



BOLETIN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO

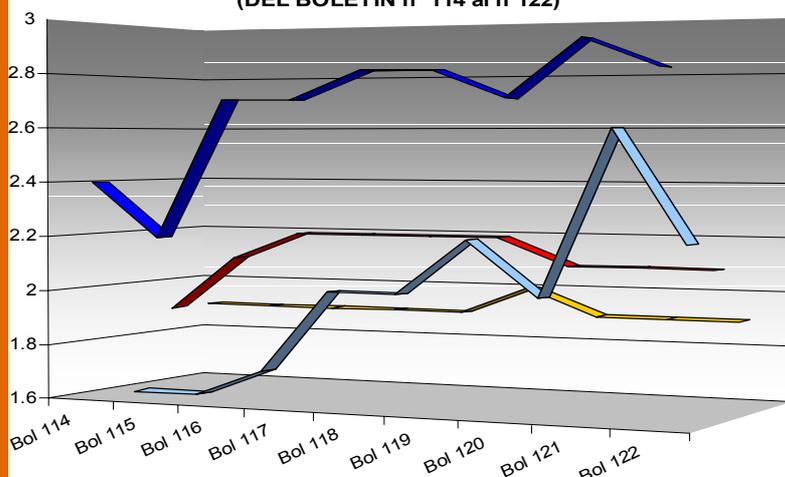


Universidad Carlos III de Madrid

Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, IFL, N° 122, noviembre de 2004.

Las expectativas de inflación media en la euro área se han mostrado más estables que en los EE.UU. en los meses de fuerte presión inflacionista de la energía.

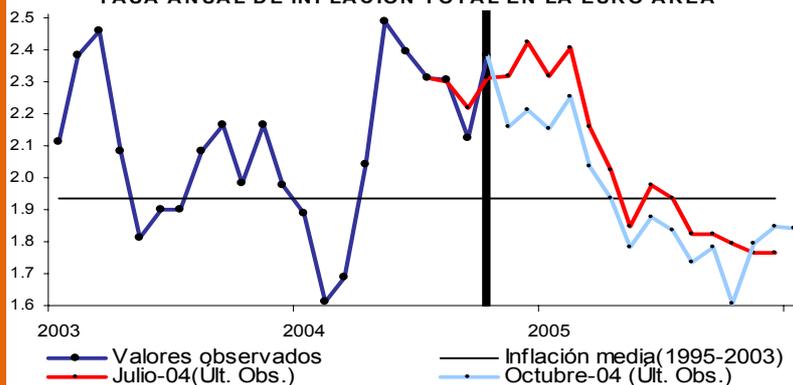
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INFLACIÓN ANUALES MEDIAS PARA 2004 Y 2005 EN LA EURO ÁREA Y EN EE.UU. ESTIMADAS EN LOS ÚLTIMOS NUEVE MESES. (DEL BOLETIN n° 114 al n°122)



■ EEUU 2004 □ EEUU 2005 ■ EURO ÁREA 2004 ■ EURO ÁREA 2005
Fuente: Eurostat, BLS, UC3M & IFL Fecha: 24 de noviembre de 2004

Las expectativas de inflación anual en la euro área mejoran en el mes de noviembre situándose en tasas cercanas al 2,1% para los próximos meses.

TASA ANUAL DE INFLACIÓN TOTAL EN LA EURO ÁREA



Fuente: Eurostat UC3M & IFL Fecha: 24 de noviembre de 2004

Tema a Debate

EL CAPITALISMO QUE VIENE

PARTE III: EMPRESA, MERCADO Y ESTADO

Por: Juan Urrutia Elejalde

Catedrático de Fundamentos de Análisis Económico Pág.41

CONTENIDO

I. PRINCIPALES CONCLUSIONES Y RESULTADOS

I.1 Inflación en la Unión Monetaria y Económica	p.1
I.2 Cuadro Macroeconómico de la Economía Europea	p.3
I.3 Inflación en Estados Unidos	p.5
I.4 Inflación en España	p.7
I.5 Cuadro Macroeconómico de la Economía Española	p.9
I.6 Inflación en la Comunidad de Madrid	p.11
I.7 Cuadro Macroeconómico de la Comunidad de Madrid	p.13
I.8 Resumen comparativo de predicciones económicas	p.15
I.9 Previsiones de Inflación de otras Instituciones en distintas áreas económicas	p.21

II. ANÁLISIS DE INFLACIÓN, POLÍTICA MONETARIA Y COYUNTURA ECONÓMICA

II.1 Unión Monetaria y Europea	p.22
II.2 Producción Industrial en UME y EE.UU.	p.26
II.3 Estados Unidos	p.28
II.4 España	p.32
II.5 Comunidad de Madrid	p.37

TEMA A DEBATE p.41

EL CAPITALISMO QUE VIENE

PARTE III: EMPRESA, MERCADO Y ESTADO.

III.2.3 MERCADOS FINANCIEROS Y ASEGURAMIENTO

Por: Juan Urrutia Elejalde

Catedrático de Fundamentos del Análisis económico

CUADROS Y GRÁFICOS p. 62

N° 122



www.uc3m.es/boletin

CAJA MADRID



CONSEJERÍA DE ECONOMÍA
E INNOVACIÓN TECNOLÓGICA

Comunidad de Madrid



● ● ● BOLETIN
**INFLACIÓN Y ANÁLISIS
MACROECONÓMICO**



Universidad Carlos III de Madrid

**Entidades que apoyan la investigación en el
Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico**



**FUNDACIÓN
Universidad Carlos III**

BBVA



BOLETIN
INFLACIÓN Y ANÁLISIS
MACROECONÓMICO



Universidad Carlos III de Madrid

CONSEJO EDITORIAL: Michele Boldrin, Juan José Dolado, Antoni Espasa y Juan Urrutia.

DIRECTOR: Antoni Espasa.

COORDINACIÓN: Iván Mayo y Rebeca Albacete.

ANÁLISIS Y PREDICCIONES DE INFLACIÓN:

EUROPA Y ESPAÑA: Iván Mayo y César Castro.

ESTADOS UNIDOS: Ángel Sánchez.

ANÁLISIS PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN EMU Y EE.UU.: Eva Senra

ANÁLISIS Y PREDICCIONES MACROECONÓMICAS: Nicolás Carrasco, Coordinador. Román Mínguez

ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA COMUNIDAD DE MADRID: José Ramón Cancelo, Arsinoé Lamadriz .

ENCUESTA DE CONSENSO ECONÓMICO Y FINANCIERO: Pablo Gaya.

COMPOSICIÓN: Elena Arispe.

COLABORADOR PREDICCIONES: César Castro, Agustín García.

BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO

es una publicación universitaria independiente de periodicidad mensual del Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, 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 Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico.

Depósito Legal: M22 938 - 1995

TERMINOLOGÍA EMPLEADA:

En el análisis de la inflación es conveniente desagregar un índice de precios al consumo de un país o de un área económica en índices de precios correspondientes a mercados homogéneos. Una descomposición básica inicial es: 1) índice de precios de alimentos no elaborados (ANE), 2) de energía (ENE), 3) de alimentos elaborados (AE), 4) de otros bienes (MAN), 5) de servicios (SERV). Los dos primeros son más volátiles que los restantes y en Espasa et al. (1987) se propuso calcular una medida de **inflación subyacente** basada exclusivamente en estos últimos y de igual modo procede el INE y Eurostat. Posteriormente, en el BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO se ha propuesto eliminar de los componentes de la inflación subyacente ciertos índices que también son excesivamente volátiles.

Así, la desagregación básica anterior se ha ampliado para España de la siguiente forma: a) ANE, b) ENE, c) tabaco, aceites y grasas y paquetes turísticos, d) alimentos elaborados excepto tabaco, aceites y grasas, e) otros bienes (MAN), y f) servicios excepto paquetes turísticos (SERT). La medida de inflación obtenida con los índices AEX, MAN y SERV la denominamos **inflación tendencial**, y es un indicador similar y alternativo de la inflación subyacente, pero para señalar su construcción ligeramente distinta se le denomina inflación tendencial. La medida de inflación construida con los índices de precios excluidos del IPC para calcular la inflación tendencial o la subyacente, según los casos, se le denomina **inflación residual**.

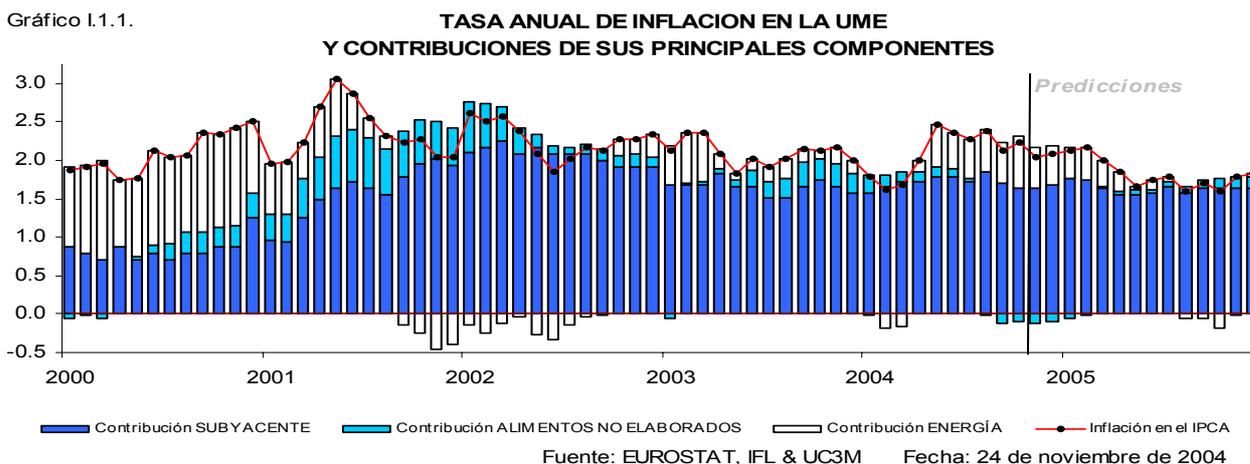
Para EE.UU. la desagregación básica por mercados se basa principalmente en cuatro componentes: Alimentos, Energía, Servicios y Manufacturas. La **inflación tendencial o subyacente** se construye en este caso como agregación de servicios y manufacturas no energéticas.

I. PRINCIPALES CONCLUSIONES Y RESULTADOS

I.1. UNIÓN MONETARIA Y ECONOMICA

- Se espera para el mes de noviembre una tasa mensual de inflación negativa de 0,1%, lo cual supondrá la reducción de la inflación anual en la euro área hasta el 2,1% desde el 2,4% registrado en octubre. La tasa anual de inflación subyacente continuará fija en el 2,0% en noviembre de 2004. Dentro de la inflación subyacente, las tasas anuales esperadas de inflación en los alimentos elaborados se reducirán para los últimos meses de 2004 y principios de 2005, mientras los bienes industriales no energéticos y los servicios continúan con tasas de inflación esperadas similares a las registradas durante 2003 y principios de 2004. Fuera de la inflación subyacente, tenemos una fuerte tendencia a la baja las tasas anuales de crecimiento de los alimentos no elaborados para lo que resta de 2004 y el primer trimestre de 2005, lo que sitúa sus tasas en valores negativos. En cuanto a la inflación en la energía, seguimos esperando tasas de inflación anual altas hasta la mitad de 2005, lo que provoca que nos situemos por encima del 2,0% en la inflación total hasta el segundo trimestre de 2005.
- La inflación mensual para el mes de octubre se comportó peor a lo esperado, alcanzando una tasa mensual de 0,34% en lugar del 0,26% previsto. Este error en la predicción de la inflación total se debió principalmente al comportamiento de los precios de la energía en la última semana de octubre. En la inflación subyacente la innovación fue a baja al igual que en todas sus componentes. Los precios de los bienes industriales crecieron 0,56% este mes cuando se esperaba un crecimiento de 0,61%, los alimentos elaborados tuvieron crecimiento nulo inferior al 0,06% esperado y en los servicios se dio la innovación más suave, con una tasa negativa observada de 0,08% en lugar de una tasa negativa esperada de 0,06%. En las componentes fuera de la inflación subyacente, los precios de los alimentos no elaborados y energía sufrieron innovaciones al alza de distinta magnitud, una tasa negativa observada de 0,08% en lugar del -0,44% previsto y una tasa positiva de 2,87% en lugar del 1,50% esperado, respectivamente. (A2 del apéndice.)

Gráfico I.1.1.



- Las nuevas previsiones de inflación suponen una revisión a la baja de las tasas anuales del IPCA total en la euro área para lo que resta de 2004 y los dos primeros trimestres de 2005. Esta reducción se debe principalmente a un perfil menos inflacionista para la energía, para la que se revisan sus tasas a la baja en aproximadamente un punto porcentual para estas mismas fechas. Esto se debe a la evolución esperada del tipo de cambio y del mercado del Brent, cuyo precio esperado para el último trimestre de 2004 ha pasado de 37,87 € a 35,66 € por barril durante el último mes, situándose la tasa anual media de los precios al consumo de la energía en la euro área en el 4,4% para 2004, respecto al 4,5% previsto el mes anterior. Para 2005, los mercados de futuros del Brent no indican más incrementos en la inflación anual de los precios de la energía a partir de julio de 2005 y debido a ello, la tasa anual esperada de inflación total en la euro área decrecerá sistemáticamente desde el 2,2% de principios de año hasta el 1,8% del último trimestre, con una tasa anual media de 1,9% para 2005. Además destacamos bondadoso efecto sobre la inflación total del buen comportamiento de los alimentos no elaborados con tasas anuales negativas desde agosto del 2004.
- Por países, se espera para noviembre de 2004 unas tasas anuales de inflación total de 2,1% en Alemania, 3,5% en España, 2,3% en Italia, y, 2,2% en Francia. Las tasas anuales de los precios de la energía registraron valores positivos por encima del 9% en estos países en octubre de 2004, excepto en Italia que fue del 5,8%. En cuanto de inflación en el IPCA excluyendo la energía en estos cuatro países



de la euro área, tenemos a Alemania como el menos inflacionista en esta categoría seguido por Francia e Italia y quedando España como el país más inflacionista dentro de los cuatro. Las expectativas de inflación para la euro área revelan significativas diferencias entre países, permitiendo un amplio abanico de tipos de interés reales en los distintos estados miembros. En el extremo inferior del intervalo que forman estos tipos de interés reales a un año se sitúan países como Irlanda(-0.61) o España(-0.38) y en el lado opuesto encontramos a Alemania(1.28) y Finlandia(1.19), el resto de estados miembros experimentan tipos cercanos a cero o con valores negativos, lo cual debe favorecer las oportunidades de inversión.

- Para el año 2004 se espera una tasa de inflación total media de 2,1%, con lo cual la probabilidad de que la tasa anual media de inflación supere el 2% se sitúa claramente por encima del 80% -como puede observarse en el gráfico I.1.2 que representa el abanico de los intervalos de las predicciones para 2004 y 2005-. Por el contrario, el riesgo de deflación en la euro área ha desaparecido desde hace varios meses.

- La inflación total en la euro área se ha situado en tasas similares a las de EEUU – usando una medida homogénea para ambas zonas (ver gráfico I.1.3) – durante la segunda parte de 2003 y principios de 2004. Pero desde mayo de 2004 se ha producido un diferencial de inflación a favor de la euro área que oscila entre el medio punto y el punto porcentual. Este diferencial se debe a los incrementos del precio del crudo producidos desde mayo de 2004 y a la diferente repercusión de los precios de la energía en cada uno de sus índices de precios. No se espera que se reduzca el diferencial hasta se debiliten los crecimientos de los precios de la energía en la mitad de 2005.

- Con independencia de lo comentado anteriormente, persiste el diferencial de inflación en servicios favorable para la euro área y un diferencial en bienes industriales no energéticos favorable para EE.UU. Mientras que las expectativas para las tasas anuales medias de los precios de los servicios, excluyendo los alquileres imputados en el caso de EE.UU., se sitúan en un 3,3% en 2004 y 3,2% en 2005, respecto al 3,2% observado en 2003, en la UME se sitúan en un 2,6% en 2004 y 2005, tras el 2,6% observado también en 2003. En el caso de los bienes industriales no energéticos, las correspondientes tasas para EEUU se sitúan en un valor negativo de 1,0% en 2004 y positivo de 0,4% en 2005 y en la UME en un 0,8% en 2004 y 0,9% en 2005.

Gráfico I.1.2

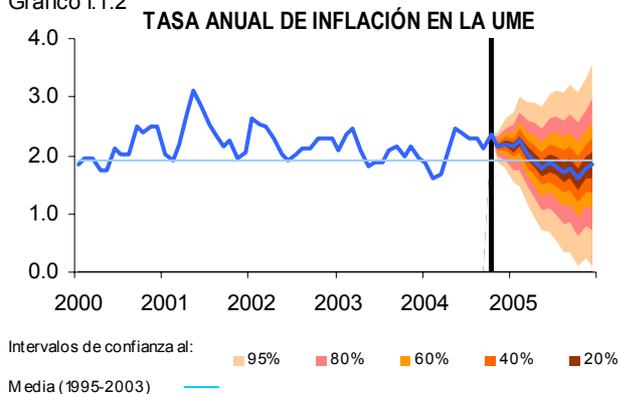
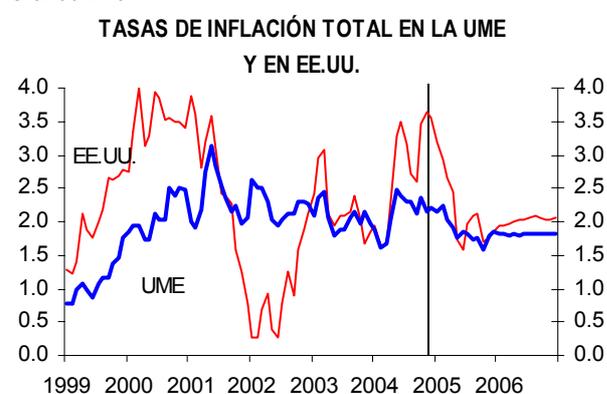


Gráfico I.1.3



Fuente: INE, IFL & UC3M / Fecha: 24 de noviembre de 2004
 * La inflación total en EE.UU. se trata de una medida armonizada construida homogenizando la cesta de bienes de EE.UU respecto a la de la euro área.

