forecast</i>	Intervalos de confianza(**) <i>Confidence Intervals (**)</i>
(1) AE-X (14.82%)	-0.01	0.12	± 0.18%
(2) MAN (32.88%)	0.06	0.06	± 0.16%
BENE-X [1 + 2] (47.41%)	0.05	0.08	± 0.14%
(3) SERV-T (29.95%)	0.15	0.11	± 0.17%
IPSEBENE-X-T [1 + 2 + 3] (77.66%)	0.09	0.09	± 0.13%
(4) X+T (3.34%)	1.49	0.18	
(5) ANE (11.88%)	0.65	1.60	± 1.09%
(6) ENE (7.12%)	3.10	2.65	
R [4 + 5 + 6] (22.34%)	1.58	1.62	
IPC [1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6] (100%)	0.43	0.44	± 0.15%

(*) Al 80% de significación.

(**) At 80% confidence level.

Fuente:

INE & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha: 28 de septiembre de 1999

Date: September, 28th 1999

Los precios al consumo de la inflación tendencial en alimentación y en bienes se comportaron mejor de lo previsto y lo mismo ocurrió con sus correspondientes precios industriales.

El componente tendencial de alimentación (índice AE-X) aumentó un 0,01% en lugar de la previsión de aumento del 0,12%. Igualmente, la innovación en el correspondiente Índice de Precios Industriales creció el 0,16% mejorando la previsión del 0,56%.

Los precios de las manufacturas no energéticas se comportaron exactamente según lo previsto, creciendo el 0,06%. No ha habido innovaciones en este índice, los precios del vestido y el calzado se comportaron exactamente según lo previsto, los automóviles crecieron el 0,15% en lugar del 0,12% esperado y el resto de productos registraron un aumento del 0,05% frente a la predicción del 0,06%. Además los índices de Precios Industriales en el sector del calzado, automóviles y resto de productos se comportaron mejor de lo previsto.

Agregando los índices AE-X y MAN se obtiene el índice BENE-X que es el indicador de inflación tendencial en bienes utilizado en esta publicación. Los precios del componente

Core inflation in food (the AE-X index) increased by 0.01% instead of rising by the 0.12% expected. Also, there was a downward innovation in the corresponding Producer Prices Index that grew by 0.16%, lower than the 0.56% forecasted.

Non-Energy Goods (the MAN index) behaved exactly as forecasted, growing by 0.06%. There were no significant innovations: Clothing and Footwear prices grew exactly as expected, Motor Vehicle prices grew by 0.15% as opposed to the 0.12% forecasted and the remaining components increased by 0.05% as opposed to the prediction of 0.06%. Also, the corresponding Producer Price Index registered downward innovations.

The aggregation of the AE-X and MAN indexes produces the BENE-X index that is the indicator of core inflation in goods markets used in this publication. Consumer prices in



tendencial en bienes han crecido el 0,05% ligeramente por debajo del 0,08% previsto. Su tasa anual se ha situado en el 1,22%.

this index grew by 0.05%, slightly below the 0.08% foreseen. The annual rate of growth has settled at 1.22%.

El análisis de la inflación tendencial en servicios se realiza a partir del índice SERV-T que excluye los precios de los paquetes turísticos del total de precios correspondientes a servicios no energéticos. La inflación tendencial en los servicios creció el 0,15%, ligeramente por encima del 0,11% previsto en el anterior BOLETÍN. La mayor parte de las innovaciones registradas por los distintos componentes de la inflación tendencial en servicios han sido de pequeña magnitud, con la excepción de la innovación al alza en el sector del transporte (0,35 en lugar de -0,01%) y de la innovación a la baja de los precios de los hoteles (0,89 frente a 2,08%).

The analysis of core inflation in services is carried out by means of the SERV-T index that excludes the prices of Tourist Packages from overall non-energy service prices. Core inflation in services grew by 0.15%, slightly higher than the 0.11% forecasted in the last Bulletin. Most of the innovations registered by the different core inflation components in services were slight, with the sole exception of Transportation (0.35% as opposed to the prediction of -0.01%) and the downward innovation in Hotel prices (0.89 as opposed to the prediction of 2.08%).

La mayor innovación al alza en la inflación tendencial en servicios se produjo en los precios del transporte que crecieron un 0,35% en lugar de la predicción de descenso del 0,01%.

El descenso en los precios de los aceites y grasas fue menor del esperado.

Los paquetes turísticos volvieron a crecer por encima de lo previsto.

Dentro de la inflación residual, los precios de los Aceites y Grasas han registrado un descenso en sus precios del 0,14%, frente a un descenso esperado del 0,35%. Nuevamente se ha registrado una fuerte innovación al alza en los precios de los paquetes turísticos, que frente a una predicción de crecimiento mensual del 1,10% han aumentado el 6,23%.

Within residual inflation, prices of Fats dropped by 0.14%, while the expected descent was 0.35%. Again there was a significant upward innovation in Tourist Packages that, rather than the forecasted 1.10% monthly growth, actually increased by 6.23%.

La innovación a la baja en los precios de los Alimentos No Elaborados ha compensado en parte la fuerte innovación al alza en los precios de la energía.

Los alimentos no elaborados se han comportado mejor de lo esperado creciendo el 0,65% frente a la previsión del 1,60%. Las innovaciones a la baja se han producido en los componentes de carnes, pescado, frutas, legumbres y patatas. Dada su importancia en el componente de Alimentos No Elaborados y la magnitud de la innovación merece la pena destacar el comportamiento de las carnes que crecieron el 0,76% en lugar del 2,36% previsto y el pescado que aumentó el 3,28% en lugar de la predicción del 4,86%. Las únicas innovaciones al alza se han producido en los huevos y los moluscos.

Non-processed Food consumer prices behaved better than expected, growing by 0.65% instead of by the 1.60% predicted. There were downward innovations in Meat, Fish, Fruits, Vegetables and Potatoes. The biggest innovations came in Meat (0.76 as opposed to the prediction of 2.36%) and Fish (3.28% as opposed to the prediction of 4.86%). The only upwards innovations were in Eggs and shellfish.

Los datos de inflación en España en agosto se han caracterizado por el buen comportamiento de la inflación tendencial y el máximo registrado por la inflación residual en tasas anuales.

Por último, los precios de los productos energéticos han crecido el 3,10% en lugar del 2,65% previsto.

Lastly, energy prices increased 3.10% instead of the 2.65% forecasted.

Resumiendo lo anterior se puede decir que de los datos de precios al consumo de agosto destaca la buena evolución, dentro de la estabilidad dominante, de la inflación tendencial y el máximo alcanzado por la

To sum up, inflation in August was characterised by the positive evolution of core inflation, within the context of stability, and by the maximum rate of growth reached by residual inflation. The CPI annual growth rate



inflación residual. La tasa anual del IPC se ha situado en el 2,41%, pero debido a las oscilaciones de la inflación residual, la tasa anual del IPC también oscilará y se prevé que suba al 2,8% en diciembre de este año y caiga al 2,4% en diciembre del año 2000.

has settled at 2.41% but, due to fluctuations in residual inflation, this CPI annual rate will also fluctuate and is expected to rise to 2.8% by December 1999 and then to fall to 2.4% by December 2000.

IV.2 Predicciones de inflación para 1999 y 2000

IV.2 Inflation forecast for 1999 and 2000

Se han revisado a la baja las expectativas de crecimiento de la inflación tendencial en alimentación y no se han modificado las de las manufacturas.

Dadas las innovaciones a la baja registradas por los índices de precios al consumo y los correspondientes precios de producción de los alimentos elaborados excluidos el tabaco y los aceites, se han revisado a la baja las predicciones a valores del 0,79 y 0,78% en 1999 y 2000 respectivamente.

With the downward innovations in consumer and producer price indexes of processed food, excluding Tobacco and Fats, there has been a downward adjustment for the forecasts in 1999 and 2000 to 0.79% and 0.78% respectively.

No se han producido variaciones en las expectativas de crecimiento del índice MAN que crecerán el 1,43% en 1999 y el 1,51% en el 2000. Con ello, la inflación tendencial en bienes, índice BENE-X, será del 1,23% en 1999 y del 1,29% en el 2000.

There have been no changes with respect to last month's growth expectations in the MAN index, which settles at 1.43% in 1999 and 1.51% in 2000. With these, core inflation in goods will be 1.23% in 1999 and 1.29% in 2000.

La inflación tendencial anual en servicios ha descendido al nivel de julio de 1998, por la desaparición del efecto de la subida de las tarifas telefónicas en agosto de 1998.

La inflación tendencial en servicios, índice SERV-T, se ha situado en el 3,18% de crecimiento anual volviendo a los niveles registrados hasta julio de 1998. Este hecho es debido principalmente a que en agosto de 1998 se produjo una subida del 5,63% en las tarifas telefónicas cuyo efecto en tasas anuales desaparece en el plazo de un año. Las expectativas de crecimiento medio permanecen constantes en el 3,32% en 1999 y se revisan ligeramente al alza en el 2000 al 3,25%.

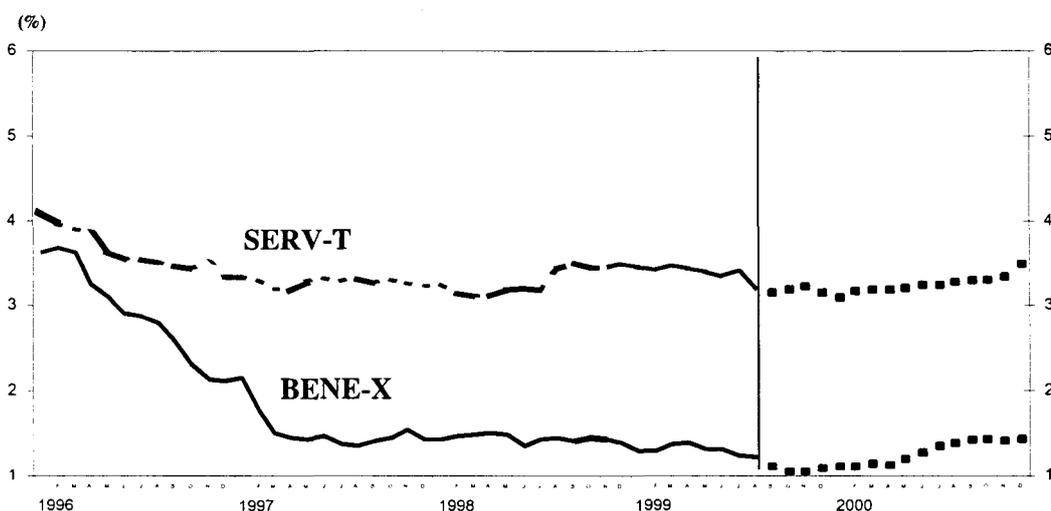
Core inflation in services, the SERV-T index has settled at 3.18% with annual growth coming back to the levels registered until July 1998. This fall is due mainly to the fact that in August 1998, there was an increase of 5.63% in telephone charges whose effect has disappeared a year later. Average growth expectations remain unchanged at 3.32% in 1999 and have to be adjusted slightly upwards to 3.25% for 2000.

El gráfico 5 muestra la evolución pasada y las predicciones de inflación tendencial en bienes y servicios.

Graph 5 shows past evolution and forecasts of core inflation in goods and services.



TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DE LA INFLACIÓN TENDENCIAL EN BIENES (BENE-X)
Y EN SERVICIOS (SERV-T)
AVERAGE RATES OF GROWTH OF CPI INFLATION IN GOODS (BENE-X) AND IN SERVICES (SERV-T)



Fuente:

INE & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Fecha de elaboración: 28 de septiembre de 1999.

Date: September, 28th 1999

Agregando el índice BENE-X y SERV-T se obtiene el índice IPSEBENE-XT que es un buen indicador de la inflación tendencial. Las expectativas de crecimiento de este índice se sitúan en el 2,1% en 1999 y 2000.

By aggregating the BENE-X and SERV-T indexes, the index referred to as IPSEBENE-XT is obtained, which is a good indicator of core inflation. The average growth expectations for 1999 and 2000 remain at 2.1%.

El cuadro 9 recoge un resumen de las predicciones anuales de los distintos componentes de la inflación tendencial y residual (una información más detallada se puede encontrar en los cuadros A5A y A5B al final del documento).

Table 9 summarises average annual forecasts for the different components of core and residual inflation (more detailed information can be found in tables A5A and A5B in the appendix).



Cuadro 9		TASA DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO EN ESPAÑA SPANISH AVERAGE RATE OF GROWTH				Table 9
		1997	1998	1999	2000	
Inflación Residual	Residual Inflation	1.07	0.59	3.17	3.74	
Aceites	Fats	-26.85	-11.11	14.95	2.14	
Tabaco	Tobacco	16.28	7.90	4.59	3.13	
Paquetes Turísticos	Tourism	14.77	15.39	10.82	11.87	
Alim. No Elaborados	Non Processed Foods	0.87	2.14	0.99	2.26	
Energía	Energy	2.41	-3.82	3.41	5.39	
Inflación Tendencial	Core Inflation	2.23	2.20	2.09	2.11	
BENE-X	BENE-X	1.53	1.44	1.23	1.29	
SERV-T	SERV-T	3.27	3.30	3.32	3.25	
Inflación en el IPC	CPI Inflation	1.97	1.84	2.33	2.47	
(*) Puede encontrarse una información más detallada en los cuadros A5A y A5B del Apéndice.		(*) A more detailed information can be found in tables A5A and A5B in Appendix.				

Fuente:

INE & Instituto Flores de Lemus

Source:

Fecha de elaboración: 28 de septiembre de 1999.

Date: September, 28th 1999.

Las expectativas de crecimiento en los componentes de la inflación residual se han modificado de distinta manera. El componente de Alimentos No Elaborados se ha revisado a la baja y sitúa sus expectativas de crecimiento en el 0,99% en 1999 y 2,26% en el 2000. Se han revisado al alza los precios de los Paquetes Turísticos, que alcanzarán valores medios del 10,82 y 11,87%. Por otro lado, aunque el dato observado en agosto de los precios al consumo de los Aceites y Grasas ha estado por encima de la previsión, el correspondiente dato de precios industriales para este componente ha compensado la innovación. Los crecimientos medios esperados que alcanzarán los precios al consumo de los aceites y las grasas apenas se modifican a valores del 14,95 y 2,14% en 1999 y 2000.

Growth expectations for residual components have been adjusted unevenly. Non-processed Food forecasts have been adjusted downwards to 0.99% in 1999 and 2.26% in 2000. The forecasts for Tourist Packages have been adjusted upwards to average annual values of 10.82 and 11.87%. In addition, although the figure observed in August for the consumer price index of Fats was higher than the forecast made, the corresponding production price index for this component offset the innovation. Average growth rate expectations are hardly changed with respect to last month's 14.95% and 2.14% for 1999 and 2000 respectively.

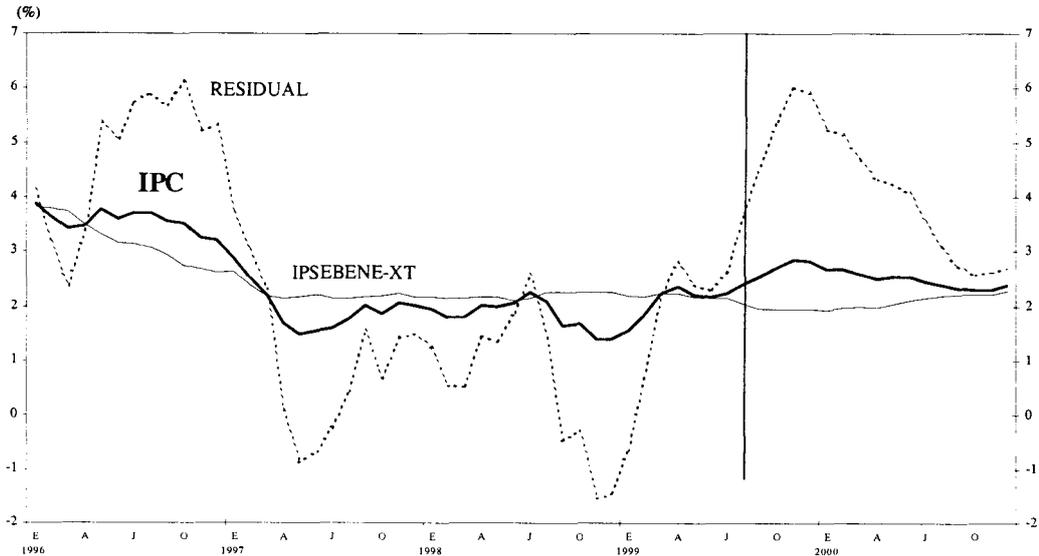
Nuevamente, los precios de los servicios energéticos revisan la inflación residual al alza.

Los precios de los productos energéticos también vuelven a revisar su crecimiento medio al alza con aumentos del 3,41% en 1999 y del 5,39% en el año 2000.

Annual average expectations for Energy prices have once again been adjusted upwards to 3.41% for 1999 and 5.39% for 2000.



TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DE LA INFLACIÓN GLOBAL (IPC), TENDENCIAL (IPSEBENE-XT) Y RESIDUAL
AVERAGE RATES OF GROWTH OF TOTAL INFLATION (CPI), TREND (IPSEBENE-XT) AND RESIDUAL INFLATION



Fuente:

INE & Instituto de Predicción y Análisis Macroeconómico

Source:

Fecha: 28 de septiembre de 1999.

Date: September, 28th 1999.

La inflación en el mes de agosto será del 0,21%.

Con todo ello, la predicción de inflación para septiembre de 1999 es de un aumento del 0,21%, lo que situará su crecimiento anual en el 2,54%. El crecimiento mensual de la inflación tendencial será del 0,12% y la inflación residual del 0,50%. Las tasas de inflación media se han visto revisadas ligeramente al alza al 2,33 en 1999 y 2,47% en el 2000.

To conclude, the monthly inflation forecast for September is 0.21% and annual growth will be 2.54%. Monthly growth of core inflation will be 0.12% and that of residual inflation will be 0.50%. Average annual growth rates have been adjusted slightly upwards to 2.33% in 1999 and 2.47% in 2000.

IV.3 Comentarios sobre la fijación de objetivos de inflación

IV. 3 A note on inflation targets

La inflación tendencial ha ido descendiendo desde el 2,24% de diciembre de 1998 al 2,03% en agosto de 1999.

En la evolución del IPC español durante 1999 es de destacar que la inflación tendencial ha ido descendiendo desde el 2,24% de diciembre de 1998 al 2,03% en agosto de 1999 y se espera que alcance un valor mínimo de 1,93% en enero del año 2000 para posteriormente subir hasta el 2,29% en diciembre de dicho año. El descenso de la inflación tendencial en 1999 se está debiendo desde principios de año a la evolución de los precios en los mercados de bienes. La

Spanish core CPI evolution has dropped from 2.24% in December 1998 to 2,03% in August 1999 and it is expected to reach a minimum value of 1.93% in January 2000 and then to rise after that to 2.29% in December 2000. The drop in core inflation is due mostly to the good behaviour of goods markets. The reduction of core inflation in services has been due to the fact that in August 1998, there was an increase in Telephone charges of 5.63% whose effect has disappeared after one year.



reducción de la inflación tendencial en servicios ha sido debida a que en agosto de 1998 se produjo un aumento del 5,63% en las tarifas telefónicas cuyo efecto desaparece en el plazo de un año.

La tasa de crecimiento anual del IPC quizás no sea un buen indicador sobre el que basar objetivos económicos, pues contiene oscilaciones apreciables en el corto plazo que son irrelevantes para los fines de la política económica.

Frente a estas ligeras oscilaciones de la inflación tendencial, la inflación en el IPC pasará del 1,40% en diciembre de 1998 al 2,82 y 2,38% en los meses de diciembre del 1999 y del 2000. Esto hace que la tasa de crecimiento anual del IPC no sea un buen indicador sobre el que basar objetivos económicos, pues contiene oscilaciones apreciables en el corto plazo que son irrelevantes para los fines de la política económica.

As opposed to the slight fluctuations shown by core inflation, CPI inflation will evolve from 1.40% in December 1998 to 2.74 and 2.3% in December 1999 and 2000. This means that CPI annual rates of growth are not a good indicator on which to base economic objectives, because it has important short run fluctuations that are not relevant to economic policy targets.

Asimismo, no es aconsejable fijar el objetivo de inflación sobre la tasa anual correspondiente a un mes concreto como diciembre, pues dicha tasa –principalmente en el IPC– oscila demasiado irregularmente y su predicción es excesivamente incierta para que se pueda utilizar como indicador en los objetivos de mantenimiento del poder adquisitivo de ciertos grupos de población. El gráfico 7 muestra la evolución de la tasa anual calculada mes a mes como el crecimiento mensual del nivel de los precios en el mes correspondiente sobre el mismo mes del año anterior (aproximadamente esto es la suma de los 12 últimos crecimientos mensuales) y se compara con el perfil registrado por la tasa anual media. La tasa anual media se calcula como el crecimiento porcentual del nivel medio del IPC en los doce últimos meses sobre el nivel medio de los doce meses inmediatamente anteriores, resultando ser aproximadamente una suma ponderada de los 24 últimos crecimientos mensuales o una media simple de los doce últimas tasas anuales calculadas sobre el mismo mes del año anterior. Ambas tasas presentan un perfil de crecimiento desfasado y la forma de ponerlas en fase es asignar la tasa media seis meses antes del último mes de referencia, tal y como se ha realizado en el gráfico 7. La tasa anual media suaviza las oscilaciones registradas por la tasa anual del IPC y presenta un perfil más estable sobre el que fijar los objetivos de inflación.

La tasa anual media suaviza las oscilaciones registradas por la tasa anual mensual y presenta un perfil más estable sobre el que fijar los objetivos de inflación.

Los objetivos de inflación deberían fijarse sobre la inflación tendencial a partir de una medida de crecimiento como la tasa anual media.

Also, it is not advisable to fix inflation targets on annual rates corresponding to a specific month, such as December, because that rate, - principally in the CPI - fluctuates too irregularly and its forecast is too uncertain to be used as an indicator for the objectives of maintaining purchasing power of certain population groups. It seems more appropriate to fix inflation aims on an indicator that excludes the most fluctuating components from the CPI - such as core inflation - and that be used as a measure of growth as average annual rate. Graph 7 shows the evolution of the annual rate calculated each month as the growth rate of prices in the corresponding month over the same month in the previous year (approximately this is the sum of the last 12 monthly growths) and it is compared with the profile showed by the average annual rate. The average annual rate is calculated as the percent change of the average CPI level of the last twelve months over the average level of the twelve months that came immediately before, and the result is approximately a weighted sum of the last 24 monthly growths or a simple mean of the last annual rates calculated on the same month of the previous year. Both rates show a profile of growth which are out of step in time and the way of adjusting them back into line is to assign the average rate six months before the last reference month, as is done in graph 7. The average annual rate of growth smoothes out the fluctuations registered by the annual CPI growth rate and shows a more stable profile on which to base inflation targets.



TASAS ANUALES IPC GLOBAL E INFLACIÓN TENDENCIAL EN ESPAÑA
Tasa IPC sobre el mismo mes del año anterior (T_m)

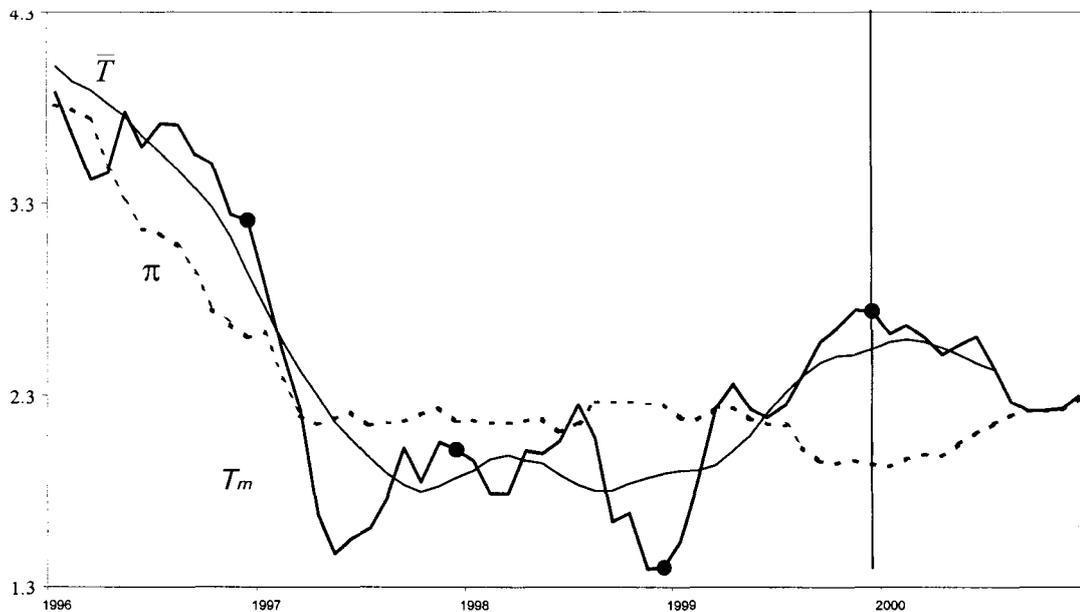
Tasa IPC sobre medias anuales (\bar{T})

Inflación tendencial sobre el mismo mes del año anterior (π)

SPANISH GLOBAL AND CORE CPI ANNUAL RATES
CPI Rate over the same month in the previous year (T_m)

CPI Rate over annual averages (\bar{T})

Core inflation rate on the same month in the previous year (π)



Fuente:

INE & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Fecha elaboración: 28 de septiembre de 1999.

Source:

Date: September, 28th 1999.

IV.4 Predicciones Macroeconómicas

El Instituto Nacional de Estadística (INE) acaba de publicar la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondiente al segundo trimestre del actual ejercicio. De acuerdo con estas estimaciones el PIB real registró en ese periodo un crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior del 3,6%, esta tasa es la misma para las tres versiones en las que se publica actualmente la CNTR: datos brutos u originales, datos corregidos de efectos estacionales y de calendario y datos de ciclotendencia. En las dos primeras versiones la tasa del segundo trimestre representa una

IV.4 Macroeconomic Forecasts

The Spanish National Institute for Statistics (INE) has just published the National Quarterly Accounting (CNTR in its Spanish initials) with figures that correspond to the second quarter of the current year. In accordance with these estimations, real GDP showed a rate of growth of 3.6% during this period with respect to the same period last year, this rate is the same in each of the three versions of the CNTR currently published: original figures; seasonally and calendar adjusted data and cycle-tendency data. In the first two versions this rate already represents a

El PIB real registró en el segundo trimestre de 1999 un crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior del 3,6%.



cierta aceleración del crecimiento respecto a los dos trimestres precedentes y supone la superación de la ralentización del crecimiento que indujo la crisis financiera internacional. Sin embargo, en la versión ciclotendencia esa tasa es la misma que la del trimestre anterior con lo que no aparece tal posible recuperación.

En términos de datos originales (brutos), el gasto en consumo final siguió creciendo a buen ritmo (3,7%) aunque a una tasa dos décimas inferior a la del trimestre anterior. Sin embargo, la formación bruta de capital fijo mostró una fuerte aceleración, desde el 8,0% del primer trimestre al 12,5%, a lo que contribuyeron tanto los bienes de equipo como la construcción. Como resultado de ello, la demanda interna registró una tasa anual del 5,6%, 1,3 puntos más que en el trimestre anterior. La fortaleza de este componente contrarrestó la aportación negativa al crecimiento del PIB del comercio exterior (-1,7 puntos), derivada de un crecimiento de las importaciones (11,8%) mayor que el de las exportaciones (5,6%). No obstante, la intensificación reciente de las tasas de crecimiento de ambos agregados muestra una cierta recuperación del comercio mundial.

La demanda interna registró una tasa anual del 5,6%, contrarrestando la aportación negativa al crecimiento del PIB del sector exterior (-1,7 puntos).

De las tres versiones de datos de la CNTR los datos originales o brutos deben ser los más representativos del dato real que los otros dos tipos de datos se obtienen de este mediante algún tipo de manipulación econométrica posterior, sobre la que no necesariamente existe consenso entre expertos sobre su validez. No obstante, esta conclusión no es tampoco clara ya que los datos originales contienen una manipulación econométrica importante obteniendo los datos de gasto (consumo e inversión) a partir de índices de disponibilidades y, ciertamente, las oscilaciones trimestre a trimestre de dichos índices pueden distar mucho de las del consumo e inversión debido al componente de variación de existencias que ignoran los índices de disponibilidades. Esto explica la alta erraticidad del crecimiento trimestral del PIB tal como se aprecia en el gráfico adjunto.

Las variaciones intertrimestrales e incluso las interanuales del PIB muestran una elevada erraticidad.

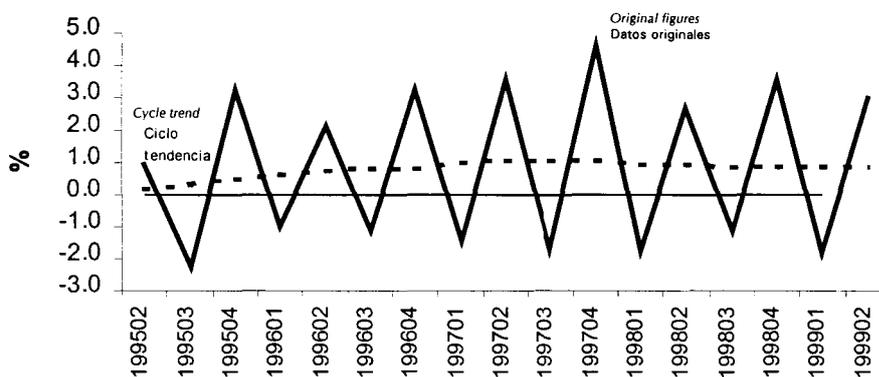
certain speeding up of growth with respect to the previous two quarters and means that the slowdown in growth brought on by the international financial crisis has been overcome. Nevertheless, in the version that uses cycle-tendency data, this rate is the same as in the previous quarter and still does not show any sign of the recovery.

In terms of original figures, final consumer spending continued to grow at a good pace (3.7%) although at a rate that was two tenths of a decimal point lower than in the previous quarter. Nevertheless, gross fixed capital formation showed a sharp acceleration, from 8.0% in the first quarter to 12.5% in the second, to which both capital goods and construction contributed greatly. As a result of this, domestic demand registered an annual rate of 5.6%, 1.3% higher than in the previous quarter. The strength of this component countered the negative growth contribution of foreign trade GDP (-1.7 points), brought about by the growth of imports (11.8%) which was above expectations (5.6%). Nonetheless, the recent intensification of growth rates for both aggregates does indicate a certain recovery in world trade.

Out of the three CNTR data versions, the original or untransformed one should be the most representative of the real data, since the other two derive from the initial one by performing some econometric handling, about whose validity not all experts agree. Even so, this conclusion is not clear cut, since original data also embody econometric elaboration, given that data on expenditure (consumption and investment) are obtained from availability indexes and, obviously, the quarter to quarter ups and downs of those indexes can be way off from the real consumption and investment due to the shifts in the stocks component, something not taken into account by the availability indexes. This explains the high volatility of the GDP quarterly growth rate, as can be seen in the accompanying graph.



PIB PRECIOS CONSTANTES. TASAS TRIMESTRALES. DATOS ORIGINALES Y CICLO-TENDENCIA
 GDP CONSTANT PRICES. QUARTERLY RATES. ORIGINAL FIGURES AND CYCLE TREND



Fuente:

Source:

Fecha de elaboración: 28 de septiembre de 1999

Date: September, 28th 1999

Se ha revisado al alza del crecimiento del PIB al 3,4% en 1999 y al 3,1% en el 2000.

Teniendo en cuenta la última información de la CNTR y la más reciente del resto de los indicadores económicos se revisan las previsiones macroeconómicas para la economía española del actual ejercicio y del próximo. Estas previsiones se recogen en el cuadro 10 y suponen una cierta revisión al alza del crecimiento del PIB respecto a las realizadas antes del verano. Para el actual ejercicio se prevé un crecimiento del PIB del 3,4%, tres décimas más que en las anteriores previsiones, y para el próximo el crecimiento más probable es el 3,1%, dos décimas más que en versión anterior.

By taking into account the latest information from the CNTR and the most recent of the remaining economic indicators macroeconomic forecasts for the Spanish economy during the current financial year and the coming one may be adjusted. These forecasts are included in figure 10 and do imply a certain upward adjustment of GDP growth with respect to those made before the summer. For the current financial year a GDP growth of 3.4% is foreseen, three tenths of a decimal point more than in previous forecasts and for the next the growth rate most likely is 3.1%, two tenths of a decimal point more than in the previous version.

Los cambios en la demanda interna son de muy poca importancia y las alteraciones más significativas proceden de la demanda externa, en particular de las exportaciones.

Los cambios en la demanda interna son de muy poca importancia. Este agregado aumenta una décima, del 4,7% al 4,8%, debido fundamentalmente a la fortaleza que siguen mostrando los indicadores de la formación bruta de capital fijo. Las alteraciones más significativas proceden de la demanda externa y en particular de las exportaciones. Así, el crecimiento medio de este agregado para 1999 se fija en el 6,6%, frente al 5,9% de pronóstico, y para el año 2000 se aumenta en un punto estableciéndose en el 7,1%. En cuanto a las importaciones no se modifica su tasa de crecimiento continuando en el 11,6%. Como

The changes in domestic demand are of little importance. This aggregate goes up by one tenth of a decimal point, from 4.7% to 4.8%, owing fundamentally to the strength still shown by the gross fixed capital formation indicators. The most significant alterations come from external demand and particularly from exports, which are running ahead of the foreseen recovery. Thus, mean growth of this aggregate for 1999 stands at 6.6% as opposed to the 5.6% foreseen and for the year 2000 it will go up one point, settling at 7.1%. As for imports, their growth rate remains unchanged and continues at 11.6%. As a consequence of these changes in exports, the contribution of



consecuencia de estos cambios en las exportaciones, la aportación del comercio exterior al crecimiento del PIB seguirá siendo negativa pero le restará menos a dicho crecimiento que antes, -1,4 puntos frente a -1,6.

Corrigiendo del sesgo alcista de las cifras de la EPA para 1999, el empleo aumentará en media anual en 1999 alrededor del 3%, generando un volumen de empleo similar al del año actual.

La creación de empleo sigue mostrando un fuerte dinamismo pero las cifras que estima la EPA para 1999 llevan implícito un sesgo alcista derivado de los cambios metodológicos registrados en esta encuesta en el primer trimestre del año, con el fin de adaptarla a la Encuesta de Fuerza Trabajo que se realiza en la UE. No obstante, si se realiza una posible corrección de dicho sesgo y se tiene en cuenta el crecimiento previsto del PIB, el empleo aumentará en media anual en 1999 alrededor del 3,0%, lo que significa la creación de cuatrocientos mil nuevos empleos (396,2 mil); para el próximo año el crecimiento de esta variable se desacelerará ligeramente (2,8%), generando un volumen de empleo similar al del año actual (380,9 mil). En paralelo, la tasa de paro descenderá al 16,3% de la población activa en este ejercicio y al 15,1% en el siguiente.

Para el año 1999 se reduce el objetivo del déficit al 1,5%.

En cuanto a las cuentas públicas se reduce el objetivo del déficit público para este ejercicio al -1,5% del PIB como consecuencia del aumento de los ingresos procedente, principalmente, de la recaudación indirecta. Detrás de este fuerte crecimiento de la recaudación se encuentra la posible afloración de la economía sumergida. Para el año 2000 el déficit público seguirá recortándose y se puede situar en torno al -1,1 %del PIB.

foreign trade to GDP growth will continue to be negative but will take less away from this growth rate than it did before, -1.4 points as opposed to -1.6 points.