Índices de Precios al Consumo Armonizados (IPCA)	2001*	2002*	2003*	Predicciones		
				2004	2005	2006
INFLACIÓN TOTAL (100%)	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9	1.8
INFLACIÓN SUBYACENTE (84,17%)	1.9	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
IPCA Bienes no energéticos (42.85%)	1.5	1.9	1.5	1.5	1.3	1.3
IPCA Servicios no energéticos (41.33%)	2.5	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
INFLACIÓN RESIDUAL (15,82%)	4.4	1.1	2.6	2.5	1.6	1.1
IPCA Alimentos no elaborados (7,69%)	7.0	3.1	2.2	0.5	0.7	1.9
IPCA Energía (8,13%)	2.3	-0.6	3.0	4.4	2.4	0.3

• Valores observados
 (1) Las tasas mensuales y anuales se encuentran en los cuadros A5A Y A5B del apéndice.

Fuente: Eurostat & IFL / Fecha: 24 de noviembre de 2004



I.2 COYUNTURA Y CUADRO MACROECONÓMICO DE LA ECONOMÍA EUROPEA

	Tasas Anuales				
	2001	2002	2003	Predicciones(*)	
				2004	2005
PIB p m	1.6	0.9	0.5	2.0	2.2
Demanda					
Gasto en Consumo Final	2.1	1.3	1.2	1.4	2.0
Formación Bruta de Capital	-0.3	-2.7	-0.6	1.8	3.2
Contribución Demanda Interna	0.9	0.3	1.2	1.5	2.2
Exportación de Bienes y Servicios	3.4	1.7	0.1	7.0	6.5
Importación de Bienes y Servicios	1.7	0.3	2.1	6.1	7.0
Contribución Demanda Externa.	0.7	0.6	-0.7	0.5	0.0
Oferta (precios básicos)					
VAB Total (precios de mercado)	1.6	0.9	0.5	2.0	2.2
Impuestos Netos	-2.9	-0.6	-0.6	0.7	-1.0
VAB Total (precios básicos)	1.9	0.9	0.5	2.1	2.4
VAB Agricultura	-1.2	1.0	-3.6	1.7	2.1
VAB Industria	0.3	0.2	0.0	2.5	2.8
VAB Construcción	-0.4	-0.6	-0.6	0.5	0.3
VAB Servicios	2.7	1.3	1.0	2.1	2.4
Privado	3.2	0.9	0.9	2.3	2.7
Públicos.	1.7	2.2	1.0	1.7	1.8
Precios y Costes					
IPC Armonizado, media anual	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9
IPC Armonizado, dic. / dic.	2.1	2.3	2.0	2.2	1.8
Mercado de trabajo					
Tasa de Paro (% población activa)	8.0	8.4	8.9	9.0	9.0
Otros Indicadores Económicos					
Índice de Producción Industrial (excluyendo construcción)	0.4	-0.5	0.3	2.3	1.7

Fuente: EUROSTAT & I, FLORES DE LEMUS

Fecha: 25 de noviembre de 2004

(*) Boletín Inflación y Análisis Macroeconómico

Sección patrocinada por la
Cátedra Fundación Universidad Carlos III de Madrid
Predicción y Análisis Macroeconómico.





I.3. ESTADOS UNIDOS

- Para **Noviembre** las previsiones respecto al índice general son de un descenso del 0.13%, con lo que la tasa anual subiría del 3.19% al 3.33%. Para la inflación subyacente se prevé un recorte del 0.08%, elevándose la tasa anual hasta el 2.14% (para un mayor detalle ver capítulo II).

Cuadro I.3.1
VALORES OBSERVADOS Y PREDICCIONES DEL IPC DE EE.UU.
Octubre 2004

CONCEPTO	tasa mensual (T^1_1)		Intervalo de confianza al 80 % de significación (+ -)
	observada (a)	predicción (b)	
INFLACIÓN RESIDUAL	1.21	0.99	0.42
INFLACIÓN SUBYACENTE	0.41	0.38	0.16
IPC TOTAL USA	0.53	0.51	0.13

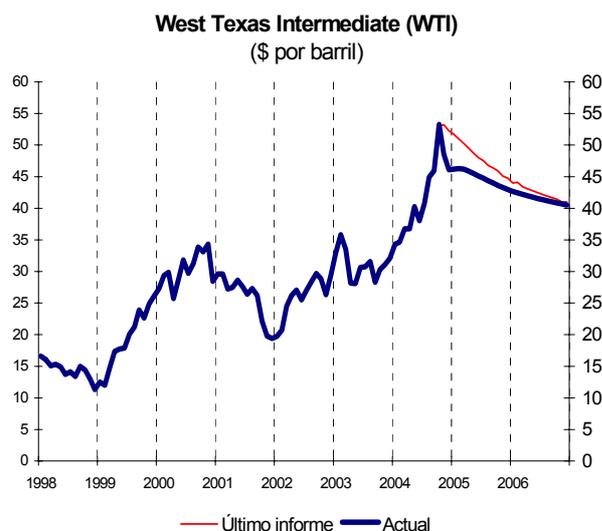
Fuente: BLS & Universidad Carlos III de Madrid
Fecha de elaboración: 17 de Noviembre 2004

tabaco. Desde el punto de vista de innovaciones a la baja sobresalen: los precios de la electricidad y los servicios de telefonía tanto de larga distancia como móviles.

- Durante el mes de **Octubre** el IPC de EE.UU. subió un 0.53% respecto al mes anterior, similar al 0.51% previsto (véase **Cuadro I.3.1**), aumentando la tasa anual del 2.54% al 3.19%.
- En un análisis más pormenorizado, errores de predicción al alza en ciertos componentes se compensan con errores a la baja en otros. Así, las partidas que más destacan por su comportamiento alcista son: las frutas y hortalizas frescas y el grupo de bienes no alimenticios ni energéticos excluidos los vehículos usados y el tabaco. Desde el punto de vista de innovaciones a la baja sobresalen: los precios de la electricidad y los servicios de telefonía tanto de larga distancia como móviles.
- El índice subyacente se elevó un 0.41%, similar al 0.38% de aumento previsto, subiendo la tasa anual del 1.96% al 2.01%. La subida registrada en manufacturas no energéticas fue del 0.79%, frente al aumento previsto del 0.58%, pasando la tasa anual de un valor negativo del 0.57% a otro positivo del 0.07%. Por su parte, los servicios elevaron sus precios un 0.22%, por debajo de lo esperado (0.30%), bajando la tasa anual dos décimas del 2.98% al 2.79%. El índice subyacente, sin alquileres imputados y tabaco, comparable con el índice subyacente de Europa sin alimentos, subió un 0.51%, similar a lo esperado: 0.47%, subiendo la tasa anual del 1.76% al 1.89%.
- Por componentes, los precios de los bienes duraderos subieron un 0.53%, algo menos de lo previsto 0.58%, pasando la tasa anual del -1.38% al -0.43%. Los precios de los bienes no duraderos, excluyendo el índice de tabaco, se elevaron un 1.14% frente al 0.66% previsto, pasando la tasa anual del 0.14% al 0.52%.
- El índice de servicios -excluidos los alquileres imputados- subió un 0.24%, frente al 0.37% previsto, bajando la tasa anual del 3.38% al 3.16%. Por su parte, los alquileres imputados aumentan los precios un 0.18%, exactamente lo esperado, pasando la tasa anual del 2.45% al 2.30%
- Para los años **2004, 2005, y 2006** se prevén unas tasas anuales medias de inflación total del 2.7%, 2.2% y 2.2% respectivamente; lo que representa, en relación con el informe del mes pasado, un descenso de cuatro décimas para el año 2005 (véanse **Cuadro I.3.2** y **Gráfico I.3.2**).
- Del dato de Octubre se podrían destacar dos hechos: 1) La influencia que está teniendo y tendrá la depreciación del \$ en los bienes industriales no energéticos, a pesar de la elevada capacidad productiva ociosa, y 2) La buena evolución del sector servicios. Estos dos comportamientos se compensan, previéndose que la inflación subyacente no cambie, a medio plazo, respecto al informe del mes pasado. No obstante, las expectativas para el IPC general, para el año 2005, han mejorado significativamente -4 décimas-, en su mayor parte por la mejor evolución prevista en los mercados de futuros del precio del crudo (véase **Gráfico I.3.1**).

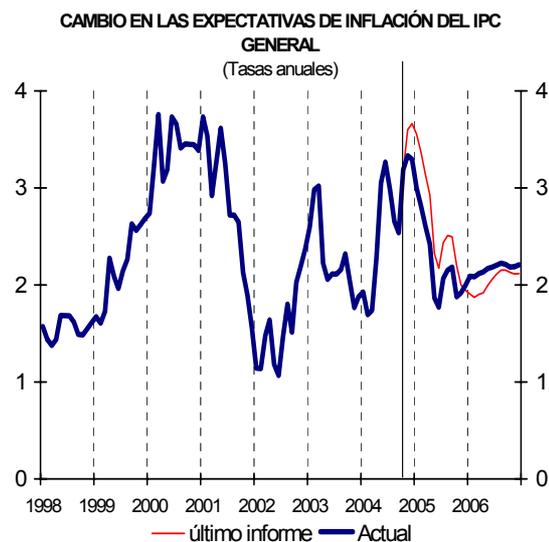


Gráfico I.3.1



Fuente: U. Carlos III & BLS / Fecha: 17 de Noviembre de 2004

Gráfico II.3.2



Fuente: U. Carlos III & BLS / Fecha: 17 de Noviembre de 2004

Cuadro I.3.2

TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO DE LA INFLACIÓN EN EEUU

CONCEPTO	2001	2002	2003	2004 (predicción)	2005 (predicción)	2006 (predicción)
IPC Alimentos (1)	3.1	1.8	2.1	3.4	2.5	2.6
IPC Energía (2)	3.8	-5.9	12.2	10.9	2.3	-1.1
INFLACIÓN RESIDUAL (3=1+2)	3.3	-0.8	5.3	6.0	2.4	1.3
IPC Manufacturas no energéticas (4)	0.3	-1.1	-2.0	-1.0	0.4	1.0
Sin tabaco	-0.2	-1.5	-2.1	-1.1	0.3	0.9
- IPC Bienes duraderos	-0.6	-2.6	-3.2	-2.4	0.2	1.5
- IPC Bienes no duraderos	1.1	0.4	-0.7	0.4	0.5	0.5
IPC Servicios no energéticos (5)	3.7	3.8	2.9	2.9	2.9	3.0
- Servicios sin alquileres imputados (5-a)	3.6	3.6	3.2	3.3	3.2	3.2
- Alquileres imputados (a)	3.8	4.1	2.4	2.3	2.4	2.7
INFLACIÓN SUBYACENTE (6=4+5)	2.7	2.3	1.5	1.8	2.2	2.4
Sin alquileres imputados (6-a)	2.3	1.7	1.1	1.5	2.1	2.3
Sin alquileres imputados y sin tabaco	2.1	1.6	1.1	1.5	2.1	2.3
IPC TOTAL USA (7=6+3)	2.8	1.6	2.3	2.7	2.2	2.2
Sin alquileres imputados (7-a)	2.6	0.9	2.2	2.8	2.2	2.0

(*) Las tasas mensuales y anuales se encuentran en los cuadros A6A y A6B del Apéndice

Fuente: BLS & Universidad Carlos III de Madrid

Fecha de elaboración: 17 de Noviembre 2004



I.4. ESPAÑA

- La tasa mensual de inflación total esperada para noviembre de 2004 es de 0,2%, con lo que su tasa anual disminuye hasta el 3,5%, respecto al 3,6% observado en octubre (gráficos I.4.1)
- La tasa mensual en la inflación total de octubre (1,03%) registró una innovación al alza, respecto a nuestra predicción de 0,93%, debido principalmente al error en la previsión del comportamiento de la inflación residual, cuya tasa observada fue de 1,39% frente al 0,89% previsto. Dentro de la inflación residual, la energía (ENE) presentó un comportamiento peor al esperado, con una tasa mensual observada de 2,64% frente al 1,72% previsto, mientras que los alimentos no elaborados (ANE) registraron una tasa negativa de 0,04%, igual a la caída prevista de 0,05%. En cuanto a la inflación subyacente (alimentos elaborados, manufacturas y servicios), su comportamiento también fue prácticamente igual a nuestra predicción, aunque dentro de sus componentes la tasa mensual de alimentos elaborados (AE) y de servicios (SER) registraron innovaciones a la baja, 0,06% respecto al 0,13% previsto y 0,05% respecto al 0,14% esperado respectivamente, mientras que los bienes industriales sin productos energéticos (MAN) mostraron una innovación al alza; 2,59% observado frente al 2,42% previsto. En este último componente, el final de la temporada de rebajas tuvo un efecto peor al esperado en las tasas mensuales de vestido y calzado, 9,19% y 6,05% respectivamente frente a nuestras previsiones de 8,52% y 5,53%. (cuadro I.4.1 y II.4.1)

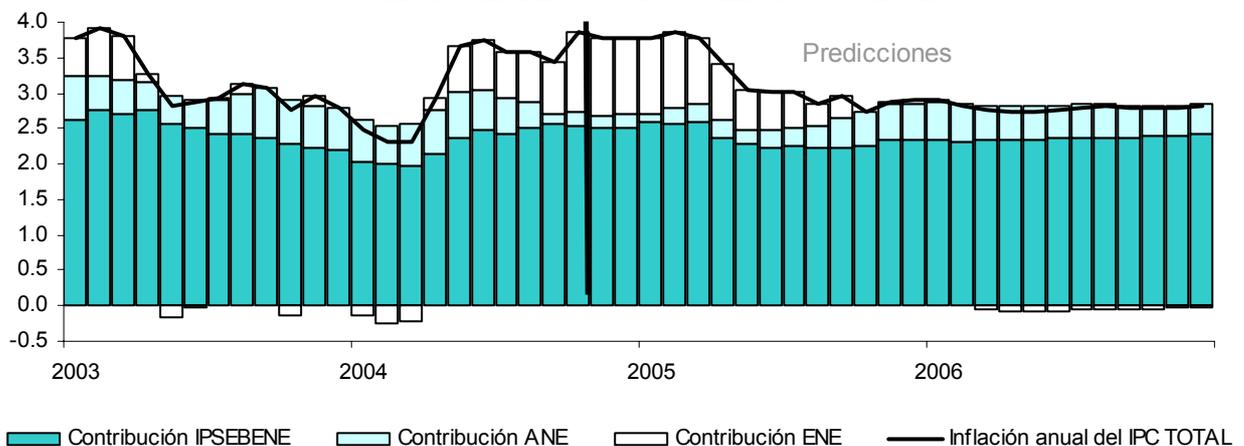
Cuadro I.4.1 VALORES OBSERVADOS Y PREDICIONES EN LAS TASAS DE CRECIMIENTO MENSUAL DE LOS COMPONENTES DEL IPC EN ESPAÑA			
Índices de Precios al Consumo (IPC)	Crecimiento observado octubre 04	Predicción	Intervalos de confianza al 80%
Inflación Total (100%)	1.03	0.93	± 0.15
Inflación Subyacente (82,28%)	0.95	0.94	± 0.13
Inflación Residual (17,72%)	1.39	0.89	± 0.22

(*) Al 80% de significación

Fuente : INE, IFL & UC3M / Fecha.: 12 de noviembre de 2004

Gráfico I.4.1

TASA ANUAL DE INFLACIÓN EN ESPAÑA Y CONTRIBUCIONES DE SUS PRINCIPALES COMPONENTES



Fuente: UC3M & INE

Fecha: 12 de noviembre de 2004

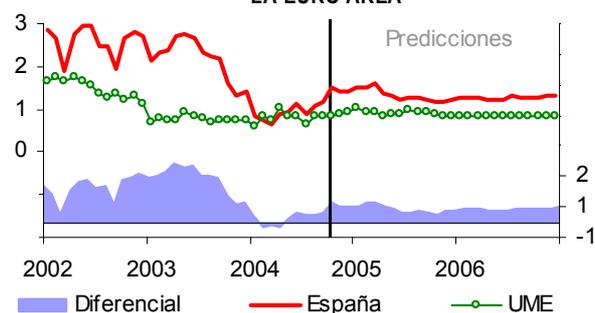
- Este mes, la tasa anual de inflación subyacente se sigue manteniendo el 2,9% registrado desde agosto de 2004. En cuanto a los componentes de la inflación subyacente, las tasas anuales de servicios y especialmente alimentos elaborados se han reducido, mientras que la tasa anual de manufacturas ha aumentado desde el 1,0% observado en septiembre, hasta el 1,3% observado en octubre. Por su parte, los precios fuera de la inflación subyacente registraron aumentos significativos en sus tasas anuales; alimentos no elaborados registraron una tasa anual de 1,8% respecto al 1,4% de septiembre y los productos energéticos aumentaron desde el 7,5% de septiembre hasta el 11,6% para octubre lo que afectó la subida de la tasa anual de inflación total desde el 3,2% de septiembre hasta el 3,6% de octubre. En el gráfico I.4.1 se observa la importante contribución que ha tenido en la inflación total el aumento en los precios de la energía, especialmente desde junio de 2004. Como se observa en el gráfico, se espera que esta contribución al IPC total no remita hasta el segundo trimestre de 2005.