The creation of employment also continues showing great dynamism but the figures estimated by the EPA for 1999 imply an upswing derived from the changes in methodology registered in this survey during the first quarter with the aim of adapting it to the Labour Force Survey (EPA in its Spanish initials) carried out in the European Union. Nevertheless, if this upswing is corrected and GDP growth foreseen is taken into account, employment will increase by an annual mean of around 3% in 1999, which means the creation of four hundred thousand new jobs (396,200); for next year, the growth of this variable will slow down slightly (2.8%) and generate a volume of employment similar to that of this year (380,900 jobs). Parallel to this, the unemployment rate will drop to 16.3% of the labour force this year and to 15.1% next year.

With reference to National Accounts, the budget deficit target for this financial year is reduced to -1.5% of GDP as a consequence of the increase in revenue, principally from indirect taxation. Behind this significant growth in revenue lies the possible flourishing of the submerged economy. For the year 2000, budget deficit will continue to be cut and will settle somewhere around 1.1% of GDP.

30 de Septiembre de 1999

September, 30th 1999



Cuadro 10

Table 10

CUADRO MACROECONÓMICO E INDICADORES (*)
MACROECONOMIC TABLE AND INDICATORS

	Tasas anuales / Annual Rates		
	1998	Predicciones / Forecasts	
		1999	2000
Gasto en consumo final hogares / <i>Private Final Consumption Expenditure</i>	4.1	4.2	3.8
Gasto en consumo final AA.PP. / <i>Public Final Consumption Expenditure</i>	2.0	1.5	1.5
Formación Bruta de Capital Fijo / <i>Gross Fixed Capital Formation</i>	9.2	10.0	7.7
Equipo / <i>Equipment</i>	13.0	9.9	7.6
Construcción / <i>Building</i>	7.0	10.1	7.8
Variación de Existencias / <i>Inventory change (1)</i>	0.1	0.0	0.0
Demanda Interna / <i>Domestic Demand</i>	4.9	4.8	4.2
Exportación de Bienes y Servicios / <i>Exports of Goods and Services</i>	7.1	6.6	7.1
Importación de Bienes y Servicios / <i>Imports of Goods and Services</i>	11.1	11.6	10.0
Saldo Exterior / <i>Net Exports (1)</i>	-0.9	-1.4	-1.2
PIB / GDP	4.0	3.4	3.1
PIB, precios corrientes / <i>GDP, current prices</i>	6.3	5.6	5.4
Precios y Costes / Prices and Costs			
IPC, media anual / <i>CPI, annual average</i>	1.84	2.33	2.47
IPC, dic./dic. / <i>CPI, dec./dec.</i>	1.40	2.82	2.38
Remuneración (coste laboral) por asalariado / <i>Average earning per worker</i>	2.8	2.3	2.5
Coste laboral unitario / <i>Unit labour cost</i>	2.2	1.9	2.2
Mercado de Trabajo / Labour Market			
Población Activa (% variación) / <i>Labor Force (% variation)</i>	0.9	0.7	0.6
Empleo / <i>Employment:</i>			
Datos corregidos del cambio metodológico de la EPA <i>Data adjusted from changes in the employment survey</i>			
variación media en % / <i>annual average variation in %</i>	3.4	3.0 ⁽³⁾	2.8
variación media en miles / <i>annual average variation in thousands</i>	440.3	396.2 ⁽³⁾	380.9
Tasa de paro (% población activa) / <i>Unemployment rate</i>	18.8	16.3	15.1
Otros equilibrios básicos / Basic balances			
Sector exterior / <i>Foreign sector</i>			
Saldo de balanza por Cta. Cte. (m.m. Pts) / <i>Current Account (billions Pts.)</i>	-286.4	-1643.0	-2380.4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (% PIB) / <i>Net lending or borrowing (% GDP) (2)</i>	-0.4	-2.0	-2.8
AA.PP. (Total) / <i>Public Administration</i>			
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (% PIB) / <i>Net lending or borrowing (% GDP) (2)</i>	-1.8	-1.5	-1.1
Otros Indicadores Económicos / Other Economic Indicators			
Índice de Producción Industrial / <i>Industrial Production Index</i>	5.4	1.5	2.8

(1) Contribución al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales / *Contribution to GDP growth in percentage points*

(2) En términos de contabilidad nacional / *In national account terms*

(3) Sin la mencionada corrección el crecimiento del empleo será sobre 606.000 personas, es decir, un 5,3% / *Without this adjustment the employment growth would be around 606.000 persons, i.e., 5.3%.*

Fuente:

INE & Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, I. Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid.

Fecha: 28 de septiembre de 1999.

Date: September 28th 1999.

(*) Sección patrocinada por la Cátedra Fundación Universidad Carlos III de Predicción y Análisis Macroeconómico.



V. PERSPECTIVAS EN LA BOLSA DE MADRID PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES

El objeto del siguiente análisis es ubicar la situación de la Bolsa de Madrid en el momento actual así como pronosticar su previsible evolución durante los próximos meses. Para ello nos valdremos del análisis macroeconómico, del análisis fundamental de valores bursátiles (aquéllos que compongan el IBEX-35) y del análisis técnico del IBEX-35, índice de referencia de la Bolsa de Madrid.

Aproximadamente hace tres meses, se publicó en este boletín un primer estudio donde se anunciaba la consecución de la cota 11.000 del IBEX-35 en el tercer trimestre de este año por varios motivos entre los que destacaban la pujanza de utilización productiva y creación de nivel de empleo, unido a los sólidos beneficios de las empresas españolas que, sin embargo, carecían de buenos indicadores de productividad y apuesta por las nuevas tecnologías.

Análisis macroeconómico

En primer lugar vamos a examinar los datos generales de la economía española y su diferente estado en al actualidad y hace justo siete años.

V. PROSPECTS FOR THE MADRID STOCK MARKET IN THE NEXT SIX MONTHS

The intention of this analysis is to determine the current situation of the Madrid Stock Exchange and forecast its possible evolution over the next months. For this purpose, macroeconomic, technical and fundamental analysis of all shares composing the Madrid IBEX-35 index will be used.

Three months ago, a first analysis was published in this bulletin in which the IBEX-35 11.000 objective for the third quarter of the present year due to an impulse to capacity of utilisation, employment and solid Spanish company profits was heralded. However, there was also a lack of good productivity indicators and it development.

Macroeconomic analysis

Firstly, general data about the Spanish economy will be examined, comparing its current situation against that of the years 1992-1993.



Datos Oficiales Mto. Economía (*) / Official Spanish Ministry of Economy Figures(*)	1999	1998	1993	1992
PIB Y AGREGADOS / GDP AND AGGREGATED				
Consumo Privado Nacional / <i>Private Final Consumption Expenditure</i>	3,8	3,8	-2,0	2,1
Consumo Público / <i>Public Final Consumption Expenditure</i>	1,2	1,6	2,3	3,7
Formación Bruta de Capital Fijo / <i>Gross Fixed Capital Formation</i>	10,0	9,0	-10,5	-4,1
Variación de Existencias / <i>Inventory change</i>	0,1	0,2	-1,0	0,1
Demanda Nacional / <i>Domestic Demand</i>	5,0	4,9	-4,1	1,0
Exportación de Bienes y Servicios / <i>Exports of Goods and Services</i>	9,8	7,8	8,3	7,3
Importación de Bienes y Servicios / <i>Imports of Goods and Services</i>	12,4	10,6	-5,1	6,9
Saldo Neto Exterior de Bienes y Servicios (sobre PIB) / <i>Net Exports of Goods and Services (over GDP)</i>	-1,3	-1,2	-3,6	-6,9
PIB / GDP	3,5	3,8	-1,1	0,7
PIB a precios corrientes (MMPtas.) / <i>GDP, current prices (MMPtas.)</i>	87.705	82.650	60.904	59.002
MERCADO LABORAL / LABOUR MARKET				
Variación de Población Ocupada (miles personas) / <i>Employment variation (thousands of people)</i>	370	427	-528	-243
Paro % Pob. Activa / <i>Unemployment % Labor Force</i>	17,1	18,2	22,7	18,4
PRECIOS Y COSTES / PRICES & COSTS				
Deflactor del PIB / <i>GDP Deflator</i>	2,1	2,3	4,4	6,7
Deflactor del Consumo Privado / <i>Private Consumption Deflator</i>	1,9	1,8	5,6	6,4
Precios de Consumo / <i>Consumer Prices</i>	1,8	1,4	5,7	5,5
Coste Laboral Unitario (Total economía) / <i>Unit labour cost (Overall Economy)</i>	1,4	2,4	3,7	7,3
Déficit Público (sobre PIB) / <i>Budget Deficit (over GDP)</i>	-1,6	-1,8	-7,4	-4,4

(*) Datos a cierre de agosto de 1999.
(*) End of August 1999 figures.

Como se puede observar, existen en el cuadro anterior datos que merece la pena comentar.

El PIB a precios corrientes ha aumentado casi un 50% desde 1992 hasta la previsión de 1999. El crecimiento estimado por el Gobierno para 1999 se sitúa en el 3,8% y el registrado en 1998 fue revisado al alza hasta el 4,0%, si bien por criterios básicamente contables. En cambio, durante 1992 y 1993, el crecimiento económico se situaba en una clara estela bajista que tocó fondo en 1993 con un crecimiento negativo del 1,1%. Esta evolución en el crecimiento no parece estar anticipando un recorte fuerte del crecimiento económico en la actualidad por lo que la

As can be seen, there are some data of sufficient interest to be worthy of comment.

GDP at constant prices has grown by almost 50% since 1992. Economic growth estimated by the Spanish Government for 1999 is 3.7% and that for 1998 was adjusted to 4%, though mainly owing to accounting reasons. In the period 1992-1993, economic growth followed a downward trend, hitting bottom in 1993 with a negative rate of 1.1%. The current trend in GDP growth does not seem to anticipate a drastic cut in growth so the current economic situation will not provide a downward scenario in the short term.



coyuntura económica no nos anticipa, por lo menos con los datos a disposición, ningún escenario claramente bajista en el corto plazo.

Algunos datos comparativos en el cuadro anterior son dignos de señalarse. Por ejemplo, la formación bruta de capital fijo decrecía a una tasa del 10% anual en 1993 mientras que en 1999 se estima una tasa del 10% positiva. La demanda agregada igualmente cedía un 4,1% en 1993, mientras que en 1999 crecerá un 5%. Significativo es señalar los cambios entre 1992 y 1993 en esta última variable (caída del 1% al -4,1%) o la gran contracción del consumo privado pasando del 2,1% en 1992 al -2% en 1993.

El saldo neto exterior todavía no era positivo (lo empezó a ser en 1994) y restaba algunos puntos de crecimiento a la economía durante 1992 y 1993. La aportación negativa durante 1999 es mucho menor y está causada por un incremento espectacular de las importaciones, no caída de exportaciones, las cuales crecen por encima del 10% en 1998 y 1999.

El único componente anticíclico que mantuvo su aporte positivo al crecimiento económico durante el bienio 92-93 fue el consumo público, el cual crecía por encima de lo que lo hace en la actualidad. Como consecuencia lógica, el nivel de déficit público era mucho más elevado y en 1992 y 1993 se situaba en el 4,4% y el 7,4% del PIB respectivamente.

Obviamente, la contribución al mercado de trabajo era negativa y la tasa de desempleo (EPA) se colocaba en el 22,7% del total de la población activa en 1993. Los costes laborales unitarios, pese a reducir su crecimiento en el bienio 92-93, crecían en torno al 4%.

La economía española estaba inmersa en el periodo 92-93 en una fase de claro decrecimiento económico, con alarmas saltando por doquier. Un déficit público elevado, unos tipos de interés en dos dígitos, demanda e inversión en tasas de crecimiento muy negativo. La correspondencia en el mercado de valores fue un decrecimiento en 1992 del -9,9% y del -14,6% en 1994. Entre medias y a consecuencia de la caída de tipos en 1993, la bolsa subió un 54,2%, inmersa la economía en una coyuntura muy desfavorable.

Some remarks are necessary concerning the figures in the table above. For instance, investment in productive equipment decreased at an annual 10% rate whereas in 1999 this rate is expected to be 10%. Aggregate demand was down to 4.1% in 1993 and, in 1999, it will increase by 5%. Changes for the period 1992-1993 in this last variable are notorious (a sharp fall from 1% to -4.1%). There is also a big slowdown in private consumption (from 2.1% to -2%).

Foreign exchange and trade were not positive (they began to be so by 1994) and subtracted some growth points during the period 1992-1993. Negative collaboration of foreign trade is much smaller in 1999 and it is caused by an important increase in imports, rather than a fall in exports. The latter have been growing at 10% throughout 1998 and 1999.

The only anticyclical item that continued to evolve in a way that was positive for economic growth in the period 1992-1993 was public consumption, with increases taking place at a quicker pace than today's. As a logical result, public deficit was much greater at that time and it reached high levels with 4.4% and 7.4% of GDP by the years 1992-1993.

Obviously, the labour market contribution was negative and the unemployment rate was at 22,7% of the total work force in 1993. Unit labour costs, though they were declining, grew by 4%.

The Spanish economy was playing out a slowdown scenario throughout the period 1992-1993, with red flags waving all around. Public deficit was high, interest rates were in double digits, aggregate demand and capital investment evolved at very negative rates. The Madrid Stock Exchange suffered falls of 9.9% in 1992 and 14,6% in 1994. Between these two years, owing to cuts in interest rates, the stock market gained 54.2% in the middle of a major slowdown.



En la actualidad, el déficit está controlado, los agregados de demanda crecen saludablemente, siendo el más estancado el consumo público. El índice de precios se sitúa en el 2,2% mientras que en 1993 su lugar natural era el 6%. En este entorno económico favorable, el mercado bursátil ha experimentado tres años muy buenos ya que 1996, 1997 y 1998 el IBEX-35 se ha revalorizado anualmente de manera respectiva un 42,0%, 40,8% y 35,6%.

At the present time, public deficit is under control, aggregate demand is going up at a healthy rate. The only element that is stalling is public consumption. The Consumer Price Index (CPI) is now at 2.3%, but in 1993 it was common to see this figure close to 6%. In the middle of the years of economic expansion, the Madrid Stock Exchange had some good years because in 1996, 1997 and 1998, the IBEX-35 index gained respectively a 42.0%, 40.8% and 35.6%.

La pregunta es la siguiente, ¿cuál es el previsible crecimiento del IBEX-35 para 1999 y 2000?. O bien, ¿cuál es la cota a alcanzar por el IBEX-35 con el entorno actual?

The following question is what is the expected growth for IBEX-35 in years 1999 and 2000? It may also be useful to ask what a healthy return for IBEX-35 in the current situation would be.

Análisis fundamental

Fundamental Analysis

Para responder esta pregunta analicemos desde una perspectiva "top down" los valores más importantes que componen el índice IBEX-35. Como primer dato, hay que señalar que las empresas que cotizan en bolsa han ganado durante el primer semestre de 1999 un 25,4% más que en el mismo periodo de 1998, pero también hay que mencionar que el beneficio ordinario (sin contar resultados extraordinarios, pero con ingresos y gastos financieros) sólo subió un 15,7%. Para realizar este análisis en más profundidad, se ha procedido a segmentar los valores en los siguientes grupos:

To answer the previous questions, a "top down" analysis for all shares composing the IBEX-35 index will be followed. At a first glance, net profits of all companies on the Madrid Stock Exchange grew by 25.4% in first semester of 1999. However, profit before interest, depreciation and taxes (with no extraordinary profits) only rose by 15.7%, because of the resources obtained in spin-offs and similar operations that are not taken into account. To analyse in depth, all IBEX-35 shares will be divided into the following groups.

Bancos / Banks	Pond.Ibex / Ibex Weight	Bº/Acción 99 / EPS 99	PER 99	Precio 99 / Price 99	*% s/12-8-99
Argentaria	4,29%	1,02	20,26	20,77	3,11%
BSCH	14,86%	0,42	22,65	9,53	2,26%
Bankinter	1,25%	1,65	23,87	39,29	1,51%
BBV	10,28%	0,56	22,06	12,41	7,98%
Popular	3,20%	3,82	17,80	67,93	2,30%

* %s/12-8-99 equivale a la revalorización esperada según análisis fundamental desde 12-8-99 hasta 31-12-99

* %s/12-8-99 equals expected return for period 12-8-99 to 12-31-99 for fundamental analysis sources.

Los bancos dentro del IBEX-35 no ofrecen perspectivas claras de revalorización debido a varios motivos. Uno de los más importantes es la situación comprometida que aún mantienen en Iberoamérica debido a la crisis financiera experimentada por estos países y

Within IBEX-35, banks do not provide clear possibilities of owing to various causes. One important issue is the risky exposure of Spanish banks in Latin America especially at this time of lingering financial crisis. The low level of interest rates is also creating problems



que todavía no ha terminado del todo. Los problemas dentro del negocio más propiamente bancario (intermediación) debido al reducido nivel de tipos existente también están suponiendo un lastre para este sector. Su crecimiento medio en el mercado de valores hasta finales de año se estima del 3,43%. No parece que este sector vaya a aportar mucho empuje al crecimiento del mercado en los próximos meses.

Entrando al detalle, BBV ha cumplido con sus expectativas de crecimiento de beneficios en el primer semestre, pero la naturaleza de éstos es de peor calidad de lo esperado ya que las operaciones financieras, que no suponen una fuente recurrente de ingresos, han supuesto un apoyo fundamental en el resultado del banco. En Iberoamérica, los resultados tampoco han sido muy convincentes. Este valor ha resultado muy castigado en 1999 y, de entre todos los bancos, es el que más recorrido manifiesta. Argentaria, por su parte, se encuentra al final de un periodo estratégico que ha centrado al banco más en el negocio minorista y ha desarrollado sus sistemas de información, aportando más eficiencia al negocio de este banco. Sus resultados están en la línea de lo esperado y, salvo nuevos planes estratégicos o un posible anuncio de fusión, dicho banco no tiene motivos adicionales para subir fuertemente en lo que queda de año. BSCH, a diferencia de BBV, muestra unos resultados de mayor calidad recurrente y típico. Así, margen de intermediación y comisiones se han mostrado sólidas durante el primer semestre de 1999. Sin embargo, este banco es muy dependiente de los resultados que se generen en Iberoamérica, los cuales no ofrecen buenos datos ya que mora y otras incertidumbres económicas siguen creciendo en esta zona. Sin embargo, pese a esto último, la visión general del conjunto es atractiva.

to typical bank business. The growth of this group is a meagre 3.43%. It does not seem that banks are in position to make IBEX-35 grow in the short term.

Looking in greater detail shows that the BBV has fulfilled its profit growth projections in first semester of 1999, but the nature of this profit is of lower quality than expected because financial operations, which are not typical bank business, have supported the bank's profits. Profits coming from Latin America were lower than was expected. The BBV has been engaged in heavy sales during the current year and at this moment it is one of the banks within IBEX-35 with more possibilities of price growth. Argentaria has now finished a long restructuring process that has focused its strategy on retail banking It has also developed information systems that have increased efficiency levels. Profits are in line with what was expected. Unless new strategic plans or a possible merger with some other bank (domestic or international) are revealed, this share will not have any further strong chances of increasing future prices until the end of the year. BSCH, unlike BBV, shows quality bank profits. Broker commissions were solid during first semester 99. However, overall bank profits depend much on profits coming from Latin America, that are not expected to bloom this year because of debt payment delays and other economic uncertainties in the area, but overall business is still in good shape.

Eléctricas / <i>Electricity</i>	Pond.Ibex / <i>Ibex Weight</i>	Bº/Acción 99 / <i>EPS 99</i>	PER 99	Precio 99 / <i>Price 99</i>	*% s/12-8-99
Hidrocantábrico	0,61%	0,89	14,58	12,93	3,42%
Endesa	8,33%	1,52	13,68	20,85	15,19%
Iberdrola	5,29%	0,82	16,69	13,69	1,42%
Unión Fenosa	1,65%	0,61	20,92	12,78	2,58%



Las empresas eléctricas han sido muy penalizadas hasta la fecha. La expectativa de subida de tipos durante 1999 junto con las medidas gubernamentales de control de precios que han influido en la facturación de estas compañías y los problemas derivados de los CTCs (Costes de Transición a la Competencia) e Iberoamérica han pasado factura a estas compañías. Pese a todo esto, el castigo puede haber sido demasiado grande. La previsión de crecimiento para lo que resta de año es del 5,65%.

De todas las eléctricas, Endesa es la que ofrece mayores posibilidades de crecimiento en lo que resta de año. Los resultados del primer trimestre fueron muy buenos, demostrando calidad. Las incertidumbres que pesan sobre esta compañía son comunes al resto: incertidumbre sobre nuevos cambios en la regulación del sector, el influjo en resultados de Iberoamérica y los CTCs. Unión Fenosa, tras vender parte de su negocio de generación y sus participaciones en Airtel, ha generado muchos ingresos atípicos durante el ejercicio. Esto no quiere decir que el negocio típico esté a la baja, ni mucho menos. Su colaboración futura con National Power, comprador del 25% de su negocio de generación, es importante en el desarrollo de proyectos futuros, por lo que debe presentar un plan de inversiones, porque dinero no le falta. Buenas perspectivas para este valor especialmente castigado. Iberdrola también ofrece muy buenas posibilidades para el segundo trimestre, después de haber sufrido un complicado comienzo de año. La compañía tiene interesantes proyectos de futuro en Brasil y Portugal.

Electric utilities have been heavily penalised on the stock exchange this year. Expected interest rate increases along with Government measures to control PPI and problems with CTC (Transition Cost to Competition in the EU environment) and Latin America have caused important price decreases over the current year. Nonetheless, market penalisation might have been too great. Price growth for last four months of the year is 5.65%.

Out of all electric utilities, Endesa is the one that offers greater price growth possibilities from now until the end of the year. Profits in the first quarter of 1999 were good and results show quality. All the uncertainties hovering over the industry may be applied to Endesa: new regulation standards, Latin American troubles and CTCs. Unión Fenosa, after selling part of its generating business and stakes in Airtel (the second mobile telephone license), has generated large non-operating revenues for this year. But operating revenues are also responding. The future collaboration with National Power, buyer of a 25% stake of its generating area, is important for the development of future projects. So a new investment plan should be outlined; money is not the main issue now. There are good perspectives for this penalised share in the short term. Iberdrola is also showing good form for the second semester. This company is developing interesting projects in Brazil and Portugal.

Construcción / Construction	Pond.Ibex / Ibex Weight	Bº/Acción 99 / EPS 99	PER 99	Precio 99 / Price 99	*% s/12-8-99
Acciona	1,32%	1,22	30,14	36,86	-18,27%
ACS	0,54%	1,68	18,64	31,40	20,44%
Dragados	0,82%	0,90	18,66	16,72	52,03%
FCC	1,41%	1,67	27,45	45,95	-14,67%
Ferrovial	1,14%	0,96	22,64	21,63	9,81%

El sector de la construcción está experimentando un notable auge durante el presente ejercicio tanto en lo que es su negocio típico como en las actividades de

The construction industry has been booming throughout 1999 in both typical and diversified business. The companies within IBEX-35 have a potential for price increases of



diversificación de negocio. El grupo tiene una expectativa de rentabilidad hasta cierre del ejercicio del 9,87% y entre las compañías hay evoluciones dispares. Igualmente que las eléctricas, este sector se ha visto muy penalizado durante el ejercicio por lo que a la fecha vista, su futuro parece prometedor. Pero, pese a esto, es conveniente saber cuáles compañías van a realizar un mejor segundo semestre.

FCC ha avanzado mucho en lo que va de año debido a los buenos datos del primer trimestre, quizás demasiado, por lo que corre el riesgo de quedarse estancado o incluso ceder como muestra el cálculo de la tabla desde niveles muy altos a medio de ejercicio. El crecimiento del beneficio podría rondar el 40% y Vivendi, socio de FCC, parece apostar por un aumento del beneficio por acción (BPA), lo que se traduciría en un mejor comportamiento del valor. Dragados ha conseguido que la diversificación de su negocio consiga dar sus primeros frutos (servicios, inmobiliaria, industrial). Una previsión de crecimiento del beneficio neto del 18% puede ser conservadora debido al buen momento del sector y a la modernización de su gestión. Ferrovial fusionó su actividad constructora con Agroman lo que aún no ha mejorado los márgenes según lo esperado. Con una fuerte posición en el negocio de concesiones de autopistas, consiguió la concesión del ayuntamiento de Toronto para construir la red de circunvalación de esta ciudad. Este gran negocio, junto con otras concesiones en España e Iberoamérica, más su apoyo del área de servicios hacen de este un valor sólido, que quizás no ha crecido más por lo ajustado de su salida a bolsa. Acciona por su parte registra una importante caída del beneficio neto en el primer trimestre del 50% debido a resultados extraordinarios de venta de autocartera. Sin este efecto, los resultados son aceptables pero en menor medida que los de sus competidoras. Por último, ACS demuestra un crecimiento sólido en todas sus áreas de negocio. La empresa ha reducido su deuda neta, lo cual redundará en la mejora de los gastos financieros y del margen neto. La ralentización de los contratos en Iberoamérica es causada por la pérdida de imagen corporativa en estos mercados.

9.87% between now and the end of the year. But not all companies may necessarily behave in the same way. This industry, like electric utilities, has been penalised during the first half of 1999, but the future seems more promising. Now companies with greater growth potential will be looked at.

FCC prices have risen greatly in 1999 due to good first quarter company results. However, this price growth might be too large and new price increases during the second half of the year may be harder to obtain. Net profit growth for 1999 may reach 40% and Vivendi, FCC's partner, is looking for increases in earning per share figures that should help this share. Dragados has succeeded with the diversification of its business (services, real estate, industrial stakes). A forecast for net profit growth of 18% in 1999 may be considered as a conservative one because of the industry's current momentum and its own management shape-up. Ferrovial merged its construction units with those of Agroman which has improved its margins more than was expected. The company has a strong position in motorway licensing and, as an example, it obtained the license for building Toronto's beltway. This license, along with others in Spain and Latin America, and its service unit make this share a solid one that did not perform better since inception because of its high launch price. Acciona announced a big drop of 50% in first quarter net profit due to investing activities. Without this, profits are positive overall, but not the same as the companies mentioned above. Last but not least, ACS shows solid growth in all activities. Debt has been reduced and, as a consequence, financing expenses were reduced and net profit increased. Fewer contracts in Latin America have been won owing to the lack of corporative image and brand within this market.



	Energía / Energy	Pond.Ibex / Ibex Weight	Bº/Acción 99 / EPS 99	PER 99	Precio 99 / Price 99	*% s/12-8-99
Gas Natural		4,23%	0,87	25,85	22,37	2,88%
Repsol		7,90%	1,01	19,80	19,94	-1,30%

En cuanto a Repsol, la integración con YPF ha potenciado su negocio de exploración y producción que se había visto un tanto débil a comienzos de año, pero que ha retomado bríos debido al fuerte aumento del precio del petróleo. El área de refino y márketing, que compensó a inicios de año el mal comportamiento de la producción, seguirá aportando recursos a la compañía. El momento de compra de YPF ha sido muy bueno puesto que a partir de ese momento el precio del crudo ha experimentado una importante alza que beneficia claramente a éste área de negocio, anteriormente no dominante en Repsol. En su contra, se ha de señalar que durante el segundo trimestre de 1999, el precio de Repsol ha aumentado en la línea de su valor teórico por lo que podría no tener demasiado recorrido en lo que queda de año.

As for Repsol, its merger with YPF has powered its exploration and production businesses that had been somewhat weak at the beginning of this year but which are now surging due, in part, to big increases in oil prices in 1999. Refining and marketing areas, that compensated for bad exploration and production performance during the first semester of 1999, will keep contributing positively to net profit future results. Timing in the YPF buy-out may now be deemed as very good because, since that time, oil prices have jumped and this is clearly helping the bottom line. It should also be pointed out that during second quarter of 99, Repsol's price has grown in line with expectations so there does not seem to be enough room for major increases during the rest of the year.

	Comunicación / Communication	Pond.Ibex / Ibex Weight	Bº/Acción 99 / EPS 99	PER 99	Precio 99 / Price 99	*% s/12-8-99
Indra		0,29%	0,45	23,59	10,73	18,56%
Telefónica		20,85%	0,89	26,53	23,55	63,45%

Telefónica mantiene una perspectiva de crecimiento para el resto del ejercicio excelente que se apoya en un crecimiento de beneficios para este año del 25%, estando la media del sector únicamente en el 9%. La matriz ofrece buenos resultados, con un aporte mejor de lo esperado de TISA (Telefónica Internacional) debido al crecimiento de la demanda de teléfonos móviles en esta zona y un margen peor de lo esperado del área de móviles nacional debido a coste de captación de nuevos clientes, aunque se están captando más clientes de los esperados. El control de gastos es un aspecto clave en los resultados de la compañía. La plantilla ha descendido en un 11% desde comienzos del año. En el segundo semestre, la operación de segregación del negocio de Telefónica en Internet puede aportar valor a la compañía.

Telefónica continues to show excellent price growth perspectives for the rest of the year, sustained by a net profit projection of 25% for this whole year, where average industry growth is only 9%. Telefónica has been publishing good results with an important contribution from TISA (Telefónica Internacional) due to an increasing demand for mobile telephones in Latin America. However, in Spain, margins were lower than expected due to surging marketing costs, even though this is working well for the company. Expense control is a key aspect in the company's results. The staff has been trimmed by 11% since the beginning of the year. During the second semester, the Telefónica's Internet Unit may add value to the mother company.



En cuanto a Indra, dicha empresa ofrece la posibilidad de crecimiento debido a su buena situación en el mercado nacional e internacional, especialmente europeo. Dispone de financiación propia para cubrir sus proyectos y se estima un crecimiento de beneficios para 1999 en torno al 30%. Sin embargo, es una compañía que necesita diversificar sus actividades, debido a su elevada exposición a negocios más maduros.

Indra shows potential for future price increases because of its good position in national and international markets, especially European ones. The company uses its own financing for its projects and company net profit growth for 1999 is about 30%. But this company needs diversification of activities. Many of these are mature activities.

La presencia de Thomson en su accionariado apoya a la empresa a la hora de embarcarse en nuevos proyectos.

The presence of Thomson as a stake partner empowers the company when it comes to new projects.

Distribución / <i>Distribution</i>	Pond.Ibex / <i>Ibex Weight</i>	Bº/Acción 99 / <i>EPS 99</i>	PER 99	Precio 99 / <i>Price 99</i>	*% s/12-8-99
Continente	0,83%	0,77	25,57	19,57	-2,10%
Pryca	1,31%	0,69	22,91	15,70	-1,47%
Telepizza	0,40%	0,13	33,51	4,37	2,09%

El sector de la distribución está muy castigado en la actualidad debido al estancamiento de las ventas y a la percepción de obsolescencia en algunos formatos de ventas que demuestran algo de riesgo en estas empresas. Por esta causa tanto Continente como Pryca han rediseñado sus centros para hacerlos más atractivos. Aún es pronto para observar los resultados. Las perspectivas para este grupo, al que hemos añadido Telepizza no son muy favorables. La rentabilidad a conseguir hasta finales de año es prácticamente del 0%. Hay que tener en cuenta, sin embargo, el acuerdo de fusión recientemente comunicado entre los grupos Carrefour y Promodes, dueños de Continente y Pryca. Esta fusión, al menos a corto plazo, animará las cotizaciones de ambas empresas. Respecto a Telepizza, su evolución previsible no es positiva a causa del flojo nivel de ventas de Telegrill, área recién creada de comida a la plancha, la disminución de las ventas en Chile y Portugal y el ligero retroceso del nivel de ventas en España. A esto, hay que añadir la venta por parte de su presidente de un 5% de su paquete accionarial, lo que sembró dudas entre los accionistas.

The distribution industry is in check because of stalled sales and obsolete marketing formats. This is why both Continente and Pryca are redesigning their shopping malls to make them a more attractive place for customers. It is still to soon to check the results. The future evolution of this industry, Telepizza included, is not positive. A 0% return is expected between now and the end of the year. The merger between Carrefour and Promodes, owner groups of Pryca and Continente, has to be taken into account. In the short term, this merger may help the prices of both companies. Regarding Telepizza, its future price evolution is not positive due to weak sales of Telegrill, brand new area of grilled food, and Telepizza sales in Chile, Portugal and Spain. In addition it should be pointed out that its chairman sold 5% of his stake in the company and there are rumours that he plans to sell out completely, which is putting more pressure on its price.



Servicios / Services	Pond.Ibex / Ibex Weight	Bº/Acción 99 / EPS 99	PER 99	Precio 99 / Price 99	*% s/12-8-99
NH Hoteles	0,41%	0,59	23,13	13,66	17,74%
Sol Meliá	0,97%	0,86	26,68	23,07	77,89%

NH Hoteles ha visto incrementado el número de habitaciones disponible, junto con la ocupación y el nivel de precios. Es importante señalar que pese a subir las tarifas de sus hoteles, la ocupación no se ha visto mermada. Las perspectivas de futuro son muy buenas; el beneficio neto durante el primer semestre del año creció un 151%, no teniendo en cuenta resultados extraordinarios. Sol Meliá registra al igual que NH Hoteles incrementos en ocupación y tarifas. La integración de MIA e Inmotel dentro de Sol Meliá ha obrado beneficios para la compañía al aumentar las posibilidades de expansión de negocio sin las ataduras legales previamente existentes. Durante el primer semestre, el negocio nacional crece con fuerza, seguido del área americana. En Asia, la actividad sigue sin recuperarse. En términos generales, el crecimiento de la compañía pasa por nuevas adquisiciones de hoteles que pueden ser financiadas por recursos propios.

NH Hoteles has increased the number of rooms available, occupancy rates and hotel prices. Even though prices are up, occupancy remains at a good level. Future projections are good; net profit in first semester grew 151%, without non-typical operations. Sol Meliá, like NH Hoteles, also shows increases in occupancy rates and hotel prices. The integration of MIA and Inmotel into Sol Meliá has proven to be very positive for the latter company because it enlarges the business without the previous legal ties. During the first semester, the national hotel business grew firmly, followed by the Latin American area. In Asia, hotel activities are still down. In general terms, company growth is based in new hotel acquisitions, financed internally.

Alimentación / Food	Pond.Ibex / Ibex Weight	Bº/Acción 99 / EPS 99	PER 99	Precio 99 / Price 99	*% s/12-8-99
Tabacalera	1,45%	0,91	20,33	18,44	1,66%
Puleva	0,17%	0,02	21,55	0,45	-4,62%

Tabacalera finalmente anunció su plan de reestructuración general cuyo objetivo es la mejora de la productividad con relación al estándar europeo. Esta reestructuración eliminará un 22% del total de la plantilla existente. Ello debería provocar un incremento medio del beneficio del 19% en los próximos cuatro años. Los gastos de personal derivados y construcción de nuevas plantas pueden ser autofinanciados. Puleva no ha tenido demasiados problemas para absorber a Leyma-Ram. Los gastos ordinarios no se han disparado y la facturación está por encima de lo esperado. La fusión va a ampliar la cobertura en el territorio nacional, mejorar el autoabastecimiento de materia prima y reducir costes.

Tabacalera eventually announced a restructuring plan whose objective is to achieve productivity increases in a similar line to those in Europe. 22% of all company workers will be laid off under this plan. The result is a 19% increase in net profits for the next four years. Related payroll expenses and the building of new plants can be financed internally. Puleva did not suffer much in the buy-out of Leyma-Ram. Ordinary expenses are not skyrocketing and revenues are higher than was expected. The merger between these two will allow Puleva to cover the whole Spanish market, find better raw material sources and reduce some general costs.



El crecimiento del beneficio por acción medio de los 35 valores que componen el IBEX-35 para el próximo año se situará según las estimaciones realizadas por consenso en el 15,8%. Teniendo en cuenta beneficio por acción y PER de todos los títulos del IBEX-35 para un estudio realizado por diversas fuentes (1), llegamos a la conclusión de que, según criterios fundamentales, el IBEX-35 debería aumentar desde el 12 de agosto de 1999 un 18,3% o lo que es lo mismo, a cierre de 1999 este índice debería alcanzar el nivel 11.129. Ver anexo.

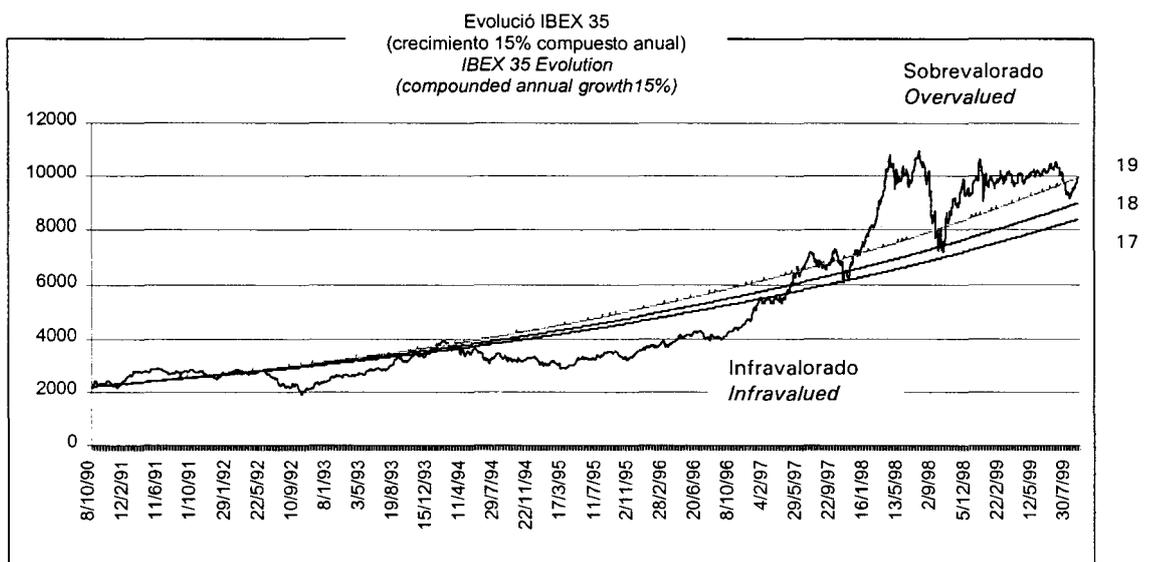
Average earning per share growth of all 35 shares composing IBEX-35 for the year 2000 is estimated to be 15.8%. If all earning per share and price earning ratios for these shares following different sources are taken into account (1), it may be concluded that, under fundamental analysis, IBEX-35 index should grow by 18,3% between August 12 and December 31 1999. In other words, at the close of 1999, IBEX-35 should be at 11.129. See annex.

Análisis técnico

Considerando un crecimiento del IBEX-35 del 18% anual desde el nivel 2.215 (8 de octubre de 1990) como crecimiento "equilibrado" del mercado bursátil, el valor final a 31 de diciembre de 1999, manteniendo dicho crecimiento (que es un crecimiento estándar de beneficios en el largo plazo y que coincide aproximadamente con los crecimientos esperados para 1999 y 2000), es de 9.720. A 30 de agosto, el crecimiento acumulado del IBEX-35 anualizado ascendía al 18,41% desde el comienzo del periodo. Si utilizamos como factor de composición el 19%, el valor del IBEX-35 a 31 de diciembre de 1999 sería del 10.850. Si la composición se hiciese al 17%, el IBEX-35 apenas alcanzaría, como valor teórico, el 9.000 (9.033).

Technical analysis

If a compounding growth of 18% annually since the IBEX-35 level of 2.215 (October 8, 1990) is considered as a healthy growth of Spanish stock exchange prices, the final value of IBEX-35 in December 31, 1999, keeping this rate (a standard rate for price growth and an approximate growth in 1999 and 2000) is 9.720. Getting only to August 30, 1999, the cumulative price growth since the beginning of the series is 18.41% annually. If the compounding factor is 19%, the final value for IBEX-35 at December 31, 1999 is 10.850. With only 17% compounding, the final value is barely 9.000 (9.033).



Dicha línea de crecimiento (observada en el gráfico inferior) permite comparar la marcha relativa del IBEX-35 con una revalorización uniforme del mercado como la anteriormente contemplada.

Como se puede observar, el IBEX-35 se despegó claramente de la tendencia a comienzos de 1998, alcanzando su máxima cota de separación frente a la "tendencia equilibrada" de beneficios a finales de julio de ese mismo año. El límite de la caída de agosto y septiembre de 1998 coincide con el valor de la serie que parece representar un soporte al igual que lo hizo en la crisis de octubre de 1997. La corrección experimentada durante este último verano tenía un corte con la tendencia en el 8.750. La conclusión de este gráfico es que siempre que nos alejemos de la línea de tendencia, más sobrevalorado estará el mercado. Siguiendo las premisas, a finales de 1999, el valor de la línea de "tendencia equilibrada" alcanzará el 9.720 y todo valor por encima de esta cota significará una cierta sobrevaloración con relación a un crecimiento del mercado "sostenible". Parece que durante 1999, el mercado de renta variable nacional debería "digerir" las notables subidas experimentadas durante 1996, 1997 y 1998 para conservar una tendencia de crecimiento sana. Si el crecimiento fuera más rápido de lo previsto, parece aceptable pensar que, en una banda superior, el valor del IBEX-35 alcanzaría en nivel 10.850 (crecimiento al 19%) a cierre de 1999. Como límite inferior, es difícil que veamos el IBEX por debajo del 9.000 (crecimiento al 17%).

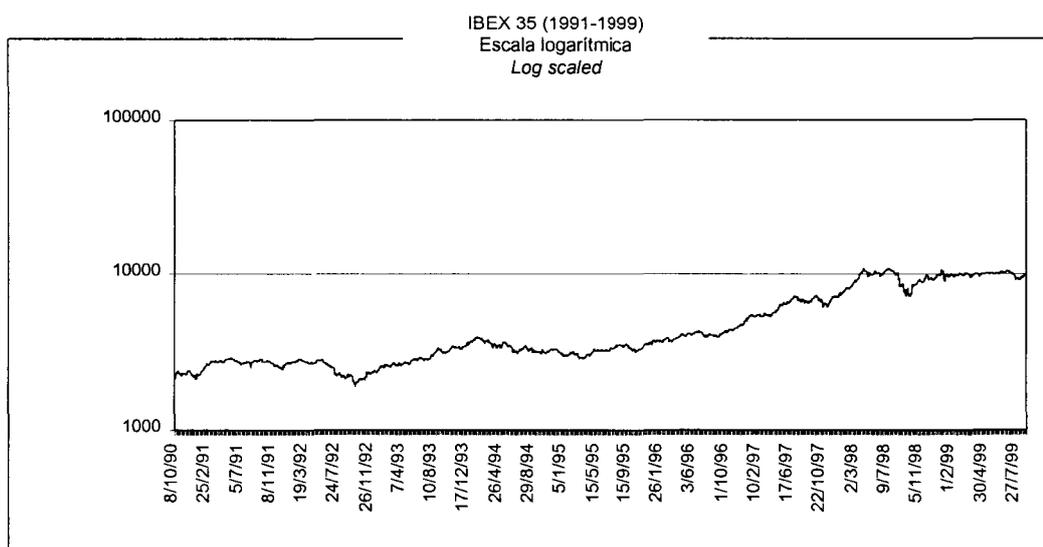
En cuanto al cuadro con escala logarítmica a continuación, es digno de señalarse el crecimiento experimentado por el IBEX-35 durante 1997 y 1998 para definitivamente mantenerse como una gran resistencia anclado desde entonces. Todo 1999 parece ser una "purga" para el mercado de renta variable después de los excesos cometidos.

This growth line (observed in this graph) allows for a comparison of the relative evolution of IBEX-35 against a uniform series of continuous growth.

It may be seen that in 1998 the "regular trend" was clearly below IBEX-35, as the index was at that time overvalued. The maximum value was obtained by July 1998. The fall afterwards rebounds within the set of lines as well as the crisis in October 97. The correction during last summer should have rebounded with the regular trend by 8,750. The conclusion to be reached from this graph is that the further the departure from a "healthy trend line" of price growth, the greater the overvaluing and undervaluing of the stock market. Following these premises, at the end of 1999, the regular trend line should reach 9,720 and any value above this will imply that the stock market is overvalued. It seems reasonable that during 1999 the stock market should "digest" the major increases that took place in 1996, 1997 and 1998 in order to maintain a "healthy pace". Had growth been quicker, IBEX-35 would have been able to get to 10,850 in top performance (19% rate). At a lower limit, it is difficult to see IBEX-35 below 9,000 (17% rate).

There is also a logarithmic graph from which it can be perceived how intense market price growth was throughout 1997 and 1998. But in 1999, there seems to be clear resistance. This year might be considered as a purge for some excesses in previous years.





Conclusión

Por análisis macroeconómico, la coyuntura actual nos parece más próxima a una expansión que a una recesión, pese a las dudas aún existentes, sobre todo las generadas por el déficit exterior, la evolución de los tipos de interés y el control del gasto público. Dicha coyuntura debería fomentar un mercado alcista de renta variable nacional en los próximos meses que podría verse truncado puntualmente por incertidumbres derivadas de la evolución de los tipos de interés, sobre todo los provenientes del otro lado del Atlántico.

Por análisis fundamental, la proyección a finales de 1999 alcanza un valor de IBEX-35 del 11.129 (crecimiento del 18,3% desde el 12 de agosto de 1999), siendo los sectores preferidos los de eléctricas, comunicación, algunas constructoras y servicios (sólo como sectores dentro del índice IBEX-35). El crecimiento de beneficio por acción promedio se sitúa en el 15,8% para el próximo ejercicio.

Por análisis técnico, siguiendo un patrón de crecimiento del IBEX-35 del 18% anual desde 1990, el valor a cierre del año debería ser el 9.720. Como límite superior, creciendo el mercado a una tasa del 19% anual, el valor a cierre de año debería situarse en el 9.850. Si lo hiciera al 17%, su límite inferior oscilaría

Conclusion

By using macroeconomic analysis, it seems that the current situation is closer to one of expansion than to an economic slowdown. Doubts created by commercial deficit, future evolution of interest rates and public expenditure do not look to be so strong as to undermine the positive economic situation. In this present and future scenario, the Spanish stock exchange should be going up in next months. One factor might spoil all of this: a rise in interest rates, especially coming from the other side of the Atlantic Ocean.

By using fundamental analysis, IBEX-35 reaches a final value of 11.129 for December 31, 1999 (18.3% price growth since August 12, 1999), with the most positive sectors being electric utilities, communication, construction and services in general (hotels). The estimated average earning per share for the year 2000 is 15.8%.

By using technical analysis and following a growth rate of 18% annually since 1990, the IBEX-35 value at December 31, 1999 should be 9.720. As an upper limit, with the market growing at 19% annually, the final value should be 9.850. The lower limit (17% rate) is about 9.000. By closing IBEX-35 as of August



en el 9.000. A cierre de agosto de 1999, el crecimiento desde el inicio del IBEX-35 en términos anuales ascendía al 18,41%. Esto nos hace pensar que el mercado aún sigue algo sobrevalorado si consideramos un nivel de crecimiento medio. Como estimación, al cabo de cuatro a seis meses, el IBEX-35 debería alcanzar una cota situada entre el 10.500 y el 11.000, conjugando los tres criterios de análisis.

(1) Las estimaciones del Beneficio por Acción (BPA) y PER de los 35 valores del IBEX-35 han sido elaborados como valores medios de los proporcionados por varias entidades, a saber: Banesto Bolsa, Safei, GIIC Fineco, Expansión y Cinco Días. El valor estimado del precio a cierre de 1999 es el resultado de multiplicar BPA y PER promedio. Ratios técnicos y precios fueron tomados el día 12 de agosto de 1999. El crecimiento del IBEX-35 hasta finales de 1999 es calculado como la media ponderada por participación en el índice de cada valor y su revalorización estimada. El crecimiento de beneficios es el promedio de crecimientos de todos los valores que integran en índice IBEX-35.

30, 1999, the actual growth rate is 18.41%. After taking a look to this, it may be considered that the Spanish stock market is somewhat overvalued, considering a medium growth rate. As an estimation, it may be believed that in four to six months time, IBEX-35 should be within a range of between 10.500 and 11.000, using all three criteria (macroeconomic, fundamental and technical).

(1) Earning per share estimations (EPS) and Price Earning Ratios (PER) out of 35 shares for index IBEX-35 have been elaborated as average values from the original ones provided by Banesto Bolsa, Safei, GIIC Fineco, Expansión y Cinco Días. The December 31 1999 value is the result of multiplying average EPS times PER for all shares composing IBEX-35. Technical ratios and prices were taken by August 12, 1999. The estimated growth of IBEX-35 until December 31, 1999 is calculated as a weighted average of all estimated share increases for this period of time. Estimated EPS increase is the average increase for all estimated individual EPS increases.

31 de Agosto de 1999

August, 31st 1999



Anexo
Annexe

VALOR		FINECO				CINCO DÍAS				EXPANSIÓN				SAFEI				BANESTO			
VALUE	Pond / Weight 12/8	BPA / EPS 99	BPA / EPS 00	PER 99	PER 00	BPA / EPS 99	BPA / EPS 00	PER 99	PER 00	BPA / EPS 99	BPA / EPS 00	PER 99	PER 00	BPA / EPS 99	BPA / EPS 00	PER 99	PER 00	BPA / EPS 99	BPA / EPS 00	PER 99	PER 00
ANA	1.32%	1.43	1.76	32.10	26.08	1.44	1.72	33.00	27.60	1.37	1.41	34.69	33.70	0.38	0.47	20.20	16.26	1.50	1.70	30.70	25.90
ACS	0.54%	1.68	1.93	14.93	12.99	1.69	1.93	15.20	13.30	1.42	1.61	18.02	15.92	1.93	2.35	27.96	22.99	1.70	1.90	17.10	15.30
ACR	0.71%	0.75	1.19	15.32	9.66	0.76	1.13	16.60	11.20	1.46	0.78	8.64	16.30	0.98	1.02	12.86	12.35				
ACX	0.76%	1.39	2.51	21.51	11.91	1.37	2.30	23.30	13.90	0.95	1.53	33.51	20.92	1.10	2.51	28.00	12.25				
AGS	0.88%	2.06	2.36	7.05	6.16	0.67	0.76	22.70	20.10	0.59	0.71	25.83	21.42	1.83	2.06	8.18	7.27				
ALB	0.82%	6.85	7.32	3.41	3.19	1.03	1.14	22.80	20.50	1.15	0.88	20.36	26.65	1.05	0.00	22.18					
ARG	4.29%	1.05	1.21	19.53	16.95	1.06	1.21	19.30	16.90	0.90	1.05	22.76	19.45	1.06	1.23	19.22	16.67	1.05	1.17	20.50	18.50
AUM	0.54%	0.79	0.89	23.20	20.60	0.72	0.81	25.80	22.90	0.60	0.69	30.95	26.91	0.68	0.80	27.39	23.04				
ACE	1.15%	0.56	0.60	18.54	17.30	0.57	0.59	15.20	13.30	0.59	0.58	18.52	19.13	0.54	0.57	19.84	18.86				
SCH	14.86%	0.43	0.54	21.56	17.17	0.44	0.55	21.50	17.20	0.34	0.43	27.71	22.18	0.43	0.52	21.79	18.32	0.46	0.60	20.70	15.80
BKT	1.25%	1.72	1.92	21.69	19.43	1.73	1.92	22.90	20.70	1.47	1.71	27.05	23.23	1.66	1.82	23.82	21.73				
BBV	10.28%	0.58	0.70	20.24	16.77	0.60	0.71	20.70	17.50	0.48	0.57	25.69	21.70	0.61	0.80	20.28	15.53	0.54	0.62	23.40	20.40
CAN	0.61%	0.90	0.99	13.94	12.68	0.91	0.99	14.30	13.10	0.83	0.93	15.74	14.01	0.91	1.05	14.36	12.39				
CTE	0.83%	0.81	0.93	22.96	20.00	0.79	0.92	25.80	22.10	0.72	0.78	28.15	26.22	0.77	0.90	26.54	22.61	0.74	0.76	24.40	23.70
DRC	0.82%	0.55	0.63	20.69	18.06	0.51	0.60	21.20	18.00	0.46	0.53	23.48	20.42	1.36	1.71	7.94	6.33	1.60	1.70	20.00	19.00
ELE	8.33%	1.21	1.30	15.19	14.14	1.22	1.34	15.30	13.90	1.10	1.16	16.97	16.02	2.57	2.82	7.27	6.61				
FCC	1.41%	2.21	2.37	24.66	23.00	2.02	2.28	26.60	23.60	1.66	2.10	32.44	25.62	0.18	0.22	29.86	24.58	2.30	2.10	23.70	26.10
FER	1.14%	0.91	1.11	21.86	17.82	0.95	1.13	20.50	17.20	0.67	0.93	29.18	21.05	1.45	1.68	13.47	11.58	0.80	0.90	28.20	24.10
CTG	4.23%	0.88	0.96	23.05	21.13	0.88	0.96	26.00	23.90	0.78	0.91	29.37	25.33	0.92	1.04	24.96	22.02				
IBE	5.29%	0.82	0.87	15.90	14.99	0.80	0.88	17.20	15.70	0.74	0.81	18.69	17.05	0.92	0.99	14.95	13.90				
IDR	0.29%	0.36	0.43	26.06	21.81	0.37	0.42	24.80	21.80	0.28	0.35	33.10	26.35	0.40	0.58	22.68	15.91	0.86	1.06	11.30	9.10
MAP	0.47%	1.21	1.33	14.17	12.89	1.20	1.34	15.50	13.90	1.07	1.13	17.36	16.39	1.33	1.47						
NHH	0.41%	0.70	0.47	17.71	26.38	0.54	0.47	21.10	24.20	0.32	0.87	36.13	13.04	0.41	0.54	27.63	21.04	0.98	0.59	13.10	21.50
POP	3.20%	3.86	4.23	16.88	15.40	3.84	4.16	17.90	16.60	3.67	3.83	18.74	18.00	3.89	4.17	17.68	16.51				
PRY	1.31%	0.68	0.80	21.47	19.21	0.69	0.77	23.30	20.90	0.66	0.68	24.53	23.70	0.73	0.83	22.16	19.27	0.67	0.71	23.10	21.70
PUL	0.17%	0.02	0.03	24.00	16.00	0.02	0.03	24.00	16.00	0.02	0.02	22.86	24.00	0.02	0.03	20.01	17.79	0.02	0.02	16.90	21.20
REP	7.90%	0.95	1.19	20.10	16.13	1.02	1.17	20.00	17.40	0.97	1.07	20.98	19.02	1.11	1.20	18.41	17.01	0.99	1.08	19.50	17.90
SOL	0.97%	1.74	2.09	21.37	17.79	0.57	0.67	22.40	19.20	0.47	0.57	27.61	22.53	0.54	0.65	23.64	19.77	1.00	0.99	38.40	38.60
TAB	1.45%	0.95	1.13	19.08	16.04	0.95	1.14	19.20	16.00	0.77	0.97	23.85	18.89	0.95	1.14	19.14	15.97	0.91	1.11	20.40	16.60
TPZ	0.40%	0.14	0.19	29.36	21.63	0.14	0.20	31.30	21.90	0.10	0.14	42.94	30.63	0.14	0.19	30.84	22.89	0.13	0.17	33.10	25.80
TEF	20.85%	1.53	1.84	9.79	8.28	0.51	0.61	28.10	23.70	0.43	0.50	33.70	28.61	0.47	0.58	30.64	24.75	1.50	1.90	30.40	24.70
UNF	1.65%	0.64	0.70	19.56	17.89	0.62	0.71	20.60	18.00	0.55	0.63	23.34	20.43	0.63	0.73	20.18	17.49				
URA	0.17%	0.59	0.70	13.34	11.24	0.61	0.71	13.20	11.30	0.50	0.60	16.06	13.29	0.63	0.74	12.80	10.79				
VAL	0.50%	0.36	0.39	24.97	23.05	0.35	0.40	25.60	22.40	0.31	0.35	29.25	25.57	0.33	0.34	27.48	26.09				
VIS	0.18%	0.70	0.84	12.87	10.73	0.77	0.87	12.80	11.30	0.62	0.66	15.89	14.90	0.66		14.82					

Anexo
Annexe

VALOR	promedio											
VALUE	BPA / EPS 99	BPA / EPS 00	Crec.B° / P. growth	PER 99	PER 00	Precio / Price 99	Precio / Price 2000	%crec./ growth 99	%crec.pond./ weig. growth	% crec./ growth 00	% crec. pond./ weig. growth	P12-8-99
ANA	1.22	1.41	0.15	30.14	25.91	36.86	36.56	-18.27%	-0.24%	-18.93%	-0.25%	45.10
ACS	1.68	1.94	0.15	18.64	16.10	31.40	31.29	20.44%	0.11%	20.04%	0.11%	26.07
ACR	0.99	1.03	0.04	13.36	12.38	13.20	12.76	1.00%	0.01%	-2.36%	-0.02%	13.07
ACX	1.20	2.21	0.84	26.58	14.74	31.94	32.61	6.99%	0.05%	9.24%	0.07%	29.85
AGS	1.29	1.47	0.14	15.94	13.74	20.53	20.23	37.76%	0.33%	35.76%	0.31%	14.90
ALB	2.52	2.34	-0.07	17.19	16.78	43.33	39.18	88.31%	0.72%	70.28%	0.58%	23.01
ARG	1.02	1.17	0.14	20.26	17.69	20.77	20.76	3.11%	0.13%	3.10%	0.13%	20.14
AUM	0.70	0.80	0.15	26.83	23.36	18.70	18.66	0.41%	0.00%	0.21%	0.00%	18.62
ACE	0.56	0.58	0.03	18.03	17.15	10.18	10.02	-2.62%	-0.03%	-4.16%	-0.05%	10.45
SCH	0.42	0.53	0.25	22.65	18.13	9.53	9.56	2.26%	0.34%	2.57%	0.38%	9.32
BKT	1.65	1.84	0.12	23.87	21.27	39.29	39.22	1.51%	0.02%	1.34%	0.02%	38.70
BBV	0.56	0.68	0.21	22.06	18.38	12.41	12.49	7.98%	0.82%	8.75%	0.90%	11.49
CAN	0.89	0.99	0.12	14.58	13.04	12.93	12.91	3.42%	0.02%	3.30%	0.02%	12.50
CTE	0.77	0.86	0.12	25.57	22.93	19.57	19.67	-2.10%	-0.02%	-1.60%	-0.01%	19.99
DRC	0.90	1.03	0.15	18.66	16.36	16.72	16.91	52.03%	0.43%	53.70%	0.44%	11.00
ELE	1.52	1.66	0.09	13.68	12.67	20.85	20.97	15.19%	1.27%	15.87%	1.32%	18.10
FCC	1.67	1.81	0.08	27.45	24.58	45.95	44.56	-14.67%	-0.21%	-17.24%	-0.24%	53.85
FER	0.96	1.15	0.20	22.64	18.35	21.63	21.11	9.81%	0.11%	7.18%	0.08%	19.70
CTG	0.87	0.97	0.12	25.85	23.09	22.37	22.37	2.88%	0.12%	2.90%	0.12%	21.74
IBE	0.82	0.89	0.08	16.69	15.41	13.69	13.68	1.42%	0.08%	1.37%	0.07%	13.50
IDR	0.45	0.57	0.25	23.59	18.99	10.73	10.77	18.56%	0.05%	19.06%	0.06%	9.05
MAP	1.20	1.32	0.09	15.68	14.39	18.87	18.96	5.07%	0.02%	5.55%	0.03%	17.96
NHH	0.59	0.59	0.00	23.13	21.23	13.66	12.49	17.74%	0.07%	7.66%	0.03%	11.60
POP	3.82	4.10	0.07	17.80	16.63	67.93	68.13	2.30%	0.07%	2.61%	0.08%	66.40
PRY	0.69	0.76	0.11	22.91	20.96	15.70	15.88	-1.47%	-0.02%	-0.29%	0.00%	15.93
PUL	0.02	0.03	0.22	21.55	19.00	0.45	0.48	-4.62%	-0.01%	-2.66%	0.00%	0.47
REP	1.01	1.14	0.13	19.80	17.49	19.94	19.96	-1.30%	-0.10%	-1.17%	-0.09%	20.20
SOL	0.86	0.99	0.15	26.68	23.58	23.07	23.43	77.89%	0.76%	80.68%	0.78%	12.97
TAB	0.91	1.10	0.21	20.33	16.70	18.44	18.35	1.66%	0.02%	1.16%	0.02%	18.14
TPZ	0.13	0.18	0.37	33.51	24.57	4.37	4.38	2.09%	0.01%	2.34%	0.01%	4.28
TEF	0.89	1.09	0.22	26.53	22.01	23.55	23.91	63.45%	13.23%	65.90%	13.74%	14.41
UNF	0.61	0.69	0.13	20.92	18.45	12.78	12.78	2.58%	0.04%	2.60%	0.04%	12.46
URA	0.58	0.69	0.18	13.85	11.66	8.06	8.03	2.79%	0.00%	2.36%	0.00%	7.84
VAL	0.34	0.37	0.10	26.82	24.28	9.02	9.00	1.17%	0.01%	0.91%	0.00%	8.92
VIS	0.69	0.79	0.15	14.09	12.31	9.71	9.72	12.35%	0.02%	12.56%	0.02%	8.64
			15.8%						18.3%			

CUADROS Y GRÁFICOS / TABLES & PLOTS

CUADROS / TABLES :

A1: Desglose de la inflación en España.

A1: *Spanish CPI disaggregation*

A2: Errores de predicción de Europa.

A2: *Europe forecast errors.*

A3A: Crecimientos anuales 1998, 1999 y 2000 del IPC armonizado (ICPA) para la UM.

A3A: *Harmonized Consumer Price Index (HICP) Annual Growth Rates for 1998, 1999 and 2000 for MU.*

A3B: Crecimientos mensuales 1998, 1999 y 2000 del IPC armonizado (ICPA) para la UM.

A3B: *Harmonized Consumer Price Index (HICP) Monthly Growth Rates for 1998, 1999 and 2000 for MU.*

A4A: Crecimientos anuales 1998, 1999 y 2000 del IPC para Estados Unidos.

A4A: *US CPI Annual Growth Rates for 1998, 1999 and 2000.*

A4B: Crecimientos mensuales 1998, 1999 y 2000 del IPC para Estados Unidos.

A4B: *US CPI Monthly Growth Rates for 1998, 1999 and 2000.*

A5A: Crecimientos anuales 1998, 1999 y 2000 del IPC para España.

A5A: *Spanish CPI Annual Growth Rates for 1998, 1999 and 2000.*

A5B: Crecimientos mensuales 1998, 1999 y 2000 del IPC para España.

A5B: *Spanish CPI Monthly Growth Rates for 1998, 1999 and 2000.*

GRÁFICOS (*) / PLOTS (*):

A2A: Evolución de la inflación entre 1996 y 1999. Predicciones anuales desde junio de 1996.

A2A: *Annual forecasts since June 1996.*

A2B: Evolución de la inflación entre 1996 y 1999. Errores de predicción mensual desde enero de 1996.

A2B: *Monthly forecast errors since January 1996.*

(*) Los gráficos que en números anteriores aparecían bajo los epígrafes A1A, A1B, A3, A4, A5 y A6 pueden consultarse en la página web del Boletín, www.uc3m.es/boletin

(*) *The graphs published in previous issues as A1, A1B, A3, A4, A5 & A6 can be found in the web page of Bulletin, www.uc3m.es/boletin*



Cuadro A1 AGREGADOS SOBRE LOS COMPONENTES BÁSICOS <i>BASIC COMPONENTS AGGREGATION</i>	COMPONENTES BÁSICOS <i>BASIC COMPONENTS</i>	Table A1 AGREGADOS SOBRE LOS COMPONENTES BÁSICOS <i>BASIC COMPONENTS AGGREGATIONS</i>
<p>IPSEBENE (IPC de servicios y bienes elaborados no energéticos; 80,99%) (1)+(2)+(3)+(4)+(5) (<i>Non Energy Manufactured Goods and Services CPI</i>)</p> <p>BENE (IPC de bienes elaborados no energéticos; 50,35%) (1)+(2)+(4) (<i>Non Energy Manufactured Goods</i>)</p> <p>AE (IPC de alimentos elaborados; 17,47%) (1)+(4) (<i>Processed Food CPI</i>)</p> <p>↓</p> <p>INFLACIÓN SUBYACENTE (Se calcula sobre el IPSEBENE) CORE INFLATION (calculated on IPSEBENE)</p>	<p>(1) AE-X (IPC de alimentos elaborados excluyendo aceites, grasas y tabaco; 14,82%) (<i>Processed Food CPI, excluding fats, oils and tobacco</i>)</p> <p>(2) MAN (IPC de manufacturas; son los precios de los bienes que no son alimenticios ni energéticos; 32,88%) (<i>Non Energy Manufactured Goods CPI, excluding Food</i>)</p> <p>(3) SERV-T (IPC de servicios; excluyendo los paquetes turísticos, 29,95%) (<i>Services CPI, excluding Tourist Packages</i>)</p> <p>(4) X (IPC de aceites, grasas y tabaco; 2,65%) (<i>Fats, oils and tobacco CPI</i>)</p> <p>(5) T (IPC de los paquetes turísticos; 0,69%) (<i>Tourist Packages CPI</i>)</p> <p>(6) ANE (IPC de alimentos no elaborados; 11,88%) (<i>Non Processed Food</i>)</p> <p>(7) ENE (IPC de bienes energéticos; 7,12%) (<i>Energy CPI</i>)</p>	<p>BENE-X (IPC de bienes elaborados no energéticos excluyendo aceites, grasas y tabaco; 47,71%) (1)+(2) (<i>Non energy Manufactured Goods excluding fats, oils and tobacco</i>)</p> <p>IPSEBENE-X-T (IPC de servicios y bienes elaborados no energéticos excluyendo aceites, grasas, tabaco y paquetes turísticos; 77,66%) (1)+(2)+(3) (<i>Non energy manufactured goods and services, excluding fats, oils, tobacco and tourist packages</i>)</p> <p>R (IPC de aceites, grasas, tabaco, paquetes turísticos, alimentos no elaborados y energía; 22,34%) (4)+(5)+(6)+(7) (<i>Fats, oils, tobacco, tourist packages, non processed food and energy CPI</i>)</p> <p>↓</p> <p>INFLACIÓN RESIDUAL (Se calcula sobre R) RESIDUAL INFLATION (Calculated on R)</p> <p>↓</p> <p>INFLACIÓN TENDENCIAL (Se calcula sobre el IPSEBENE-X-T) TREND INFLATION (Calculated on IPSEBENE-X-T)</p> <p>↓</p> <p>INFLACIÓN (Se calcula sobre el IPC) INFLATION (Calculated on CPI)</p>
<p>IPC = 0,1482 AE-X + 0,3288 MAN + 0,2995 SERV-T + 0,0265 X + 0,0069 T + 0,1188 ANE + 0,0712 ENE</p>		

Fuente:

Source:

ERRORES DE PREDICCIÓN EN LA TASA MENSUAL DEL IPC ARMONIZADO (IPCA) PARA LOS PAÍSES DE LA UE
 FORECAST ERRORS ON ARMONIZED ICP (HICP) MONTHLY GROWTH FOR EU COUNTRIES

País Country	Ponderación Weight		Crecimiento observado Current growth	Predicción Forecast	Intervalos de confianza (%) (*) Confidence Intervals (%) (*)
	UM	MU UE15 EU15			
IPCA España Spain HICP	9.15%		0.47	0.49	± 0.15
IPCA Alemania Germany HICP	34.52%		0.00	0.11	± 0.29
IPCA Austria Austria HICP	2.89%		0.20	0.04	± 0.37
IPCA Bélgica Belgium HICP	3.99%		-0.19	0.02	± 0.32
IPCA Finlandia Finland HICP	1.48%		0.10	0.21	± 0.37
IPCA Francia France HICP	21.05%		0.20	0.03	± 0.20
IPCA Holanda Netherlands HICP	5.13%		0.67	0.12	± 0.33
IPCA Irlanda Ireland HICP	0.96%		0.66	0.08	± 0.30
IPCA Italia Italy HICP	18.81%		0.00	0.07	± 0.23
IPCA Luxemburgo Luxembourg HICP	0.20%		1.66	-0.30	± 0.32
IPCA Portugal Portugal HICP	1.82%		-0.19	-0.22	± 0.66
UM IPCA HICP MU	100.00%	78.17%	0.10	0.11	± 0.12
IPCA Dinamarca Denmark HICP		1.35%	0.28	-0.06	± 0.27
IPCA Grecia Greece HICP		2.35%	-0.09	0.05	± 0.78
IPCA Reino Unido UK HICP		16.37%	0.38	0.25	± 0.33
IPCA Suecia Sweden HICP		1.76%	0.00	-0.23	± 0.50
IPCA UE-15 EU-15 HICP		100.00%	0.14	0.12	± 0.11

(*) Al 80% de significación.

(*) At 80% confidence level.