□ El diferencial de inflación entre España y la euro área es una variable de interés en los bienes susceptibles de mayor competencia en la euro área. Las tasas de inflación anuales de los precios de los bienes industriales no energéticos se espera que se sitúen en 0,8% en 2004 y 0,9% en 2005 en la UME y en 0,9% en 2004 y 1,2% en 2005 en España, con lo que el diferencial entre la tasa anual de inflación de España y la de la euro área se situará alrededor del 1,0% en los meses restantes de 2004 y a lo largo de 2005 y 2006 (ver gráfico I.4.2). Por su parte, la tasa anual de inflación subyacente de la euro área en octubre se mantuvo en el 2,0%. Las expectativas para la tasa anual media de inflación subyacente son de 2,0% en 2004, 2005 y 2006 en la euro área en comparación con los valores esperados para España de 2,7% en 2004 y 2,6% en 2005 y 2006.

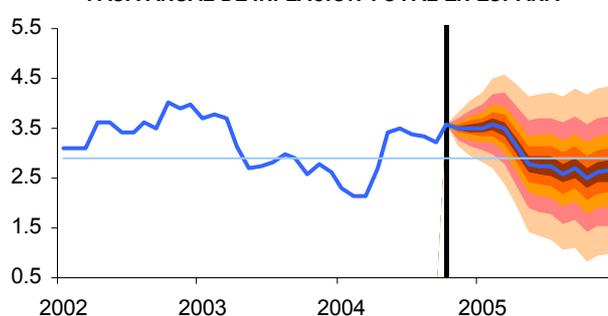
□ En el gráfico I.4.3 se observa que existe una probabilidad superior al 80% de que la tasa anual de inflación permanezca por encima de su media (1996-2003) en los últimos meses de 2004 y primer trimestre de 2005. La tasa anual media de la inflación total se situó en un 3,0% en 2003 y las expectativas son de 3,1% en 2004, 2,9% en 2005 y 2,5% en 2006 (cuadro I.4.2). Las contribuciones de la inflación subyacente y de alimentos no elaborados a la inflación anual en España se espera que se mantengan estables hasta 2005. La caída en la contribución de los precios de la energía a la inflación total para la segunda mitad de 2005 hará que la tasa anual del IPC total retorne a niveles cercanos a los observados en 2003 (ver gráfico I.4.1).

Gráfico I.4.2
TASAS ANUALES DE INFLACIÓN DE BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS EN ESPAÑA Y EN LA EURO ÁREA



Fuente: INE, IFL & UC3M / Fecha: 12 de noviembre de 2004

Gráfico I.4.3
TASA ANUAL DE INFLACIÓN TOTAL EN ESPAÑA



Intervalos de Confianza: 95% 80% 60% 40% 20%
Inflación media (1996-2003) Fuente: INE & UC3M Fecha: 12 de noviembre de 2004

Cuadro I.4.2

TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO PREVISTAS DEL IPC EN ESPAÑA

Índices de Precios al Consumo Armonizados (IPCA)	2001	2002	2003	Predicciones		
				2004	2005	2006
INFLACIÓN TOTAL (100%)	3.5	3.5	3.0	3.1	2.9	2.5
INFLACIÓN SUBYACENTE (82,28%)	3.4	3.7	2.9	2.7	2.6	2.6
IPC Bienes industriales no energéticos (30,05%)	2.6	2.5	2.0	0.9	1.2	1.3
IPC Servicios (35,05%)	4.2	4.6	3.7	3.7	3.8	3.9
IPC Alimentos elaborados (17,17%)	3.4	4.3	3.0	3.5	2.6	2.4
INFLACIÓN RESIDUAL (17,72%)	3.6	2.6	3.6	4.9	4.2	2.1
IPC Alimentos no elaborados (8,60%)	8.7	5.8	6.0	4.5	3.3	4.8
IPC Energía (9,12%)	-1.0	-0.2	1.4	5.2	4.9	-0.4

Las tasas mensuales y anuales se encuentran en los cuadros A5A Y A5B del apéndice.
Fuente: INE, IFL & UC3M / Fecha: 12 de noviembre de 2004



I.5 CUADRO MACROECONÓMICO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

CUADRO MACROECONÓMICO E INDICADORES (*)					
	Tasas anuales				
	2003	Predicciones BIAM (*)			PGE(*)
		2004	2005	2006	2005
Gasto en consumo final hogares	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2
Gasto en consumo final AA.PP.	3.9	4.4	4.2	4.2	3.5
Formación Bruta de Capital Fijo	3.2	4.2	4.1	3.4	4.0
Equipo	1.0	4.4	6.3	5.4	(3)
Construcción	4.3	4.3	2.9	2.1	3.2
Otros productos	3.0	3.2	4.1	4.4	(3)
Variación de Existencias (1)	0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.0
Demanda Interna	3.2	3.9	3.6	3.4	3.4
Exportación de Bienes y Servicios	2.6	4.5	5.9	7.4	6.4
Importación de Bienes y Servicios	4.8	8.5	8.2	8.2	7.3
Saldo Exterior (1)	-0.8	-1.5	-1.1	-0.7	-0.6
PIB	2.5	2.6	2.7	2.9	3.0
PIB, precios corrientes	6.6	6.4	6.5	6.1	6.3
Precios y Costes					
IPC, media anual	3.0	3.1	2.9	2.5	
IPC, dic./dic.	2.6	3.5	2.6	2.5	
Remuneración (coste laboral) por asalariado	4.2	3.8	3.9	4.0	
Coste laboral unitario	3.5	3.1	3.3	3.4	
Mercado de Trabajo (Datos encuesta población activa)					
Población Activa (% variación)	2.6	1.9	1.7	1.8	
Empleo (EPA)					
Variación media en %	2.7	2.4	2.3	2.3	
Variación media en miles	436.8	400.7	393.2	402.2	
Tasa de paro (% población activa)	11.3	10.9	10.3	9.9	10.8
Otros equilibrios básicos					
Sector exterior					
Saldo de balanza por Cta. Cte. (m.€)	-24.634	-35.270	-28.937	-26.500	
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (%PIB) (2)	-3.3	-4.4	-3.4	-2.9	
AA.PP. (Total)					
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (%PIB) (2)	0.0	-0.8	-1.2	-1.0	
Otros Indicadores Económicos					
Índice de Producción Industrial	1.6	2.6	2.6	3.3	

(1) Contribución al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

(2) En términos de Contabilidad Nacional.

(3) Bienes de equipo y otros productos: Predicción PGE, 5.1; Predicción BIAM, 5.5.

Fuente: INE & IFL

Fecha: 25 de Noviembre de 2004

(*) Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico
PGE: Presupuestos Generales del Estado.

Sección patrocinada por la
Cátedra Fundación Universidad Carlos III de Madrid
Predicción y Análisis Macroeconómico.



La economía española mantuvo estabilizado su ritmo de crecimiento interanual en el 2,6% en el tercer trimestre del actual ejercicio. Esta estabilidad ha sido el resultado de la fortaleza de la demanda interna, que ha tenido una aportación de 4,6 pp al crecimiento del PIB, y que ha compensado íntegramente la contribución negativa al crecimiento del PIB (-2 pp). Por lo tanto, los nuevos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) muestran que el crecimiento sigue descansando en la demanda interna y que la demanda externa se está deteriorando debido a la pérdida de competitividad que está registrando nuestra economía. **El dato más positivo de la CNTR del tercer trimestre ha sido el despegue de la inversión en bienes de equipo** que alcanzó una tasa de variación interanual del 9,8%, duplicando ampliamente el crecimiento del trimestre anterior.

Con los nuevos datos se actualizan las previsiones del cuadro macroeconómico para el bienio 2004-2005 y se realizan ex-novo para el ejercicio 2006. Todo indica que **la demanda externa seguirá lastrando el crecimiento económico y que, por tanto, será la demanda interna la que sustente el crecimiento del PIB** y que este último, si bien será ligeramente alcista en el periodo de predicción, no se apartará de forma significativa de los niveles actuales. Para el actual ejercicio se estima que el crecimiento medio anual termine en el 2,6%, una décima más que el año anterior, para 2005 se rebaja la previsión anterior en dos décimas y ahora se estima en el 2,7% y para 2006 se prevé un aumento medio anual del 2,9%, rozando el crecimiento potencial. Los principales riesgos siguen siendo el mantenimiento del precio del petróleo significativamente por encima de los 40 dólares el barril y la continuación de la revalorización del euro frente al dólar.



I.6. COMUNIDAD DE MADRID

- La tasa de crecimiento mensual para el IPC en la Comunidad de Madrid en noviembre se predice en 0,16%, que se corresponde con una tasa anual del 3,4%.
- En octubre se registró una tasa de inflación mensual en la CM del 0,84%, inferior a la predicción de 0,90%. Se compensaron el error a la baja en la inflación tendencial con el error al alza en la residual (véase cuadro I.6.1).
- Se revisa una décima a la baja la predicción de tasa media anual para el 2004 del 3,0% y se mantiene la predicción para el 2005 del 2,8%. Para España se mantiene la tasa media anual esperada en el 2004 en el 3,1%, se revisa al alza la del 2005 y se sitúa en el 2,9%. En este mes comenzamos a publicar las predicciones del 2006. Para el 2006 se esperan tasas medias del 2,6% para Madrid y del 2,5% para España.

Cuadro I.6.1

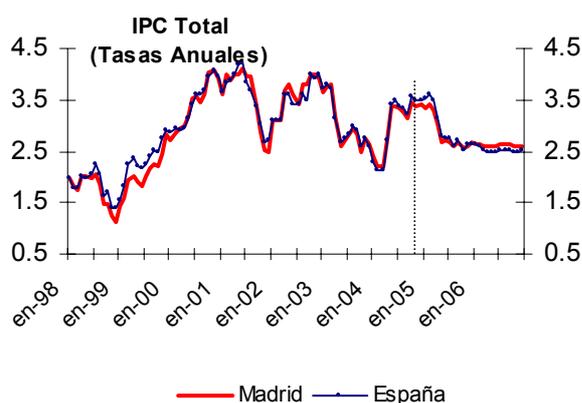
VALORES OBSERVADOS Y PREDICCIONES EN LAS TASAS DE CRECIMIENTO MENSUAL DE LOS COMPONENTES DEL IPC EN LA C. de MADRID

Indices de Precios al Consumo (IPC)	Crecimiento observado octubre 04	Predicción	Intervalos de confianza al 80%
IPC Total (100%)	0.84	0.90	± 0.19
Inflación Tendencial (78.25%)	0.81	1.01	± 0.15
Inflación Residual (21.75%)	0.95	0.53	± 0.65

(*) Al 80% de significación.

Fuente: UC3M & INE / Fecha: 12 de noviembre de 2004

Gráfico I.6.1

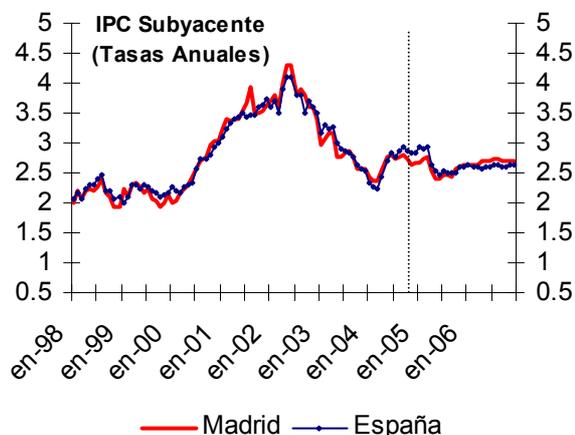


Fuente: INE, IFL y UC3M. / Fecha: 18 de noviembre de 2004

- Para el IPC de bienes industriales no energéticos se observó una tasa mensual del 2,15% frente al previsto del 2,56%, con una tasa anual del 0,9%, que ha sido la más alta registrada en este año, dos décimas superior a la del mes anterior. La tasa media prevista para el 2004 es del 0,6% y sería la más baja de los últimos cinco años. Para el 2005 y el 2006 se esperan tasas del 1,0% y del 1,5%, respectivamente. Para España se esperan tasas medias del 0,9%, 1,2% y 1,3% para el 2004, 2005 y 2006, respectivamente. Luego, se espera que el comportamiento menos inflacionista para este índice en Madrid se mantenga en el 2005 para revertirse en el 2006.

- La **inflación subyacente** para la CM creció en octubre con una tasa mensual del 0,69%, inferior al 0,89%. Se registró un fuerte error a la baja para el índice de bienes industriales no energéticos, para el que se observó una fuerte subida pero no en la magnitud esperada.
- Los precios de los alimentos elaborados registraron una innovación a la baja con una tasa mensual del -0,06% frente al 0,17% previsto. Para el 2004 se revisa a la baja la tasa media anual prevista que se sitúa en el 3,7%. Para el 2005 y el 2006 se esperan tasas medias del 3,0% y del 2,5%, respectivamente. Para España se prevén tasas medias del 3,5, 2,6% y 2,4% para el 2004, el 2005 y el 2006, respectivamente.

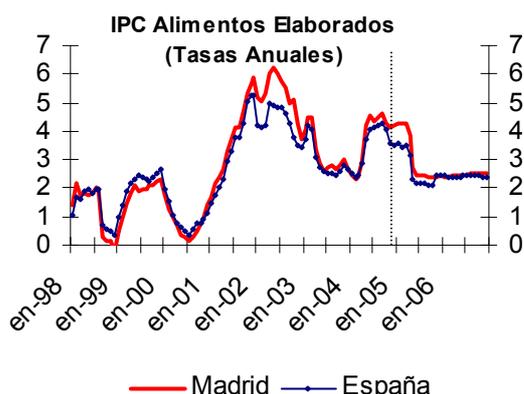
Gráfico I.6.2



Fuente: INE, IFL y UC3M. / Fecha: 18 de noviembre de 2004



Gráfico I.6.3



Fuente: INE, IFL y UC3M. / Fecha: 18 de noviembre de 2004

- La **inflación residual** en octubre registró un error al alza con una tasa mensual del 0,95% frente a la predicción del 0,53%. Destaca el error al alza en el índice de bienes energéticos.
- El IPC de alimentos no elaborados registró una tasa mensual del 0,39% frente al previsto del 0,04%. Se revisan al alza las tasas medias anuales previstas con un 5,1% en el 2004 y un 3,7% en el 2005. Para el 2006 se espera un valor medio del 5,0%. Para España se esperan tasas medias del 4,5% para el 2004, del 3,3% para el 2005 y del 4,8% para el 2006 (véase gráfico I.6.4).
- Para los bienes energéticos se observó un error al alza. Se espera que la contribución de los energéticos al índice total sea superior al 0,4 puntos porcentuales hasta julio del 2005. Las previsiones empeoran y se sitúan las tasas medias anuales previstas del índice de energéticos en el 4,7% y el 4,6% para el 2004 y 2005, respectivamente.

- Los servicios se predijeron con acierto y para este índice se esperan tasas medias del 3,6%, 3,4% y 3,5% para el 2004, 2005 y 2006, respectivamente. En el caso del conjunto nacional se esperan tasas del 3,7%, 3,8% y 3,9% para el 2004, 2005 y 2006, respectivamente. Luego, para este índice las expectativas son favorables a la comunidad autónoma, aunque con tasas superiores al 3%.
- Con los cambios producidos para los índices de alimentos elaborados y bienes industriales no energéticos se rebajan las tasas medias previstas para la inflación subyacente que se sitúan en el 2,6% para el 2004 y el 2005. Para el 2006 se espera una tasa del 2,7%. Para España se esperan valores medios del 2,7%, 2,6% y 2,6%, para el 2004, 2005 y 2006, respectivamente (véase gráfico I.6.2).

Gráfico I.6.4



Fuente: INE, IFL y UC3M. / Fecha: 18 de noviembre de 2004

Cuadro I.6.2

TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO en la Comunidad de Madrid (y España)

	2002	2003	Predicciones		
			2004	2005	2006
Inflación Subyacente (82,64%)	3.6 (3.8)	2.7 (2.7)	2.6 (2.7)	2.6 (2.6)	2.7 (2.6)
IPC Alimentos elaborados (14,22%)	5.2 (4.4)	3.8 (3.6)	3.7 (3.5)	3.0 (2.6)	2.5 (2.4)
IPC Bienes industriales no energéticos (27,36%)	2.6 (2.6)	0.7 (0.9)	0.6 (0.9)	1.0 (1.2)	1.5 (1.3)
IPC Servicios (41,05%)	4.2 (4.5)	3.6 (3.7)	3.6 (3.7)	3.4 (3.8)	3.5 (3.9)
Inflación Tendencial (78,25%)	3.4 (3.4)	2.8 (2.8)	2.6 (2.7)	2.6 (2.6)	2.7 (2.6)
IPC Alimentos no elaborados (8,50%)	5.8 (5.6)	5.0 (4.6)	5.1 (4.5)	3.7 (3.3)	5.0 (4.8)
IPC Energía (8,86%)	-0.2 (-0.2)	4.5 (5.0)	4.7 (5.2)	4.6 (4.9)	-0.4 (-0.4)
IPC Total (100%)	3.6 (3.5)	3.1 (3.1)	3.0 (3.1)	2.8 (2.9)	2.6 (2.5)

Fuente: INE, IFL y UC3M. / Fecha: 18 de noviembre de 2004



1.7 CUADRO MACROECONÓMICO DE LA COMUNIDAD DE MADRID DESDE LA PERSPECTIVA DE LA OFERTA: 1998-2005

Fecha	Agricultura CM España		Industria CM España		Construcción CM España		Servicios de Mercado CM España		Servicios de No Mercado CM España		Servicios Total CM España		VAB total CM España		PIB CM España	
2000	-3,9	1,8	2,9	3,9	4,6	6,0	4,6	4,3	3,6	3,3	4,3	4,1	3,9	4,1	4,1	4,2
2001 (P)	-4,1	-3,3	1,9	2,4	6,4	5,5	3,8	3,3	1,9	3,0	3,3	3,3	3,3	2,9	3,1	2,8
2002 (A)	2,6	1,0	0,0	0,6	4,3	4,8	1,7	2,1	4,1	2,3	2,4	2,2	2,2	2,0	2,1	2,0
2003	-1,8	0,7	2,6	1,3	4,2	3,6	2,6	1,8	1,7	3,3	2,4	2,1	2,8	2,0	2,6	2,4
(Pred)	-1,8	2,2	1,8	1,3	3,9	3,1	3,5	3,4	2,0	3,2	3,1	3,3	3,1	2,8	3,0	2,9
2004	-1,8	-1,2	3,4	2,7	4,3	3,8	3,5	3,6	2,0	3,1	3,1	3,4	3,4	3,1	3,3	3,2
(Pred)																
2005																
(Pred)																

Nota: fecha de cierre de la información de base 4 de junio de 2004.





I.8. RESUMEN COMPARATIVO DE PREDICCIONES

EVOLUCIÓN Y PREDICCIONES DE INFLACIÓN EN LA UME Y EN EE.UU. (1999-2006)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Predicciones		
						2004	2005	2006
INFLACIÓN TOTAL								
Euro-área (100%).	1.1	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9	1.8
EE.UU. (81.5%). ⁽¹⁾	2.1	3.5	2.6	0.9	2.2	2.8	2.2	2.0
UNA MEDIDA HOMOGÉNEA DE INFLACIÓN SUBYACENTE⁽²⁾								
Servicios y bienes industriales no energéticos excluyendo alimentos y tabaco.								
Euro-área (72.46%).	1.1	1.0	1.8	2.4	1.8	1.8	1.9	1.9
EE.UU. (55.6%). ⁽¹⁾	1.4	2.1	2.1	1.6	1.1	1.5	2.1	2.3
DIFERENTES COMPONENTES DE LA MEDIDA HOMOGÉNEA DE INFLACIÓN SUBYACENTE								
(1) Servicios								
Euro-área (40.91%).	1.5	1.5	2.5	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
EE.UU. (27.4%). ⁽¹⁾	2.7	3.5	3.6	3.6	3.2	3.3	3.2	3.2
2) Bienes industriales no energéticos excluyendo alimentos y tabaco								
Euro-área (31.55%).	0.7	0.4	0.9	1.5	0.8	0.8	0.9	0.8
EE.UU. (29.0%).	-0.5	-0.1	-0.2	-1.5	-2.1	-1.1	0.3	0.9
INFLACIÓN EN LOS COMPONENTES EXCLUIDOS DE LA MEDIDA HOMOGÉNEA DE INFLACIÓN SUBYACENTE								
(1) Alimentos.								
Euro-área (19.30%).	0.6	1.4	4.5	3.1	2.8	2.3	1.6	2.3
EE.UU. (14.9%).	2.1	2.3	3.1	1.8	2.1	3.4	2.5	2.6
(2) Energía.								
Euro-área (8.25%).	2.4	13.0	2.3	-0.6	3.0	4.4	2.4	0.3
EE.UU. (9.90%).	3.6	16.9	3.8	-5.9	12.2	10.9	2.3	-1.1

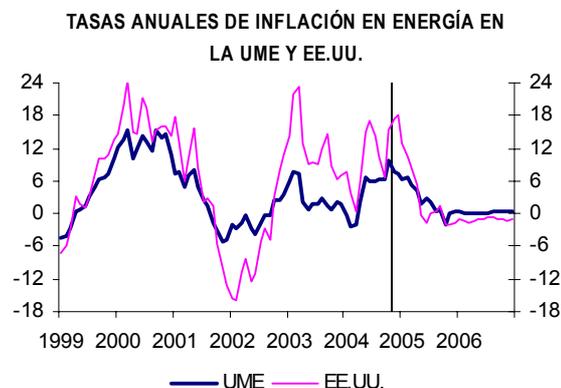
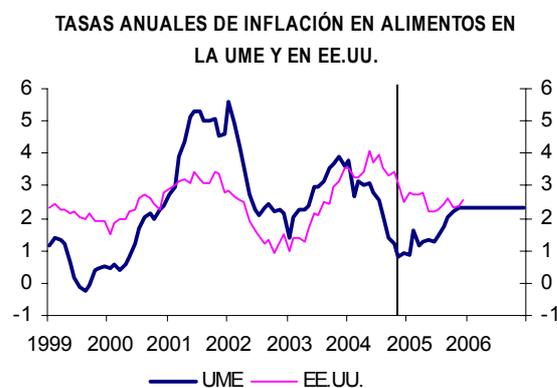
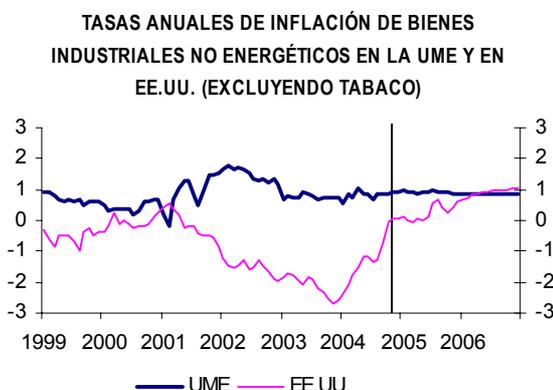
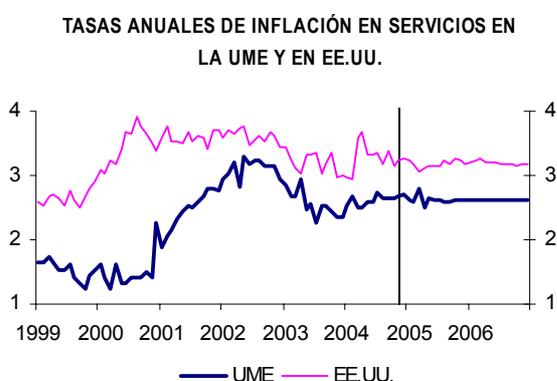
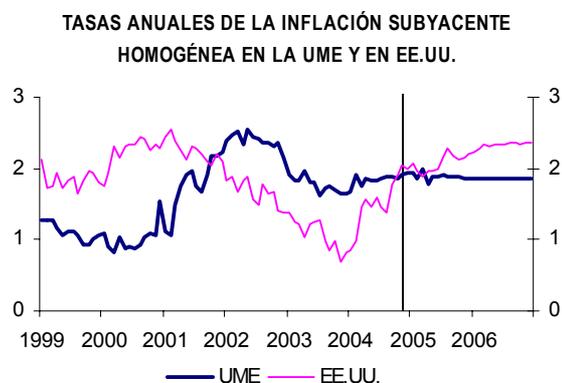
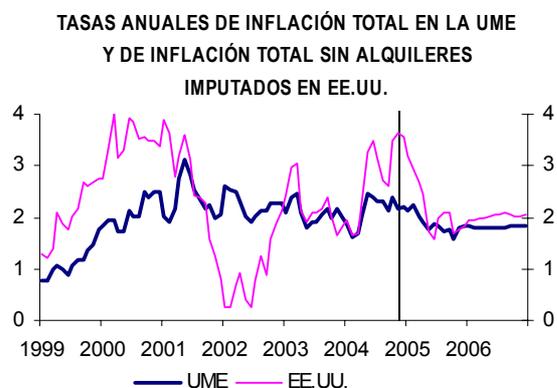
(1) Sin alquileres imputados

(2) Esta medida homogénea de inflación subyacente no coincide con las medidas de inflación tendencial ni para la UME ni para EE.UU., y ha sido construida a efectos de posibilitar una comparación entre los datos de UME y de EE.UU.

Fuente: EUROSTAT, BLS, IFL & UC3M.
Fecha: 24 de noviembre de 2004.



TASAS ANUALES DE INFLACIÓN EN LA UME Y EN EE.UU.*



Fuente: EUROSTAT, BEA, IFL & UC3M

Fecha: 24 de noviembre de 2004

* La inflación total de EE.UU. es sin alquileres imputados y las medidas de inflación subyacente han sido construidas a efectos de posibilitar una comparación entre los datos de la UME y de EE.UU.

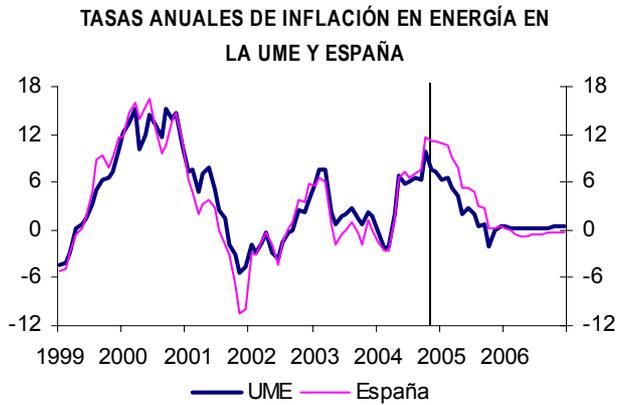
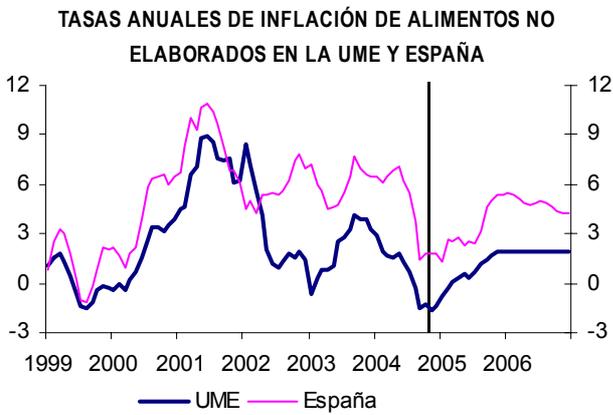
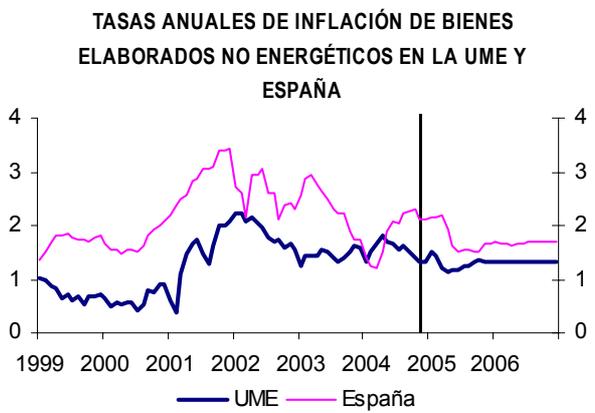
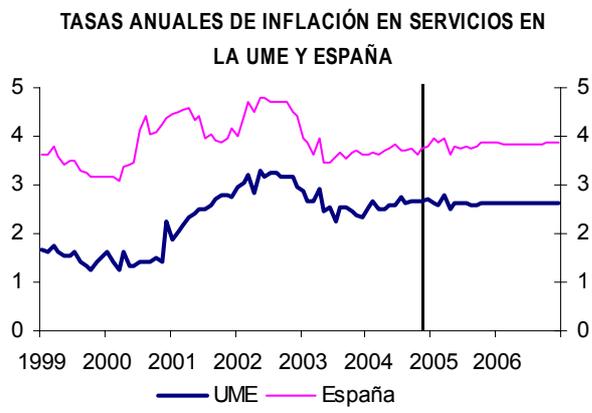
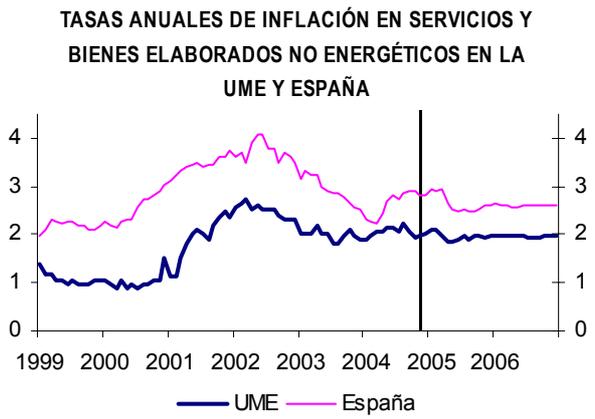
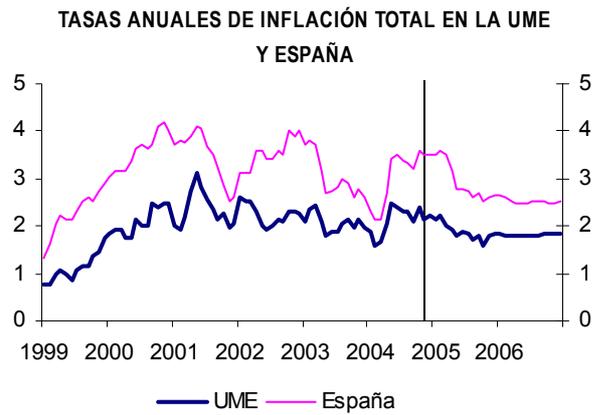


EVOLUCIÓN Y PREDICCIONES DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA Y EURO-ÁREA (1999-2006)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Predicciones		
						2004	2005	2006
INFLACIÓN TOTAL								
España (100%).	2.3	3.6	3.5	3.5	3.0	3.1	2.9	2.5
Euro-área (100%).	1.1	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9	1.8
MEDIDAS ALTERNATIVAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE								
Servicios y bienes elaborados no energéticos.								
España (81.70%).	2.2	2.5	3.4	3.7	2.9	2.7	2.6	2.6
Euro-área (84.17%).	1.1	1.0	1.9	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
ALGUNOS COMPONENTES DE LAS MEDIDAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE								
(1) Servicios.								
España (34.32%).	3.4	3.7	4.2	4.6	3.7	3.7	3.8	3.9
Euro-área (40.91%).	1.5	1.5	2.5	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
(2) Bienes elaborados no energéticos.								
España (47.38%).	1.7	1.7	2.9	2.6	2.4	1.9	1.7	1.7
Euro-área (43.26%).	0.7	0.6	1.5	1.9	1.5	1.5	1.3	1.3
INFLACIÓN EN ALGUNOS DE LOS COMPONENTES EXCLUIDOS DE LAS MEDIDAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE.								
(1) Alimentos no elaborados.								
España (9.05%).	1.2	4.2	8.7	5.8	6.0	4.5	3.3	4.8
Euro-área (7.58%).	0.0	1.7	7.0	3.1	2.2	0.5	0.7	1.9
(2) Energía.								
España (9.26%).	3.2	13.3	-1.0	-0.2	1.4	5.2	4.9	-0.4
Euro-área (8.25%).	2.4	13.0	2.3	-0.6	3.0	4.4	2.4	0.3

Fuente: EUROSTAT, INE, IFL & UC3M.
Fecha: 24 de noviembre de 2004.



TASAS ANUALES DE INFLACIÓN EN LA UME Y EN ESPAÑA



Fuente: EUROSTAT, INE, IFL & UC3M
 Fecha: 24 de noviembre de 2004



EVOLUCIÓN Y PREDICCIONES DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA Y COMUNIDAD DE MADRID (1999-2006)								
	1999	2000	2001	2002	2003	Predicciones		
						2004	2005	2006
INFLACIÓN TOTAL								
España (100%).	2.3	3.6	3.5	3.5	3.0	3.1	2.9	2.5
Comunidad de Madrid (100%).	2.1	3.4	3.1	3.2	3.0	3.0	2.8	2.6
MEDIDAS ALTERNATIVAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE								
Servicio y Bienes elaborados no energéticos excluyendo tabaco, aceites y servicios turísticos.								
España (77.49%).	2.2	2.5	3.4	3.7	2.9	2.7	2.6	2.6
Comunidad de Madrid (78.42%).	1.8	2.3	3.1	3.8	2.8	2.6	2.6	2.7
ALGUNOS COMPONENTES DE LAS MEDIDAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE								
(1) Servicios excluidos los de los paquetes turísticos.								
España (33.15%).	3.4	3.7	4.2	4.6	3.7	3.7	3.8	3.9
Comunidad de Madrid (38.80%).	3.0	3.6	4.3	4.1	3.5	3.6	3.4	3.5
(2) Bienes elaborados no energéticos excluyendo aceites y tabaco.								
España (44.34%).	1.7	1.7	2.9	2.6	2.4	1.9	1.7	1.7
Comunidad de Madrid (39.62%).	0.7	1.2	2.1	3.0	2.2	1.7	1.7	1.8
INFLACIÓN EN ALGUNOS DE LOS COMPONENTES EXCLUIDOS DE LAS MEDIDAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE.								
(1) Alimentos no elaborados.								
España (9.05%).	1.2	4.2	8.7	5.8	6.0	4.5	3.3	4.8
Comunidad de Madrid (8.18%).	0.8	3.4	7.6	5.8	5.6	5.1	3.7	5.0
(2) Energía.								
España (9.26%).	3.2	13.3	-1.0	-0.2	1.4	5.2	4.9	-0.4
Comunidad de Madrid (8.99%).	3.1	13.3	-0.9	-0.2	2.2	4.7	4.6	-0.4

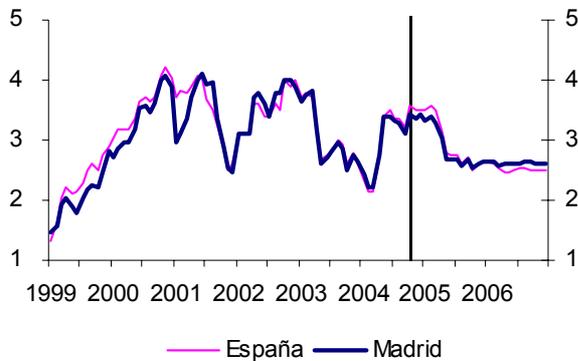
Fuente: INE, IFL & UC3M.