**PREDICCIONES DE INFLACIÓN ARMONIZADA (IPCA)
PARA LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA
HARMONIZED INFLATION FORECAST (HICP) FOR EU COUNTRIES**



Cuadro A3A		Table A3A																				
CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC ARMONIZADO (IPCA) ⁽¹⁾													HARMONIZED CPI (HICP) ANNUAL GROWTH ⁽¹⁾									
Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T ⁻¹ ,12)													Annual growth (T ⁻¹ ,12)									
	Ponderación Weight		Tasa Rate	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Media	Arg.	Media	Arg.	Media	Arg.	
	UM	AV														UM15	AV15	98/97 (2)	99/98 (3)	00/99 (4)		
IPCA España	9.15%		1998	1.88	1.68	1.68	1.88	1.97	1.97	2.26	2.06	1.56	1.56	1.36	1.36	1.77						
<i>Spain HICP</i>			1999	1.45	1.85	2.14	2.33	2.13	2.13	2.12	2.30	2.61	2.68	2.75	2.75		2.27					
			2000	2.64	2.62	2.61	2.53	2.56	2.63	2.43	2.21	2.16	2.17	2.19	2.27							2.42
IPCA Alemania	34.52%		1998	0.79	0.79	0.69	0.89	0.89	0.79	0.79	0.59	0.49	0.39	0.39	0.20	0.64						
<i>Germany HICP</i>			1999	0.20	0.10	0.49	0.79	0.39	0.39	0.58	0.68	0.96	1.14	1.22	1.31		0.69					
			2000	1.44	1.42	1.40	1.26	1.34	1.37	1.21	1.29	1.43	1.52	1.57	1.61							1.41
IPCA Austria	2.89%		1998	0.99	1.19	1.39	1.09	0.99	0.79	0.79	0.69	0.69	0.69	0.49	0.49	0.86						
<i>Austria HICP</i>			1999	0.39	0.20	0.20	0.10	0.39	0.20	0.29	0.49	0.52	0.50	0.54	0.54		0.36					
			2000	0.57	0.61	0.61	0.64	0.58	0.64	0.62	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58							0.60
IPCA Bélgica	3.99%		1998	0.49	0.79	0.89	1.49	1.28	1.18	1.18	0.98	0.79	0.69	0.59	0.69	0.92						
<i>Belgium HICP</i>			1999	0.98	0.98	1.38	1.07	0.78	0.68	0.68	0.88	0.97	1.00	1.05	1.13		0.96					
			2000	0.98	1.04	0.93	0.91	1.04	1.14	1.14	1.30	1.36	1.34	1.36	1.36							1.16
IPCA Finlandia	1.48%		1998	1.80	1.70	1.49	1.68	1.58	1.58	1.28	1.18	1.38	1.08	0.88	0.79	1.37						
<i>Finland HICP</i>			1999	0.49	0.88	0.88	1.27	1.36	1.17	1.37	1.27	1.02	1.25	1.45	1.38		1.15					
			2000	1.51	1.35	1.41	1.09	1.05	1.15	1.21	1.25	1.26	1.22	1.21	1.22							1.24
IPCA Francia	21.05%		1998	0.60	0.69	0.79	0.99	0.99	1.09	0.79	0.59	0.49	0.49	0.20	0.29	0.67						
<i>France HICP</i>			1999	0.39	0.29	0.49	0.59	0.49	0.39	0.39	0.49	0.59	0.78	1.00	0.86		0.56					
			2000	0.99	1.00	0.90	0.86	0.95	1.03	1.17	1.10	1.03	1.02	1.02	1.02							1.01
IPCA Holanda	5.13%		1998	1.29	1.78	2.17	2.46	2.06	2.07	1.57	1.28	1.17	1.26	1.16	1.46	1.64						
<i>Netherlands HICP</i>			1999	2.06	2.04	2.02	1.92	2.12	2.13	1.84	2.52	2.47	2.56	2.60	2.58		2.24					
			2000	2.40	2.32	2.24	2.29	2.28	2.30	2.46	2.23	2.23	2.23	2.23	2.23							2.29
IPCA Irlanda	0.96%		1998	1.30	1.09	1.49	1.98	2.37	2.56	2.47	2.97	2.76	2.56	2.16	2.15	2.16						
<i>Ireland HICP</i>			1999	2.07	2.25	2.05	2.04	2.32	2.12	1.93	2.41	2.53	2.56	2.61	2.61		2.29					
			2000	2.64	2.60	2.62	2.62	2.57	2.60	2.62	2.55	2.54	2.54	2.54	2.54							2.58
IPCA Italia	18.81%		1998	1.88	2.07	2.07	2.17	2.06	2.06	2.06	2.16	2.06	1.86	1.66	1.65	1.98						
<i>Italy HICP</i>			1999	1.45	1.35	1.35	1.35	1.54	1.44	1.73	1.63	1.68	1.78	2.02	2.22		1.63					
			2000	2.30	2.34	2.43	2.45	2.42	2.59	2.47	2.50	2.52	2.48	2.47	2.45							2.45
IPCA Luxemburgo	0.20%		1998	1.49	1.09	1.29	1.09	1.29	1.19	1.18	0.99	0.69	0.49	0.49	0.39	0.97						
<i>Luxembourg HICP</i>			1999	-1.37	0.59	0.59	1.27	1.27	1.17	-0.29	1.37	1.60	1.53	1.70	1.74		0.93					
			2000	3.57	1.66	1.66	1.38	1.38	1.42	2.02	1.35	1.25	1.28	1.21	1.20							1.61
IPCA Portugal	1.82%		1998	1.58	1.28	1.48	2.17	2.15	2.65	2.85	2.25	2.15	2.55	2.63	2.82	2.22						
<i>Portugal HICP</i>			1999	2.53	2.73	2.82	2.70	2.11	2.11	1.91	1.82	1.99	1.85	1.85	1.85		2.19					
			2000	1.85	1.85	1.85							1.85									
UM IPCA	100%	78.17%	1998	1.09	1.19	1.19	1.38	1.28	1.38	1.28	1.08	0.98	0.88	0.78	0.78	1.11						
<i>HICP MU</i>			1999	0.78	0.78	0.98	1.07	0.97	0.87	1.07	1.17	1.27	1.47	1.61	1.60		1.14					
			2000	1.71	1.65	1.64	1.61	1.64	1.71	1.61	1.63	1.66	1.68	1.69	1.71							1.66
IPCA Dinamarca	1.35%		1998	1.69	1.62	1.58	1.38	1.27	1.07	1.27	1.08	1.07	1.07	0.98	1.26							
<i>Denmark HICP</i>			1999	1.17	1.23	1.65	1.74	1.64	1.93	2.03	2.42	2.53	2.75	2.86	3.08		2.09					
			2000	2.88	2.76	2.54	2.52	2.53	2.50	2.51	2.24	2.18	2.18	2.14	2.14							2.42
IPCA Grecia	2.35%		1998	4.28	4.11	4.30	5.11	5.00	4.88	4.79	4.69	4.99	4.49	3.91	3.70	4.52						
<i>Greece HICP</i>			1999	3.45	3.47	3.21	2.61	2.15	1.79	1.83	1.65	1.45	1.45	1.46	1.41		2.15					
			2000	1.53	1.58	1.35	1.24	1.25	1.26	1.48	1.49	1.30	1.30	1.31	1.26							1.36
IPCA Reino Unido	16.37%		1998	1.49	1.49	1.58	1.77	1.96	1.67	1.38	1.27	1.46	1.24	3.24	1.46	1.67						
<i>UK HICP</i>			1999	1.57	1.46	1.66	1.55	1.35	1.35	1.26	1.26	1.17	1.30	0.82	1.24		1.33					
			2000	1.44	1.47	1.39	1.65	1.55	1.66	1.82	1.79	1.81	1.80	1.81	1.81							1.67
IPCA Suecia	1.76%		1998	2.09	1.99	1.68	1.38	1.57	1.38	1.28	0.59	-0.10	0.10	0.10	0.00	1.00						
<i>Sweden HICP</i>			1999	0.00	0.20	0.49	0.29	0.29	0.39	0.19	0.78	0.79	0.69	0.79	0.88		0.48					
			2000	1.08	1.06	0.88	0.94	0.88	0.92	1.16	1.09	1.01	1.00	1.04	1.06							1.01
IPCA UE-15	100%		1998	1.26	1.33	1.34	1.54	1.49	1.51	1.38	1.19	1.14	1.02	1.25	0.96	1.28						
<i>EU-15 HICP</i>			1999	0.97	0.96	1.14	1.18	1.06	0.98	1.12	1.20	1.27	1.45	1.48	1.54		1.20					
			2000	1.67	1.63	1.59	1.61	1.62	1.69	1.65	1.65	1.67	1.68	1.70	1.71							1.65

* La tasa T1,12 normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.

* T1,12 growth rate lags fundamental changes in prices 6 months with respect to monthly growth rates. It is necessary to evaluate forecast in order to analyse current situation.

- (1) Las cifras en negrilla son predicciones
 (2) Crecimiento medio de 1998 sobre 1997.
 (3) Crecimiento medio de 1999 sobre 1998.
 (4) Crecimiento medio del 2000 sobre 1999.

- (1) Figures in bold type are forecasted values.
 (2) 1998 over 1997 mean growth.
 (3) 1999 over 1998 mean growth.
 (4) 2000 over 1999 mean growth.

**PREDICIONES DE INFLACIÓN ARMONIZADA (IPCA)
PARA LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA
HARMONIZED INFLATION FORECAST (HICP) FOR EU COUNTRIES**

Cuadro A38 CRECIMIENTOS MENSUALES DEL IPC ARMONIZADO (IPCA) ⁽¹⁾															Tabla A38 HARMONIZED CPI (HICP) MONTHLY GROWTH ⁽¹⁾				
	Ponderación 1997-1999 1997-1999	Tasa Rate		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Dec.	Dec.	Dec.	
																98/ 97 (2)	99/ 98 (3)	00/ 99 (4)	
España IPCA <i>Spain HICP</i>	9.15%		1998	0.19	-0.29	0.10	0.19	0.19	0.00	0.48	0.29	0.00	0.00	-0.10	0.29	1.36		2.75	2.27
1999			0.29	0.10	0.38	0.38	0.00	0.00	0.47	0.47	0.30	0.07	-0.03	0.28					
2000			0.18	0.08	0.37	0.30	0.04	0.06	0.28	0.25	0.25	0.08	-0.01	0.36					
Alemania IPCA <i>Germany HICP</i>	34.52%		1998	-0.10	0.29	-0.20	0.10	0.39	0.10	0.29	-0.10	-0.39	-0.20	0.00	0.00	0.20		1.31	1.61
1999			-0.10	0.20	0.20	0.39	0.00	0.10	0.49	0.00	-0.12	-0.02	0.08	0.08					
2000			0.03	0.18	0.18	0.25	0.08	0.13	0.32	0.08	0.02	0.08	0.12	0.12					
IPCA Austria <i>Austria HICP</i>	2.89%		1998	0.00	0.39	0.10	0.10	-0.20	-0.20	0.00	0.00	-0.20	0.20	0.10	0.20	0.49		0.54	0.58
1999			-0.10	0.20	0.10	0.00	0.10	-0.39	0.10	0.20	-0.17	0.18	0.14	0.19					
2000			-0.07	0.24	0.09	0.04	0.04	-0.33	0.08	0.16	-0.17	0.18	0.14	0.19					
IPCA Bélgica <i>Belgium HICP</i>	3.99%		1998	0.10	0.20	-0.29	0.69	0.49	-0.10	0.19	-0.39	-0.10	0.00	0.00	-0.10	0.69		1.13	1.36
1999			0.39	0.19	0.10	0.39	0.19	-0.19	0.19	-0.19	-0.01	0.03	0.05	-0.01					
2000			0.24	0.25	-0.01	0.37	0.32	-0.09	0.19	-0.04	0.05	0.01	0.07	-0.01					
IPCA Finlandia <i>Finland HICP</i>	1.48%		1998	0.10	0.00	0.20	0.49	0.19	0.19	-0.49	0.20	0.39	-0.10	-0.29	-0.10	0.79		1.38	1.22
1999			-0.19	0.39	0.19	0.87	0.29	0.00	-0.29	0.10	0.15	0.13	-0.10	-0.16					
2000			-0.07	0.24	0.25	0.55	0.25	0.10	-0.24	0.14	0.16	0.08	-0.10	-0.15					
IPCA Francia <i>France HICP</i>	21.05%		1998	-0.39	0.39	0.20	0.20	0.10	0.10	-0.39	0.10	0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.29		0.86	1.02
1999			-0.29	0.29	0.39	0.29	0.00	0.00	-0.39	0.20	0.20	0.09	0.12	-0.04					
2000			-0.17	0.31	0.29	0.26	0.09	0.07	-0.25	0.13	0.13	0.08	0.12	-0.05					
IPCA Holanda <i>Netherlands HICP</i>	5.13%		1998	-0.58	0.69	1.07	0.39	-0.19	-0.48	-0.29	0.00	0.97	0.29	0.00	-0.38	1.46		2.58	2.23
1999			0.00	0.67	1.05	0.28	0.00	-0.47	-0.57	0.67	0.92	0.37	0.04	-0.40					
2000			-0.17	0.59	0.98	0.33	-0.01	-0.46	-0.41	0.44	0.92	0.37	0.04	-0.40					
IPCA Irlanda <i>Ireland HICP</i>	0.96%		1998	-0.68	0.49	0.49	0.59	0.39	0.48	-0.29	0.19	0.29	-0.10	0.00	0.29	2.15		2.61	2.54
1999			-0.77	0.68	0.29	0.57	0.67	0.28	-0.47	0.66	0.41	-0.06	0.05	0.29					
2000			-0.74	0.64	0.31	0.57	0.62	0.31	-0.44	0.59	0.40	-0.06	0.05	0.29					
IPCA Italia <i>Italy HICP</i>	18.81%		1998	0.29	0.29	0.19	0.19	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00	0.19	0.10	0.10	1.65		2.22	2.45
1999			0.10	0.19	0.19	0.19	0.29	0.00	0.28	0.00	0.05	0.29	0.33	0.29					
2000			0.18	0.23	0.27	0.21	0.26	0.17	0.16	0.03	0.07	0.25	0.32	0.27					
IPCA Luxemburgo <i>Luxembourg HICP</i>	0.20%		1998	0.10	-0.10	0.10	-0.20	0.29	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00	0.10	-0.10	0.39		1.74	1.20
1999			-1.66	1.88	0.10	0.49	0.29	-0.10	-1.26	1.66	0.23	-0.07	0.27	-0.06					
2000			0.11	0.00	0.10	0.21	0.29	-0.06	-0.67	0.99	0.14	-0.04	0.20	-0.07					
IPCA Portugal <i>Portugal HICP</i>	1.82%		1998	-0.10	-0.19	0.29	0.78	0.68	0.19	0.19	-0.10	-0.19	0.29	0.57	0.38	2.82		1.85	1.85
1999			-0.38	0.00	0.38	0.66	0.09	0.19	0.00	-0.19	-0.02	0.15	0.57	0.38					
2000			-0.38	0.00	0.38	0.66	0.09	0.19	0.00	-0.19	-0.02	0.15	0.57	0.38					
UM IPCA <i>HICP MU</i>	100%	78.17%	1998	-0.10	0.29	0.10	0.20	0.19	0.10	0.00	0.00	0.00	-0.10	0.00	0.10	0.78		1.60	1.71
1999			-0.10	0.29	0.29	0.29	0.10	0.00	0.19	0.10	0.10	0.11	0.13	0.09					
2000			0.01	0.23	0.27	0.27	0.12	0.07	0.09	0.12	0.12	0.13	0.15	0.11					
IPCA Dinamarca <i>Denmark HICP</i>	1.35%		1998	0.00	0.43	0.16	0.19	0.48	0.00	-0.39	-0.10	0.39	-0.10	0.10	-0.19	0.98		3.08	2.14
1999			0.19	0.48	0.58	0.29	0.38	0.28	-0.28	0.28	0.49	0.12	0.20	0.02					
2000			0.00	0.37	0.36	0.26	0.39	0.26	-0.28	0.02	0.43	0.12	0.16	0.02					
IPCA Grecia <i>Greece HICP</i>	2.35%		1998	-0.93	-0.56	2.54	1.65	0.36	0.27	-2.15	0.09	2.01	0.00	-0.09	0.54	3.70		1.41	1.26
1999			-1.16	-0.54	2.27	1.06	-0.09	-0.09	-2.11	-0.09	1.81	0.01	-0.08	0.48					
2000			-1.04	-0.49	2.03	0.96	-0.08	-0.08	-1.90	-0.08	1.62	0.01	-0.07	0.43					
IPCA Reino Unido <i>UK HICP</i>	16.37%		1998	-0.68	0.29	0.29	0.58	0.48	-0.10	-0.58	0.39	0.48	-0.10	0.10	0.29	1.46		1.24	1.81
1999			-0.58	0.19	0.48	0.48	0.29	-0.10	-0.67	0.38	0.40	0.03	-0.38	0.71					
2000			-0.38	0.22	0.41	0.73	0.19	0.01	-0.51	0.36	0.42	0.02	-0.38	0.71					
IPCA Suecia <i>Sweden HICP</i>	1.76%		1998	-0.39	-0.10	0.29	0.39	0.29	-0.19	-0.29	-0.58	0.59	0.29	-0.19	-0.10	0.00		0.88	1.06
1999			-0.39	0.10	0.58	0.19	0.29	-0.10	-0.48	0.00	0.59	0.20	-0.10	-0.02					
2000			-0.18	0.07	0.41	0.25	0.23	-0.05	-0.25	-0.06	0.51	0.19	-0.06	0.01					
IPCA UE-15 <i>EU-15 HICP</i>	100%		1998	-0.22	0.27	0.19	0.30	0.25	0.06	-0.16	0.05	0.14	-0.09	0.01	0.13	0.96		1.54	1.71
1999			-0.20	0.25	0.38	0.34	0.13	-0.02	-0.03	0.14	0.21	0.09	0.04	0.20					
2000			-0.08	0.21	0.34	0.36	0.14	0.06	-0.07	0.15	0.22	0.11	0.05	0.21					

(1) Las cifras en negrilla son predicciones.

(2) Tasa de crecimiento de diciembre de 1998 sobre diciembre de 1997.

(3) Tasa de crecimiento de diciembre de 1999 sobre diciembre de 1998.

(4) Tasa de crecimiento de diciembre del 2000 sobre diciembre de 1999.

(1) Figures in bold type are forecasted values.

(2) December 1997 over December 1996 growth rate.

(3) December 1998 over December 1997 growth rate.

(4) December 1999 over December 1998 growth rate.

Fuente:

EUROSTAT & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Fecha de elaboración: 27 de septiembre de 1999.

Date: September, 27th 1999.

Cuadro A4A

Table A4A

TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES DEL IPC USA ⁽¹⁾
US ANNUAL RATES OF GROWTH ON CPI AND ITS COMPONENTS⁽¹⁾

	Tasa Rate	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Media Avrg 98/ 97 (2)	Media Avrg 99/ 98 (3)	Media Avrg 00/ 99 (4)
Bienes no energéticos excepto alimentos <i>Non energy Commodities less food</i> (C-28%)	1998	0.35	0.35	0.28	0.21	0.21	0.42	0.64	1.06	0.85	0.77	0.70	1.27	0.59	0.51	0.53
	1999	1.20	0.70	0.35	0.76	0.63	0.63	0.56	0.21	0.34	0.40	0.48	-0.09			
	2000	0.05	0.36	0.67	0.39	0.50	0.51	0.49	0.64	0.70	0.69	0.69	0.69			
Servicios no energéticos <i>Non energy Services</i> (S-45%)	1998	3.02	3.11	3.05	3.04	3.10	3.09	2.97	3.07	3.12	3.00	3.05	3.00	3.05	2.68	2.51
	1999	2.82	2.75	2.80	2.79	2.74	2.63	2.72	2.61	2.58	2.59	2.59	2.59			
	2000	2.62	2.58	2.51	2.49	2.51	2.55	2.48	2.49	2.48	2.46	2.46	2.45			
Inflación Tendencial <i>Core inflation</i> (CI-73%)	1998	2.21	2.26	2.13	2.13	2.24	2.25	2.24	2.48	2.47	2.28	2.34	2.40	2.29	2.04	1.93
	1999	2.39	2.09	2.09	2.20	2.02	2.08	2.08	1.90	1.90	1.95	1.95	1.84			
	2000	1.82	1.95	2.01	1.88	1.97	1.93	1.89	1.93	1.94	1.92	1.92	1.92			
Alimentación <i>Food</i> (F-15%)	1998	2.17	1.85	1.98	2.04	2.36	2.23	2.23	2.16	2.03	2.40	2.27	2.27	2.17	2.14	2.56
	1999	2.31	2.45	2.25	2.25	2.12	2.19	2.06	1.99	2.15	1.85	1.93	2.16			
	2000	2.08	2.23	2.40	2.57	2.47	2.56	2.68	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74			
Energía <i>Energy</i> (E-11%)	1998	-6.53	-8.75	-8.63	-7.36	-5.55	-5.88	-5.57	-7.73	-9.83	-9.15	-9.21	-8.76	-7.75	3.59	6.80
	1999	-7.37	-5.72	-3.15	3.04	1.73	1.04	3.33	7.23	9.29	10.53	11.28	12.75			
	2000	13.54	14.34	13.41	7.50	7.50	6.63	5.25	3.40	2.80	3.06	3.21	3.52			
Inflación Residual <i>Residual inflation</i> (RI-26%)	1998	0.07	-0.72	-0.80	-0.46	0.51	0.31	0.36	-0.58	-1.03	-0.71	-0.50	-0.68	-0.35	2.57	3.77
	1999	-0.50	-0.14	0.66	2.66	2.10	1.80	2.43	3.59	4.23	4.31	4.51	5.15			
	2000	5.24	5.65	5.52	3.83	3.79	3.69	3.28	2.95	2.76	2.84	2.89	2.99			
IPC USA <i>US CPI</i> 100%	1998	1.57	1.44	1.37	1.44	1.69	1.68	1.68	1.62	1.49	1.49	1.55	1.61	1.55	2.14	2.33
	1999	1.67	1.61	1.73	2.28	2.09	1.96	2.14	2.26	2.42	2.45	2.52	2.53			
	2000	2.59	2.74	2.75	2.30	2.33	2.33	2.19	2.16	2.12	2.13	2.14	2.16			

(1) Las cifras en negrita son predicciones.

(2) Tasa de crecimiento del nivel medio de 1998 sobre el nivel medio de 1997.

(3) Tasa de crecimiento del nivel medio de 1999 sobre el nivel medio de 1998.

(4) Tasa de crecimiento del nivel medio de 2000 sobre el nivel medio de 1999.

(1) Figures in bold type are forecasted values.

(2) Mean level of 1998 over 1997 growth rate.

(3) Mean level of 1999 over 1998 growth rate.

(4) Mean level of 2000 over 1999 growth rate.

Fuente:

Source:

BLS & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Fecha de elaboración: 15 de septiembre de 1999.

Date: September, 15th 1999

Cuadro A4B

Table A4B

TASAS DE CRECIMIENTO MENSUALES DEL IPC USA ⁽¹⁾
US MONTHLY RATES OF GROWTH ON CPI AND ITS COMPONENTS ⁽¹⁾

	Tasa Rate	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	98 (XII)/ 97(XII) (2)	99 (XII)/ 98(XII)(3)	00(XII)/ 99(XII) (4)
Bienes no energéticos excepto alimentos	1998	-0.07	0.49	0.49	0.28	-0.14	-0.56	-0.28	0.21	0.35	0.42	0.00	0.07	1.27		
<i>Non energy Commodities less food</i>	1999	-0.14	0.00	0.14	0.69	-0.28	-0.55	-0.35	-0.14	0.48	0.48	0.09	-0.50		-0.09	
(C-28%)	2000	0.00	0.31	0.45	0.42	-0.17	-0.55	-0.37	0.01	0.53	0.48	0.09	-0.50			0.69
Servicios no energéticos	1998	0.54	0.48	0.32	0.16	0.05	0.26	0.32	0.31	0.16	0.26	0.05	0.05	3.00		
<i>Non energy Services</i>	1999	0.36	0.41	0.36	0.15	0.00	0.15	0.41	0.20	0.13	0.26	0.05	0.06		2.59	
(S-45%)	2000	0.39	0.38	0.30	0.13	0.03	0.19	0.34	0.21	0.12	0.24	0.05	0.06			2.45
Inflación Tendencial	1998	0.29	0.53	0.29	0.23	0.06	-0.06	0.17	0.29	0.23	0.29	0.06	0.00	2.40		
<i>Core inflation</i>	1999	0.29	0.23	0.28	0.34	-0.11	0.00	0.17	0.11	0.24	0.33	0.06	-0.11		1.84	
(CI-73%)	2000	0.27	0.36	0.34	0.21	-0.03	-0.03	0.13	0.15	0.24	0.31	0.06	-0.11			1.92
Alimentación	1998	0.76	-0.31	0.19	0.06	0.31	-0.12	0.25	0.31	0.06	0.56	0.06	0.12	2.27		
<i>Food</i>	1999	0.80	-0.18	0.00	0.06	0.18	-0.06	0.12	0.24	0.22	0.26	0.15	0.34		2.16	
(F-15%)	2000	0.72	-0.04	0.17	0.22	0.09	0.02	0.25	0.29	0.23	0.26	0.15	0.34			2.74
Energía	1998	-2.31	-2.55	-1.55	0.30	1.86	1.83	-0.47	-1.33	-1.06	-1.36	-0.79	-1.59	-8.76		
<i>Energy</i>	1999	-0.81	-0.82	1.13	6.71	0.57	1.14	1.78	2.39	0.84	-0.24	-0.11	-0.30		12.75	
(E-11%)	2000	-0.12	-0.12	0.32	1.14	0.57	0.32	0.46	0.60	0.25	0.01	0.04	0.00			3.52
Inflación Residual	1998	0.19	-0.81	-0.45	0.15	0.84	0.51	0.09	-0.42	-0.20	0.02	-0.12	-0.47	-0.68		
<i>Residual inflation</i>	1999	0.36	-0.45	0.34	2.15	0.29	0.21	0.71	0.71	0.42	0.10	0.07	0.14		5.15	
(RI-26%)	2000	0.46	-0.06	0.22	0.51	0.24	0.12	0.31	0.39	0.24	0.18	0.11	0.23			2.99
IPC USA	1998	0.19	0.19	0.19	0.18	0.18	0.12	0.12	0.12	0.12	0.24	0.00	-0.06	1.61		
<i>US CPI</i>	1999	0.24	0.12	0.30	0.73	0.00	0.00	0.30	0.24	0.28	0.28	0.06	-0.05		2.53	
100%	2000	0.31	0.26	0.31	0.28	0.03	0.00	0.17	0.21	0.24	0.28	0.07	-0.03			2.16

(1) Las cifras en negrita son predicciones.

(2) Tasa de crecimiento de diciembre de 1998 sobre diciembre de 1997.

(3) Tasa de crecimiento de diciembre de 1999 sobre diciembre de 1998.

(4) Tasa de crecimiento de diciembre del 2000 sobre diciembre de 1999.

(1) Figures in bold type are forecasted values.

(2) December 1998 over December 1997 growth rate.

(3) December 1999 over December 1998 growth rate.

(4) December 2000 over December 1999 growth rate.

Fuente:

Source:

BLS & INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Fecha de elaboración: 15 de septiembre de 1999.

Date: September, 15th 1999



PREDICIONES DE INFLACIÓN PARA ESPAÑA
INFLATION FORECAST FOR SPAIN



CRECIMIENTOS ANUALES DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO 1998-1999-2000 (a)																
ANNUAL CPI GROWTH RATES 1998-1999-2000 (a)																
Concepto (**) Concept	Tasa Rate	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Med. Avr 98/97(b)	Med. Avr 99/98(c)	Med. Avr 00/99(d)
(1) AE-X (14,82%)	1998	1.74	1.78	1.87	1.83	1.68	1.22	1.18	1.12	1.09	1.04	1.03	0.85	1.37	0.79	0.78
	1999	0.84	0.83	0.89	0.88	0.87	0.91	0.83	0.74	0.70	0.65	0.62	0.69			
	2000	0.57	0.55	0.58	0.63	0.67	0.74	0.85	0.92	0.95	0.97	0.97	1.01			
(2) MAN (32,88%)	1998	1.30	1.33	1.34	1.37	1.40	1.42	1.55	1.61	1.55	1.63	1.60	1.63	1.48	1.43	1.51
	1999	1.52	1.52	1.59	1.62	1.52	1.49	1.44	1.43	1.30	1.24	1.25	1.28			
	2000	1.35	1.36	1.40	1.35	1.46	1.51	1.58	1.62	1.64	1.63	1.61	1.62			
BENE - X [(1)+(2)] = (47,41%)	1998	1.44	1.47	1.50	1.51	1.48	1.36	1.44	1.46	1.41	1.45	1.43	1.39	1.44	1.23	1.29
	1999	1.31	1.31	1.37	1.39	1.32	1.31	1.25	1.22	1.11	1.06	1.06	1.10			
	2000	1.11	1.11	1.15	1.13	1.22	1.28	1.36	1.41	1.43	1.42	1.42	1.43			
(3) SERV-T (29,95%)	1998	3.25	3.15	3.11	3.12	3.19	3.20	3.19	3.44	3.51	3.45	3.46	3.48	3.30	3.32	3.25
	1999	3.45	3.42	3.47	3.44	3.40	3.33	3.42	3.18	3.15	3.20	3.23	3.14			
	2000	3.09	3.17	3.18	3.18	3.21	3.25	3.25	3.29	3.30	3.31	3.33	3.48			
IPSEBENE-XT [(1)+(2)+(3)] = (77,66%)	1998	2.17	2.15	2.15	2.16	2.18	2.11	2.15	2.26	2.26	2.26	2.25	2.24	2.20	2.09	2.11
	1999	2.18	2.17	2.23	2.23	2.17	2.14	2.14	2.03	1.96	1.94	1.96	1.94			
	2000	1.93	1.97	1.99	1.98	2.04	2.10	2.14	2.19	2.21	2.21	2.22	2.29			
(4) XT (3,34%)	1998	1.56	3.87	1.94	5.13	6.20	7.55	8.07	7.60	2.52	2.35	0.38	1.00	3.99	8.46	4.83
	1999	3.09	5.11	8.02	7.69	7.59	8.96	8.17	8.03	9.58	11.83	12.15	11.20			
	2000	7.68	7.10	6.15	6.20	6.81	5.22	3.64	3.05	3.67	3.30	2.94	2.92			
(5) ANE (11,88%)	1998	2.58	1.00	1.79	2.19	2.00	2.95	4.10	3.82	1.78	2.23	0.51	0.87	2.14	0.99	2.26
	1999	0.80	2.49	3.23	2.97	1.82	0.15	-1.00	-1.11	-0.21	0.62	1.50	0.73			
	2000	0.91	0.26	0.60	1.21	0.89	1.54	2.83	3.99	3.63	3.55	3.78	4.00			
(6) ENE (7,12%)	1998	-1.05	-2.07	-2.25	-1.83	-2.48	-3.01	-3.03	-5.93	-5.75	-5.70	-5.90	-6.62	-3.82	3.41	5.39
	1999	-5.25	-4.94	-2.93	-0.47	0.09	1.60	4.89	8.93	9.38	9.26	9.74	11.48			
	2000	11.26	12.30	10.69	8.29	8.19	7.46	4.65	1.71	0.74	0.65	0.65	0.55			
R [(4)+(5)+(6)] = (22,34%)	1998	1.25	0.55	0.53	1.45	1.35	1.89	2.58	1.42	-0.45	-0.28	-1.55	-1.45	0.59	3.17	3.74
	1999	-0.64	0.68	2.24	2.81	2.40	2.31	2.60	3.72	4.58	5.39	6.02	5.91			
	2000	5.27	5.14	4.68	4.32	4.27	4.09	3.56	3.08	2.73	2.59	2.63	2.71			
IPC (100%)	1998	1.96	1.79	1.79	2.00	1.99	2.06	2.25	2.07	1.64	1.69	1.39	1.40	1.84	2.33	2.47
	1999	1.54	1.84	2.23	2.36	2.22	2.18	2.25	2.41	2.54	2.71	2.85	2.82			
	2000	2.67	2.67	2.59	2.50	2.54	2.54	2.46	2.39	2.33	2.30	2.31	2.38			

* La tasa T1.12 normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.

* T1.12 growth rate lags fundamental changes in prices 6 months with respect to monthly growth rates. It is necessary to evaluate forecast in order to analyze current situation

** En cada concepto se recoge entre paréntesis su ponderación en el IPC general.

** Weights on General CPI are shown in brackets.

(a) Las cifras en negrilla son predicciones

(a) Figures in bold type are forecasted values

(b) Tasa de crecimiento del nivel medio de 1998 sobre el nivel medio de 1997.

(b) 1998 over 1997 mean growth

(c) Tasa de crecimiento del nivel medio de 1999 sobre el nivel medio de 1998.

(c) 1999 over 1998 mean growth

(d) Tasa de crecimiento del nivel medio del 2000 sobre el nivel medio de 1999.

(d) 2000 over 1999 mean growth

Fuente:

Source:

CRECIMIENTOS MENSUALES DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO 1998-1999-2000 (a)													Tabla A5B			
CONSUMER PRICE INDEX, MONTHLY GROWTH RATES 1998-1999-2000 (a)																
Concepto (*) (Concept)	Tasa Rate	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	D98/ D97(b)	D99/ D98(c)	D00/ D99 (d)
(1) AE-X (14,82%)	1998	0.36	0.23	0.07	0.02	-0.02	-0.01	0.03	0.10	0.08	0.08	0.02	-0.10	0.85	0.69	1.01
	1999	0.35	0.22	0.13	0.00	-0.03	0.03	-0.05	0.01	0.04	0.03	-0.01	-0.03			
	2000	0.23	0.19	0.16	0.05	0.02	0.10	0.06	0.08	0.07	0.05	-0.01	0.02			
(2) MAN (32,88%)	1998	0.13	0.08	0.05	0.25	0.14	0.08	0.10	0.07	0.10	0.32	0.20	0.10	1.63	1.28	1.62
	1999	0.02	0.08	0.12	0.29	0.04	0.05	0.04	0.06	-0.03	0.26	0.22	0.13			
	2000	0.09	0.10	0.15	0.24	0.14	0.10	0.11	0.10	-0.01	0.24	0.21	0.13			
BENE - X [(1)+(2)] = (47,41%)	1998	0.20	0.13	0.05	0.18	0.09	0.05	0.08	0.08	0.10	0.24	0.15	0.04	1.39	1.10	1.43
	1999	0.12	0.12	0.12	0.20	0.02	0.04	0.01	0.05	-0.01	0.19	0.15	0.08			
	2000	0.13	0.13	0.15	0.18	0.11	0.10	0.09	0.09	0.02	0.18	0.14	0.10			
(3) SERV-T (29,95%)	1998	0.75	0.36	0.25	0.30	0.23	0.19	0.14	0.39	0.32	0.21	0.16	0.13	3.50	3.14	3.48
	1999	0.70	0.33	0.30	0.28	0.19	0.12	0.23	0.15	0.29	0.26	0.20	0.05			
	2000	0.65	0.41	0.32	0.28	0.21	0.16	0.23	0.19	0.30	0.27	0.22	0.19			
IPSEBENE-XT [(1)+(2)+(3)]=(77,66%)	1998	0.42	0.22	0.13	0.23	0.15	0.11	0.10	0.20	0.19	0.23	0.15	0.08	2.25	1.94	2.29
	1999	0.36	0.21	0.20	0.23	0.09	0.08	0.10	0.09	0.12	0.22	0.17	0.07			
	2000	0.35	0.25	0.22	0.22	0.15	0.13	0.15	0.14	0.14	0.22	0.17	0.14			
(4) XT (3,34%)	1998	-0.17	-0.35	0.00	0.97	0.65	1.02	3.92	1.62	-2.73	-2.76	-2.60	1.63	1.00	11.20	2.92
	1999	1.91	1.60	2.78	0.66	0.55	2.30	3.17	1.49	-1.33	-0.76	-2.33	0.77			
	2000	-1.31	1.05	1.86	0.72	1.12	0.79	1.62	0.92	-0.74	-1.12	-2.67	0.74			
(5) ANE (11,88%)	1998	0.32	-2.77	-0.12	0.31	0.21	-0.19	1.03	0.76	0.49	-0.54	-0.61	2.06	0.87	0.73	4.00
	1999	0.25	-1.14	0.60	0.05	-0.91	-1.82	-0.13	0.65	1.40	0.29	0.25	1.29			
	2000	0.43	-1.78	0.94	0.66	-1.22	-1.19	1.14	1.79	1.05	0.21	0.48	1.50			
(6) ENE (7,12%)	1998	-1.71	-1.05	-0.64	-0.11	-0.47	-0.61	0.06	-0.73	-0.05	0.20	-0.44	-1.26	-6.62	11.48	0.55
	1999	-0.26	-0.73	1.46	2.41	0.10	0.88	3.30	3.10	0.36	0.09	0.00	0.30			
	2000	-0.45	0.20	0.00	0.20	0.00	0.20	0.60	0.20	-0.60	0.00	0.00	0.20			
R [(4)+(5)+(6)]=(22,34%)	1998	-0.40	-1.79	-0.26	0.30	0.08	-0.09	1.30	0.48	-0.32	-0.76	-0.95	0.98	-1.45	5.91	2.71
	1999	0.42	-0.49	1.28	0.87	-0.32	-0.18	1.59	1.58	0.50	0.01	-0.36	0.87			
	2000	-0.19	-0.60	0.83	0.53	-0.36	-0.35	1.07	1.11	0.16	-0.13	-0.32	0.95			
IPC (100%)	1998	0.24	-0.23	0.05	0.25	0.13	0.06	0.37	0.27	0.07	0.01	-0.09	0.28	1.40	2.82	2.38
	1999	0.37	0.06	0.44	0.37	0.00	0.02	0.43	0.43	0.21	0.17	0.05	0.25			
	2000	0.22	0.05	0.36	0.29	0.03	0.02	0.36	0.36	0.14	0.14	0.06	0.32			

** En cada concepto se recoge entre paréntesis su ponderación en el IPC general.

** Weights on General CPI are shown in brackets.

(a) Las cifras en negrilla son predicciones

(a) Figures in bold type are forecasted values

(b) Tasa de crecimiento de diciembre 1998 sobre diciembre de 1997.

(b) December 1998 over December 1997.

(c) Tasa de crecimiento de diciembre de 1999 sobre diciembre de 1998.

(c) December 1999 over December 1998

(d) Tasa de crecimiento de diciembre del 2000 sobre diciembre de 1999.