Fecha: 16 de noviembre de 2004

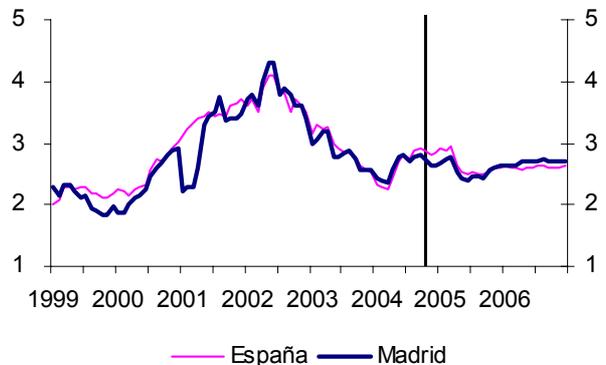


TASAS ANUALES DE INFLACIÓN EN ESPAÑA Y LA COMUNIDAD DE MADRID

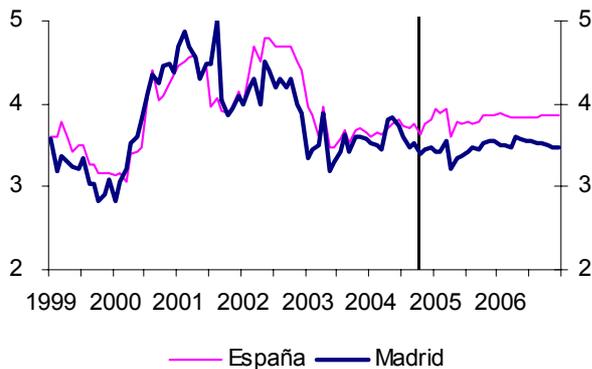
TASAS ANUALES DE INFLACIÓN TOTAL EN ESPAÑA Y MADRID



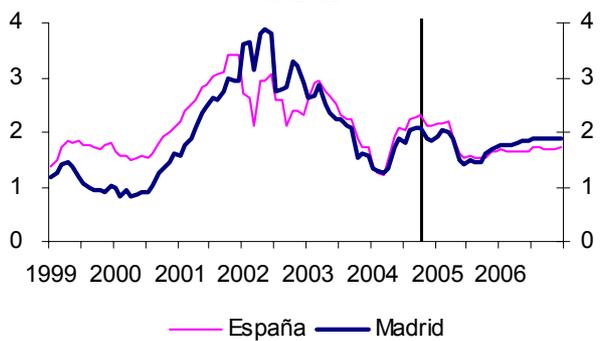
TASAS ANUALES DE INFLACIÓN SUBYACENTE EN ESPAÑA Y MADRID



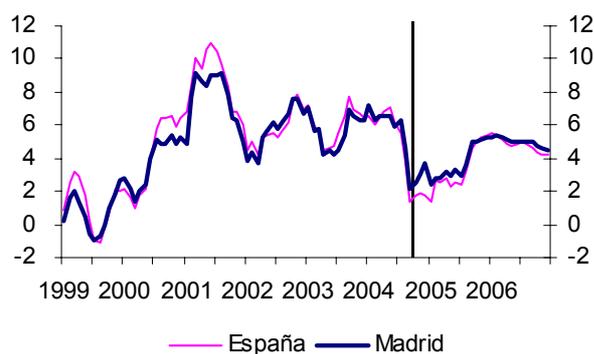
TASAS ANUALES DE INFLACIÓN EN SERVICIOS EN ESPAÑA Y MADRID



TASAS ANUALES DE INFLACIÓN EN BIENES ELABORADOS NO ENERGÉTICOS EN ESPAÑA Y MADRID



TASAS ANUALES DE INFLACIÓN EN ALIMENTOS NO ELABORADOS EN ESPAÑA Y MADRID



TASAS ANUALES DE INFLACIÓN EN ENERGÍA EN ESPAÑA Y MADRID



Fuente: INE, IFL & UC3M

Fecha: 16 de noviembre de 2004



I.9 PREVISIONES DE INFLACIÓN DE DIFERENTES INSTITUCIONES EN DISTINTAS AREAS ECONÓMICAS

PREVISIONES DE INFLACIÓN DE DIFERENTES INSTITUCIONES ¹										
	BIAM ²		CONSENSUS FORECASTS ³		FMI ⁴		BCE ⁵		OCDE ⁶	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
UME	2.1	1.9	2.1	2.0	2.1	1.9	2.1	1.9	1.9	1.7
EE.UU.	2.7	2.2	2.6	2.4	3.0	3.0	-	-	2.0	1.8
ESPAÑA	3.1	2.9	3.0	2.8	2.8	2.7	-	-	3.0	3.2

1. Las previsiones están basadas en el IPC para EE.UU. y España, y en el IPCA para la UME, salvo que se diga lo contrario.
2. Boletín Inflación y Análisis Macroeconómico, Noviembre de 2004.
3. 8 de noviembre de 2004
4. FMI. World Economic Outlook. Septiembre de 2004.
5. ECB. Monthly Bulletin. Survey of Professional Forecasters. Noviembre de 2004.
6. OCDE Economic Outlook No. 76. Noviembre de 2004. Inflación medida como el incremento en el deflactor del PIB. Las previsiones para España están basadas en el IPCA.

Nuestras predicciones puntuales para la UME y para España son superiores a las previsiones de otras instituciones debido a que en nuestro procedimiento de predicción se prevé separadamente la inflación subyacente y la inflación procedente de alimentos no elaborados y de energía, que es lo que se denomina inflación residual.

Las innovaciones registradas en los distintos componentes se proyectan en el futuro en la inflación total con multiplicadores diferentes. Las innovaciones derivadas de la inflación residual son menos persistentes.

Nuestras previsiones de inflación total para la UME se mantienen sin cambios durante el último mes, situándose en 2,1% en 2004 y 1,9% en 2005. En España también se mantienen las previsiones en 3,1% para 2004 y 2,9% para 2005. Nuevamente las variaciones se originan en la evolución reciente de la inflación en energía que en todo caso registrará valores superiores a los del 2003.



II. ANÁLISIS DE INFLACIÓN, POLÍTICA MONETARIA Y COYUNTURA ECONÓMICA

II.1 Unión Monetaria y Económica

La inflación mensual en la euro área en octubre registró un valor de 0,34%, la tasa anual se redujo hasta el 2,37 %.

La inflación mensual para el mes de octubre se comportó peor a lo esperado, alcanzando una tasa mensual de 0,34% en lugar del 0,26% previsto. Este error en la predicción de la inflación total se debió principalmente al comportamiento de los precios de la energía en la última semana de octubre. En la inflación subyacente la innovación fue a baja al igual que en todas sus componentes. Los precios de los bienes industriales crecieron 0,56% este mes cuando se esperaba un crecimiento de 0,61%, los alimentos elaborados tuvieron crecimiento nulo inferior al 0,06% esperado y en los servicios se dio la innovación más suave, con una tasa negativa observada de 0,08% en lugar de una tasa negativa esperada de 0,06%. En las componentes fuera de la inflación subyacente, los precios de los alimentos no elaborados y energía sufrieron innovaciones al alza de distinta magnitud, una tasa negativa observada de 0,08% en lugar del -0,44% previsto y una tasa positiva de 2,87% en lugar del 1,50% esperado, respectivamente. (Cuadros II.1.1 y A2 del apéndice).

El cuadro II.1.1 recoge los errores de predicción de los distintos agregados básicos para la zona euro (el esquema de desagregación completo aparece en la tabla A1B del apéndice)

Cuadro II.1.1 VALORES OBSERVADOS Y PREDICCIONES EN LOS DATOS DE PRECIOS AL CONSUMO ARMONIZADOS EN LA UME			
Índices de Precios al Consumo Armonizados (IPCA)	Crecimiento observado Octubre 04	Predicción	Intervalos de confianza (a)
(1) Alimentos Elaborados - AE (9.463%) ^(b)	0.00	0.04	± 0.09
(2) Tabaco (2.373%)	0.00	0.10	± 0.13
(3) Manufacturas – MAN (31.009%)	0.56	0.61	± 0.10
Bienes Elaborados No Energéticos – BENE [1+2+3] (42.845%)	0.40	0.45	± 0.09
(4) Servicios - SERV (41.334%)	-0.08	-0.06	± 0.14
Inflación Subyacente:			
Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos IPSEBENE [1+2+3+4] (84.178%)	0.17	0.20	± 0.08
(5) Alimentos No Elaborados – ANE (7.689%)	-0.08	-0.44	± 0.46
(6) Bienes Energéticos - ENE (8.133%)	2.87	1.50	± 0.60
Inflación Residual:			
- R [5+6] (15.822 %)	1.46	0.59	± 0.39
Inflación Total - IPCA [1+2+3+4+5+6] (100%)	0.34	0.26	± 0.09

(a) Al 80% de significación

(b) Excluye los precios del tabaco.

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M/ Fecha: 17 de noviembre de 2004.

Hay que señalar la existencia de errores de redondeo al agregar los distintos sectores del IPCA en la UME. Eurostat publica los números índices con un solo decimal pero emplean más decimales en la obtención de los índices agregados. La cuestión es que los valores agregados no pueden ser exactamente replicados por los usuarios de los datos que proporciona Eurostat; por este motivo se señalan los errores derivados de la agregación en el cuadro de errores de predicción que figura en el apéndice (cuadro A2).

La innovación en la inflación total fue al alza.

En la descomposición del índice de precios al consumo armonizado por grandes grupos de mercados se tiene que los precios de alimentos elaborados (AE), excluyendo tabaco, se comportó mejor de lo esperado con una tasa nula frente al 0,04% previsto. En los



precios del tabaco la innovación fue a la baja, con una tasa nula respecto al 0,10% previsto. Los bienes industriales no energéticos alcanzaron una tasa mensual de 0,56%, inferior al 0,61% previsto. En los servicios se alcanzó un crecimiento mensual negativo de 0,08% prácticamente igual crecimiento negativo de 0,06% previsto. Con esto, la inflación subyacente que se calcula como el agregado de los índices anteriores, se prácticamente comportó tal y como se esperaba, con una tasa mensual de 0,17% respecto al valor esperado de 0,20%. Por otro lado, la inflación residual (alimentos no elaborados y energía) se situó bastante por encima de lo esperado, con una tasa mensual de 1,46% respecto 0,59% previsto, debido a una tímida innovación al alza en alimentos no elaborados y a la fuerte innovación al alza en energía. (Cuadros A1 y A2 del apéndice.)

La inflación anual total esperada disminuye hasta el 2,1% para el mes de noviembre, desde el 2,4% registrado en octubre de 2004.

En la euro área se espera que disminuya la inflación anual para el mes de noviembre, con una tasa mensual negativa de 0,1%. Con esto, la inflación anual media para la euro área continúa superando la barrera del 2% para 2004, concretamente el 2,1% para 2004, y se situará en el 1,9% en 2005, respecto al 2,1% observado en 2003.

El cuadro II.1.2 recoge un resumen de las predicciones para los distintos componentes en la Unión Monetaria. Las tasas mensuales y anuales se pueden encontrar al final del documento en los cuadros A5A y A5B.

Cuadro II.1.2 TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO POR SECTORES EN LA UNIÓN MONETARIA							
	Observado				Predicción		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Inflación Residual / 15.822%	7.5	4.4	1.1	2.6	2.5	1.6	1.1
Alimentos No Elaborados / 7.689%	1.7	7.0	3.1	2.2	0.5	0.7	1.9
Energía / 8.133%	13.0	2.3	-0.6	3.0	4.4	2.4	0.3
Inflación Subyacente / 84.178%	1.0	1.9	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
Alimentos Elaborados /9.463% ^(a)	0.6	2.7	2.4	2.1	1.3	1.3	1.9
Tabaco/ 2.373%	3.4	3.8	5.9	8.4	11.8	6.3	5.3
Manufacturas No Energéticas / 31.009%	0.4	0.9	1.5	0.8	0.8	0.9	0.8
Servicios No Energéticos / 41.334%	1.5	2.5	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
Inflación en el IPCA / 100%	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9	1.8

(a) Excluye los precios del tabaco

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M/ Fecha: 24 de noviembre de 2004

La tasa media de inflación total observada en 2003, 2,1%, se debe: a la caída de la inflación subyacente, del 2,5% registrado en 2002 al 2,0% en 2003, debido a la favorable evolución prevista para los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, a la desaparición en 2003 de la influencia del efecto euro sobre las tasas anuales, y a subidas de la inflación residual, motivadas por la evolución de los precios de la energía. Para 2004, se espera un perfil para la inflación subyacente ligeramente superior al de 2003, siendo la energía la componente responsable de la aceleración de la inflación total en este año. Esta dinámica inflacionista de la energía no se espera que cambie hasta el segundo trimestre del 2005, siempre condicionado al comportamiento a medio plazo del mercado del crudo.

Por países, se espera para noviembre de 2004 unas tasas anuales de inflación total positivas en Alemania, 2,1%, en España, 3,5%, en Italia, 2,3%, y en Francia, 2,2%.

El cuadro II.1.3 recoge un resumen de las tasas de crecimiento medio para los principales países, las predicciones de inflación mensual y anual para todos los países se puede encontrar al final del documento, en los cuadros A4A, A4B, A4C Y A4D.



Cuadro II.1.3							
CRECIMIENTOS ANUALES MEDIOS POR PAISES EN LA UME							
	Observados				Predicciones		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
IPCA España (11.11%)*	3.5	2.8	3.6	3.1	3.1	3.0	2.7
IPCA Alemania (29.26%)	1.4	1.9	1.3	1.0	1.8	1.2	1.1
IPCA Francia (20.70%)	1.8	1.8	1.9	2.2	2.3	1.9	1.7
IPCA Italia (19.26%)	2.6	2.3	2.6	2.8	2.2	2.2	2.7
IPCA UM (100%)	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9	1.8
IPCA Reino Unido	0.8	1.2	1.3	1.4	1.3	1.4	1.3

*peso del IPCA total de cada país en el IPCA total de la UME

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M/ Fecha: 24 de noviembre de 2004

Las expectativas de inflación para la euro área revelan significativas diferencias entre países, permitiendo un amplio abanico de tipos de interés reales en los distintos estados miembros, los cuales para una año hacia delante van de valores negativos por ejemplo en Luxemburgo (-0.80), Portugal (-0,68), Irlanda (-0.61), Grecia (-0.59%) y España (-0.38%) a valores positivos en Alemania (1.28%), Finlandia (1.19%) o Francia (0.64%). El intervalo que forman estos tipos de interés reales es más amplio que en años anteriores y, de hecho, excepto en Alemania y Finlandia, el resto de estados miembros experimentan tipos cercanos a cero o con valores negativos, lo cual debe favorecer las oportunidades de inversión. (ver cuadro II.1.4.)

Cuadro II.1.4	INFLACIÓN ESPERADA		TASA DE INTERÉS REAL	
	Tres Meses	Un Año	Tres Meses	Un Año
Luxemburgo	3.59	3.13	-1.42	-0.80
Portugal	2.88	3.02	-0.71	-0.68
Irlanda	2.92	2.94	-0.75	-0.61
Grecia	3.15	2.92	-0.98	-0.59
España	2.97	2.71	-0.81	-0.38
Bélgica	3.17	2.69	-1.00	-0.35
Italia	2.19	2.66	-0.02	-0.33
Holanda	2.14	2.23	0.03	0.11
Austria	2.05	2.02	0.11	0.32
Francia	1.82	1.69	0.34	0.64
Finlandia	1.03	1.14	1.14	1.19
Alemania	1.20	1.05	0.97	1.28

Fuente: ECB, Eurostat & EFN Fecha: 24 de noviembre de 2004

La dispersión de las tasas en la euro área se agudizó para los años centrales del gráfico (2001-2003).

Los únicos países con tasas atípicas serían Grecia y Finlandia.

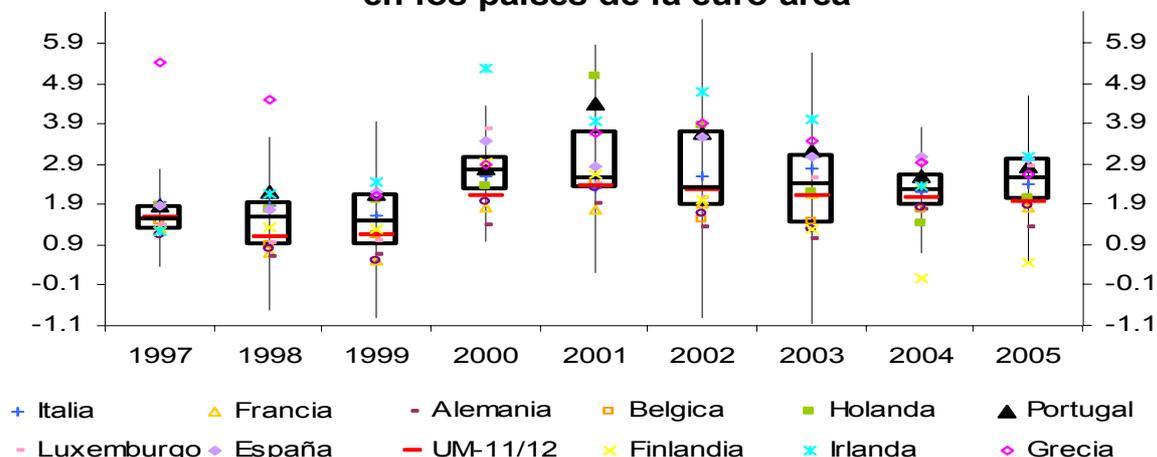
En el gráfico II.1.1 se puede observar la dispersión de las tasas de inflación anuales medias de los países de la zona euro para el periodo de 1997-2005, es decir, este periodo incluiría las previsiones sobre 2004 y 2005. En el gráfico se usa un diagrama de caja, cuya base es el primer cuartil y su techo el tercer cuartil, con lo que su altura es el rango intercuartílico, y la línea horizontal en su interior es la mediana. Además, la caja tiene encima y debajo dos líneas verticales de medida 1,5 veces el rango intercuartílico. Esta figura relaciona las tasas de inflación de los distintos países de la euro área con ciertos valores de su distribución para cada año. De hecho, si la tasa se situase por encima o debajo de la línea vertical que nace de la caja estaríamos hablando de un dato atípico para esa distribución, si la tasa se situase dentro de la caja estaríamos en la parte con más observaciones de la distribución y si coincidiese la tasa con la línea horizontal dentro de la caja estaríamos dejando a ambos lados de esa tasa el mismo número observaciones. Podemos observar como la dispersión de las tasas en la zona euro se agudizó para los años centrales del gráfico (2001-2003) y es menor para antes del 2001 y para después del 2003. Además podemos ver que los únicos países con tasas atípicas serían Grecia con una tasa muy elevada hasta el 2000 y Finlandia con una tasa



anormalmente reducida desde 2004. Señalar que la tasa de inflación de la euro zona al completo que se construye como media ponderada de las inflaciones de los países integrantes se sitúa en todo el periodo por debajo de la mediana, pero siempre dentro de las cajas, denotando que los países con mayor ponderación en la media son los que poseen tasas de inflación más reducidas en la zona euro (por ejemplo Alemania o Francia).

Gráfico II.1.1

Diagrama de caja para la dispersión de la inflación en los países de la euro área



Fecha 23 de noviembre de 2004 Fuente IFL & EUROSTAT

El cuadro II.1.5 recoge los crecimientos anuales observados en el índice de precios armonizado de la energía y en el índice correspondiente al resto de bienes y servicios para la zona euro y países grandes.

Cuadro II.1.5 CRECIMIENTOS ANUALES EN EL IPCA DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA EURO ÁREA												
	IPCA excluido Energía						IPCA Energía					
	Observado			Predicciones			Observado			Predicciones		
	Oct. 2004	Media 2002	Media 2003	Media 2004	Media 2005	Media 2006	Oct. 2004	Media 2002	Media 2003	Media 2004	Media 2005	Media 2006
Alemania	1.4	1.4	0.8	1.5	1.0	1.0	9.4	0.3	4.0	4.8	3.6	1.7
España	2.8	3.4	3.2	2.8	2.7	2.8	11.6	-0.2	1.4	5.2	4.9	-0.4
Francia	1.6	2.3	2.2	2.1	1.7	1.9	12.8	-1.5	2.3	4.7	2.5	-1.1
Italia	1.9	3.0	2.8	2.3	2.1	2.5	5.8	-2.6	3.2	2.4	4.2	3.6
UME	1.7	2.6	2.0	1.9	1.8	2.0	9.8	-0.6	3.0	4.4	2.4	0.3

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M/ Fecha: 24 de noviembre de 2004

Se mantienen diferenciales de inflación excluyendo energía entre los países de la euro área.

Las tasas anuales de los precios de la energía registraron valores positivos por encima del 9% en estos países en octubre de 2004, excepto en Italia que fue del 5,8%. Destaca el diferente comportamiento de la inflación correspondiente a los precios no energéticos. Para el IPCA excluyendo energía, Alemania en octubre de 2004, registró una tasa anual de 1,4%; las predicciones apuntan en torno a un 1,5% en 2004 y 1,0% en 2005. Francia registró un 1,6% en octubre y las predicciones para la tasa anual media se sitúan en un 2,1% en 2004 y en 1,7% en 2005; Italia registró valores del 1,9% las predicciones apuntan al 2,3% en 2004 y al 2,1% en 2005. En el caso de España, la tasa anual estuvo en el 2,8% en octubre y se prevé una tasa anual media del 2,8% en 2004 y 2,7% en 2005. Por consiguiente, existen diferenciales de inflación en el IPCA excluyendo la energía entre estos cuatro países de la euro área, siendo Alemania el menos inflacionista en esta categoría seguido por Francia e Italia y quedando España como el país más inflacionista dentro de los cuatro.



II.2 PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN UME.

El dato del Índice de Producción Industrial publicado para septiembre de 2004 ha supuesto una innovación al alza tanto la tasa de crecimiento del global como en todos los componentes de la desagregación utilizada. No obstante, es preciso destacar el comportamiento de los bienes de consumo duraderos que han registrado nuevamente una importante desaceleración (-3.46%). Esta información viene recogida en el cuadro II.2.1.

	Predicción para septiembre	Observado para septiembre ^(*)
Capital	2.68	5.32
Duraderos	-1.58	-3.46
Intermedios	2.65	3.28
No Duraderos	-0.23	0.93
Energía	1.12	3.36
Total EMU	1.69	2.90

Datos ajustados de efecto calendario.
Fuente: Eurostat e UC3M.

Como resultado de las innovaciones observadas se han revisado al alza las expectativas de 2004 y 2005. Así, en el año 2004 la cifra de crecimiento anual se ha revisado del 1.99% al 2.3% actual y para el año 2005 del 1.55% al 1.7%. Las expectativas de crecimiento por sectores se recogen en el cuadro II.2.2.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Capital	6.7	2.4	8.2	1.6	-1.6	-0.0	3.6	2.7
Durable	4.2	1.3	6.1	-2.1	-5.6	-4.3	0.3	-1.9
Intermediate	3.7	1.9	6.2	-0.6	0.2	0.2	2.2	1.7
Non Durable	2.1	1.2	0.9	0.8	0.6	0.2	0.9	0.8
Energy	1.6	0.8	1.9	1.3	1.1	3.0	2.7	2.3
Total EMU	3.8	1.8	5.2	0.4	-0.5	0.3	2.3	1.7

(***)Las cifras en negrilla son predicciones. Datos ajustados de efecto calendario.
Fuente: Eurostat y UC3M. Fecha: 22 de noviembre de 2004

En Estados Unidos el último dato publicado corresponde a octubre y se ha comportado ligeramente por encima de lo esperado (5.16 frente a 4.83%). Se ha producido únicamente una innovación a la baja en bienes de consumo duradero, que no ha sido capaz de compensar las innovaciones al alza en el resto de componentes. Esta información se muestra en el cuadro II.2.3.



Cuadro II.2.3 PREDICCIONES Y DATOS OBSERVADOS EN LA TASA ANUAL DE CRECIMIENTO DE LOS DISTINTOS COMPONENTES DEL IPI CORRESPONDIENTES AL MES DE OCTUBRE EN EE.UU.		
	Predicción para octubre	Observado en octubre
Duraderos	4.03	1.93
No duraderos	4.21	4.19
Equipo	5.72	5.95
Materiales	4.08	4.71
TOTAL EE.UU.	4.83	5.16

Source: Federal Reserve and UC3M

El cuadro II.2.4 recoge las predicciones actualizadas. Las predicciones para 2004 se han revisado ligeramente al alza del 4.32% al 4.4% y en 2005 del 2.44% al 2.9%.

Cuadro II.2.4 TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES MEDIAS PARA LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN E.E.UU. ⁽¹⁾								
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Duraderos	7.2	6.9	3.9	-5.8	4.7	2.3	3.0	1.3
No duraderos	2.3	-0.1	1.7	0.4	-0.6	-1.7	2.4	1.3
Equipo	8.1	4.8	5.9	-4.1	-0.6	0.4	4.8	3.2
Materiales	5.2	5.7	5.3	-4.5	0.4	0.5	4.6	3.1
TOTAL EE.UU.	5.6	4.3	4.7	-3.5	-0.6	0.2	4.4	2.9

(1) Las cifras en negrilla son predicciones. Fuente: Federal Reserve y UC3M. Fecha: 22 de noviembre de 2004



II. 3 Estados Unidos

En Octubre el IPC subió un 0.53%, similar a lo previsto (0.51%), pasando la tasa anual del 2.5% al 3.2%

Durante el mes de **Octubre** el IPC de EE.UU. subió un 0.53% respecto al mes anterior, similar al 0.51% previsto (véase **Cuadro II.3.1**), aumentando la tasa anual del 2.54% al 3.19%. En un análisis más pormenorizado, errores de predicción al alza en ciertos componentes se compensan con errores a la baja en otros. Así, las partidas que más destacan por su comportamiento alcista son: las frutas y hortalizas frescas y el grupo de bienes no alimenticios ni energéticos excluidos los vehículos usados y el tabaco. Desde el punto de vista de innovaciones a la baja sobresalen: los precios de la electricidad y los servicios de telefonía tanto de larga distancia como móviles.

Cuadro II.3.1

**VALORES OBSERVADOS Y PREDICIONES DEL IPC DE EE.UU.
(Octubre 2004)**

CONCEPTO	IMPOR. RELATIVA DIC-2003	tasa anual (T ¹²) observada	tasa mensual (T ¹)		Intervalo de confianza al 80 % de significación (+ -)
			observada (a)	predicción (b)	
IPC Alimentos (1)	14.4	3.41	0.64	0.22	0.39
IPC Energía (2)	7.1	15.19	2.20	2.33	1.11
INFLACIÓN RESIDUAL (3=1+2)	21.5	7.46	1.21	0.99	0.42
IPC Manufacturas no energéticas (4)	22.3	0.07	0.79	0.58	0.30
Sin tabaco	21.4	-0.04	0.82	0.62	0.23
- IPC Bienes duraderos	11.3	-0.43	0.53	0.58	0.34
- IPC Bienes no duraderos	11.0	0.71	1.05	0.58	0.42
- No duraderos sin tabaco	10.2	0.52	1.14	0.66	0.30
IPC Servicios no energéticos (5)	56.3	2.79	0.22	0.30	0.15
- Servicios sin alquileres imputados (5-a)	32.9	3.16	0.24	0.37	0.23
- Alquileres imputados (a)	23.4	2.30	0.18	0.18	0.13
INFLACIÓN SUBYACENTE (6=4+5)	78.5	2.01	0.41	0.38	0.16
Sin alquileres imputados (6-a)	55.2	1.90	0.50	0.46	0.20
Sin alquileres imputados y sin tabaco	54.3	1.89	0.51	0.47	0.18
IPC TOTAL USA (7=6+3)	100.0	3.19	0.53	0.51	0.13
Sin alquileres imputados (7-a)	76.6	3.47	0.63	0.61	0.16

Fuente: BLS & Universidad Carlos III de Madrid

Fecha de elaboración: 17 de Noviembre 2004

El índice subyacente subió también en línea con lo esperado, manteniendo la tasa anual en el 2.0%

El índice subyacente se elevó un 0.41%, similar al 0.38% de aumento previsto, subiendo la tasa anual del 1.96% al 2.01%. La subida registrada en manufacturas no energéticas fue del 0.79%, frente al aumento previsto del 0.58%, pasando la tasa anual de un valor negativo del 0.57% a otro positivo del 0.07%. Por su parte, los servicios elevaron sus precios un 0.22%, por debajo de lo esperado (0.30%), bajando la tasa anual dos décimas del 2.98% al 2.79%. El índice subyacente, sin alquileres imputados y tabaco, comparable con el índice subyacente de Europa sin alimentos, subió un 0.51%, similar a lo esperado: 0.47%, subiendo la tasa anual del 1.76% al 1.89%.



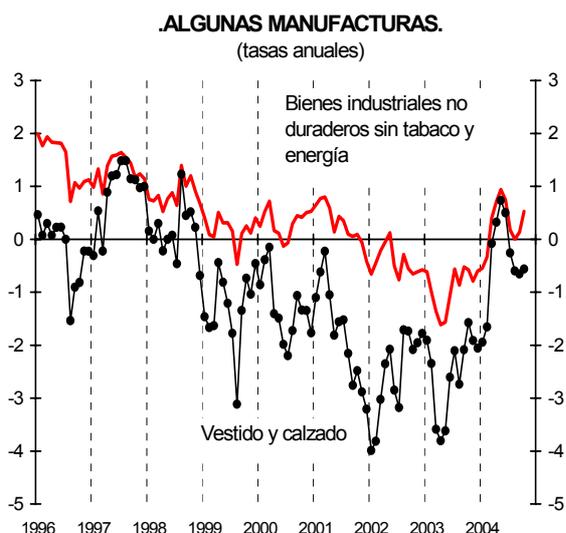
Por componentes, el índice de manufacturas sin energía y sin tabaco subió un 0.82%, frente a una subida prevista del 0.62%, subiendo la tasa anual del -0.71% al -0.04%. Los precios de los bienes duraderos subieron un 0.53%, algo menos de lo previsto 0.58%, pasando la tasa anual del -1.38% al -0.43%. Dentro de los bienes duraderos destaca el comportamiento de los automóviles nuevos que han registrado un ligero repunte en su tasa anual del -1.10% al -0.44% (véase **Gráfico II.3.2**). Los precios de los bienes no duraderos, excluyendo el índice de tabaco, se elevaron un 1.14% frente al 0.66% previsto, pasando la tasa anual del 0.14% al 0.52%. Dentro de los bienes no duraderos destaca la evolución de los precios del vestido y calzado cuya tasa anual sube del 0.66% al 0.56% (véase **Gráfico II.3.1**). Finalmente, los precios del tabaco bajan un 0.12%, frente al 0.41% previsto, pasando la tasa anual de 3.03% al 2.73%.

El índice de servicios -excluidos los alquileres imputados- subió un 0.24%, frente al 0.37% previsto, bajando la tasa anual del 3.38% al 3.16%. Los alquileres reales crecieron por debajo de lo previsto, 0.19% frente al 0.26%, aumentando algo la tasa anual del 2.81% al 2.85%. Por su parte, los alquileres imputados aumentan los precios un 0.18%, exactamente lo esperado, pasando la tasa anual del 2.45% al 2.30% (véase **Gráfico II.3.4**).

El diferencial entre los precios de los servicios (sin alquileres imputados) y los bienes industriales sin energía (sin tabaco), se redujo bruscamente nueve décimas hasta los 3.2 puntos, debido a la aceleración de los precios de los bienes en siete décimas y al recorte en la tasa anual de los servicios en dos.

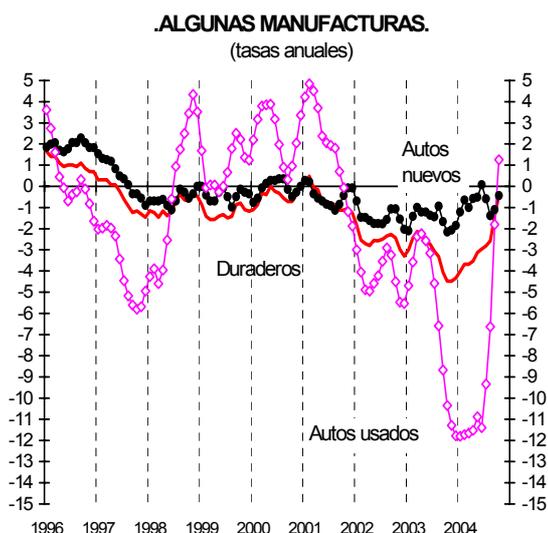
La inflación residual registró un aumento del 1.21%, por encima de lo previsto (0.99%), aumentando la tasa anual del 4.60% al 7.46%. Por componentes, los precios de los alimentos han registrado un comportamiento significativamente peor al previsto con un incremento del 0.64% frente al 0.22%, pasando la tasa anual del 3.32% al 3.41%. Los precios energéticos se han comportado algo mejor de lo esperado, por el precio de la electricidad, con un aumento del 2.20%, frente al 2.33% previsto, pasando su tasa anual del 6.71% al 15.19%.

Gráfico II.3.1



Fuente: IFL & BLS / Fecha: 17 de Noviembre de 2004

Gráfico II.3.2



Fuente: IFL & BLS / Fecha: 17 de Noviembre de 2004



Para **Noviembre** se prevé un descenso del 0.13%, con lo que la tasa anual subiría del 3.19% al 3.33%. Para la inflación subyacente se prevé un recorte del 0.08%, elevándose la tasa anual hasta el 2.14% (ver **Gráfico II.3.5**).

En cuanto a las manufacturas, se prevé un descenso del 0.23% pasando la tasa anual del 0.07% al 0.20%. Sin tabaco, el recorte previsto es del 0.25% y dejaría la tasa anual en el 0.09%, frente al -0.04% del mes anterior. Para los bienes duraderos la evolución prevista es de un aumento del 0.11%, dejando la tasa anual en el -0.24%. Para los no duraderos el descenso previsto es del 0.57%, pasando la tasa anual del 0.71% al 0.70%. Dentro de los no duraderos, se prevé un aumento del precio del tabaco del 0.16%, lo que dejaría la tasa anual en el 2.98%.