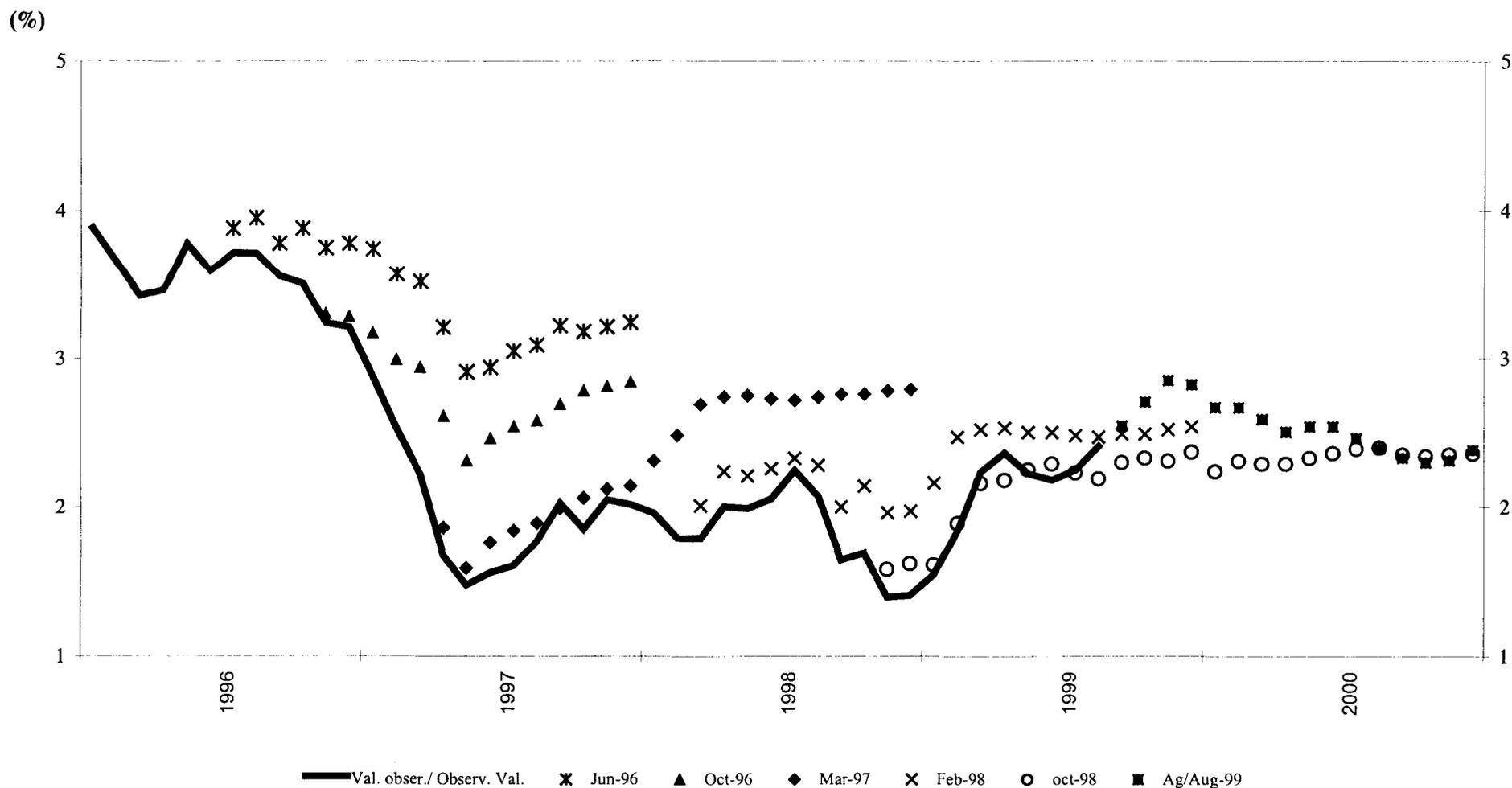
(d) December 2000 over December 1999

Fuente:

Source:

Predicciones anuales desde junio de 1996

Annual forecasts since June 1996



Fuente:

Fecha de elaboración: 28 de septiembre de 1999

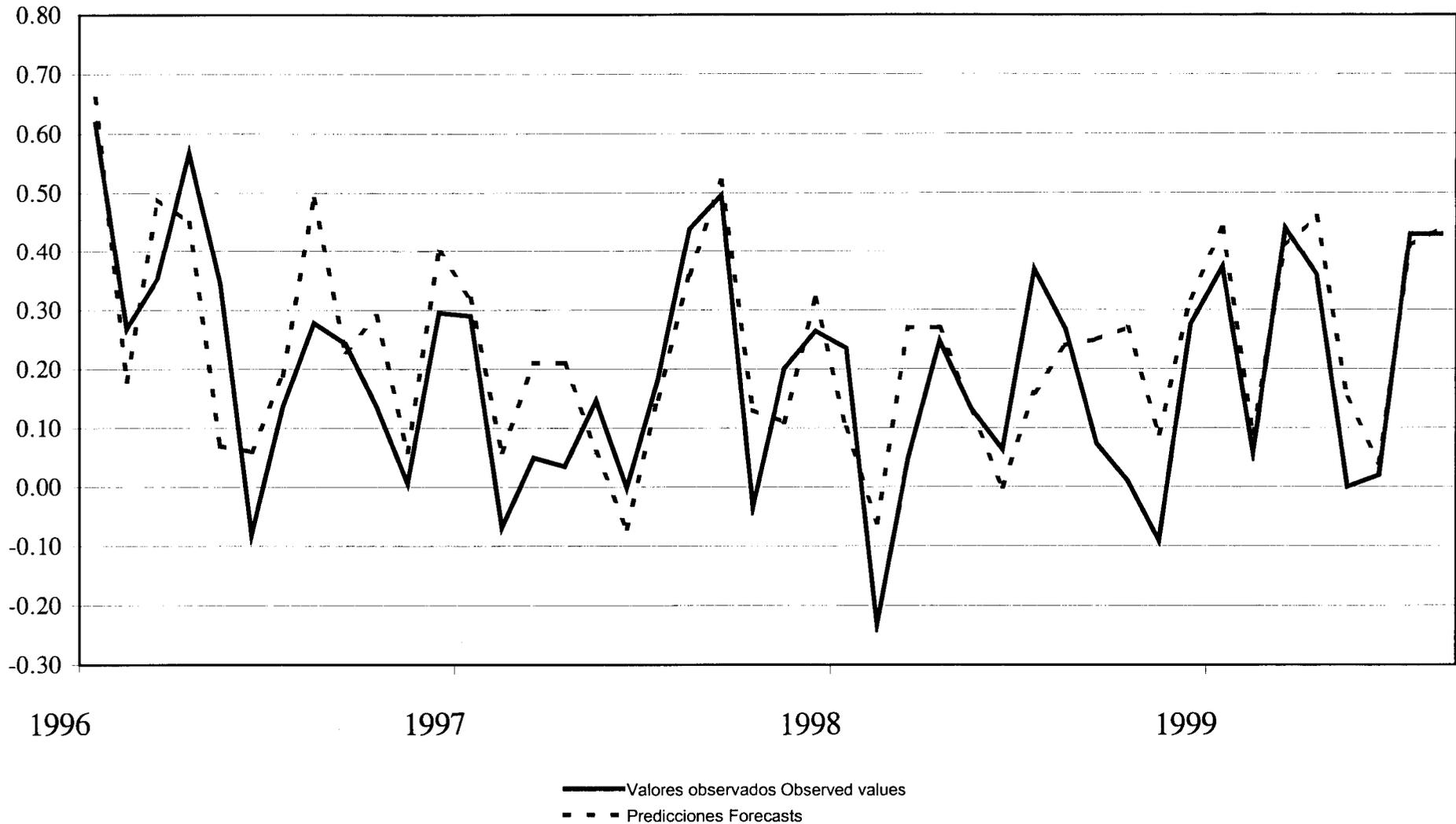
INE / INSTITUTO FLORES DE LEMUS

Source:

Date: September, 28th 1999

Valores observados y predicciones desde enero de 1996

Observed values and forecasts since January 1996



I JORNADAS SOBRE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA Y EL EURO (UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID)

I CONGRESS OF EUROPEAN MONETARY AND ECONOMIC UNION AND EURO (CARLOS III UNIVERSITY)

Marta García Mandaloniz e Isabel Ramos Herranz
Profesoras de Derecho Mercantil de la Universidad Carlos III

(Viene de portada); aprovechamos este trabajo para agradecer su colaboración.

La dirección de las mismas estuvo a cargo del Prof. Dr. D. Rafael Illescas Ortiz y la coordinación a cargo de la segunda autora que suscribe estas líneas. Las materias analizadas en las jornadas fueron desde "El Tratado de Maastricht y la Unión Económica y Monetaria. Las Leyes españolas de Introducción del Euro", pasando, por "La tercera fase de la Unión Económica y Monetaria: sus distintas etapas", "El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Banco Central Europeo", "Los principios de no obligación-no prohibición y continuidad de los contratos", "La incidencia del euro en el Derecho Bancario", "Los cambios producidos por el euro en el mercado de valores", "Bolsa y euro", "Derecho de Sociedades y Euro", "Contabilidad y euro", "El impacto del euro en las Administraciones Públicas", "Tributación y Euro", "El euro y los consumidores" hasta el "El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). El Programa Español de Estabilidad". El plantel de ponentes fue el siguiente: el Prof. Dr. D. Rafael Illescas Ortiz, el Prof. Dr. D. Mariño Menéndez, el Prof. Dr. D. Felix Lobo Aleu, D. José Fernández Martín, el Prof. Dr. D. Jorge Caffarena Laporta, el Prof. Dr. D. Francisco Hernández, el Prof. Dr. D. Juan Sánchez-Calero Guilarte, el Prof. Dr. D. Miguel Ruiz Muñoz, el Prof. Dr. D. Jesús Martínez Guillén, el Prof. Dr. D. Luciano Parejo Alfonso, el Prof. Dr. D. Juan Zornoza Pérez, la Prof^a Dra. Dña. Gema Botana García, D. Fernando Jiménez la Torre y la segunda autora que suscribe estas líneas.

En las líneas que siguen realizaremos una semblanza de las materias objeto de las I Jornadas sobre la Unión Económica y Monetaria (UEM) y el Euro.

From 25th to 28th of May 1999 has taken place in Carlos III University the I Congress of Monetary and Economic Union and Euro, with financial assistance of Carlos III University Vicerrectorado de Investigación. We want to thank his collaboration.

The director of this congress has been Prof. Dr. Mr. Rafael Illescas Ortiz and the coordinating committee Prof. Dr. Ms. Isabel Ramos Herranz. Subjects was the following: "Maastricht Treaty and Economic and Monetary Union. Spanish Acts for introduction of Euro", "3rd. phase of European Monetary and Economic Union: the different stages", "European Central Banks System and the European Central Bank", "Principles of non-compulsion non-interdiction and the continuity of contract", "Effect of Euro in Baking Law" "Changes after Euro in Securities Market", "Stock Exchange and Euro", "Company Law and Euro" "Accounting and Euro", "Effect of Euro in Public Administrations", "Tax and Euro" "Euro and consumers" and "Growing and Stability Agreement. Spanish Stability Program". Teachers was the following: Prof. Dr. Mr. Rafael Illescas Ortiz, Prof. Dr. Mr. Mariño Menéndez, Prof. Dr. Mr. Felix Lobo Aleu, Mr. José Fernández Martín, Prof. Dr. Mr. Jorge Caffarena Laporta, Prof. Dr. Mr. Francisco Hernández, Prof. Dr. Mr. Juan Sánchez-Calero Guilarte, Prof. Dr. Mr. Miguel Ruiz Muñoz, Prof. Dr. Mr. Jesús Martínez Guillén, Prof. Dr. Mr. Luciano Parejo Alfonso, Prof. Dr. Mr. Juan Zornoza Pérez, la Prof. Dr. Ms. Gema Botana García, Mr. Fernando Jiménez la Torre and the second author of this article.

In the following lines we are going to study subject of I Congress of European Monetary and Economic Union and Euro.



I. EL TRATADO DE MAASTRICHT Y LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA. LAS LEYES ESPAÑOLAS DE INTRODUCCIÓN DEL EURO. Prof. Dr. D. Rafael Illescas Ortiz.

La Unión Económica y Monetaria (UEM) se organiza o es fruto del Tratado de Maastricht (TUE). En la Unión Monetaria se pueden distinguir dos velocidades, la de los 11 Estados miembros dentro de la zona euro y la de los 4 Estados miembros fuera de la misma. En la política económica, en cambio, no se llega a esa velocidad unionista que se consigue en materia monetaria. El TUE distingue una Unión a dos velocidades (incluso a tres) claramente en el campo monetario, aunque también en el terreno económico.

Hay un Foro informal de coordinación entre los 11 Estados miembros de la Unión Monetaria, que se encarga de temas económicos, y que es un Foro más unionista, menos estatal. Por su parte, el Consejo Euro-11 no tiene una cristalización normativa, porque donde hay positividad es en la esfera de la Unión Monetaria, pero no de la Unión Económica.

Podemos distinguir varios escalones en la normativa de la UEM y el euro:

1. Derecho originario europeo: el Tratado de la Unión Europea (TUE), que contiene normas directamente aplicables, que no necesitan de normas españolas (o nacionales) sobre la Unión Monetaria.
2. Derecho derivado europeo: existen dos Reglamentos y dos Recomendaciones al respecto.
3. Derecho español: las Leyes españolas: Ley Orgánica 10/1998, de 17 de diciembre, complementaria de la Ley sobre introducción del euro (B.O.E. núm. 302, 18 diciembre 1998) Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro (B.O.E. núm. 302, 18 diciembre 1998), en adelante, LIE. A las que hay que sumar los Reales Decretos y Ordenes Ministeriales concernientes a la Unión Monetaria.

La adopción de normas nacionales en esta materia se ha hecho en muchos Estados miembros pertenecientes al euro (incluso en los otros 4 Estados). También los Estados soberanos o dependencias de los mismos con grandes relaciones económicas con los Estados miembros han dictado leyes de reconocimiento del euro, como moneda con la que se pueden realizar transacciones en sus mercados organizados o por sus instituciones financieras (California, entre otros Estados norteamericanos).

Por lo que respecta en particular a la Unión Monetaria:

Hemos de atender a los artículos 105 y siguientes TUE (Capítulo II, Título VI). Se crea el euro, el Banco Central Europeo (BCE) y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Existe un conjunto de Protocolos sobre el Estatuto del BCE y sobre los Estatutos del SEBC. Además está el Protocolo sobre los criterios de convergencia, que ya han sido aplicados (art. 109.J TUE). De igual forma el Protocolo sobre la transición a la tercera fase de la UEM (donde se aplica expresamente el *nomen iuris* de UEM). Finalmente, el Pacto de Estabilidad y Empleo, que los franceses y alemanes celebraron al margen del Tratado.

Estos son los instrumentos que apoyan la Unión Monetaria, que se caracteriza por la consagración del euro como moneda de los Estados miembros y la desaparición de las monedas nacionales preexistentes, acompañado de la determinación de tipos de cambio irreversibles entre las monedas de los Estados participantes y el euro, paridades establecidas a 31 de diciembre de 1998.

De otro lado, hay que destacar el traslado de reservas en oro y divisas desde los Bancos nacionales de los Estados participantes al BCE. En España existen 22.000 millones de dólares menos desde el 1 de enero de 1999 porque se han llevado a la sede del BCE en Frankfurt. Los 11 Estados participantes ya contraen obligaciones en la misma moneda. La función de soporte que cumplen las divisas se ha visto disminuida en la medida en que ya no hay que respaldar las transacciones que se venía haciendo entre los residentes en España y en los otros 10 Estados participantes. En los artículos 105 y siguientes del TUE y, en concreto, en el artículo 106 se ha consagrado el BCE y el SEBC, que está compuesto por el BCE y los Bancos Centrales de los Estados miembros.



II. LA TERCERA FASE DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA: SUS DISTINTAS ETAPAS. Prof. Dr. D. Fernando Mariño Menéndez.

La UEM es un fenómeno de gran alcance desde el punto de vista internacional. El Estado español y los demás Estados miembros ceden el poder de acuñar moneda y entregar billetes.

La historia de la integración monetaria tiene su origen en los primeros intentos a través del Informe Webner y la serpiente monetaria. En 1977 había pocos Estados en la serpiente. En 1978 se toma la decisión de crear un Sistema Monetario Europeo (SME) que comienza el 13 de marzo de 1979. Se establece como unidad de cuenta única el ECU con un tipo de cambio determinado respecto a cada una de las monedas que lo componía. En el SME entraron la mayor parte de los Estados europeos, no el Reino Unido, pero sí, por ejemplo, España que entró en 1989. Precisamente hacia el año 1989 hubo una serie de turbulencias no previsibles y fue cuando se creó un Foro con el objetivo de preparar una Unión Monetaria.

Las tres fases de la UEM son las siguientes:

Según el Informe Delors la UEM se compondría de tres fases:

1. La 1ª Fase desde el 1 de junio de 1990. Ya detrás hay una experiencia de éxitos y fracasos. Hubo dos conferencias que finalmente se quedaron en una que terminó con la elaboración del Tratado de Maastricht, donde se establecen las tres fases de la UEM.
2. La 2ª Fase desde el 1 de enero de 1994. Se crean las condiciones para la plena y libre circulación de capitales y demás pagos. En el TUE hay disposiciones para prohibir restricciones a movimientos de capital y pagos a terceros Países. Se prohíbe la concesión de crédito al Sector Público. Se establece la culminación de la independencia de cada uno de los Bancos Centrales, que deberán pasar a tener una total autonomía respecto de los Gobiernos nacionales. En esta fase el Consejo Europeo de Madrid fijó el momento de inicio de la siguiente etapa de la UEM.
3. La 3ª Fase comenzó el 1 de enero de 1999 y durará hasta el 30 de junio del 2002. De todas formas, desde el 1 de enero de 1998 ha habido un período de transición que ha sido un preludio de esta tercera fase. Esta última fase es el momento culminante de todo el proceso de la UEM, donde funcionan todos los mecanismos de coordinación.

Los Países que no han entrado -excepto el Reino Unido que tiene un sistema especial basado en su Protocolo- se encuentran sometidos a excepción, esto es a una prolongación de la 2ª Fase de la UEM. Cada dos años se activa el procedimiento para determinar si el Estado cumple o no los requisitos para entrar en la fase definitiva de la UEM. La decisión corresponde al ECOFIN. Mientras tanto, no se les aplican las sanciones por déficit excesivos. No se les aplica a los Estados acogidos a la excepción los artículos 104.9, 104.11, 105, 106, 111, 112.2 y 123 TUE. Son Estados que conservan su soberanía monetaria y no participan en el BCE.

Por otro lado, existen una serie de cuestiones pendientes. De una parte, se quiere limitar el período de convivencia material del euro con las monedas nacionales a dos meses. De otra parte, está el tema de la ampliación de la Unión Europea a Polonia, Hungría, Estonia, Chipre, Eslovenia..., porque aunque entraran puede requerirse un período transitorio antes de acogerse a la Unión Monetaria.

III. LA EVOLUCIÓN DEL EURO Y SU SIGNIFICADO ECONÓMICO. Prof. Dr. D. Félix Lobo Aleu.

La UE ha conseguido unificar mercados. Se ha establecido un Mercado Común que entra en contradicción con la existencia de distintas monedas y tipos de cambio. En un Mercado Común un sistema de tipo de cambio fluctuante presenta graves dificultades. En el año 1971 se pasó de un sistema de tipos de cambio fijos a uno de tipos de cambio libres o fluctuantes. Si hubiera seguido un sistema de tipos de cambio fijo no hubiera habido urgencia en desarrollar la Unión Monetaria. Pero se hizo necesario precisamente por esa modificación en 1971.



Con un sistema de tipos de cambio fijo (desde Brettons Woods hasta 1971) la incertidumbre es muy pequeña y la flexibilidad también, mientras que si el tipo de cambio es libremente fluctuante le resulta difícil a una empresa saber cuáles van a ser sus ingresos. Existe una gran dosis de incertidumbre ante la volatilidad de tipos de cambio. Este sistema tiene, sin embargo, una ventaja: es flexible y permite ajustar las distintas Economías.

Los elementos esenciales de la Unión Monetaria, según el Tratado de Maastricht, elementos necesarios y concatenados entre sí son:

1. Euro: se han fijado irrevocablemente los tipos de cambio entre las monedas de los Estados participantes, para evitar incertidumbres.
2. Política monetaria supranacional: la existencia de una moneda hace precisa una política monetaria única y supranacional (BCE). Y si se ha perdido a nivel nacional la política monetaria la principal vía para influir es la política fiscal, de ahí que se haya establecido por acuerdo del Consejo de Dublín el Pacto de Estabilidad Fiscal con un límite máximo del 3% de los déficits públicos.
3. SEBC: con una función de vigilancia de los mercados y los agentes financieros.

Como argumentos en *pro* del euro encontramos los que siguen:

1. El euro significa fijar los tipos de cambio de manera irrevocable, para que no existan ni incertidumbres ni riesgos asociados con movimientos.
2. El euro tenderá a convertirse en una moneda de reserva. La moneda de reserva actual es el dólar, aunque también el marco y el yen. El euro será la moneda que los Países tenderán a acumular para pagar las deudas internacionales.
3. Otra consecuencia y razón para el establecimiento del euro es que se intenta progresar en el Mercado Único europeo.
4. Beneficios para los Mercados Financieros y, en particular, para los Mercados de Deuda Pública. Existirá un único Mercado de Deuda Pública para todos los Estados miembros.
5. Otro argumento sería que la política monetaria va a mejorar. Antes el peso de Alemania era muy importante, sin embargo, en un sistema de moneda única la política del BCE no tiene porqué ser la más favorable a los intereses de la política alemana.

Los inconvenientes de la instauración del euro están, sobre todo, relacionados con la política macroeconómica. En caso de depresión interesa más gasto público, pero sólo se puede incurrir en un déficit máximo del 3%. En épocas de auge habrá que tener un porcentaje muy inferior para en el momento de depresión tener margen y poder estimular la demanda.

IV. EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES (SEBC) Y EL BANCO CENTRAL EUROPEO. Sr. D. José Fernández Martín.

Conviene realizar una reseña histórica. El BCE está en fase de consolidación. Lleva ejerciendo sus competencias desde el 1 de enero de 1999. El antecedente de la UEM, donde se incardina el BCE, es el Informe Delors de 1988 donde se diseñaron las etapas para conseguir la UEM. Antes ya existía una preocupación por conseguirla. En el Tratado de Roma existían instrumentos de coordinación o contacto, pero no se iba más allá. En 1964 se dio el primer paso: se estableció el Comité de los Gobernadores de los Bancos Centrales, reunido periódicamente para intentar una acción coordinada y no distorsionada del Mercado Común. En 1972 se aprobó por el Consejo Europeo el Plan Weber, que quería que la política monetaria se coordinara con el establecimiento de unas paridades fijas, aunque no se preveía una autoridad monetaria que estableciera este principio. El siguiente paso fue en 1979 con el SME, que funcionó bastante bien hasta 1992 cuando se produjo la salida de la libra esterlina y la lira italiana, debido a la especulación en los mercados financieros. A partir de entonces se quiso una autoridad única encargada de la política monetaria. El TUE estableció las distintas fases de la UEM y una estructura institucional. En la segunda fase de la UEM se estableció el Instituto Monetario Europeo (IME) con el objetivo de hacer converger las distintas políticas monetarias. El BCE sustituiría al IME en junio de 1998, momento en el que



verificó el trabajo que había realizado. Finalmente, el 1 de enero de 1999 con el comienzo de la tercera fase el BCE y el SEBC empiezan a ejercer las competencias que les atribuye el TUE, empiezan a desarrollar sus políticas.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC):

Es un concepto que tiene poca relevancia jurídica. No tiene en sí mismo personalidad jurídica. Está formado por los Bancos Centrales nacionales y por el BCE. Las competencias sólo se atribuyen a estos componentes, aunque los Estatutos se refieran a las funciones o competencias del propio SEBC. La función principal del SEBC es desarrollar la política monetaria única. Según el TUE y los Estatutos, el objetivo principal es que este sistema procure la estabilidad de los precios, con el fin de mantener una inflación baja.

Un segundo objetivo es contribuir al desarrollo de las políticas económicas y sociales de la Comunidad. Éste es un objetivo secundario. Para conseguir el objetivo principal, el BCE tiene una serie de funciones: definir y ejecutar la política monetaria, gestionar las divisas y supervisar un sistema eficaz de pagos único dentro de la UE. Son funciones de política económica central.

El SEBC determina la política monetaria para los 11 Estados de la Unión Monetaria.

El BCE:

Las principales características institucionales del BCE se recogen en el artículo 8 de los Estatutos y en el antiguo artículo 105 del Tratado de Maastricht (ahora artículo 107). Es un órgano comunitario, con un nivel constitucional. Actúa según el principio de atribución de competencias, interpretado de manera extensiva. Es un órgano que tiene atribuida personalidad jurídica propia, tanto en el TUE como en el artículo 9 de los Estatutos. Por tanto, aunque el SEBC no tenga personalidad jurídica, sí lo tiene el BCE. Es una personalidad jurídica distinta a la de la Comunidad. Así, de todos los actos que realice será el responsable.

Otra de las características fundamentales de todos los componentes del BCE es la independencia de cualquier autoridad, comunitaria o nacional. Existe independencia financiera. Se autoalimenta, no recibe recursos ni de los Estados miembros ni del Presupuesto comunitario. También independencia en cuanto a la elección del Comité Ejecutivo. A pesar de su independencia se encuentra sometido a un control político, a través del informe anual que sobre el BCE realiza el Consejo (antiguo art. 112). La Comisión puede proponer medidas. Y a un control jurídico: el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE). El BCE, al igual que el Banco Europeo de Inversiones (BEI), sólo está sometido al Tribunal de Cuentas de manera parcial, en relación a su eficacia operativa.

El BCE tiene los poderes legislativos. Los Estatutos y el TUE le dan la competencia para desarrollar actos legislativos de obligado cumplimiento: actos de Derecho derivado. Es un "legislador" en el ámbito de sus competencias

Por otro lado, en cuanto a la naturaleza jurídica del BCE hay que decir que no es una institución porque no se enumera como tal en el Tratado. Es un órgano que no está subordinado a nadie. No hay jurisprudencia sobre este tema por parte del TJCE, pero sí en relación con el BEI: no es una institución sino un organismo sometido al marco constitucional del Tratado y que ha de respetar todas las normas de Derecho Comunitario.

V. LOS PRINCIPIOS DE NO OBLIGACIÓN-NO PROHIBICIÓN Y CONTINUIDAD DE LOS CONTRATOS. Prof. Dr. D. Jorge Caffarena Laporta.

Durante los tres años del período transitorio (1 enero 1999 a 31 diciembre 2001) cohabitará el euro y las unidades monetarias nacionales. Esta cohabitación se encuentra ordenada por las reglas contenidas en los Reglamentos comunitarios de 3 de mayo de 1998 y de 17 de julio de 1997. Las reglas de ambos Reglamentos comunitarios los recoge la LIE española. Estas reglas se descomponen en dos afirmaciones. La primera es que el euro y la peseta son la misma cosa. La segunda que el euro y la peseta son dos cosas distintas. La primera afirmación hace



referencia al principio de fungibilidad y la segunda simplemente a que el euro y las monedas nacionales son expresiones diferentes de la misma moneda. Esta idea está implícita en el principio de no obligación-no prohibición. Son dos afirmaciones que se complementan.

Principio de no obligación-no prohibición:

Este principio se recoge en el artículo 8 del Reglamento del Consejo de 13 de mayo de 1998 y en los artículos 13 y 14 de la LIE. Es un principio que rige durante el período transitorio. Su finalidad es conseguir un cambio suave y no traumático de la moneda nacional, que se convierte en unidad monetaria nacional y en subdivisión del euro.

Desde el 1 de enero de 1999 los instrumentos jurídicos pueden estar denominados en euros o pesetas, según lo acuerden las partes. La Ley española va más allá que el Reglamento al establecer la preferencia por la peseta. Esta preferencia encuentra justificación en el hecho de que las monedas y billetes que circulan en el período transitorio están denominadas en la unidad monetaria peseta.

El principio es que los importes monetarios establecidos en pesetas se ejecutarán en pesetas y los expresados en euros se ejecutarán en euros. Esta regla no es sólo para los contratos sino para cualquier otro instrumento jurídico. El Reglamento comunitario define lo que es un instrumento jurídico en un sentido muy amplio: disposiciones legales y reglamentarias, actos administrativos, resoluciones judiciales, contratos, actos jurídicos unilaterales, instrumentos de pago distintos de monedas y billetes y demás instrumentos similares.

Este principio tiene dos excepciones en el Reglamento comunitario y en la Ley española. La primera excepción es la voluntad de las partes. El artículo 8.2 del Reglamento dice que: *“Se entenderá sin perjuicio de lo pactado entre las partes”*. La segunda excepción, es el supuesto en el que se ha pactado el pago por abono en cuenta del acreedor. Se tienen que dar una serie de requisitos y el fundamental es que se haya pactado el pago por abono en cuenta. Entonces, se faculta al deudor para que si quiere en vez de realizar el pago en la unidad monetaria pactada lo realice en la otra unidad monetaria.

Principio de continuidad de los contratos:

En este tema se ha pasado del catastrofismo al eurooptimismo. Hasta el verano de 1996 algunos habían dibujado un cuadro apocalíptico. Se auguraba el derrumbamiento de la Economía europea. Pero a medida que no ha habido incidentes, el cambio de moneda se presenta como un proceso ordenado y previsible.

El artículo 3 del Reglamento de 1997 señala que la introducción del euro no afecta a la continuidad de los contratos. Ninguna de las partes puede pretender la resolución del contrato en virtud de este hecho, salvo que las partes hayan acordado otra cosa.

- En cuanto al ámbito de aplicación, el Reglamento y la LIE piensan en contratos con una relación obligatoria duradera, que no hubieran terminado cuando se introduce el euro (arrendamientos, contratos de renta vitalicia...). Pero también los contratos de tracto único en los casos en los que el cumplimiento de la obligación pecuniaria haya quedado diferido en el tiempo y no se haya producido cuando se introduce el euro en los Estados miembros.
- Hay algunos Estados norteamericanos (California, Massachusetts, Illinois...) que han dictado normas expresas en materia de euro, asumiendo todos los principios que conlleva la introducción del mismo.



VI. LA INCIDENCIA DEL EURO EN EL DERECHO BANCARIO. Prof. Dra. Dña. Isabel Ramos Herranz.

En primer lugar hay que destacar la importancia de las entidades de crédito en la introducción del euro: no estamos ante meros operadores sino ante los motores impulsores del éxito del euro en el período transitorio y de las actividades de cambio de monedas nacionales por la unidad monetaria euro en el período de canje. Por ello, es esencial el control jurídico de los servicios bancarios prestados en euros (comisiones, gastos y transparencia de las operaciones).

Operaciones en euros en el período transitorio: el principio es la ejecución según la unidad de cuenta empleada (esto es dependiendo de la elección de la peseta o el euro); sin embargo, se admite pacto en contra. Es más, una clara plasmación de la excepción al principio son los pagos mediante abono en cuenta del acreedor a realizar en España; nuestra LIE establece que en tales tipos de pagos el acreedor recibirá el abono en la denominación de la cuenta (en euros o en pesetas), independientemente de la unidad de cuenta empleada por el deudor-pagador. Tanto deudor como acreedor han de respetar las reglas de redondeo. Desde el punto de vista de las entidades de crédito, estos pagos mediante abono en cuenta han de resultar gratuitos para el cliente bancario, siguiendo con ello la Recomendación sobre comisiones para la conversión a euros.

Operaciones de cambio de divisas de los Estados participantes en el euro (EPE): tales operaciones durante el período transitorio han sido disciplinadas en la normativa sectorial bancaria (mediante Circular del Banco de España de modificación de la Circular 8/1990, de transparencia de las operaciones y protección de la clientela). De un lado, no será posible el cobro de comisión de cambio pero, de otro lado, está permitido el cobro de otro tipo comisiones bancarias (tales como la comisión de custodia o la de emisión de cheques de viaje); en cualquier caso, la operación de cambio ha de respetar las normas bancarias de transparencia, particularmente la publicidad e información a los clientes bancarios (en las tarifas de comisiones que acompañan al documento contractual, en el tablón de anuncios y en el documento de liquidación).

Redenominación de cuentas en el período transitorio: es necesario el pacto, preferiblemente expreso, ya que existe redenominación automática, a diferencia de la Deuda Pública. Esta operación será gratuita, siguiendo así la línea de elevada protección que el legislador español ha otorgado a los clientes bancarios. También serán redenominados los medios de pago y disposición de la cuenta objeto de la redenominación. La excepción la encontramos en los talonarios de cheques en los que se alude a la peseta como moneda de pago, que podrán seguir utilizándose pese a que la cuenta de cargo este denominada en euros.

El MIBOR en los préstamos hipotecarios: se mantiene el MIBOR mientras no surjan dificultades técnicas. Si aparecieran dificultades técnicas, el Ministro de Economía y Hacienda estaría habilitado para modificar la fórmula de cálculo o sustituir el MIBOR por un tipo equivalente o análogo. De producirse la modificación o sustitución, los cláusulas de los préstamos hipotecarios no serán alteradas ni podrá entenderse extinguido el contrato. El MIBOR convivirá con el EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) hasta su desaparición, si tuviera lugar.

VII. LOS CAMBIOS PRODUCIDOS POR EL EURO EN LOS MERCADOS DE VALORES. Prof. Dr. D. Francisco Hernández.

La introducción del euro es el último paso en el proceso de integración. El efecto del euro en los mercados es que se tendrá que dar información en euros y/o pesetas. Otro efecto más directo es que las empresas españolas van a estar cotizando en otros Mercados de Valores. Ambos son los efectos auténticamente reales del euro, aunque no estén en la Ley. Junto a ellos están los efectos legales de la introducción del euro.

Los efectos reales serán los siguientes: en 1998 han existido en España dos factores claves para la integración de los mercados. El primero, la reforma en noviembre de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y, el segundo, la introducción del euro. Antes de la introducción del euro hubo que probar que todo funcionaba bien. El euro comenzó el 4 de enero de 1999, pero unos días antes ya se estaba viendo si se producían errores. La integración de mercados no empieza, sin embargo, ahora, sino que es un proceso largo y sucesivo. Todas las sociedades que cotizan en el Mercado de Valores tienen que aportar la misma información para proteger al inversor. Se supone



que son mercados eficientes que dan un precio justo o real. Si toda la información no está en el mercado, habrá información privilegiada y no existirá un precio justo. Por eso es clave la información y de ahí que se requiera el mismo nivel en todos los Mercados de Valores. Hay una regulación comunitaria, por medio de Directivas, en esta materia. Por consiguiente, existe un cierto grado de armonización que permite la cotización en otros mercados. La siguiente fase de integración son las empresas de inversión y el "pasaporte comunitario". Hasta el año pasado había que hacer la introducción en España a través de sucursales. Hoy con la reforma de la LMV se ha traspuesto el contenido de la Directiva de Servicios de Inversión, que impone el pasaporte comunitario. Así, cualquier empresa de inversión puede operar en cualquier otro Estado sin requerir una autorización añadida.

El euro -como se ha señalado- supone un paso más en el proceso de integración. Ahora se comparan las cotizaciones y se eliminan los riesgos del tipo de cambio. Pero, ¿existe un Mercado de Valores único en Europa?. Todavía estamos en una etapa alejada de la verdadera integración de los mercados y ello porque tenemos divergencias en la normativa fiscal, en los niveles de exigencia de eficiencia y en los sistemas de negociación. En este último aspecto hay dos tipos de mercados, los de precios (Inglaterra) y los de órdenes (España).

Los efectos legales son los que siguen:

Hay tres normas básicas. La LIE, que resulta innecesaria porque se podría haber funcionado con los Reglamentos comunitarios; la Orden Ministerial que desarrolla la LIE y la Circular de la CNMV que establece la información y contiene un manual operativo donde se dan instrucciones a los supervisados sobre lo que tienen que hacer para introducir el euro.

Las agencias y sociedades de valores van a empezar a operar en euros. Para ello, tendrán que tener en cuenta una regla fundamental: si deciden operar en euros todo deberá ser en euros y si en pesetas todo en pesetas. Excepto la información a los clientes que habrá de ser dual. Por su parte, los Fondos de Inversión, según el artículo 20 LIE, durante el período transitorio tienen libertad para elegir operar en pesetas o en euros.