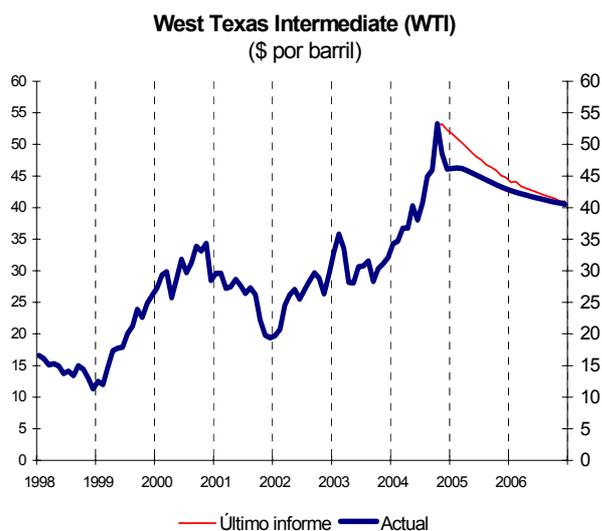
Para la inflación residual se predice un recorte del 0.32% lo que elevaría su tasa anual del 7.46% al 7.84%. Dentro de la inflación residual, para los alimentos se prevé un aumento del 0.06%, con la tasa anual al 3.08%. Para los precios energéticos se prevé un descenso del 0.99%, a pesar de lo cual la tasa anual aumentará del 15.19% al 17.31%.

Para los años **2004, 2005, y 2006** se prevén unas tasas anuales medias de inflación total del 2.7%, 2.2% y 2.2% respectivamente; lo que representa, en relación con el informe del mes pasado, un descenso de cuatro décimas para el año 2005 (véase **Gráfico II.3.6**).

Las predicciones para el año 2005 mejoran cuatro décimas por los menores precios previstos del crudo.

Para los años **2004, 2005, y 2006** se prevén unas tasas anuales medias de inflación total del 2.7%, 2.2% y 2.2% respectivamente; lo que representa, en relación con el informe del mes pasado, un descenso de cuatro décimas para el año 2005 (véase **Gráfico II.3.6**).

Gráfico II.3.3



Fuente: IFL & BLS / Fecha: 17 de Noviembre de 2004

Gráfico II.3.4



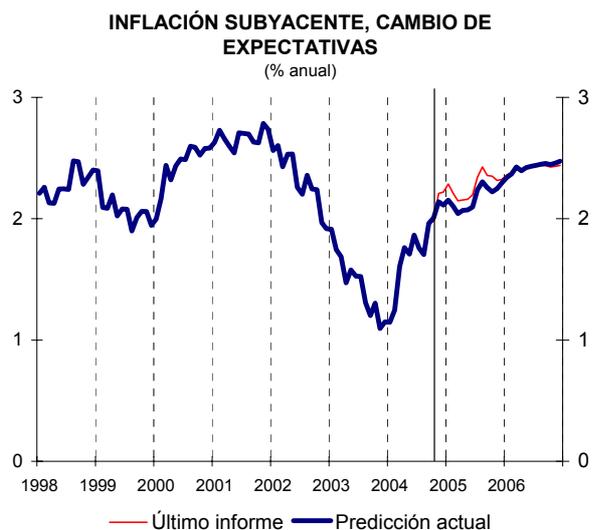
Fuente: IFL & BLS / Fecha: 17 de Noviembre de 2004

Del dato de Octubre se podrían destacar dos hechos: 1) La influencia que está teniendo y tendrá la depreciación del \$ en los bienes industriales no energéticos, a pesar de la elevada capacidad productiva ociosa, y 2) La buena evolución del sector servicios. Estos dos comportamientos se compensan, previéndose que la inflación subyacente no cambie, a medio plazo, respecto al informe del mes pasado (véase **Gráfico II.3.5**).

No obstante, las expectativas para el IPC general, para el año 2005, han mejorado significativamente -4 décimas-, en su mayor parte por la mejor evolución prevista en los mercados de futuros del precio del crudo (véase **Gráfico II.3.6**).

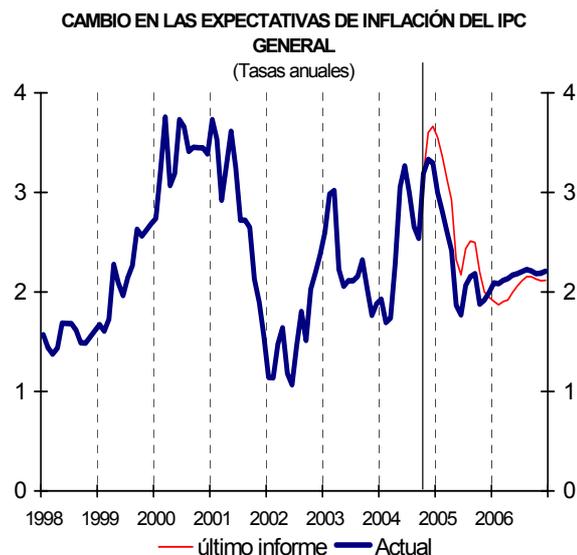


Gráfico II.3.5



Fuente: IFL & BLS / Fecha: 17 de Noviembre de 2004

Gráfico II.3.6



Fuente: IFL & BLS / Fecha: 17 de Noviembre de 2004

El **Cuadro II.3.2** recoge las predicciones de inflación media anual para el 2004 y 2005, para los distintos componentes de la economía americana (las predicciones mensuales y anuales se encuentran en los **Cuadros A6A y A6B** en el apéndice).

Cuadro II.3.2

TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO DE LA INFLACIÓN EN EEUU (*)

CONCEPTO	2001	2002	2003	2004 (predicción)	2005 (predicción)	2006 (predicción)
IPC Alimentos (1)	3.1	1.8	2.1	3.4	2.5	2.6
IPC Energía (2)	3.8	-5.9	12.2	10.9	2.3	-1.1
INFLACIÓN RESIDUAL (3=1+2)	3.3	-0.8	5.3	6.0	2.4	1.3
IPC Manufacturas no energéticas (4)	0.3	-1.1	-2.0	-1.0	0.4	1.0
Sin tabaco	-0.2	-1.5	-2.1	-1.1	0.3	0.9
- IPC Bienes duraderos	-0.6	-2.6	-3.2	-2.4	0.2	1.5
- IPC Bienes no duraderos	1.1	0.4	-0.7	0.4	0.5	0.5
IPC Servicios no energéticos (5)	3.7	3.8	2.9	2.9	2.9	3.0
- Servicios sin alquileres imputados (5-a)	3.6	3.6	3.2	3.3	3.2	3.2
- Alquileres imputados (a)	3.8	4.1	2.4	2.3	2.4	2.7
INFLACIÓN SUBYACENTE (6=4+5)	2.7	2.3	1.5	1.8	2.2	2.4
Sin alquileres imputados (6-a)	2.3	1.7	1.1	1.5	2.1	2.3
Sin alquileres imputados y sin tabaco	2.1	1.6	1.1	1.5	2.1	2.3
IPC TOTAL USA (7=6+3)	2.8	1.6	2.3	2.7	2.2	2.2
Sin alquileres imputados (7-a)	2.6	0.9	2.2	2.8	2.2	2.0

(*) Las tasas mensuales y anuales se encuentran en los cuadros A6A y A6B del Apéndice

Fuente: BLS & Universidad Carlos III de Madrid
Fecha de elaboración: 17 de Noviembre 2004



II.4 España

El IPC en España en octubre de 2004 registró una tasa mensual de 1,03% con una tasa anual de 3,58%.

La inflación subyacente registró una innovación prácticamente nula, mientras que la inflación residual presentó una innovación al alza.

El **índice de precios al consumo** en octubre de 2004 en la economía española registró una tasa mensual de 1,03%, superior a nuestra predicción de 0,93%. La tasa anual aumentó hasta el 3,6% desde el 3,2% observado en septiembre. La **inflación subyacente** (alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos y servicios) calculada a partir del índice IPSEBENE, registró en octubre una tasa anual de 2,88%. La tasa anual de **inflación residual** (alimentos no elaborados y energía), se ha situado en un 6,84%.

La tasa mensual observada de inflación subyacente, 0,95% fue prácticamente igual a nuestra predicción, 0,94%. Dentro de sus componentes se registró una innovación a la baja en alimentos elaborados (AE) y servicios (SER). En los bienes industriales sin productos energéticos (MAN) se registró una innovación al alza principalmente en calzado y vestido. En la inflación residual (RES) se registró una innovación al alza, originada en el repunte de los precios de la energía.

Para analizar este dato más rigurosamente es necesario recurrir al cuadro II.4.1 en donde se resumen los errores de predicción cometidos en los distintos componentes. El desglose de estos componentes se detalla en el cuadro A1A del apéndice.

Cuadro II.4.1

VALORES OBSERVADOS Y PREDICIONES DE LOS PRECIOS AL CONSUMO EN ESPAÑA			
Índices de Precios al Consumo (IPC)	Crecimiento observado Octubre 04	Predicción	Intervalos de confianza ^(*)
(1) AE (17,17%)	0.06	0.13	± 0.17%
(2) MAN (30,05%)	2.59	2.42	± 0.32%
(3) SER (35,05%)	0.05	0.14	± 0.12%
IPSEBENE [1+2+3] (82,28%)	0.95	0.94	± 0.15%
(5) ANE (8,60%)	-0.04	-0.05	± 0.91%
(6) ENE (9,12%)	2.64	1.72	± 0.88%
RES [5+6] (17.72%)	1.39	0.89	± 0.50%
IPC (100%)	1.03	0.93	± 0.15%

^(*) Al 80% de significación

Fuente: INE, IFL & UC3M/ Fecha: 12 de noviembre de 2004

Las expectativas de crecimiento medio en la inflación de alimentos elaborados se sitúan en un 3,5% en 2004, 2,6% en 2005 y 2,4% en 2006.

La inflación en **alimentos elaborados** (AE), ha registrado en octubre una tasa mensual de 0,06%, inferior al 0,13% previsto. En este mes, la tasa mensual de AE ha registrado su mínimo anual, después de tres meses consecutivos con tasas alrededor del 0,2%, y después de haber alcanzado un máximo de 1,0% en mayo de 2004. La tasa anual de AE en octubre también ha caído al 4,0% respecto del 4,3% observado en septiembre. A pesar de esta caída, las tasas anuales de AE permanecen elevadas, aunque se espera que continúen disminuyendo hasta alcanzar en el segundo semestre de 2005 los valores de 2,5% observados en el primer semestre de 2004. Para los meses restantes del año se espera que las tasas anuales sean inferiores al 4,0% con lo que las expectativas de crecimiento medio se situarán en 3,5% en 2004, 2,6% en 2005 y 2,4% en 2006.

Se espera que las tasas anuales de bienes industriales no energéticos se mantengan por encima del 1% en los meses de 2005.

En cuanto a los **bienes industriales no energéticos**, índice MAN, se ha registrado una tasa mensual de 2,59%, superior a nuestra previsión de 2,42%. La tasa anual registrada en octubre aumentó hasta el 1,3%, respecto al 1,0% observado en septiembre. El final de la temporada de rebajas tuvo un impacto peor al esperado en los precios de los vestidos y calzado, los cuales registraron tasas mensuales de 9,19% y 6,05% respectivamente, en lugar del 8,52% y 5,53% previstos. Las tasas anuales de vestido y calzado se situaron en octubre en 2,97% y 2,03%, respectivamente. Estos son los bienes más vinculados con el comercio exterior y a no ser que en la producción española esté incorporando mayor nivel de calidad que la realizada en otros países europeos, se podría estar produciendo una pérdida de competitividad que necesariamente tendrá



efectos negativos en el crecimiento económico español. Las predicciones de la tasa anual media de los precios de los bienes industriales no energéticos son de un 0,9% en 2004, 1,2% en 2005 y 1,3% en 2006. En 2003 se registró una tasa anual media del 2,0%. El cuadro II.4.3 recoge un resumen de las predicciones medias anuales de los distintos componentes de la inflación subyacente y residual.

Cuadro II.4.2								
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO DE INFLACIÓN EN ESPAÑA								
	1999	2000	2001	2002	2003	Predicciones		
						2004	2005	2006
Inflación Residual	2.2	8.8	3.6	2.6	3.6	4.9	4.2	2.1
Aceites y grasas	15.0	-7.6	-7.3	15.2	3.5	16.1	4.6	5.2
Tabaco	4.3	2.5	4.9	7.4	3.8	5.6	2.4	0.0
Paquetes Turísticos	7.2	12.3	7.1	8.7	3.1	1.4	5.7	6.6
Alimentos No Elaborados	1.2	4.2	8.7	5.8	6.0	4.5	3.3	4.8
Energía (ENE)	3.2	13.3	-1.0	-0.2	1.4	5.2	4.9	-0.4
Inflación Subyacente	2.2	2.5	3.4	3.7	2.9	2.7	2.6	2.6
BENE-X	1.4	1.8	3.0	2.1	2.3	1.5	1.7	1.7
Alimentos Elaborados excluy grasas y tabaco	0.8	1.4	4.1	3.1	2.8	2.6	2.7	2.7
Bienes industriales no energéticos	1.7	1.7	2.9	2.6	2.4	1.9	1.7	1.7
SER-Paquetes Turísticos	3.3	3.5	4.1	4.4	3.6	3.7	3.7	3.8
Inflación en el IPC	2.3	3.6	3.5	3.5	3.0	3.1	2.9	2.5

(*) Puede encontrarse una información más detallada sobre la desagregación en el cuadro A1A del Apéndice.

Fuente: INE, IFL & UC3M / Fecha: 12 de noviembre de 2004

La evolución de los precios de los servicios condujo a un diferencial de inflación entre bienes industriales y servicios de 2,3 puntos en octubre de 2004.

En cuanto al sector de **servicios** (SER) la inflación mensual de octubre registró una innovación a la baja debido principalmente al mejor comportamiento de la cultura, cuya tasa mensual observada fue de un valor negativo de 0,31% frente al 1,47% esperado. A pesar de la caída de la inflación mensual observada durante octubre, la evolución de los precios de los servicios es preocupante en algunos de sus componentes como es el caso de transporte, restaurantes, vivienda, universidad y servicios relacionados con el hogar, cuyas tasas anuales son superiores al 4%. El diferencial de inflación anual entre los mercados de bienes industriales no energéticos y los mercados de servicios en España, se sitúa en octubre en 2,3 puntos porcentuales, superior al diferencial de 1,8 puntos observados este mes para la UME. Se espera que el diferencial en España entre las tasas anuales de SER y MAN se mantenga alrededor de los 2,5 puntos porcentuales en los meses restantes de 2004 y durante 2005. Los precios de los servicios en España registraron una tasa anual del 3,6%, la cual contrasta desfavorablemente con el 2,6% observado en la euro área. Las expectativas de crecimiento medio para los servicios en España se sitúan en un 3,7% en 2004, 3,8% en 2005 y 3,9% en 2006, respecto al 3,7% observado en 2003.

La tasa anual media de inflación subyacente se situará en el 2,7% en 2004 y en el 2,6% en 2005 y 2006.

Con las mencionadas innovaciones en los mercados de bienes y servicios, la tasa anual de **inflación subyacente** en octubre, calculada a partir del índice IPSEBENE, se situó por tercer mes consecutivo en el 2,9%. Las expectativas para la tasa anual media se sitúan en un 2,7% para 2004 y en 2,6% para 2005 y 2006, respecto al 2,9% observado en 2003.

En cuanto a los componentes sobre los que se calcula la inflación residual (RES), los alimentos no elaborados se han comportado de acuerdo a nuestra predicción, mientras que los productos energéticos han registrado un comportamiento peor al esperado, con una tasa mensual de 2,64% frente a nuestra predicción de 1,72%. Sin embargo, la evolución reciente del mercado de crudo hace prever que se moderen las tasas de inflación en productos energéticos hasta mostrar en el segundo semestre de 2005 valores similares a los observados en la primera mitad del 2004.

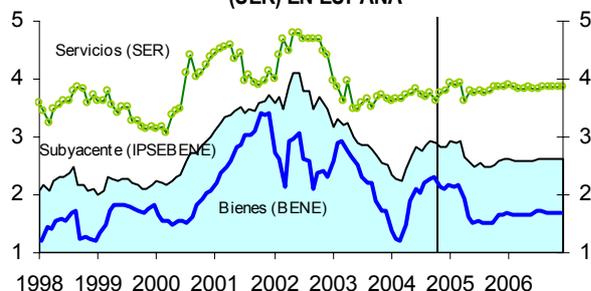
Debido al repunte de la energía durante octubre, la tasa anual media de los precios energéticos para 2004 ha sufrido una revisión al alza, desde el 5,0% esperado en el



boletín anterior, hasta el 5,2% esperado en este mes. Para el 2005 se espera una tasa anual media de 4,9% y en el 2006 la tasa anual será de un valor negativo de 0,4%, siempre dependiendo del comportamiento del petróleo. En cuanto a la tasa anual media de los precios de los alimentos no elaborados, las expectativas se sitúan en un 4,5% en 2004, 3,3% en 2005 y 4,8% en 2006.

Gráfico II.4.1

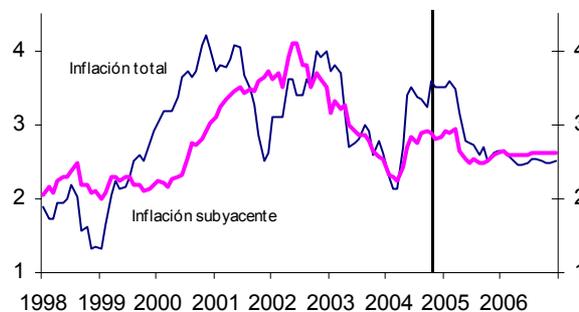
TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DE LA INFLACION EN BIENES (BENE) Y EN SERVICIOS (SER) EN ESPAÑA



Fuente: INE, IFL & UC3M / Fecha: 12 de noviembre de 2004

Gráfico II.4.2

TASAS ANUALES DE INFLACION TOTAL Y SUBYACENTE EN ESPAÑA



Fuente: INE, IFL & UC3M / Fecha: 12 de noviembre de 2004

La evolución de la inflación total en España estará marcada en 2004 y principios de 2005 por la evolución de los precios de la energía.

La predicción de inflación total anual para noviembre de 2004 es de 3,5%; la tasa mensual se situará en 0,2%.