VIII. BOLSA Y EURO. Prof. Dr. D. Juan Sánchez Calero.

Los juristas no han sabido evaluar hasta ahora lo que va a suceder con el euro, no han atisbado el alcance enorme de este proceso. Se ha producido una renuncia a emitir dinero por los Estados. Es ésta una decisión política con una incidencia directa en los Economías y en las empresas de los Estados miembros. La moneda única cuando cristalice implicará una apertura de todos los mercados y, por tanto, también de los Mercados de Valores. Se acepta con esto el incremento de riesgo de que se produzcan alteraciones en el control o en el poder de las principales empresas. Las Bolsas son los mercados en donde, entre otros posibles objetos de negociación, se tiene el control societario y, sobre todo, el de las empresas más importantes de los Estados. Un ejemplo es el caso de la lucha por Telecom Italia. Es una lucha justificada en la apertura económica que lleva el proceso de la UEM y que se ha resuelto de una forma sorprendente: Olivetti que era competidora directa se ha quedado con el control de esa compañía italiana. Esta misma situación se podría volver a plantear en el sector de las telecomunicaciones. Vemos, por tanto, cómo el euro no es sólo algo macroeconómico, sino que afecta de forma directa a las empresas.

Las Bolsas se ven encuadradas en un marco legislativo amplio y complejo. La LMV convierte a las Bolsas en mercados con una organización fundamentalmente societaria. Son los mercados secundarios donde se compran y recompran los valores puestos en circulación, frente a los primarios en los que se negocian los valores que por primera vez se ponen en circulación.

En el esquema del Mercado de Valores se encuentra en el vértice la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que ejerce los poderes de supervisión. También están las Sociedades Rectoras que se encargan, entre otros asuntos, de la gestión de los respectivos mercados bursátiles y de la publicación de los Boletines de cotización. El Servicio de Interconexión Bursátil con funciones complicadas, principalmente, se ocupa de permitir que la contratación de valores (IBEX-35) se haga sobre un soporte informático. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores adopta forma societaria y se encarga de llevar a cabo la compensación entre valores-efectivo, valores-valores o cualquier tipo de operación. No hay que olvidar tampoco a los miembros de la Bolsa



que son los que protagonizan la contratación bursátil. A todos estos participantes el euro les está obligando a realizar un esfuerzo muy importante de adaptación. Se lleva realizando desde el año 1997 una labor intensa en la Bolsa en relación con el euro. El Derecho va siempre por detrás de la realidad tecnológica.

Los cambios se plasmarán en los aspectos que siguen:

1. Desde la perspectiva societaria: se tiene que producir la redenominación del capital social de pesetas a euros. Éste es un problema importante no desde el punto de vista jurídico sino desde el punto de vista práctico.
2. Como lugar de contratación: en la Bolsa se residen muchos contratos, por lo que entran en juego todos los principios que la LIE establece en relación a los contratos en general: principio de continuidad, gratuidad, fungibilidad y equivalencia. Son principios esenciales que también encuentran vigencia en los Mercados de Valores, desde la defensa de los inversores.
3. El euro va a conseguir en teoría la armonización de las Bolsas, aunque fracasará si se sigue como hasta el momento.
4. Desde la perspectiva contable: la Bolsa no es ajena a las implicaciones contables del euro.

Desde enero de 1999 todas las acciones de las empresas que están en Bolsa cotizan en euros. Pero en algunos aspectos esta denominación en euros no cuaja. Habría que suprimir el valor nominal de las acciones de las empresas cotizadas, como sucede en EE.UU. El valor lo fijaría, entonces, el mercado en atención al patrimonio de la sociedad. Pero esta idea es inviable, porque en Derecho español el capital social es un elemento imprescindible de toda la regulación societaria. Esa medida supondría ir en contra de todo el Derecho continental de Sociedades.

IX. DERECHO DE SOCIEDADES Y EURO. Prof. Dr. D. Miguel Ruiz Muñoz.

En relación a los aspectos contables, se puede adoptar como moneda el euro o la peseta, si bien la adopción del euro es irreversible. El artículo 27.3 LIE se remite al desarrollo reglamentario para establecer excepciones. En materia de cuentas anuales la competencia para la decisión correspondiente la tienen los órganos de administración. En cuanto a los Estatutos de la sociedad, por el euro quedan afectadas las disposiciones sobre capital, cuotas sociales, participaciones, retribuciones de los administradores... La LIE no establece nada sobre este último aspecto de la retribución de los administradores, por eso se plantean dudas sobre si hay que hacer una modificación estatutaria o basta con una simple conversión. Parece que, a pesar de los costes, habría que hacer una modificación estatutaria. Para evitar los costes habría que dejarlo tal y como está y esperar al fin del período transitorio donde se hará de forma automática. Por su parte, las prestaciones accesorias pueden ser gratuitas o retribuidas. En este último supuesto se planteará el mismo problema que para la retribución de los miembros del órgano de administración. Algo similar ocurre también en el caso de los dividendos pasivos en la sociedad anónima.

Por lo que respecta a la conversión del capital social de pesetas a euros, se pueden distinguir tres supuestos:

1. Sociedades constituidas previamente: pueden pasar a euros o no en el período transitorio.
2. Sociedades constituidas a partir del 1 de enero de 1999: pueden fijar la cifra de capital en pesetas o en euros. Si se fija en euros no será de aplicación el artículo 28.
3. Sociedades constituidas a partir del 1 de enero del 2002: habrá necesidad de fijar el capital en euros.

Si se desea convertir el capital en euros existen tres reglas:

1. Se tiene que llevar a efecto la redenominación en euros. Esto significa que al capital se le va a aplicar el tipo de conversión de la peseta a euros. El artículo 11 LIE habla del redondeo al céntimo más próximo por exceso o por defecto. Para hallar el valor nominal de las acciones se multiplicará el capital por el porcentaje de las acciones en el capital social en pesetas. Esto nos daría la cifra en euros del valor nominal de cada una de las acciones, sin que haya aquí redondeo.



2. Redenominación o ajuste del valor nominal de las acciones, participaciones o cuotas sociales al céntimo más próximo: artículo 28 LIE. Es una continuación de lo anterior. El redondeo se hace ahora con esta operación de redenominación de carácter voluntario. Cuando se esté ante valores nominales con más de dos decimales se puede realizar esta operación. Esto implica una operación de aumento del capital con cargo a reservas disponibles o una reducción del capital (reserva indisponible).
3. Ajuste a una cifra de euros enteros, sin decimales. Este aspecto no está regulado en la LIE, pero es posible según los expertos; aunque, entonces, se deberá sujetar a las reglas generales sobre modificación estatutaria.

Hay distintos métodos de redenominación:

1. Método global o superior: se hace a través de la cifra del capital social. La cifra resultante se divide por el número de acciones y esto nos da como resultado el valor nominal de las acciones en euros. La ventaja de este método es que evita el incremento o la reducción de manera significativa. El inconveniente es que aporta decimales en el capital y las acciones.
2. Método por acción o inferior: se parte de la conversión del valor nominal de las acciones. A continuación se multiplica por el número de acciones y esto nos da como resultado la cifra del capital social en euros. Si existen varias clases o series de acciones habrá que tenerlas en consideración. La ventaja de este método es que ofrece más fidelidad del valor nominal. Por el contrario, el inconveniente es que provoca incrementos del capital social en mayor medida.
3. Método sobre cuotas sin nominal: este método no resulta aplicable en España, aunque sí en Holanda. Consiste en la división en función de un porcentaje.
4. Método mixto: es el que se ha establecido en el artículo 21 LIE. Se fija el valor nominal de las acciones multiplicando por el porcentaje de cada una de las acciones. No existe redondeo, pero existe una reducción de decimales y no se pueden alterar los derechos del socio (arts. 2 y 21 LIE).

X. CONTABILIDAD Y EURO. Prof. Dr. D. Jesús Martínez Guillén.

La normativa sobre el euro en materia de contabilidad es la que sigue:

1. LIE.. En su artículo 27 se regula la materia contable. El principio de no obligación-no prohibición en cuanto a la moneda que se contabiliza. Otro principio es el de cambio de monedas irrevocable, salvo excepciones justificadas (por ejemplo, una empresa española que contabilice en euros y sea absorbida por otra empresa española que contabilice en pesetas). Si se opta por contabilizar en euros también deberá convertirse en euros la Contabilidad del año anterior, para que exista comparabilidad entre ambas Contabilidades. La LIE se remite a un posterior desarrollo reglamentario. No entra la LIE en ámbitos específicos como el de seguros.
2. Real Decreto 2814/1998, de 23 de diciembre: da curso a un texto elaborado en el seno del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). Este Instituto antes de emitir las normas definitivas, elabora un Borrador en el BOICAC para que los profesionales puedan dar su opinión. El Real Decreto establece que no es necesaria ninguna normativa específica contable para acoger el euro en la Contabilidad. El Real Decreto se divide en 3 Capítulos, referidos, fundamentalmente, a la moneda de las cuentas anuales y a las normas de valoración.

Por lo que respecta a las normas de valoración: el objetivo principal es el principio de imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa. Es un principio anglosajón que se caracteriza por ser excesivamente práctico. Debajo de ese objetivo hay un principio esencial que es el de prudencia. Cuando las diferencias del tipo de cambio en el mercado son adversas para la empresa se contabiliza el quebranto financiero. Cuando son diferencias favorables a los intereses de la empresa no se contabiliza el ingreso. En el caso del euro si se tienen diferencias (latentes) de cambio positivas de Estados participante en el euro sí se incluyen. Las negativas, por supuesto, también. Esas diferencias se generaron en 1998 porque el tipo de cambio del euro se estableció en diciembre de 1998.

Para la conversión de las cuentas consolidadas, el método a seguir es el del tipo de cambio de cierre. Las diferencias de cambio van a los Fondos Propios. Existe, sin embargo, otro sistema: monetario-no monetario. Se



convierten las unidades monetarias del día de hoy. Pero los inmovilizados al cambio del día en que se compraron.

Los gastos e ingresos derivados de la introducción del euro se ubican en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (CPyG). Por otra parte, si hay aumento o reducción del inmovilizado, se activa, es decir, se pone como mayor valor del inmovilizado. La cuenta en la que se recoge dependerá del tipo de inmovilizado de que se trate, excepto si el importe es alto en que irá a Gastos o Ingresos Extraordinarios.

El redondeo es el ajuste del capital de las acciones. El legislador obliga a las empresas a que redenominen el valor de sus acciones. Pero, esa redenominación está exenta de cualquier clase de gasto fiscal o tasa notarial. Las diferencias que queden después de haber hecho el redondeo se llevan a una cuenta: 119- Diferencias por ajuste del capital.

Las cuentas anuales son el Balance, la CPyG y la Memoria. Según el legislador contable es en la Memoria donde deberá incluirse la información sobre todos los aspectos relativos al euro con efectos en las cuentas.

XI. EL IMPACTO DEL EURO EN LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. Prof. Dr. D. Luciano Parejo Alfonso.

En primer término, abordamos los problemas de la Administración Pública en el período transitorio:

Las Administraciones Públicas presentan peculiaridades respecto al euro. En el período transitorio se podría haber escogido cualquiera de las opciones: euros o pesetas. Pero se presentan inconvenientes. Como los operadores privados pueden seguir utilizando la peseta, si la Administración Pública hubiera optado por el euro habrían surgido problemas. De ahí que se haya optado por continuar en este período con la peseta. Esta opción tampoco está exenta de dificultades, sobre todo en cuanto al Presupuesto. Hay reglas para que efectivamente todos aquellos que manejen los Presupuestos tengan en cuenta las diferencias de cantidades que puede surgir. Cada uno de los programas informáticos, además, deben ser rediseñados para que aparezca la peseta y el euro. También tiene consecuencias en materia de contabilidad: existen reglas concretas para que no se produzcan problemas en la fiscalización de las cuentas por parte del Tribunal de Cuentas. Por otro lado, en las relaciones de las Administraciones con los agentes privados la opción también repercute, puesto que la Administración va al mercado (realiza y compra obras o servicios) y los agentes pueden hacer ofertas en pesetas o en euros y su comparabilidad es difícil. De igual forma pueden surgir problemas con los pagos de los contratistas y su relación con los ingresos y gastos.

Las consecuencias de la introducción del euro para la Administración Pública se manifiestan en cooperación y coordinación *ad intra* de la Administración. Para ello, habrá que establecer mecanismos de entendimiento. La Administración ha sido consciente de estas consecuencias y, de ahí, la planificación. La Administración española tiene que coordinarse internamente, pero también con las instituciones comunitarias, a través del Comité Monetario de la UE. ¿Cómo ha operado la Administración?. Creando una autoridad que está radicada en la Administración General del Estado, pero cuyas decisiones se proyectan al resto de Administraciones Públicas. Es una estructura con dos niveles: ministerial e interministerial. El primer nivel se conecta con Bruselas, pero el corazón de esta estructura es la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, como representante de España en el Comité Monetario. La Administración española, mediante el Real Decreto 363/1997, ya empezó a adoptar previsiones en un doble nivel: estructura organizativa y mecanismo funcional que debe emanar de esa estructura organizativa.

El marco legal de la nueva realidad tras la introducción del euro se sustancia en los dos Reglamentos comunitarios y en la LIE. Por la introducción del euro a partir del 1 de enero del 2002 a las Administraciones se les pueden presentar instrumentos jurídicos (desde Leyes hasta actos o negocios jurídicos) en euros. Cualquier funcionario deberá advertir que la denominación en pesetas ya no gozará de la protección del sistema monetario nacional.

La potestad sancionadora está recogida en el artículo 5 LIE, pero sólo alude a las normas administrativas y no a las normas penales. Hasta la finalización del período de canje todas las referencias a pesetas se han de entender



hechas a pesetas y a euros, y si están hechas en ecus se entiende a euros 1 a 1. Para las infracciones que se cometan, por ejemplo, el 28 de diciembre del 2001 con un expediente posterior a fecha de 1 de enero del 2002, regirán las reglas del período transitorio. El artículo 10 LIE dice que la introducción del euro no debe producir ningún efecto que conlleve modificaciones. Es el principio de continuidad.

De otro lado, la Deuda del Estado español va a tener que competir con las Deudas de los Países miembros. El principio general es el de la gratuidad de las operaciones derivadas de la introducción del euro. La Deuda anterior al 1 de enero de 1999 se redenomina. En cambio, para las emisiones posteriores se utiliza la unidad de cuenta euro. El Mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta también utiliza el euro. Si hay una emisión en unidad de cuenta nacional tiene que ser redenominada a euros. Es una regla forzosa. Hay un problema y es que el Presupuesto sigue en pesetas y la emisión debe ser en euros. Si el límite presupuestario no está en euros se debe convertir en las Leyes de Presupuestos de los años 2000, 2001 y 2002.

XII. TRIBUTACIÓN Y EURO. Prof. Dr. D. Juan Zornoza Pérez.

La introducción del euro no tiene por qué tener mayor relevancia desde el punto de vista de la Hacienda Pública, pero sí desde la política fiscal. En el TUE y el Protocolo anejo se establecieron magnitudes cuyo control por los Estados era imprescindible para la UEM, así, determinados niveles de déficits públicos y de endeudamiento público. Al acceder los Estados a la 3ª Fase de la UEM vienen obligados al mantenimiento de esos niveles, que se van a ir haciendo cada vez más estrechos. El margen de maniobra de los Estados en cuanto a la política fiscal, por ejemplo, se ha ido estrechando de forma muy sensible. Por eso, la introducción del euro sí tiene repercusiones en la política fiscal: política de gastos y de ingresos.

Los efectos del euro en la armonización fiscal: la integración económica va a exigir el incremento de los niveles de armonización fiscal hoy vigentes en la UE. La armonización hoy alcanza a los impuestos indirectos, a los especiales y, en mucha menor medida, a los impuestos directos (sólo en relación a los no residentes). Se hace imprescindible el incremento de la armonización fiscal en el ámbito de la imposición directa y, sobre todo, en el ámbito de la imposición empresarial. El euro lo potenciará. La introducción del euro permitirá, asimismo, que continúe la armonización en el IVA. En tanto no se adopte el IVA en origen, los ajustes que hay que practicar se van a ver facilitados entre Estados de la zona euro.

Efectos del euro en la Hacienda Pública: la introducción del euro no ha de tener necesariamente incidencia en la Hacienda Pública. Por eso, en los Planes de transición al euro y en la legislación dictada la Hacienda Pública ocupa un lugar muy escaso, sobre todo, en materia de endeudamiento público. Aún así, existen algunos efectos colaterales. La Ley Orgánica 10/1998 complementaria de la LIE se refiere al artículo 14 de la LOFCA, señalando que a partir del 1 de enero de 1999 el endeudamiento externo de las Comunidades Autónomas se redefine. La deuda emitida en euros dentro de los Países de la UE por parte de las Comunidades Autónomas ya no será considerada como deuda externa, al no existir riesgo de cambio.

Los problemas específicamente tributarios: según la legislación hay poco que decir en esta materia. El artículo 33 LIE se fija en los aspectos puramente formales, como reflejo del Plan de actuación aprobado por el Gobierno a consecuencia de los trabajos de la Comisión Interministerial. El Plan de actuación, en principio, adoptaba una opción euro-limitada, porque sólo las personas jurídicas podían declarar en euros y sólo para determinados impuestos. En la LIE parece que se ha adoptado una opción más valiente, aunque no es seguro porque el artículo 33 establece que el Ministro de Economía decidirá. Para todos los tributos que se devenguen a partir del 1 de enero o que comiencen a partir de esa fecha se podrá permitir la declaración y liquidación en euros, pero todavía este supuesto no se ha regulado sino muy limitadamente para el IVA.

Los costes de introducción del euro: van a ser muy importantes y no se ha previsto ni regulado ningún tratamiento fiscal. Los costes recaen, principalmente, sobre determinados sectores (máquinas recreativas, cajeros automáticos...). Es injustificable, por tanto, la no previsión específica de un tratamiento fiscal para el período transitorio.



XIII. EL EURO Y LOS CONSUMIDORES. Prof. Dr. D^a Gemma Botana García.

Política de protección de los consumidores: la política de protección de los consumidores ha sido una de las últimas políticas adoptadas en la UE. El Título XI del Tratado de Amsterdam en su artículo 129.A abre posibilidades respecto a esta política, en concreto, la adopción de medidas que incidan sólo en los intereses de los consumidores. La política del consumo sale de la zona gris en la que se encontraba por no tener independencia propia.

Legislación sobre el euro y los consumidores:

La introducción del euro es una medida jurídica, política, económica y social sin precedentes. Junto a los Reglamentos comunitarios nos encontramos con el Plan de acción sobre la política de los consumidores 1999-2002 (COM (98) 696 final) para la supervisión y aplicación de tres Recomendaciones de la Comisión. Estas tres Recomendaciones son de 23 de abril de 1998. La primera es la 98/288 relativa al diálogo y seguimiento para facilitar la transición al euro, la segunda sobre doble indicación de precios y otros importes monetarios y la tercera sobre las comisiones bancarias por la introducción del euro. Por otro lado, aparte de la LIE, se llegó en 1998 a un acuerdo entre las asociaciones de consumidores, turismo y PYMES en relación a la introducción del euro.

Efectos positivos y negativos, a corto y largo plazo, del euro en la protección de los consumidores

1. Como efectos positivos a corto plazo destacan las ofertas de nuevos productos, sobre todo, en el área financiera, con un aumento de la movilidad, unos menores costes y una mayor comparabilidad de precios entre los distintos Estados miembros.
2. Los efectos negativos a corto plazo son los costes directos de la introducción del euro sobre los consumidores, la falta de transparencia en la fijación de precios y los redondeos poco favorables.
3. Los efectos positivos a largo plazo serán la ampliación de los mercados, en especial, en el ámbito de los servicios financieros y el euro como competidor del dólar.
3. Los efectos negativos a largo plazo serán la devaluación de los ahorros, el aumento del coste del nivel de vida y la posible inestabilidad del euro en el futuro.

Lagunas en la relación euro-consumidores:

El marco legal sobre el euro es aún incompleto. El TUE sólo se ocupa de un marco institucional para las cuestiones monetarias (BCE y SEBC). El Reglamento de 3 de mayo de 1998 sólo se refiere a cuestiones monetarias en el período transitorio (principio ni-ni). No contiene ninguna norma sobre relaciones contractuales entre partes privadas. Sí se incluyen esas relaciones en el Reglamento de 17 de junio de 1997, pero sólo en cuanto a la continuidad de los contratos. Quedan fuera de las instituciones comunitarias la materia sobre consumidores, por el principio de subsidiariedad. Hay Directivas comunitarias de mínimos que tienen que trasponer los Estados, pero si no se trasponen no tendrán efectos directos entre los particulares sino sólo en las relaciones verticales con la Administración Pública.

Doble indicación de precios

Durante un período de tiempo será necesaria la doble indicación de precios (art. 15.1 Reglamento 1998). Según la Recomendación de 23 de abril de 1998 durante el período transitorio los precios deberían estar en euros y en las monedas nacionales sin divergencias.



XIV. EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO (PEC). EL PROGRAMA ESPAÑOL DE ESTABILIDAD 1997/2000. Sr. D. Fernando Jiménez Latorre.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) es una Resolución del Consejo donde se recoge un conjunto de instrumentos jurídicos y compromisos políticos que garantiza unas finanzas públicas sanas. Este punto estaba previsto en el TUE en relación a la UEM. El proyecto UEM se preveía que fuera a fecha fija. Los Estados pasarían a formar parte de la 3ª Fase de la UEM si cumplían una serie de datos macroeconómicos (máximo del 3% de déficit público...). El 1 de enero de 1999 11 Estados miembros han entrado en el euro.

En la medida en que el ecu se depreció respecto del marco casi un 30%, por las crisis de la libra esterlina la peseta o la lira italiana, se empezaron a ver las ventajas de una moneda fuerte. Primero se cambió el nombre de ecu, pasando a denominarse euro (Cumbre de Madrid de 1995) y después se reforzó la política fiscal a propuesta de los alemanes.

Existen dos Reglamentos importantes, uno sobre la supervisión presupuestaria y el mecanismo de alerta rápida para las desviaciones del programa y otro por el que se agiliza el procedimiento para la sanción a los Estados con déficit superior al 3%, que actúa como arma disuasoria. El importe de la sanción es del 2% del PIB como cantidad fija, aparte de una cantidad variable. Las sanciones actúan como estímulo para no incurrir en esos déficit excesivos. De todas maneras, existen cláusulas de escape, pero están limitadas a casos excepcionales como guerras o catástrofes naturales, para que el procedimiento de sanción no pierda su poder. No es un procedimiento de sanción automático.

Consejo Euro-11: Pacto de Estabilidad y Empleo:

Un mecanismo para reforzar la coordinación fue el Consejo Euro-11, donde los alemanes abogaron por la estabilidad de los precios y los franceses por el empleo. Hoy los alemanes tras la crisis que sufren están cambiando de opinión. España, por su parte, es consciente de los beneficios de la estabilidad de precios. Italia no se ha beneficiado del contexto de estabilidad porque partía de un nivel de déficit muy fuerte y ha estado muy sensible a la competitividad asiática. El Pacto de Empleo es un intento alemán para estimular la demanda, que se ha quedado en un diálogo macroeconómico con los agentes sociales.

Programa de Estabilidad español:

El Programa de Estabilidad español es un instrumento muy ortodoxo en la medida en que apuesta por la estabilidad fiscal. Se quiere que en el año 2002 hay un superávit de 1 décima, partiendo del -1,6% de 1999. Es un programa económico basado en unos supuestos económicos, en unas medidas y en unos objetivos. El ahorro público va avanzando para cumplir la regla de oro: inversión pública superior al ahorro público. En relación a la presión fiscal se aboga por una pequeña disminución. España está viviendo una fase expansiva desde el año 1996. Pero el riesgo de agotamiento de esta fase expansiva está apareciendo. En cualquier caso, no es una cuestión cerrada porque la demanda interna sigue muy fuerte. La evolución corrobora que los supuestos son realistas y que el objetivo (-1,6%) es fácil de alcanzar. Europa recomienda, en todo caso, que España sea más restrictiva.

En el Programa de Estabilidad español también se incide en la reforma de los mercados de servicios y capitales. Se desea la liberalización de los mercados para introducir las fuerzas de la competencia. En teoría, esto debería redundar en unos mejores precios y una mayor flexibilidad de los mercados.



LA ESTADÍSTICA DE PRECIOS DE LA VIVIENDA: ESTUDIO DESCRIPTIVO E IMPLICACIONES
PARA EL ANÁLISIS DE LA COYUNTURA

*THE HOUSING PRICES STATISTICS: DESCRIPTIVE ANALYSIS AND IMPLICATIONS FOR
SHORT-TERM ECONOMIC REPORTS*

José Ramón Cancelo
(Universidad da Coruña)

Antoni Espasa
(Universidad Carlos III de Madrid)

Resumen / Abstract

We present the results of a descriptive analysis of the housing prices prepared and published by the Ministerio de Fomento, and discuss its implications for carrying out a short-term economic report.

(Viene de portada), y discute sus implicaciones para la realización de un informe de coyuntura.

La tesis principal que sostenemos aquí es que las series temporales disponibles todavía son demasiado cortas para extraer conclusiones definitivas sobre el comportamiento de los precios; a pesar de ello, un análisis descriptivo y exploratorio de estas series revela algunas características que el analista de la coyuntura no puede ignorar a riesgo de equivocarse su diagnóstico.

Although the available time series are still too short to derive solid conclusions, our exploratory analysis reveals some features that should not be ignored in order to set up a reliable diagnosis of their performance.

El trabajo se estructura en tres grandes apartados: la medición de la inflación de la vivienda en propiedad; la determinación del nivel de desagregación adecuado; y la relación del precio de compra de la vivienda con el precio de alquiler y el nivel general de precios de la economía.

This note is organized in three parts: housing inflation measurement; determination of the proper level of market segmentation; and the joint analysis of housing prices, rent prices and the general price index.



1. PLANTEAMIENTO GENERAL

El precio de la vivienda es una variable muy relevante para el análisis de la coyuntura por dos razones: por una parte, el mercado de la vivienda en propiedad es muy importante en España, ya que en nuestro país hay una clara preferencia por la vivienda propia en detrimento de la vivienda en alquiler; por otro lado, la experiencia muestra que el precio de la vivienda es una variable fuertemente procíclica, de tal manera que las expansiones de la economía se traducen en acusados crecimientos de este precio. De ahí el doble interés de su estudio, tanto como señal directa del mercado de la vivienda y por extensión del sector de la construcción, como por ser un indicador del estado del ciclo de la actividad económica general.

Sin embargo, hasta hace poco este interés no se ha podido reflejar en estudios rigurosos por la falta de información fiable sobre los precios en el mercado libre. Esta laguna empieza a cubrirse ahora gracias a la Subdirección General de Estadísticas y Estudios de la Dirección General de Programación Económica y Presupuestaria del Ministerio de Fomento, que publica series trimestrales muy desagregadas de precios de la vivienda que se remontan, con algunos datos faltantes, hasta 1987. Esto hace que hoy en día se disponga ya de doce años de datos trimestrales, lo que, a pesar de ser un tamaño muestral relativamente reducido para muchos análisis estadísticos complejos, permite comenzar a detectar patrones de comportamiento regular y construir modelos en los que apoyar la evaluación y diagnóstico de la situación en el presente y en el futuro más cercano.

Dada esta información de base hemos realizado una primera modelización para describir las principales características de los datos, y a continuación nos preguntamos en qué medida éstas influyen en el planteamiento y desarrollo de un análisis de la coyuntura del mercado de la vivienda. En concreto, las implicaciones generales que consideramos afectan a tres grandes aspectos del análisis:

- 1) Proponer cómo medir el crecimiento de los precios de la vivienda.
- 2) Estudiar la desagregación que es recomendable emplear en un informe de coyuntura sobre el sector.
- 3) Comparar la evolución de los precios de la vivienda con el nivel general de precios de la economía, y en particular con el índice de precios al consumo.

Como se puede comprobar, estos objetivos suponen plantear el estudio del precio de compra de la vivienda en un contexto cada vez más general: se comienza estudiando cada precio de forma individual, a continuación se relacionan distintos precios de compra, y por último se conecta el precio del mercado de compra con precios del mercado de alquiler y con niveles generales de precios.

Antes de pasar a la discusión de los resultados, es preciso recordar una vez más que el estudio que los sustenta es básicamente un análisis exploratorio en el que muchos de los modelos que forman el núcleo cuantitativo se han construido utilizando el módulo de modelización automática del programa TRAMO (Gómez y Maravall, 1996). Si a este carácter exploratorio le añadimos el relativamente reducido tamaño muestral, resulta claro que las conclusiones a las que llegamos se deben interpretar más como hipótesis de trabajo para iniciar un estudio sistemático y periódico de la coyuntura de los precios de la vivienda, que como resultados sólidamente establecidos.

2. UNA PROPUESTA PARA MEDIR LA INFLACION DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN PROPIEDAD

Teniendo en cuenta las propiedades ideales de una medida de crecimiento en series temporales económicas, en otros trabajos¹ hemos argumentado las ventajas de calcular el crecimiento en t como la suma de:

- 1) El crecimiento interanual centrado de la tendencia estocástica; y
- 2) El crecimiento interanual a fin de período de la tendencia determinista.

En el caso concreto de los precios de la vivienda hemos comprobado que esta propuesta general se puede simplificar de la siguiente manera:

¹ Véase por ejemplo el capítulo 5 de Espasa, A. y Cancelo J.R. (eds, 1993).



1') Una vez calculada la serie corregida de rupturas y anomalías no es necesario extraer la tendencia, ya que el crecimiento interanual de la tendencia estocástica en t se puede aproximar por la tasa T_4^4 centrada de la serie corregida:

$$T_4^4(t) = \frac{P_t^c + P_{t+1}^c + P_{t+2}^c + P_{t+3}^c}{P_{t-1}^c + P_{t-2}^c + P_{t-3}^c + P_{t-4}^c} - 1 \quad (1)$$

Es decir, por el crecimiento de la media de cuatro trimestres consecutivos frente a la media de los cuatro valores inmediatamente anteriores. Obsérvese que para que esta tasa aproxime el crecimiento tendencial deseado es necesario que los precios del numerador vayan desde t a $t+3$.

2') Por su parte el crecimiento interanual de la tendencia determinista se aproxima por la diferencia estacional de su logaritmo; si denotamos por TD la tendencia determinista, esto implica calcular la contribución de las rupturas al crecimiento como

$$CTD(t) = \ln TD_t - \ln TD_{t-4} = \Delta_4 \ln TD_t \quad (2)$$

Combinando ambas aproximaciones, la medida de crecimiento propuesta para los precios de la vivienda vendrá dada por:

$$C(t) = T_4^4(t) + CTD(t) \quad (3)$$

Por otra parte, una característica principal de toda medida de crecimiento es la información disponible en el momento de su cómputo. Toda tasa anual de crecimiento concurrente -crecimiento del trimestre t con información de precios hasta t - que tome el crecimiento intertrimestral como cronología de crecimiento de referencia, necesariamente utiliza predicciones de la serie observada². Como consecuencia, si el último dato conocido corresponde al trimestre t , el crecimiento concurrente recoge el pulso del crecimiento tal y como se percibe en el mismo t , es decir, la impresión que se tiene con lo observado hasta t y con la extrapolación de esa experiencia hacia el futuro.

A medida que se van recogiendo nuevas observaciones se van obteniendo medidas diferentes del crecimiento en t , que se diferencian entre sí y del crecimiento concurrente en que incorporan los efectos de distintas innovaciones posteriores a t . Estas medidas son crecimientos a posteriori y se terminan estabilizando en un valor determinado cuando ya se conocen suficientes valores de precios posteriores a t , de manera que ya no se utiliza ninguna predicción en el cálculo del crecimiento en t .

La valoración conjunta de estas medidas del crecimiento en t -concurrente y distintos crecimientos a posteriori- constituye una fuente de información importante para el analista de la coyuntura. En particular, la comparación entre el crecimiento concurrente y el crecimiento a posteriori estabilizado (o alguna aproximación a éste) es especialmente informativa: el crecimiento a posteriori estabilizado utiliza los precios efectivamente observados anteriores a t , en t y posteriores a t , para estimar desde una perspectiva temporal amplia la situación de crecimiento en t ; el crecimiento concurrente, por el contrario, es un reflejo directo de las expectativas de corto y medio plazo que los agentes tienen en el propio t , recogiendo el impulso del crecimiento tal y como los agentes lo perciben en cada momento.

En el caso concreto de la medida de crecimiento definida en (1)-(3), el crecimiento concurrente en t incorpora predicciones para los precios en $t+1$, $t+2$ y $t+3$, de manera que incluye las expectativas que se tienen para los próximos tres trimestres. A medida que se recogen nuevas observaciones estas expectativas se van sustituyendo por realizaciones, obteniéndose así distintos crecimientos a posteriori, hasta que a partir de $t+3$ todo el numerador de (1) pasa a ser conocido y el crecimiento a posteriori ya se estabiliza en su valor definitivo.

² De hecho las predicciones siguen siendo necesarias aunque se use el crecimiento interanual a fin de período como cronología de referencia, ya que las tasas de crecimiento empleadas en la práctica bien se calculan sobre una señal de nivel bien suavizan los crecimientos interanuales.



Como es natural, la argumentación anterior nos conduce a un aspecto que, por bien conocido que sea, no podemos dejar de recalcar: la importancia de disponer de buenos modelos que expliquen el dato de t a partir de sus valores pasados para las series más importantes. Cuanto mejor y más rápidamente se detecten las características básicas de las rupturas (fecha, magnitud y si son de carácter transitorio o permanente), mejores sean las predicciones, y más fiable sea el modelo para la eventual extracción de una señal de nivel estocástica, más preciso será el diagnóstico de la situación coyuntural.

Para ilustrar los resultados anteriores, considérese la evolución del precio de la vivienda en la comunidad de Madrid. Los puntos que queremos destacar con este ejemplo son tres:

1) Medidas concurrentes frente a medidas a posteriori: el efecto de las expectativas incumplidas.

El gráfico 1 muestra los crecimientos concurrente y a posteriori estabilizado (salvo en la parte final de la muestra) de la tendencia estocástica. La diferencia entre ambos aproxima la contribución de las expectativas incumplidas, es decir, en qué medida el pulso de crecimiento que latía en el crecimiento concurrente no se terminó concretando por efecto de las innovaciones posteriores.

Si en general el tipo de efectos que la revisión implícita en el paso del crecimiento concurrente al crecimiento a posteriori es bien conocido, la magnitud concreta de esta revisión en el caso que nos ocupa queda claramente puesta de manifiesto en el gráfico 1, en el que se puede comprobar que las diferencias entre ambos crecimientos no son despreciables. Nuestra creencia es que la decisión correcta no es optar por uno de ellos, sino considerar ambos de manera complementaria para llegar a un diagnóstico más fiable sobre la coyuntura de los precios.

2) Crecimiento de la tendencia estocástica y tasa T_4^4 de la serie corregida: validez de la aproximación.

El gráfico 2 compara el crecimiento concurrente de la tendencia estocástica con la T_4^4 concurrente de la serie corregida de intervenciones, y en él se aprecia que la T_4^4 es una aproximación adecuada salvo en momentos puntuales. Si comparamos el crecimiento a posteriori estabilizado de la tendencia estocástica con la T_4^4 estabilizada de la serie corregida de intervenciones véase el gráfico 3, llegamos a una conclusión muy similar: los perfiles son muy parecidos, aunque hay alguna diferencia -nunca superior a un trimestre- en el fechado de los puntos de giro.

Como muestran los dos gráficos anteriores, la tasa T_4^4 de la serie corregida de intervenciones es una aproximación válida al crecimiento interanual de la tendencia estocástica, cualquiera que sea el conjunto de información utilizado en el cómputo de ambas; y puesto que la T_4^4 se calcula más fácilmente queda justificado su uso en lugar del crecimiento de la tendencia.

3) La importancia de la detección, tratamiento y fechado correcto de los cambios de nivel.

En el precio de la vivienda de la comunidad de Madrid los análisis estadísticos detectan tres cambios de nivel (en el primer trimestre de 1991 y en el primero y segundo de 1992), que rompen el patrón de comportamiento regular observado en el resto de la serie. En el gráfico 4 comparamos la medida de crecimiento propuesta con el crecimiento interanual centrado observado, con el fin de mostrar como un tratamiento incorrecto de estas rupturas distorsiona la percepción del crecimiento durante varios trimestres.

3. RELACIONES ENTRE PRECIOS DE LA VIVIENDA: EL NIVEL DE DESAGREGACION RECOMENDADO PARA EL ANALISIS

Una vez considerada cada serie de precios de forma individual y presentada nuestra propuesta para medir el crecimiento, el siguiente paso es determinar el grado de desagregación adecuado para formar una imagen real de la situación del mercado de la vivienda en propiedad. Para ello evaluamos la información común contenida en distintas series de precios obtenidas con diferentes criterios de desagregación, con el fin último de determinar si es posible concentrar el análisis en grandes agregados sin perder información relevante.



Para centrar la discusión, considérese sin pérdida de generalidad un precio agregado, P_t , que se obtiene como media ponderada de dos precios desagregados, P_{1t} y P_{2t} , de acuerdo con la siguiente expresión:

$$P_t = \alpha_t P_{1t} + (1 - \alpha_t) P_{2t} \quad (4)$$

donde α_t es una ponderación que puede variar en el tiempo. La pregunta que se plantea es con qué nivel de detalle se debe plantear el análisis, y la respuesta depende de hasta qué punto el agregado incorpora la información contenida en los precios individuales, lo que a su vez viene dado por el peso de la información común a los precios desagregados. Así, en el caso extremo en que P_{2t} sea una transformación lineal de P_{1t} , entonces el agregado recoge exactamente la misma información que el conjunto formado por todos los precios individuales; en el otro extremo, si P_{1t} e P_{2t} son independientes necesariamente habrá que considerar ambas variables si se quiere una visión completa de la evolución de los precios.

Por su parte, la cantidad de información compartida depende, entre otros factores, de los objetivos del estudio: si el fin último es realizar un análisis de la evolución a medio y largo plazo y los precios P_{1t} e P_{2t} están plenamente cointegrados, entonces es suficiente extraer la tendencia común y seguir la evolución de esta última. Pero si el objetivo incluye también la evolución a corto plazo habrá que proceder al estudio de los dos precios desagregados, aun en el caso de que éstos estén cointegrados.

Para estudiar estos temas partimos de la desagregación actualmente publicada en el Boletín Estadístico de la Dirección General de Programación Económica y Presupuestaria del Ministerio de Fomento e investigamos su posible simplificación desde tres puntos de vista:

Enfoque 1) Analizando las relaciones entre las series de precios en niveles, para lo cual calculamos los residuos de regresiones bivariantes y estudiamos sus características.

Enfoque 2) Repitiendo el mismo estudio para las tasas de crecimiento interanual.

Enfoque 3) Comparando la viabilidad de dos estrategias de predicción de los agregados: obtener la predicción del precio agregado en t directamente a partir de la serie temporal del agregado, frente a la predicción que resulta de combinar las predicciones de los precios desagregados.

Dada la presencia de valores anómalos en la mayor parte de las series estudiadas, y puesto que éstos pueden distorsionar los estadísticos relevantes, trabajamos en lo que sigue con series corregidas de intervenciones. Como banco de pruebas se consideraron los siguientes desgloses:

- 1) Por comunidades autónomas (cuadro 13.1 del Boletín Estadístico).
- 2) Por tamaño de municipio, controlando por antigüedad de la vivienda (cuadros 13.2.1 y 13.2.2).
- 3) Por antigüedad de la vivienda, controlando por tamaño de municipio (combinando los cuadros 13.2.1 y 13.2.2).
- 4) Por situación geográfica del municipio, controlando por el tamaño (cuadro 13.3).
- 5) Por antigüedad (cuadro 13.5).

En cada caso sólo se han tomado las series que están completas (sin datos faltantes) desde el primer trimestre de 1987.

Del análisis realizado hemos obtenido las siguientes conclusiones:

1) Sobre las relaciones de largo plazo:

1.1. Cuando se construyen modelos ARIMA con análisis de intervención para series desagregadas en niveles y se comparan los resultados no se detecta un patrón común en los mismos; en otras palabras, no se encuentra un mecanismo generador de los datos más o menos general que se aplica a todas las series analizadas, sino que se observan diferencias relevantes entre los modelos de distintas series.



1.2. Cuando se forman grupos de series según distintos criterios (por comunidades autónomas, tamaño del municipio, antigüedad, etc.), los modelos de las series de un mismo grupo tienden a ser más parecidos entre sí y a la vez más diferentes de los modelos de las series de otros grupos. Por citar un ejemplo, los modelos para los precios desagregados por comunidades autónomas se caracterizan en general por:

- hay rupturas en el patrón de comportamiento normal, recogidas con el correspondiente análisis de intervención (5 de 7);
- son estacionarios, aunque con una raíz autorregresiva alta (5 de 7); y
- no tienen estacionalidad (5 de 7).

Sin embargo, en los modelos de las series de precios obtenidas cuando se desagrega por situación geográfica (interior / costero) y tamaño del municipio nos encontramos con que:

- no tienen rupturas del patrón de comportamiento normal (6 de 8);
- son no estacionarios (5 de 8); y
- hay un proceso estacional en 4 de los 8 modelos.

Por supuesto, tal y como comentamos al final de la sección primera estos resultados son solamente hipótesis de partida ya que las diferencias entre los modelos pueden estar algo exageradas, entre otros factores, por el uso de programas de modelización automática. Pero aun así son lo suficientemente importantes como para aconsejar no tratar de forma común series que parecen ser heterogéneas.

1.3. Cuando se modelizan los residuos de regresiones bivariantes contemporáneas de niveles corregidos de intervenciones, los modelos resultantes en general no incluyen un análisis de intervención y son estacionarios. Sin embargo hay las suficientes excepciones y resultados confusos como para que sea arriesgado proponer a partir de aquí la simplificación del número de series analizadas en base al argumento de que los precios están cointegrados y por lo tanto comparten una evolución común a largo plazo.

2) Sobre las relaciones de corto plazo:

2.1. Las correlaciones bivariantes contemporáneas entre tasas interanuales de crecimiento (aproximadas por la diferencia estacional del logaritmo) corregidas de intervenciones son muy significativas.

2.2. Si se modelizan los residuos de las regresiones bivariantes contemporáneas entre crecimientos corregidos, se encuentran diferencias notables según el criterio de desagregación que define la comparación.

Si se trata de residuos que se obtienen al comparar crecimientos por comunidades autónomas, o por antigüedad y tamaño del municipio, los modelos son puramente estocásticos y estacionarios. Sin embargo, en algunas regresiones de crecimientos de precios de viviendas con distinta antigüedad o de precios para municipios interiores y costeros de tamaño equivalente se obtienen residuos que siguen modelos integrados con rupturas que se captan de forma determinista.

2.3. Los contrastes de causalidad de Granger revelan que no hay grandes ganancias en la predicción a corto plazo del crecimiento interanual cuando se incluyen crecimientos recientes de otros precios que, al menos a priori, están muy relacionados con el que queremos predecir.

3) Sobre estrategias alternativas para la predicción de agregados:

3.1. Los resultados anteriores sugieren que la combinación de predicciones para las series que forman el agregado puede ser preferible a la predicción directa del mismo, ya que la teoría estadística demuestra que cuando los componentes siguen comportamientos muy diferentes entre sí la predicción desagregada es más eficiente.



Sin embargo, cuando las ponderaciones que definen el agregado son estocásticas, como ocurre con los precios de la vivienda, este resultado ya no tiene porqué ser cierto, ya que a la incertidumbre asociada a la predicción de los precios se añade la incertidumbre implícita en la predicción de las ponderaciones.

3.2. Para evaluar la magnitud del problema en el caso concreto de los precios de la vivienda hemos llevado a cabo cuatro ejercicios de predicción en tiempo real, concretamente para cuatro series de precios controlando por el tamaño del municipio (Barcelona y área de influencia, de 499.999 a 100.000 habitantes, de 49.999 a 20.000 habitantes y menos de 20.000 habitantes). Cada ejercicio consistió en obtener predicciones a un trimestre para los años 1996 y 1997 (ocho predicciones en total) de dos maneras distintas:

- prediciendo directamente a partir de la serie agregada;
- prediciendo el precio de la vivienda de menos de un año, el de la vivienda de más de un año y el peso de cada tipo en el total, y posteriormente calculando la predicción del agregado como media ponderada de las predicciones desagregadas.

En los cuatro casos hemos comprobado que la predicción desagregada con predicciones de las ponderaciones no es mejor que la predicción directa del agregado; de ahí que optemos por el procedimiento más sencillo y propongamos obtener las predicciones directamente a partir del modelo que sólo considera datos del propio agregado.

4) Como conclusión general, incluso en el máximo desglose con el que se publican los datos en la actualidad todas las series aportan información relevante para el analista de la coyuntura, aunque su interés no radique en segmentos concretos del mercado. Sin embargo, si el objetivo último, por el motivo que fuere, es extraer conclusiones a un nivel muy agregado es preferible considerar directamente ese nivel siempre que en algún momento del estudio se vayan a manejar predicciones. En ese caso el descender a un nivel de detalle más desagregado supone aumentar considerablemente la complejidad del análisis sin tener garantías de que los resultados así obtenidos vayan a ser más fiables.

4. PRECIOS DE COMPRA DE LA VIVIENDA, PRECIOS DE ALQUILER Y PRECIOS AL CONSUMO

Un informe de coyuntura del precio de la vivienda no está completo sin una comparación rigurosa de su evolución con la de otros precios de la economía. Por una parte consideraremos los precios de alquiler, lo que nos va a permitir describir la relación existente entre las dos formas en que los agentes pueden satisfacer sus necesidades de vivienda. Por otra, comparamos los precios de la vivienda con índices generales de precios de la economía, con el fin de evaluar el comportamiento del precio relativo de la vivienda.

Las series con las que trabajamos en esta sección son:

- El precio medio del metro cuadrado para la compra de viviendas, total nacional.
- El importe del alquiler medio de la vivienda principal de los hogares, medido por la Subdirección General de Estadísticas y Estudios.
- El índice general de precios al consumo (IPC general).
- El índice de precios al consumo de servicios y bienes industriales no energéticos (IPSEBENE).
- El componente de alquiler de vivienda del índice de precios al consumo (IPC alquiler).

De nuestro análisis se desprenden las siguientes conclusiones:

1) Si se calculan los crecimientos del precio total nacional de compra de vivienda, del alquiler medio mensual nacional, del componente de alquiler del IPC, del IPC general y del IPSEBENE utilizando la medida de crecimiento propuesta en la sección dos y se comparan los resultados, se observa que estos crecimientos tienen órdenes de magnitud muy diferentes, con las correspondientes implicaciones para las volatilidades relativas.

2) La relación entre la dirección del cambio en el crecimiento del precio de compra de la vivienda y la dirección del cambio en el crecimiento del IPC general varía de signo por etapas, en el sentido de que la inflación del mercado de compra de vivienda puede estar aumentando cuando la inflación general está cayendo y viceversa: véase el gráfico 5.



Obsérvese además que esta diferente evolución parece deberse a que la inflación en vivienda adelanta a la inflación general, en el sentido de que los puntos de giro de aquélla tienden a ocurrir antes que los de ésta.

3) Hay una relación inversa clara entre el crecimiento del precio de compra y el crecimiento del componente del alquiler del IPC. Por el contrario, parece haber una relación directamente proporcional entre crecimiento del precio de compra y crecimiento del alquiler medio mensual que estima el Ministerio de Fomento, si bien es menos evidente que en el caso anterior por la acusada volatilidad del alquiler a principios de los noventa: véanse los gráficos 6 y 7. Por otra parte, esto revela una cierta contradicción entre las dos estadísticas de precios de alquiler.

4) Los residuos de las regresiones bivariantes contemporáneas entre los precios de compra de vivienda (corregidos de intervenciones) sobre los otros cuatro índices de precios (también corregidos cuando es necesario) revelan que los precios de compra no están cointegrados ni con los precios del mercado de alquiler ni con los precios generales de la economía.

5) En cuanto a las relaciones de corto plazo, el crecimiento interanual del precio de compra no guarda una relación contemporánea estadísticamente significativa con los crecimientos interanuales de las series de alquiler; sí la tiene con los crecimientos individuales de los precios generales de la economía.

6) Los contrastes de causalidad de Granger indican que el contenido predictivo de la historia reciente de otros crecimientos es mínimo cuando ya hemos incorporado la historia reciente de la propia serie a predecir. En las pocas excepciones detectadas la causalidad parece ir desde el mercado de la vivienda al conjunto de precios de la economía, ya que el crecimiento del precio de compra causa al crecimiento del IPC general en tanto que el crecimiento del alquiler causa al crecimiento del IPSEBENE. Este resultado es coherente con lo ya señalado en el punto 2 de esta sección sobre la evidencia de que la inflación en vivienda adelantaba a la inflación general.

REFERENCIAS

- Espasa, A. y Cancelo, J.R. (eds., 1993): *Métodos Cuantitativos para el Análisis de la Coyuntura Económica*, Alianza, Madrid.

- Gómez, V. y Maravall, A. (1996): *Programs TRAMO and SEATS, Working Paper 9628*, Servicio de Estudios del Banco de España.



Gráfico 1.- Crecimientos concurrente y a posteriori estabilizado de la tendencia estocástica del precio de la vivienda en la Comunidad de Madrid

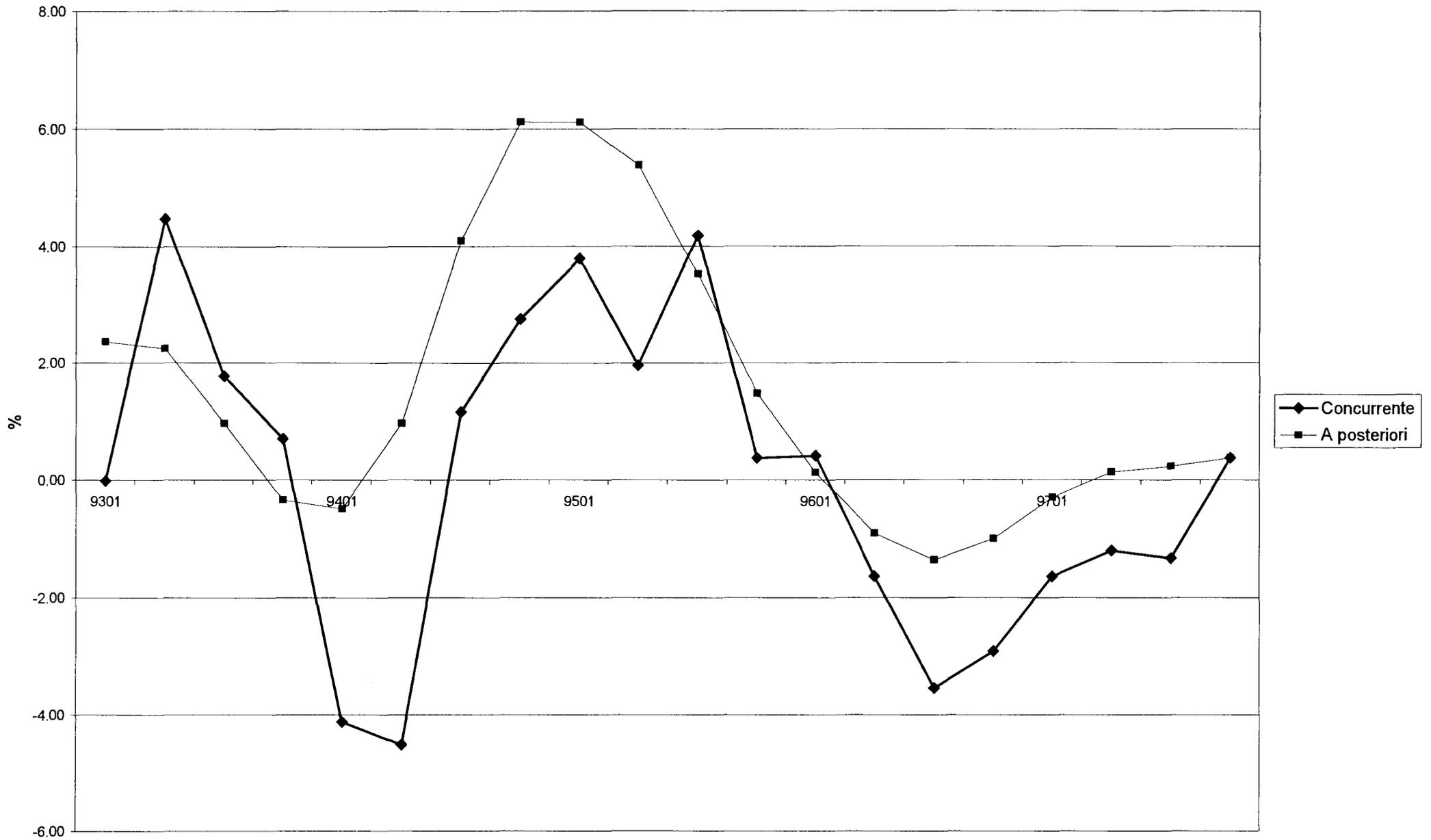


Gráfico 2.- Crecimiento concurrente de la tendencia estocástica y T4x4 concurrente de la serie corregida de intervenciones del precio de la vivienda en la Comunidad de Madrid

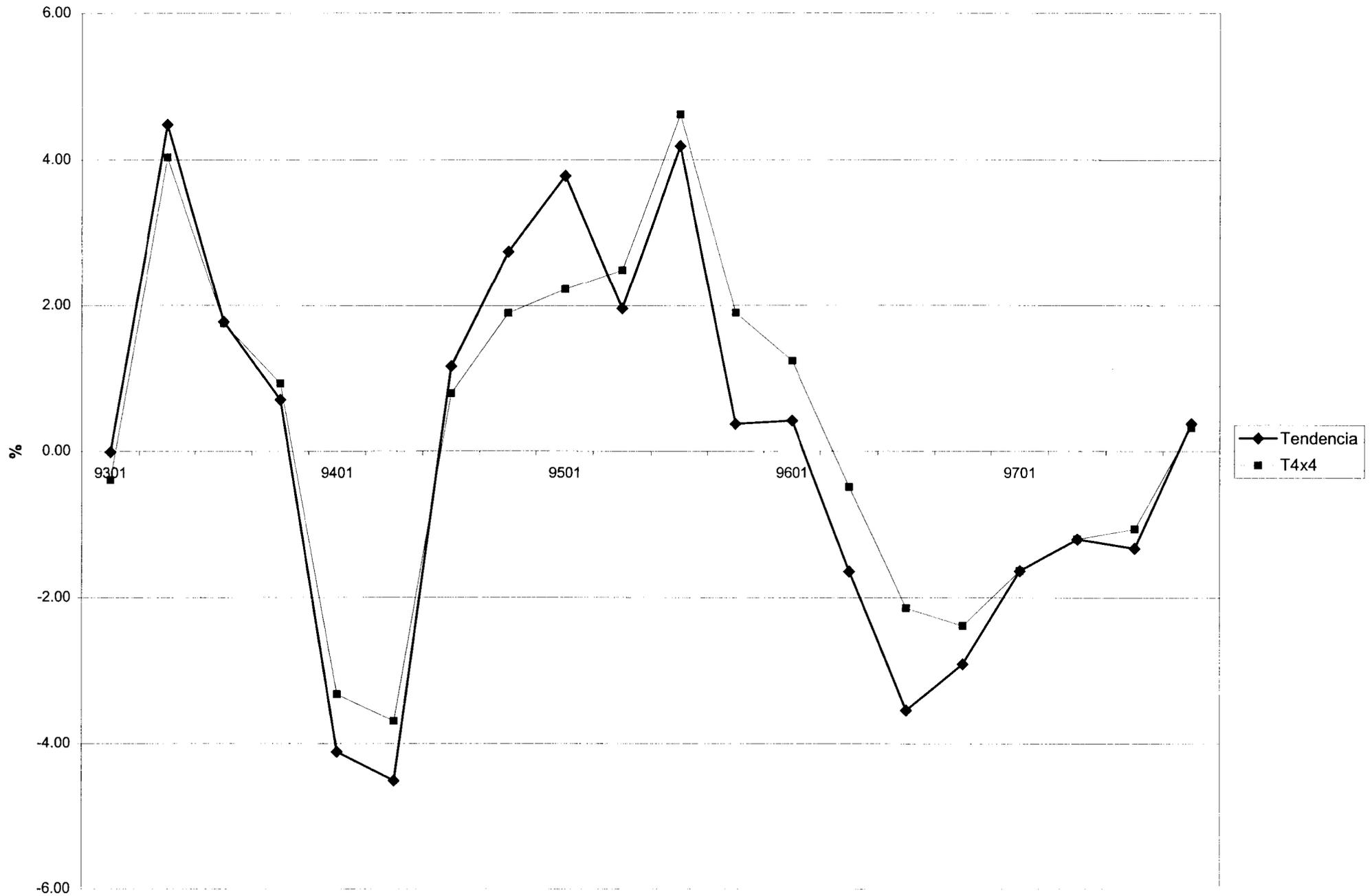


Gráfico 3.- Crecimiento a posteriori de la tendencia estocástica y T4x4 a posteriori de la serie corregida de intervenciones del precio de la vivienda en la Comunidad de Madrid

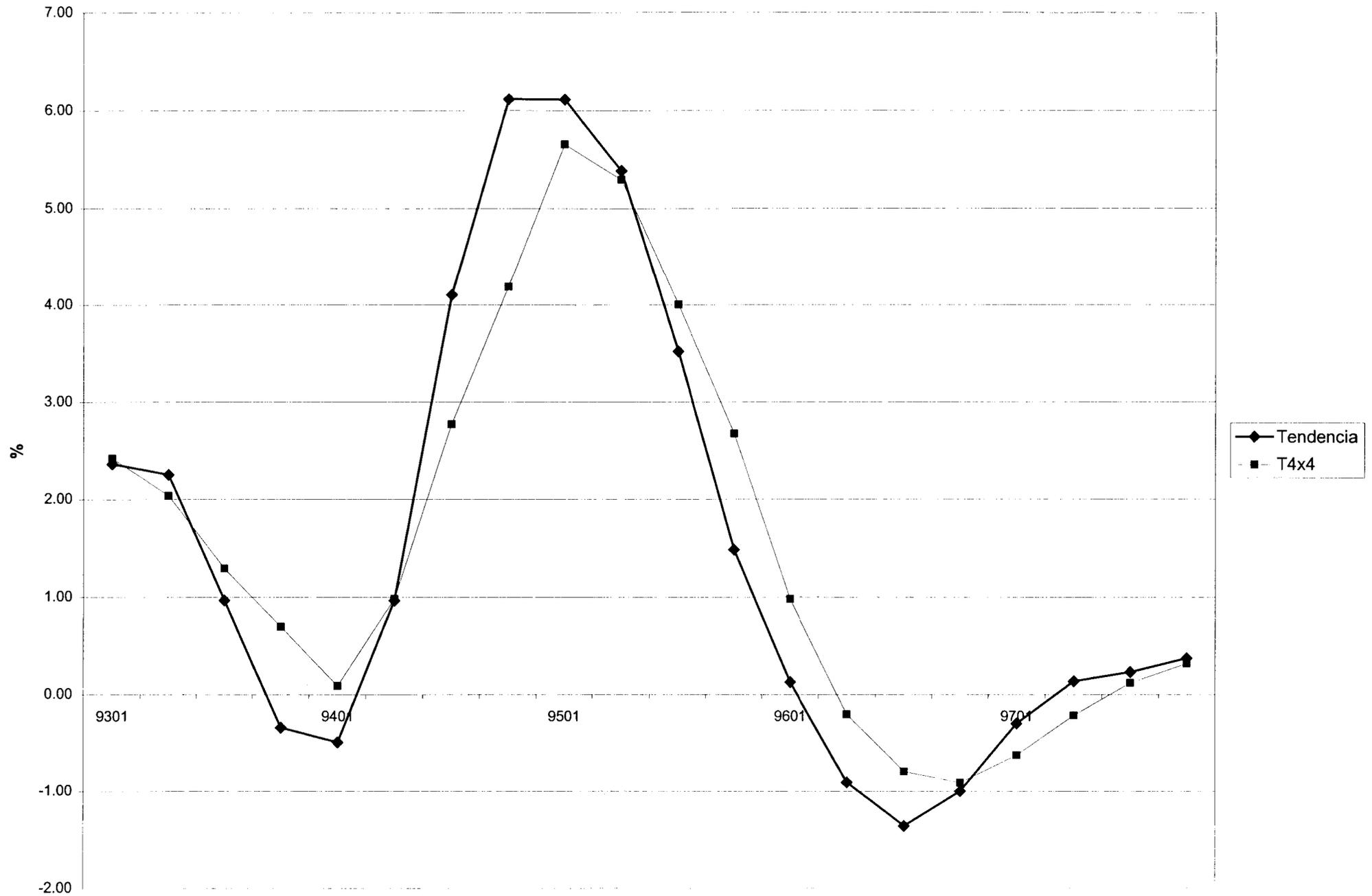


Gráfico 4.- Medida de crecimiento propuesta y crecimiento interanual centrado del precio de la vivienda en la Comunidad de Madrid

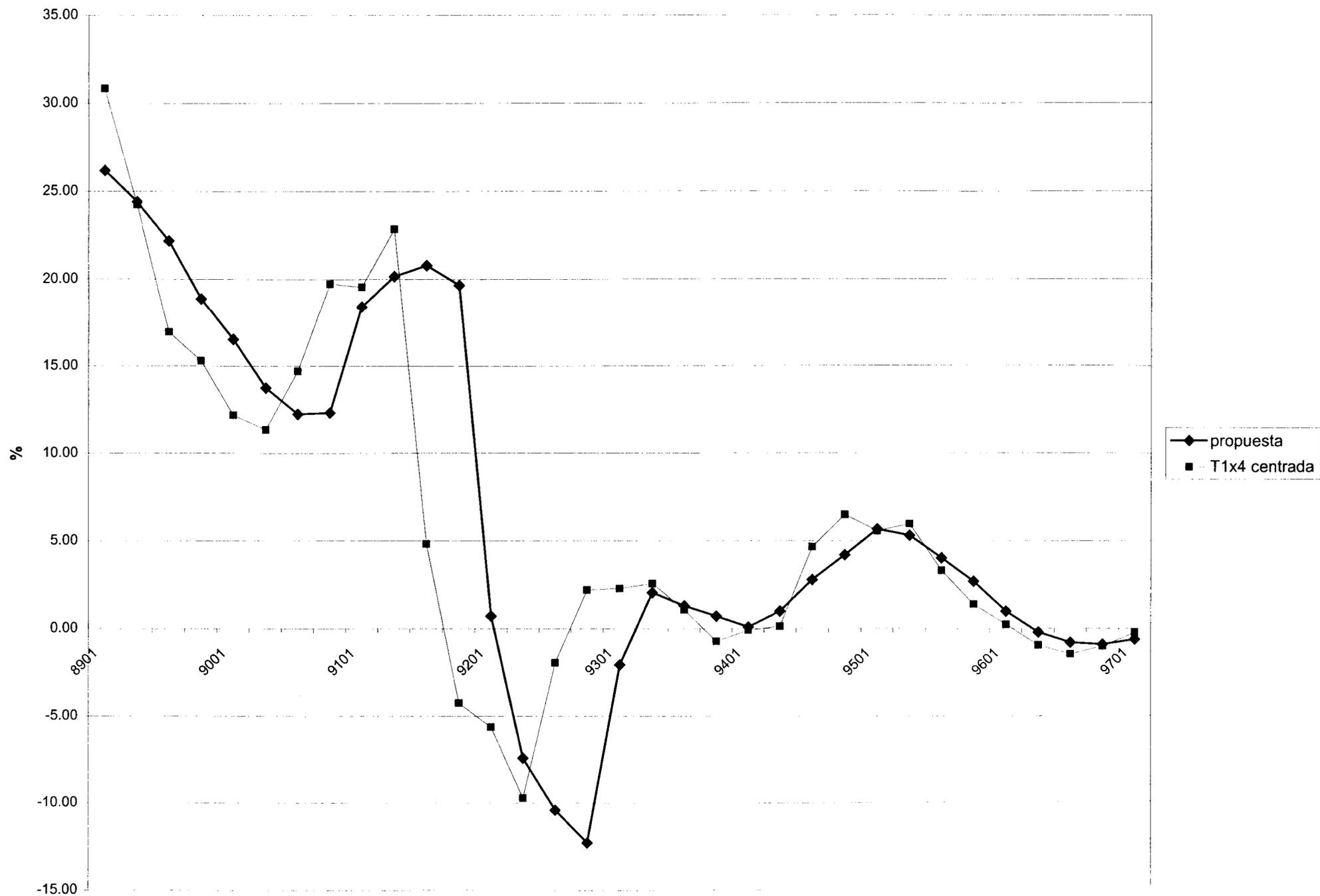


Gráfico 5.- Crecimiento de precios de la vivienda en propiedad e inflación general

Gráfico5

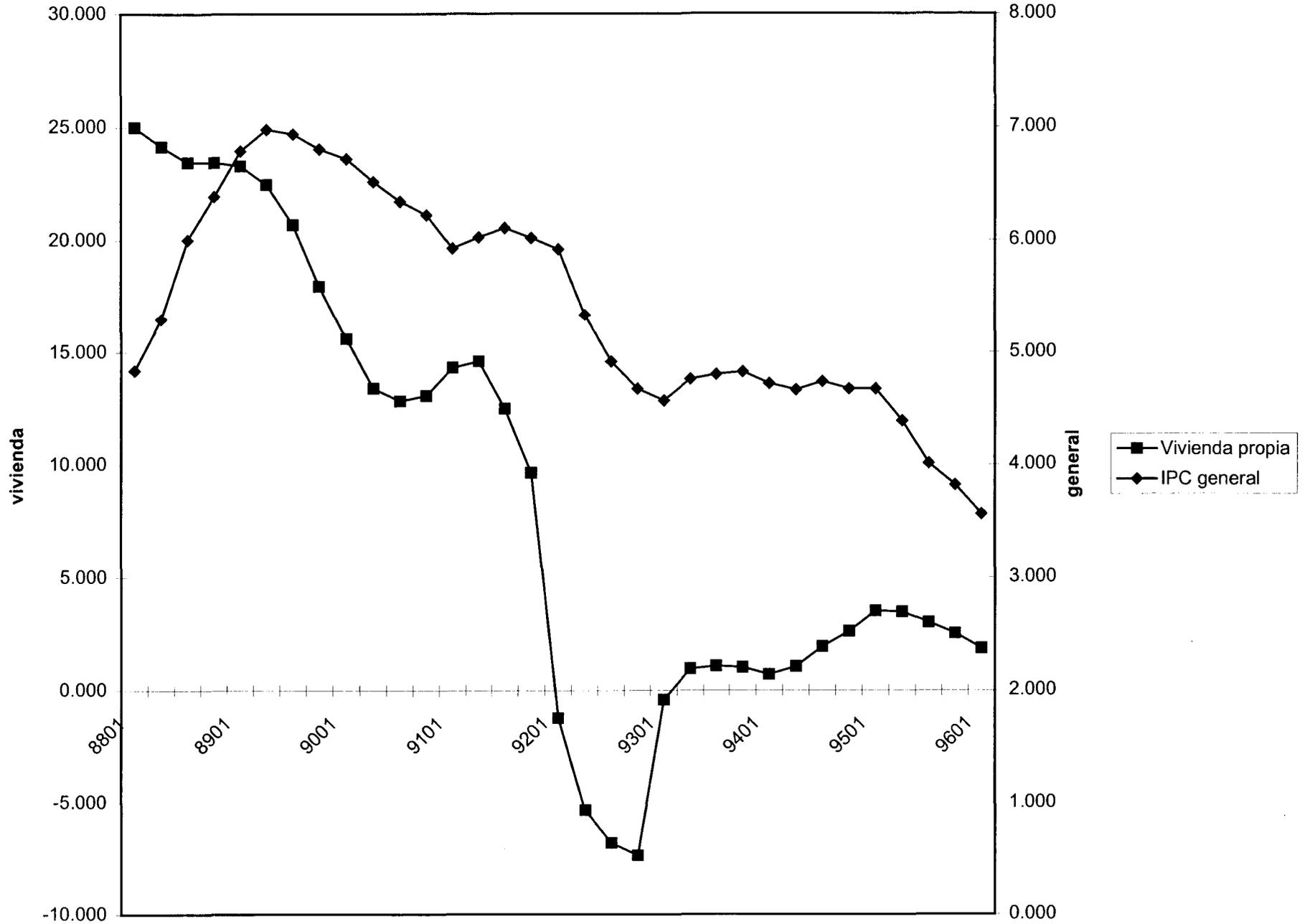


Gráfico 6.- Crecimiento de precios de la vivienda en propiedad y del componente del alquiler en el IPC

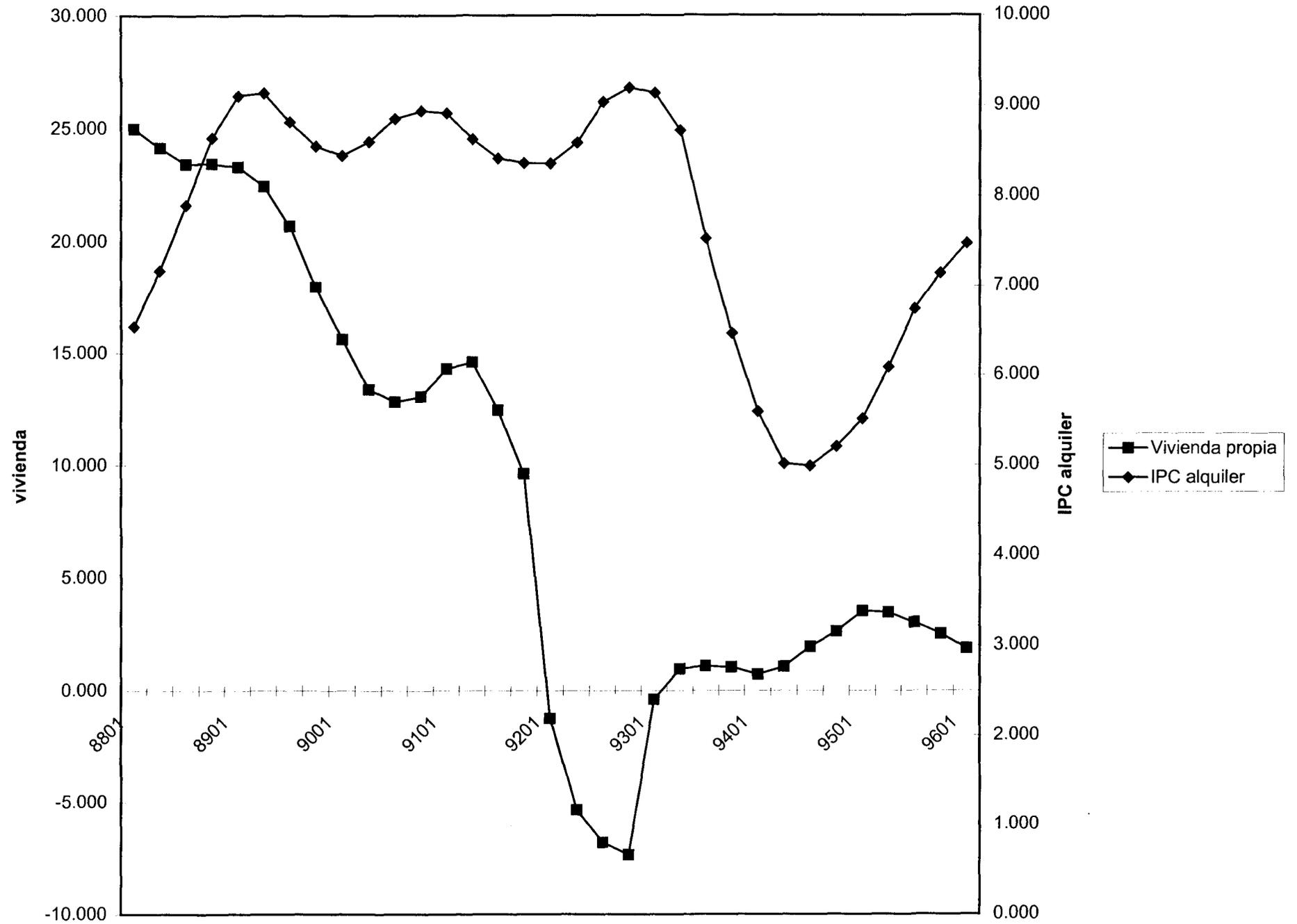
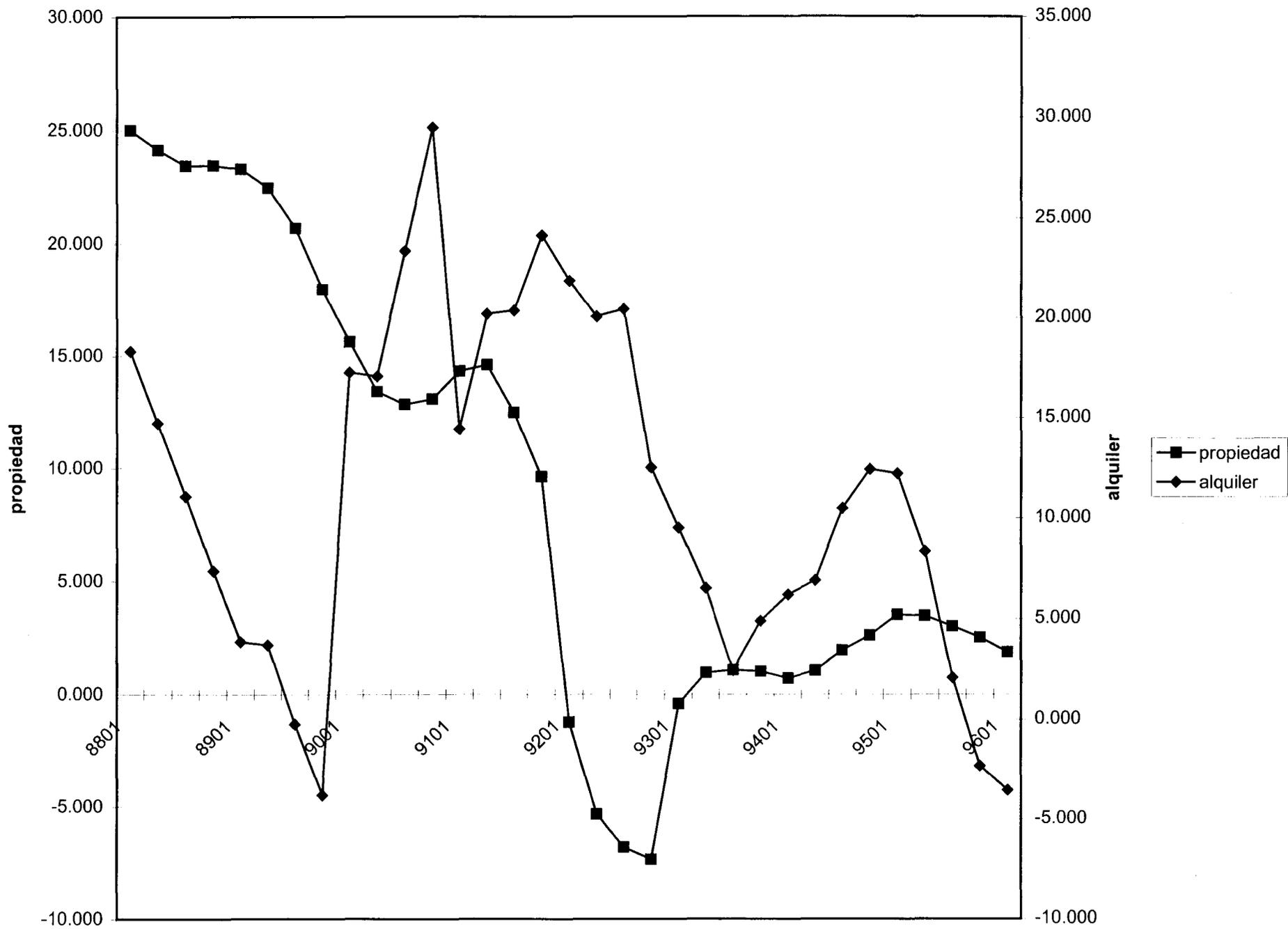


Gráfico 7.- Crecimiento de precios de la vivienda en propiedad y de la vivienda en alquiler según el Ministerio de Fomento



TREND, SEASONALITY AND ECONOMIC CYCLES The Hodrick-Prescott paradigm revisited

Regina Kaiser*
Universidad Carlos III de Madrid

Agustín Maravall
Banco de España

PREFACE

This monograph addresses the problem of measuring economic cycles (also called business cycles) in macroeconomic time series. In the decade that followed the Great Depression, economists developed an interest in the possible existence of (more or less systematic) cycles in the economy; see, for example, Haberler (1944) or Shumpeter (1939). It became apparent that in order to identify economic cycles, one had to remove from the series seasonal fluctuations, associated with short-term behavior, and the long-term secular trend, associated mostly with technological progress. Burns and Mitchell (1946) provided perhaps the first main reference point for much of the posterior research. Statistical measurement of the cycle was broadly seen as capturing the variation of the series within a range of frequencies, after the series has been seasonally adjusted and detrended. (Burns and Mitchell suggested a range of frequencies associated with cycles with a period between 6 and 32 quarters.)

Statistical methods were devised to estimate cyclical variation, and these gradually evolved towards methods fundamentally based on the application of moving average filters to the series; see, for example, Bry and Boschan (1971). The last 20 years have witnessed methodological research on two broad fronts. The first front dealt with further developments of the moving-average type of approach; the second front was the development of more complex statistical approaches. Examples of research in both directions can be found in Sims (1977), Lahiri and Moore (1991), Stock and Watson (1993) and Hamilton (1994). Although the first approach is known to present serious limitations, the new and more sophisticated methods developed in the second approach (most notably, multivariate and nonlinear extensions) are at an early stage, and have proved still unreliable, displaying poor behavior when moving away from the sample period. As Baxter and King (1995) point out, we still face at present the same basic question "as did Burns and Mitchell fifty years ago: how should one isolate the cyclical component of an economic time series? In particular, how should one separate business-cycle elements from slowly evolving secular trends, and rapidly varying seasonal or irregular components?"

Be that as it may, it is a fact that measuring (in some way) the business cycle is an actual pressing need of economists, in particular of those related to the functioning of policy-making agencies and institutions, and of applied macroeconomic research. Lacking a practical and reliable alternative, moving-average methods are the ones actually used, to the point that economic agencies (such as the OECD, the International Monetary Fund, or the European Central Bank) often have internal rules or recommendations to measure economic cycles that are MA-type methods. One can say that, very broadly, within the set of applied business-cycle analysts, there has been a convergence towards what could be called "Hodrick-Prescott" (HP) filtering, a methodology proposed by Hodrick and Prescott (1980); see also Kydland and Prescott (1982) and Prescott (1986). The emergence of the HP filter as a paradigm has, probably, been fostered by economic globalization and European integration, which has required a relatively high level of methodological homogeneity in order to compare countries. An unavoidable consequence is that, to some degree, the procedure eventually is often used as a black box.

* The first author acknowledges support by the Spanish grant PB95-0299 of CICYT.



Academic criticism of the HP filter has pointed out some serious drawbacks. But, beyond the criticism, not much effort has been spent on addressing these shortcomings. An important exception is Baxter and King (1995), where an alternative (related) filter is proposed, that improves smoothness of the estimators for the central years, but avoids estimation at both extremes of the series (including, of course, current and recent periods.) Systematic improvement of the filter performance has been clearly hampered by its ad-hoc nature and the lack of an underlying statistical model with a precise definition of the components (see, for example, Harvey, 1985, and Crafts, Leyburne and Mills, 1989).

In this monograph, first, we analyze in detail some of the major limitations of HP filtering. By incorporating time series analysis techniques, mostly developed over the last 20 years as an aftermath of the explosion in the use of ARIMA-type models (Box and Jenkins, 1970), it is seen how some intuitive and relatively simple modifications to the filter can improve significantly its performance, in particular in terms of cleanness of the signal, smaller revision, stability of end-period estimators, and detection of turning points.

Then, we show how the modified filter can be seen as the exact solution of a well-defined statistical problem, namely, optimal (minimum mean squared error) estimation of components in a standard unobserved-component model, where the observed series is decomposed into a trend, a cycle, a seasonal, and an irregular component. This problem is straightforward to solve with the well-known Kalman or Wiener-Kolmogorov filter techniques (see, for example, Harvey, 1989, or Maravall, 1995). The models for the components incorporate some a-priori features, that reflect the ad-hoc nature of the HP filter, and some series-dependant features, that ensure that the aggregate ARIMA model implied by the components is exactly the parsimonious ARIMA model identified directly on the observed series. Further, summing the trend and the cycle, the standard trend-cycle/seasonal/irregular decomposition of Burman (1980) or Hillmer and Tiao (1982) is obtained. An obvious advantage of the model-based interpretation is that it greatly facilitates diagnostics and inference, thereby facilitating systematic analysis and improvement. Finally, it is shown how the procedure is trivially implemented with already available free software.

INTRODUCTION

There are two different uses of trends in applied work. First, in short-term monitoring and seasonal adjustment, trends are equal to

$$p_t = x_t - (s_t + u_t)$$

where x_t is the observed series, s_t is the seasonal component, and u_t is the irregular component, that typically captures white (or close to it) noise behavior. These short-term trends are discussed in Maravall (1993), and examples are the trends produced by the Henderson filters in X11 or X12, or the ones obtained in the model-based decomposition of a series, as in programs STAMP or SEATS (see Findley et al, 1998, Koopman et al, 1996, and Gómez and Maravall, 1996). Since they only differ from the seasonally adjusted (SA) series by a highly erratic component, often they will contain variation of the series within the range of cyclical frequencies (which can be broadly defined as the one between the zero and the fundamental seasonal frequency). As a consequence, these trends will only be of interest as a short-term signal (for example, to monitor period-to-period growth). An example is provided in Figures 1.1a and 1.1b. The gain of the filter extends over a wide range of cyclical frequencies, and the trend is seen to contain short-term cyclical oscillations. Throughout the paper, these short-term trend will be referred to as trend-cycles, and denoted p_t ; on occasion, they will also be called "noise free" SA series.

The second use of trends is in business cycle analysis, where the cycle is typically measured as what is left of the series, after detrending and seasonal adjustment. Short-term trends cannot be used in this context because they are contaminated with cyclical variation; longer-term trends are needed. Despite the fact that business cycle estimation is basic to the conduct of macroeconomic policy and to monitoring of the economy, many decades of attention have shown that formal modeling of economic cycles is a frustrating issue. Therefore, applied research and work at policy making institutions has had to rely heavily on ad-hoc "band-pass" filters, the most popular of which is the Hodrick-Prescott (HP) filter (see, for example, Prescott, 1986). Thus a present standard procedure to



estimate economic cycles is to apply the HP filter to X11-SA series. Figures 1.1c and 1.1d display the HP long-term trend gain and estimator. Long-term trends will be called simply trends, and represented by m_t .

The use of the HP filter for business-cycle estimation has been the subject of considerable academic discussion. Criticisms are found in, for example, Canova (1998), Cogley and Nason (1995), Harvey and Jaeger (1993), King and Rebelo (1993), and Maravall (1995). Notwithstanding the criticisms, its widespread use in practice may evidence (besides its simplicity) the empirical fact that, as a first (or rough) approximation, analysts find the results useful. The decision of which is the cutting point between a trend and a cycle is, ultimately, arbitrary, and to some extent depends on the purpose of the analysis. For example, from a month to month horizon, a periodic 10-year component may well be considered trend; if business cycle is the objective, it should be considered cycle.

Be that as it may, the HP filter presents some serious limitations. First, it is generally accepted that economic cycles have a non-linear structure that is not well captured with linear ones (see, for example, Hamilton, 1989). In this paper we do not deal with non-linear improvements. We address, first, the well-known criticism of spurious results due to the ad-hoc character of the filter, and the (often ignored yet important) limitation implied by revisions, which produce imprecision in the cycle estimator for recent periods. Then, we show how the integration of some relatively simple ARIMA-model-based (AMB) techniques with HP filtering can produce important improvements in the performance of the cyclical signal. Finally, the complete procedure of applying the HP filter to a "clean" series is presented within a model-based methodology. (Freely available software that permits to apply the method is described in an Appendix.)

This AMB methodology displays several nice features. First, it incorporates automatically optimal treatment of end points and provides a cleaner cyclical signal. Second, it provides an internally consistent full decomposition of the series into "trend + cycle + seasonal + irregular" components, where the trend plus cycle aggregate into the standard trend-cycle component of the AMB decomposition. Third, the method is based on the AMB approach, that is, it starts with the ARIMA model for the series, which can be directly identified from the data. In this way, misspecification errors and spurious results are avoided. The procedure consists of straightforward minimum mean squared error estimation of unobserved components, modeled as ARIMA processes, which aggregate into the model identified for the observed series. The models for the trend-cycle, seasonal and irregular components are thus determined from the observed series model. The splitting of the trend-cycle into a trend plus a cycle depends on the choice of the HP-filter parameter λ . Given this parameter, the complete decomposition is then fully determined. An additional advantage is that the parametric model-based procedure provides a convenient framework for diagnostics and inference. An example of inference can be the construction of confidence intervals around the growth of the components estimators, or the computation of optimal forecasts for the components.



Figure 1.1 Short-term versus long-term trends

Squared gain of filter

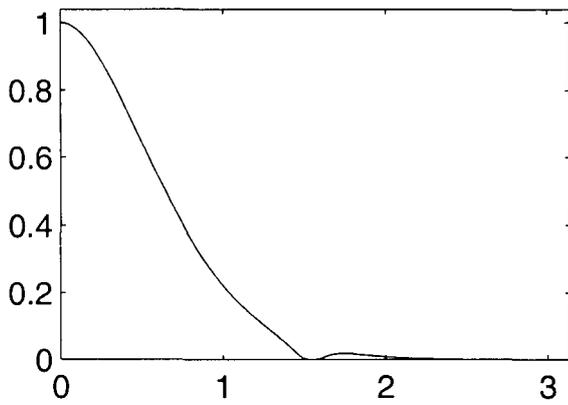


Figure 1.1a.

Short-term Trend

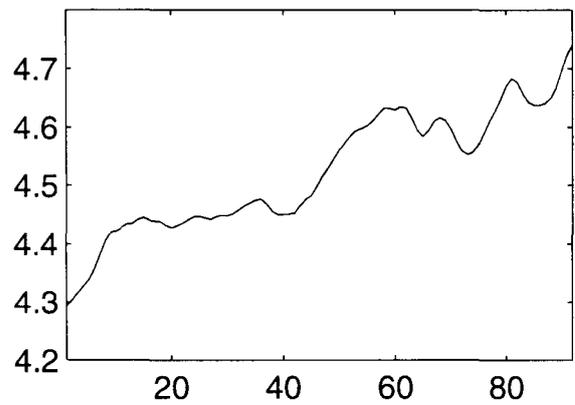


Figure 1.1b.

Squared gain of filter

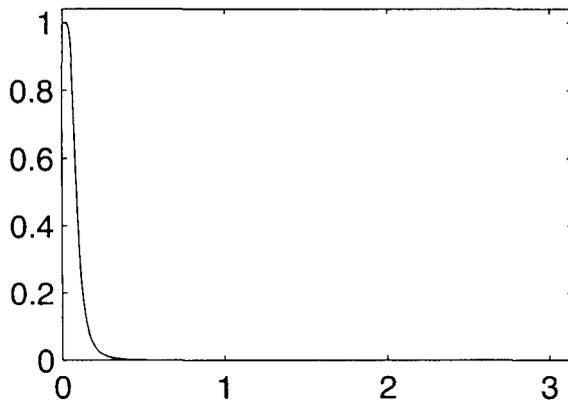


Figure 1.1c.

Long-term Trend

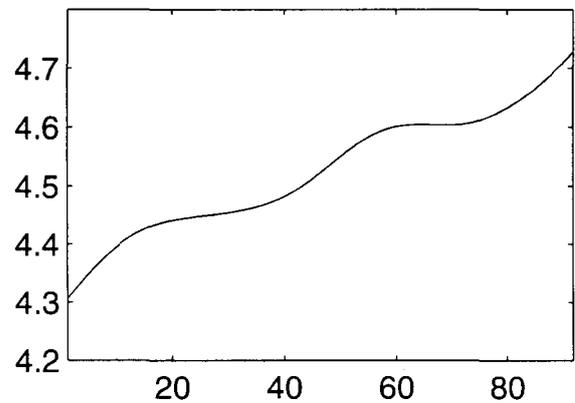


Figure 1.1d.

TEMAS A DEBATE APARECIDOS EN BOLETINES ANTERIORES / *MONTHLY DEBATES IN PREVIOUS BULLETINS*

- Paap, R. y H. D. van Dijk, "Posterior evidence on the permanent income hypothesis" (nº 58, pgs. 48-52)
- Jimeno, J. F., "El empleo y el paro en la Unión Europea" (nº 58, pgs. 53-66)
- Sebastián, M., "Brasil: la salida de la crisis" (nº 57, pgs. 49-59)
- Bauwens, L., "Recent developments in the econometrics of financial markets using intra-day data / Desarrollos recientes en la econometría de los mercados financieros usando datos intradiarios" (nº 57, pgs. 60-70)
- Illescas Ortiz, R., "El comercio electrónico: fundamentos de Derecho y el principio de equivalencia funcional" (nº 56, pgs. 64-68)
- Box, George E. P., "La mejora de la calidad como impulso del crecimiento económico" (conferencia) (nº 56, pgs. 61-63)
- Sancho, A. y Espasa, A., "Los retos del sector turístico en España" (nº 55, pgs. 52-58)
- Peña, J. I., "La gestión del riesgo en los mercados financieros: el concepto de valor en riesgo (VaR)" (nº 54, pgs. 54-58)
- Álvarez, R., "Las estadísticas del Banco de España tras el inicio de la Unión Monetaria" (conferencia) (nº 54, pgs. 45-53)
- Barea, J., "El presupuesto para 1999" (nº 53, pgs. 25-33).
- Delrieu, J.C., "El sector de la construcción en España: algunas reflexiones sobre su estructura, la influencia de la regulación y previsiones" (nº 52, pgs. 57-92).
- Álvarez, F., "Coyuntura de la construcción en Latinoamérica" (nº 52, pgs. 43-56).
- Lanzilotta, B., "Situación actual y perspectivas macroeconómicas de Brasil y Argentina", (nº 51, pgs. 49-66).
- Espasa, A., Lorenzo, F., y Senra, E., "Las presiones inflacionistas de la economía española en el contexto europeo"; comentarios de Javier Andrés y David Taguas (nº 50, pgs. 44-98).
- Espasa, A., y Martínez, J. M., "Tendencia y ciclos en la economía española", (nº 48, pgs. 45-62).
- Pérez, F., "Capital y crecimiento económico: el caso español", (nº 46, pgs. 44-70).
- Díaz, P., "El papel de Eurostat en el desarrollo de las estadísticas de empresas en Europa", (nº 45, pgs. 41-47).

TRABAJOS RESEÑADOS EN BOLETINES ANTERIORES / *REVIEW WORKS IN PREVIOUS BULLETINS*

- Rodríguez, R., "Actividad económica y valoración de activos financieros" (Boletín nº 57).
- Sanjuan Meso, C., "Comparaciones de productividad en la agricultura europea" (Boletín nº 52).
- Font, B., "Modelización de Series Temporales Financieras. Una Recopilación" (Boletín nº 51).
- Miles, D., "Especificación e inferencia en modelos econométricos para curvas de Engel" (Boletín nº 50).
- Poncela Blanco, P., "Algunos problemas en la identificación y predicción de factores comunes en series temporales multivariantes" (Boletín nº 49).
- Dolado, J.J., y María-Dolores, R., "Un análisis de los efectos cíclicos de la política monetaria en España (1977-1996)" (Boletín nº 48).
- María-Dolores, R., "Asimetrías en los efectos de la política monetaria en España (1977-1996)" (Boletín nº 46).
- Senra, E., "Modelos para series temporales con rupturas tendenciales y estructuras cíclicas asimétricas y bruscas" (Universidad Carlos III de Madrid) (Boletín nº 45).
- Álvarez, M^a.J., "Las cuentas de las privatizaciones: el caso de Seat" (Universidad Carlos III de Madrid) (Boletín nº 44).
- Balbás, A., "Measuring the degree of fulfillment of the law of one price. Applications to financial market integration" (Universidad Carlos III de Madrid) (Boletín nº 43).
- Martínez, J.M., Espasa, A., "La demanda de importaciones españolas. Un enfoque VECM desagregado". Universidad Carlos III de Madrid (Boletín nº 42).
- Boldrin, M., Jiménez-Mártin, S., Peracchi, F., "Resumen de social security and retirement in Spain, NBER, WP 6136. Universidad Carlos III de Madrid (Boletín nº 41).
- Lorenzo, F. "Modelización de la inflación con fines de predicción y diagnóstico". (Universidad Carlos III de Madrid) (Boletín nº 40).
- Risueño, M. "Estimación y modelización de la tasa de depreciación del capital. Un análisis desagregado. (Universidad Carlos III de Madrid) (Boletín nº 39).
- Ruiz, E., Lorenzo, F., "Estimación de la volatilidad de la inflación en presencia de observaciones atípicas y heteroscedasticidad condicional. (Universidad Carlos III de Madrid) (Boletín nº 38).
- García, T., Ocaña, C., "El efecto del control bancario en el comportamiento inversor de las empresas españolas". (Universidad Carlos III de Madrid) (Boletín nº 37).
- García, C.E., Macías, M., "Evolución y tendencias en la industria editorial española". (Universidad Carlos III de Madrid, Septiembre 1997) (Boletín nº 36).
- Kaiser, R. "Detección de cambios repentinos en los componentes inobservados de una serie temporal". (Universidad Carlos III de Madrid, Julio 1997) (Boletín nº 34).
- Martínez, J.M., Espasa, A. "Modelización de los cambios estructurales y de la evolución dinámica dependiente de la fase cíclica en el PIB español", (Universidad Carlos III de Madrid, Junio 1997) (Boletín nº 33).
- Espasa, A., Revuelta, J.M. y Cancelo, J. R., "Modelización automática de series diarias de actividad económica", (Universidad Carlos III de Madrid, DT 96-07 (03)) (Boletín nº 32).
- Camino, D. "The role of information and trading volume on intraday and weekly return patterns in spanish stoch market" (Universidad Carlos III de Madrid, WP 96-10. Business Economic Series 01) (Boletín nº 31).
- Ramírez, A. "Explaining the transition out of unemployment in Spain: the effect of the unemployment insurance", (Universidad Carlos III de Madrid, WP 96-71) (Boletín nº 31).
- Rivera-Camino, J. y Vema G., "The spanish management style: an exploratory comparison with the french managers" (Universidad Carlos III de Madrid, WP 96-35) (Boletín nº 30).
- Petrakis, E. y S. Roy, "Cost reducing investment, competition and industry dynamics", (Universidad Carlos III de Madrid, WP 96-62) (Boletín nº 30).



PREDICCIÓN Y DIAGNÓSTICO

números publicados en 1998 y 1999

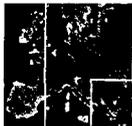
- * La fortaleza de la construcción: situación y perspectivas (nº 39, Junio 1999).
- * La demanda externa en el contexto económico actual (nº 38, Mayo 1999).
- * Prosigue la desaceleración de la actividad industrial (nº 37, Abril 1999).
- * La desaceleración en la generación de puestos de trabajo: situación actual y perspectivas (nº 36, Marzo 1999).
- * La fortaleza de la economía española. Situación y perspectivas (nº 35, Febrero 1999).
- * La pujanza actual del sector de la construcción. Perspectivas (nº 34, Enero 1999).
- * La desaceleración de la demanda externa neta: situación actual y perspectivas (nº 33, Diciembre 1998).
- * La moderación de la actividad industrial (nº 32, Noviembre 1998).
- * La aceleración del sector de la construcción en la actual coyuntura (nº 31, Octubre 1998).
- * La moderación del sector exterior: situación actual y perspectivas (nº 30, Septiembre 1998).
- * El mercado laboral ante los nuevos retos de la crisis financiera actual (nº 29, Agosto 1998).
- * Actividad económica: perspectivas de moderación de los crecimientos (nº 28, Junio 1998).
- * El dinamismo del sector exterior. Situación actual y perspectivas (nº 27, Mayo 1998).
- * El sector industrial en la coyuntura actual. Perspectivas para 1998 (nº 26, Abril 1998).
- * Mercado laboral y actividad productiva: una perspectiva (nº 25, Marzo 1998).
- * La expansión del comercio exterior y de la actividad productiva (nº 24, Febrero 1998).
- * Perspectivas de la economía española para 1998-1999: estabilidad en el crecimiento a niveles superiores a la media europea y con una tasa de paro muy elevada (nº 23, Enero 1998).

Informes elaborados por: Nicolás Carrasco, Antoni Espasa y Juan de Dios Tena
Director de PyD: Antoni Espasa

**PREDICCIÓN Y DIAGNÓSTICO es una publicación patrocinada por la
Fundación Universidad Carlos III**

Para más información contactar con:

Gema Marcelo, Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico
Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía, Universidad Carlos III
C/ Madrid, 126 E-28903 Getafe (Madrid) Tel +34 91 624 98 89 Fax +34 91 624 93 05
E-mail: laborat@est-econ.uc3m.es
www.uc3m.es/boletin



HOJA DE SUBSCRIPCION

Nombre y Apellidos:.....
Dirección: C.P.:
Teléfono: Telefax..... Correo electrónico:
NIF/CIF: Fecha:

Boletín Predicción y Análisis Macroeconómico (edición mensual)..... **325**
Distribución a los 14 días de la publicación del IPC europeo armonizado 54.000 ptas

Servicio de actualización de las predicciones y diagnósticos (2 actualizaciones) **725**
a las 12 horas de publicarse el IPC español 120.000 ptas
a las 24 horas de publicarse el IPC de los principales países europeos

Subscripción conjunta **900**
Subscripción al Boletín Predicción y Análisis Macroeconómico 150.000 ptas
+ Servicio de actualización de las predicciones y diagnósticos.

METODOS DE PAGO (Incluye IVA y gastos de envío)

Transferencia bancaria
A: Fundación Universidad Carlos III C.C.C.: 2096-0630-18-2839372704

Tarjeta de Crédito **VISA** **AMERICAN EXPRESS** **MASTERCARD**
Número..... Fecha de caducidad
Firma

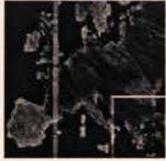
Gracias, deseo que me envíen GRATIS

Una copia del Boletín Análisis y Predicción Macroeconómico
Una actualización de las predicciones y diagnósticos del Boletín en curso

Por favor, envíenme las actualizaciones de las predicciones y diagnósticos por Telefax
Por favor, envíenme las actualizaciones de las predicciones y diagnósticos por Correo electrónico...

** Indique aquí si desea que enviemos información de nuestros productos y servicios a otra persona **

.....
.....
.....



BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO

10 ANIVERSARIO
UNIVERSIDAD
CARLOS III
MADRID

Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía N° 60 Septiembre 1999

OBJETIVOS DE INFLACIÓN, ¿PUNTUALES A FIN DE AÑO O SOBRE MEDIAS ANUALES?

Resumen

La inflación en Estados Unidos en el mes de agosto ha sido el 0,24%, exactamente la cifra prevista en el anterior Boletín. La inflación subyacente ha registrado un valor inferior al 2% y así se espera que se mantenga en lo que queda de año 1999 y en el 2000.

Estados Unidos United States	TASA DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO AVERAGE ANNUAL RATE OF GROWTH			
	1997	1998	1999	2000
Inflación Residual / Residual Inflation – 26,5%	2.18	-0.35	2.57	3.77
Inflación tendencial / Core Inflation – 73,5%	2.36	2.29	2.04	1.93
Inflación en el IPC / CPI Inflation – 100%	2.34	1.55	2.14	2.33

Respecto al IPC en septiembre se espera crezca el 0,28% y se alcance así una inflación anual del 2,42%. Las predicciones de los crecimientos medios de la inflación en el IPC de EE.UU. en 1999 y 2000 permanecen estables con respecto a los valores publicados el mes pasado en el 2,14 y 2,33% respectivamente.

En evoluciones inflacionistas bajas a niveles del 2% actual los analistas y los inversores deben asimilar que pueden darse oscilaciones importantes a la baja y al alza sin que ello suponga que se ha perdido dicho nivel tendencial. Así, cuando en marzo de 1998 el crecimiento anual del IPC fue del 1,37%, el nivel tendencial –inflación subyacente– estaba en el 2,13% y cuando ahora en agosto el IPC ha alcanzado la tasa del 2,26%, el correspondiente nivel tendencial está en valores similares (1,9%). Igualmente las tasas de 2,75% y 2,16% previstas para el IPC en marzo y diciembre del año 2000, se corresponderán con niveles tendenciales del 2,01 y 1,92%, respectivamente. Si esto estuviese asimilado por los agentes económicos la Reserva Federal podría mantener su tipo de interés de referencia sin correr riesgos inflacionistas. Si esto no es así la Reserva Federal puede considerar aumentar su tipo de interés de referencia 25 puntos básicos antes de finalizar 1999. Dado el perfil previsto de la inflación que continuará creciendo hasta marzo del año 2000, la Reserva Federal podría optar por aplicar dicha subida con posterioridad al mes de octubre y cambiar en su reunión de octubre su orientación de neutra al alza.

La inflación armonizada en la Unión Monetaria en el mes de agosto ha sido el 0,10%, coincidiendo prácticamente con la predicción del 0,11% realizada en el anterior Boletín. La tasa anual se ha situado en el 1,2%. En la Unión Europea la inflación mensual ha sido del 0,14% ligeramente superior al 0,12% previsto. La tasa de crecimiento anual se ha situado en el 1,20%.

Las predicciones de inflación media anual para 1999 y 2000 para el agregado de la Unión Monetaria permanecen inalteradas en el 1,14 y 1,66% con respecto a lo publicado en el último Boletín. Igualmente los precios en el área de la Unión Europea tampoco han sufrido revisiones importantes con respecto a lo publicado el mes pasado, situándose sus expectativas de crecimiento medio anual en el 1,20% y 1,65% para 1999 y 2000 respectivamente.

Europa Europe	TASA DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO AVERAGE ANNUAL RATE OF GROWTH		
	1998	1999	2000
IPCA España / Spain HICP – 9.15%	1.77	2.27	2.24
IPCA Alemania / Germany HICP – 34.52%	0.64	0.69	1.41
IPCA Francia / France HICP – 21.05%	0.67	0.56	1.01
IPCA Italia / Italy HICP – 18.81%	1.98	1.63	2.45
IPCA UM / MU HICP – 100%	1.11	1.14	1.66
IPCA EU-15 / EU-15 HICP	1.28	1.2	1.65

El índice de Precios al Consumo en España en agosto creció el 0,43%, comportándose, por tanto, según lo previsto (0,44%).

Con los datos observados apenas cambian las expectativas de inflación recogidas en las predicciones del anterior Boletín Inflación y Análisis Macroeconómico. Así, la inflación tendencial tiende a tasas anuales medias del 2,1% tanto en 1999 como en el año 2000, con unas tasas del 1,2-1,3% en los mercados de bienes y del 3,3-3,2% en los de servicios. Sin embargo, debido a las oscilaciones de la inflación residual, que se calcula sobre los precios del aceite, tabaco, alimentos no elaborados, energía y paquetes turísticos, la tasa de crecimiento anual del IPC, que en agosto fue del 2,41%, subirá al 2,8% en el mes de diciembre y descenderá de nuevo a niveles del 2,3% a partir de septiembre del año 2000.

España Spain	TASA DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO AVERAGE ANNUAL RATE OF GROWTH			
	1997	1998	1999	2000
Inflación Residual / Residual Inflation 22,34%	1.07	0.59	3.17	3.74
Inflación tendencial / Core Inflation 77,66%	2.23	2.20	2.09	2.11
Inflación en el IPC / CPI Inflation 100%	1.97	1.84	2.33	2.47

Con todo ello, la predicción de inflación para septiembre de 1999 es de un aumento del 0,21%, lo que situará su crecimiento anual en el 2,54.

Frente a mínimas oscilaciones de la inflación tendencial, la inflación en el IPC pasará del 1,40% en diciembre de 1998 al 2,82 y 2,38% en los meses de diciembre del 1999 y del 2000. Esto hace que la tasa de crecimiento anual del IPC no sea un buen indicador sobre el que basar objetivos económicos, pues contiene oscilaciones apreciables en el corto plazo que son irrelevantes para los fines de la política económica. Asimismo, no es aconsejable fijar el objetivo de inflación sobre la tasa anual correspondiente a un mes concreto como diciembre, pues dicha tasa –principalmente en el IPC– oscila demasiado irregularmente y el intervalo en su predicción es excesivamente amplio para que dicha tasa se pueda utilizar como indicador en los objetivos de mantenimiento del poder adquisitivo de ciertos grupos de población. Parece preferible fijar los objetivos de inflación sobre un indicador que excluya del IPC los componentes oscilantes –por ejemplo la inflación tendencial– y que utiliza una medida de crecimiento como la tasa anual media.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha publicado recientemente la **Contabilidad Nacional Trimestral Española (CNTR)** correspondiente al segundo trimestre del actual ejercicio. De acuerdo con estas estimaciones el PIB real registró en ese periodo un crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior del 3,6 %, tras un crecimiento del 3,2% en el primer trimestre. La demanda interna registró una tasa anual del 5,6% (1,3 puntos más que en el trimestre anterior), pero este dato se contrarrestó con la negativa aportación al crecimiento del PIB del comercio exterior (-1,7 puntos).

En este Boletín se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB al 3,4% para el año 1999 y al 3,1% en el 2000. Mientras que los cambios en la demanda interna son de pequeña importancia, las alteraciones más significativas se han producido por el lado de la demanda externa, en particular de las exportaciones.

La creación de empleo sigue mostrando un fuerte dinamismo, pero las cifras que estima la EPA para 1999 llevan implícito un sesgo alcista derivado de los cambios metodológicos registrados en esta encuesta en el primer trimestre del año. Corregido este sesgo, se estima que el empleo crezca el 3,0% en 1999 y el 2,8% en el 2000, lo que supone 396 y 381 mil personas, respectivamente. Sin tal corrección el crecimiento del empleo en la media anual de 1999 será de unas 606.000 personas.

En este Boletín se analiza además **la previsible evolución del índice IBEX-35 de la Bolsa de Madrid** utilizando análisis fundamental de los 35 valores que componen el índice, análisis técnico y macroeconómico. Atendiendo al macroeconómico, la coyuntura que en la actualidad disfruta la economía española y la que se prevé para el próximo año no justifica una corrección del mercado bursátil sino más bien parece animarlo a seguir la senda alcista. Según el análisis técnico, el mercado puede estar algo sobrevalorado, siendo este ejercicio una purga después de los grandes crecimientos experimentados durante los tres ejercicios anteriores. Por último, el análisis fundamental de valores pronostica un valor del IBEX-35 a final del año del 11.129. Un resultado de consenso de los tres análisis utilizados pronostica un valor para el IBEX-35 en los próximos tres a seis meses situado entre el 10.500 y el 11.000.

30 de Septiembre de 1999