Con todo ello, la predicción de **inflación total** para noviembre de 2004 es de un crecimiento mensual de 0,2%, y un crecimiento anual de 3,5% levemente por debajo del 3,6% observado en octubre. La inflación subyacente mensual será de 0,3%, y la tasa anual de 2,8%. La tasa prevista de inflación media en el IPC total se sitúa en un 3,1% en 2004, 2,9% en 2005 y 2,5% en 2006, tras el 3,0% de 2003. La tasa media de la inflación subyacente se situará en un 2,7% en 2004 y en un 2,6% en 2005 y 2006, tras el 2,9% registrado en 2003. Las previsiones para la inflación total del IPC para 2004 son iguales a las del anterior boletín, y estarán marcadas por el mal comportamiento de los productos energéticos cuyas tasas anuales para finales de 2004 se situarán alrededor del 11%. El precio trimestral esperado para el barril Brent para el último trimestre de 2004 es 35,56€, este precio ha crecido desde los 25,54€ por barril del primer trimestre hasta los 33,87€ por barril observados en el tercer trimestre.

El cuadro II.4.4 muestra los crecimientos medios anuales entre 2001 y 2006 para los diferentes sectores en la UME y España, donde puede observarse los importantes diferenciales existentes en manufacturas y servicios, comentados anteriormente.

Cuadro II.4.3

		2001	2002	2003	Predicciones		
					2004	2005	2006
AE*	UM	2.9	3.0	3.3	3.4	2.3	2.6
	ESPAÑA	3.4	4.3	3.0	3.5	2.6	2.4
MAN	UM	0.9	1.5	0.8	0.8	0.9	0.8
	ESPAÑA	2.6	2.5	2.0	0.9	1.2	1.3
BENE	UM	1.5	1.9	1.5	1.5	1.3	1.3
	ESPAÑA	2.9	2.6	2.4	1.9	1.7	1.7
SER	UM	2.5	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
	ESPAÑA	4.2	4.6	3.7	3.7	3.8	3.9
IPSEBENE	UM	1.9	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
	ESPAÑA	3.4	3.7	2.9	2.7	2.6	2.6
ANE	UM	7.0	3.1	2.2	0.5	0.7	1.9
	ESPAÑA	8.7	5.8	6.0	4.5	3.3	4.8
ENE	UM	2.3	-0.6	3.0	4.4	2.4	0.3
	ESPAÑA	-1.0	-0.2	1.4	5.2	4.9	-0.4
RESIDUAL	UM	4.4	1.1	2.6	2.5	1.6	1.1
	ESPAÑA	3.6	2.6	3.6	4.9	4.2	2.1
IPCA	UME	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9	1.8
IPC	ESPAÑA	3.5	3.5	3.0	3.1	2.9	2.5

(*) Incluidos los precios del tabaco

Fuente: INE & EUROSTAT & UC3M/ Fecha: 24 de noviembre de 2004



La economía española registró un crecimiento interanual del 2,6% en el tercer trimestre del actual ejercicio, igual que en el trimestre precedente, y en términos de tasa de variación intertrimestral aumentó un 0,6%, frente al 0,5% del periodo anterior. Estos resultados corresponden a la versión de datos corregidos de estacionalidad y efecto calendario de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) recientemente publicada. Tras este comportamiento, el PIB prolonga el perfil de estabilización que, con ligeras alteraciones, mantiene desde el inicio del actual ejercicio, periodo en el que se interrumpió la fase de recuperación que había iniciado a finales de 2002.

Esta interrupción de la fase de aceleración de la economía española responde a varios factores entre los que cabe mencionar: la escalada de los precios del petróleo, la pérdida de la competitividad de nuestra economía derivada en gran parte del mayor crecimiento de nuestros precios respecto a los de los principales competidores y la debilidad de la demanda interna de las principales economías de la zona euro. Este conjunto de factores está provocando un notable deterioro de la demanda externa que se manifiesta en la intensificación de su ya crónica contribución negativa al crecimiento.

El crecimiento de la economía española en el tercer trimestre siguió descansando en la demanda interna dado que este agregado continuó su perfil de aceleración y compensó íntegramente el deterioro de la demanda externa. En efecto, la tasa de variación interanual de la demanda interna aumentó tres décimas, hasta el 4,4%, y su aportación al crecimiento del PIB fue de 4,6 pp, superando en cuatro décimas a la del trimestre anterior. No obstante, **aunque el crecimiento del PIB sigue descansando en la demanda interna, se observa un cambio en el patrón de crecimiento de este agregado**. Ello es así, dado que en los trimestres precedentes el consumo de los hogares y el gasto en construcción eran las partidas más dinámicas y que actuaban como motores del crecimiento y ahora, aunque estas dos partidas siguen mostrando una cierta fortaleza dentro de un tono de estabilización, la inversión en bienes de equipo ha despegado finalmente y es el principal responsable de la aceleración de la demanda interna.

El Gasto en consumo final se mantuvo firme y aumentó una décima su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 3,7%, contribuyendo a ese dinamismo sus dos grandes componentes. Así, el consumo de los hogares e instituciones sin fines de lucro mantuvo estabilizado su ritmo de crecimiento interanual en un nivel elevado (3,4%) y el consumo público aumento una décima dicho ritmo de crecimiento en el trimestre, hasta el 4,4%. **La fortaleza del consumo privado resulta sorprendente, sobre todo en un contexto de repunte inflacionista como el registrado en el segundo y tercer trimestre del actual ejercicio**.

Como se ha mencionado anteriormente, **el comportamiento de la inversión en bienes de equipo ha mostrado una evolución muy positiva en el tercer trimestre**, como ya ocurrió en el segundo, y alcanzó una tasa de variación interanual del 9,8%, frente al 4,3% del segundo trimestre. También se sumaron a la aceleración la partida de otros productos y la construcción con tasas interanuales del 3,8% y el 4,5%, respectivamente, lo que supuso un aumento de medio punto y tres décimas en los correspondientes ritmos de crecimiento mantenidos por estos agregados en el segundo trimestre. La aceleración de la construcción sigue sorprendiendo y contradiciendo las previsiones que apuntaban a una moderación de su ritmo de crecimiento. Tras la evolución de sus componentes, la Formación Bruta de Capital Fijo elevó su tasa de avance anual al 5,9%, 1,8 pp por encima de la registrada el trimestre anterior. Por su parte, la variación de existencias tuvo una contribución de dos décimas al crecimiento del PIB, una décima menos que en el trimestre anterior.

La demanda externa ha continuado intensificando su deteriorada trayectoria y de una contribución negativa de -1,6 pp del segundo trimestre se ha pasado a otra mucho más preocupante, de -2,0 pp. Tanto las exportaciones como las importaciones aumentaron sus respectivos ritmos interanuales de crecimiento pero el de las importaciones lo hizo con más intensidad, lo que explica el mencionado deterioro de la demanda externa al crecimiento del PIB. En efecto, el ritmo de variación de las importaciones repuntó hasta el 9,6%, desde el 8,1% del segundo trimestre, y el de las exportaciones aumentó siete décimas situándose en el 4,2%.



Desde la vertiente de la oferta y en términos de la tasa de variación interanual, **todas las grandes ramas de actividad no agraria mostraron en el tercer trimestre una aportación positiva al crecimiento del PIB** mientras que la contribución del sector primario, por segundo trimestre consecutivo, lastró el crecimiento interanual del PIB. La construcción continuó registrando el comportamiento más expansivo, en términos interanuales, al registrar su VAB una tasa interanual del 3,8%, cuatro décimas más que el trimestre anterior, seguida por la industria (2,9%), servicios (2,7%) y energía (2,2%). La industria ha acelerado su ritmo de crecimiento, en seis décimas, mientras que servicios y energía lo han minorado ligeramente.

A la luz de los últimos resultados de la CNTR del tercer trimestre del actual ejercicio y del comportamiento de algunos indicadores del cuarto, se actualizan las previsiones del cuadro macroeconómico de la economía española para el bienio 2004-2005 realizadas en el pasado septiembre, una vez conocidos los datos de contabilidad del segundo trimestre, y se realizan ex-novo las de 2006. De acuerdo con las nuevas estimaciones, **la previsión de crecimiento del PIB para 2004 se eleva en una décima, hasta el 2,6%, y la de 2005 se rebaja en dos, hasta el 2,7%. Para 2006 dicha previsión es del 2,9%, con lo que la economía española rondaría su crecimiento potencial que actualmente puede situarse alrededor del 3,0%.**

El consumo de los hogares sigue mostrando una fortaleza mayor que la que se esperaba, por lo que su anterior previsión de crecimiento medio anual para 2004 se revisa dos décimas al alza, hasta el 3,4%; sin embargo, la previsión de la tasa de crecimiento del consumo público se mantiene en el 4,4%. La construcción sigue exhibiendo un fuerte dinamismo y no se desacelera como se esperaba, por ello su anterior previsión de crecimiento (3,9%) se eleva al 4,1%. La previsión del crecimiento medio anual de la inversión en bienes de equipo se eleva en 0,9 pp, hasta el 4,4%. Estas modificaciones aumentan la previsión anterior del crecimiento de la demanda interna para 2004 en medio punto, hasta el 3,9%. Las exportaciones reducen su anterior previsión de crecimiento en 0,5 pp, hasta el 4,5%, lo que responde entre otros factores a la pérdida de competitividad que supone el deterioro de nuestro diferencial de inflación con la eurozona. Por el contrario, las importaciones, a la luz del dinamismo mostrado en el tercer trimestre, aumentan su anterior previsión de crecimiento en 0,7 pp, hasta el 8,2%. Tras estas modificaciones la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB para 2004 aumenta su contribución negativa, desde -1,0 pp hasta -1,5 pp. **A resultas de estas modificaciones, la anterior previsión del crecimiento medio anual del PIB para 2004 (2,5%) aumenta al 2,6%.**

Para 2005, la anterior previsión de crecimiento del PIB se reduce en 0,2 pp, situándose en el 2,7%; esta rebaja también se justifica por un deterioro de la demanda externa que no llega a ser compensado por el aumento del crecimiento previsto de la demanda interna, que sube al 3,4% de la estimación anterior al 3,6% de la actual. **Para 2006 el crecimiento esperado del PIB real se estima en el 2,9%;** aceleración que responde a una mejora de la demanda externa respecto al año anterior, aunque su contribución al crecimiento del PIB seguirá siendo todavía negativa (-0,7 pp), lo cual compensará ampliamente la ligera moderación del crecimiento previsto para la demanda interna.



II.5 Comunidad de Madrid

Análisis de inflación para la Comunidad de Madrid...

La inflación de la Comunidad de Madrid en octubre ha registrado una tasa mensual del 0,84%, frente a la prevista del 0,90%. La tasa anual de inflación subió al 3,4%. Se compensaron los efectos del error a la baja en la inflación tendencial y del error al alza en la residual.

...a partir de los componentes básicos del IPC

El enfoque por componentes utilizado para el análisis de inflación en la Comunidad de Madrid, nos permite apreciar las diferentes tendencias que dentro del IPC registran sus componentes. En el cuadro II.5.1 se detalla el desglose por componentes del IPC, con las diferentes ponderaciones para la Comunidad de Madrid. Así podemos identificar como la inflación en la CM viene presentando una tendencia en algunos de sus componentes distinta a la que se registra en España.

DESGLOSE IPC MADRID POR MERCADOS			
1) IPC Alimentos Elaborados (excluidos Aceites y Tabaco)	AE-X (11,32%)	Inflación Tendencial (1+2+3) IPSEBENE-XT (78,25%)	IPC (100%)
2) IPC Manufacturas No Energéticas	MAN (27,36%)		
3) IPC Servicios No Energéticos (excepto Turismo)	SERV-T (39,56%)		
4) IPC Grasas, Tabaco y Turismo	XT (4,39%)	Inflación Residual (4+5+6) R (21,75%)	
5) IPC Alimentos No Elaborados	ANE (8,50%)		
6) IPC Energía	ENE (8,86%)		

Fuente: INE, IFL & UC3M

La inflación subyacente registró en octubre una innovación a la baja con una tasa mensual del 0,69%, frente a la predicción de 0,89%. La tasa anual se situó en el 2,7% una décima inferior a la del mes anterior.

Se revisan a la baja las previsiones para el índice de alimentos elaborados.

Los precios de los alimentos elaborados decrecieron con una tasa mensual negativa del 0,06% frente a la predicción del 0,17%, situándose la tasa anual en el 4,3%. La tasa mensual negativa es un dato atípico para el mes de octubre. Se revisan a la baja las previsiones de tasas medias con valores del 3,7% para el 2004 y del 3,0% para el 2005. Para el 2006 se espera un 2,5%. Para España se prevé un comportamiento menos inflacionista que en la comunidad autónoma con valores del 3,5, 2,6% y 2,4% para el 2004, el 2005 y el 2006.

Se revisan a la baja las previsiones para los precios de los bienes industriales no energéticos.

Los precios de los bienes industriales no energéticos (MAN) registraron una tasa mensual del 2,15% frente a la prevista del 2,56%. La tasa anual se situó en el 0,9% la mayor del año e idéntica a la del mismo mes del año anterior. Se revisan a la baja las previsiones para este componente. Se esperan tasas medias del 0,6%, 1,0% y 1,5% para el 2004, el 2005 y 2006, respectivamente. Para España se mantienen las predicciones del mes anterior con tasas del 0,9% para el 2004 y del 1,2% para el 2005. Para el 2006 se espera una tasa del 1,3%. En el gráfico II.5.1 se muestran las sendas de predicción para este índice y el diferencial favorable a la comunidad autónoma hasta finales del 2005, que se revierte en el 2006 (véase gráfico II.5.1).

Los precios de los servicios se prevén estables pero iguales o superiores al 3%.

Los precios de los servicios siguieron una tasa mensual del 0,02% frente a la esperada del 0,09%. La tasa anual se situó en el 3,4% igualándose a la de febrero, las más bajas del año. Se mantiene la tasa anual prevista para el 2004 del 3,6% y se revisa una décima a la baja la del 2005 situándose en el 3,4%. Para el 2006 se espera una tasa media 3,5%. Las tasas medias anuales para España son del 3,7%, 3,8% y 3,9% para el 2004, 2005 y 2006, respectivamente. Luego, se mantienen las expectativas menos inflacionistas para la comunidad autónoma en los precios de los servicios, aunque con tasas superiores al 3% (véase gráfico II.5.2).



Se revisan a la baja las previsiones para la inflación subyacente en el 2004 y el 2005

Para la inflación subyacente se han revisado a la baja las predicciones, dados los cambios efectuados en las expectativas de alimentos elaborados y bienes industriales no energéticos. Se prevén tasas medias del 2,6% para el 2004 y el 2005 y del 2,7% para el 2006. Para España se prevé una tasa media del 2,7% para el 2004 y del 2,6% para el 2005 y el 2006.

Cuadro II.5.2	Crecimiento observado octubre 2004	Predicción	Intervalos de confianza(*)
Índice de Precios al Consumo (IPC)			
Inflación Tendencial	0.81	1.01	± 0.13%
IPC Alimentos elaborados (14,22%)	-0.06	0.17	± 0.21%
Bienes industriales no energéticos (27,36%)	2.15	2.56	± 0.15%
IPC Bienes no energéticos (46,53%)	1.36	1.71	± 0.13%
IPC Servicios (41,05%)	0.02	0.09	± 0.24%
Inflación Residual	0.95	0.53	± 0.65%
IPC Aceites, grasas, tabaco y turismo (4,39%)	-1.40	-0.97	± 1.63%
IPC Alimentos no elaborados (8,50%)	0.39	0.04	± 1.19%
IPC Energía (8,86%)	2.60	1.72	± 0.79%
IPC general	0.84	0.90	± 0.18%

(*) Al 80% de significación

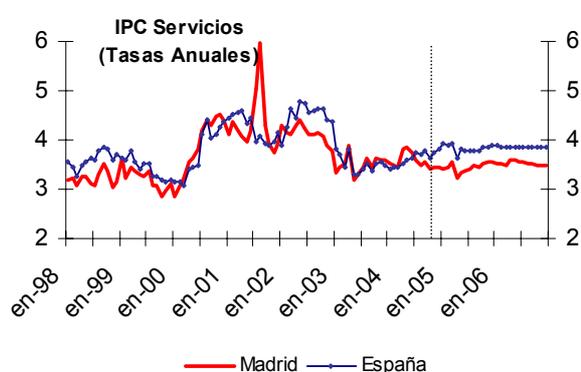
Fuente: INE, IFL & UC3M./ Fecha: 12 de noviembre de 2004

Gráfico II.5.1



Fuente: INE, IFL y UC3M. / Fecha: 18 de noviembre de 2004

Gráfico II.5.2



Fuente: INE, IFL y UC3M. / Fecha: 18 de noviembre de 2004

La inflación residual que agrega alimentos no elaborados, bienes energéticos, aceites y grasas y paquetes turísticos, registró una tasa mensual del 0,95% frente a la predicción de 0,53%. La tasa anual se situó en el 6,7%. Destaca el error al alza en el índice de energéticos y en menor medida en el de alimentos no elaborados.

Se prevé un comportamiento menos inflacionista para los precios de los alimentos no elaborados en Madrid hasta principios del 2005.

Los precios de los alimentos no elaborados registraron una tasa mensual del 0,39% frente a la predicción del 0,04%. La tasa anual se situó en el 2,6%. El error al alza en los alimentos no elaborados no se corresponde con lo sucedido en España, donde se predijo con acierto la tasa mensual del -0.04% observada. En este mes, por lo tanto, se ha registrado un comportamiento muy dispar del índice ANE en la comunidad autónoma y España. Para Madrid las tasas mensuales de los precios de las carnes, el pescado y la leche registraron tasas mensuales superiores al 1%. Las tasas medias anuales para el

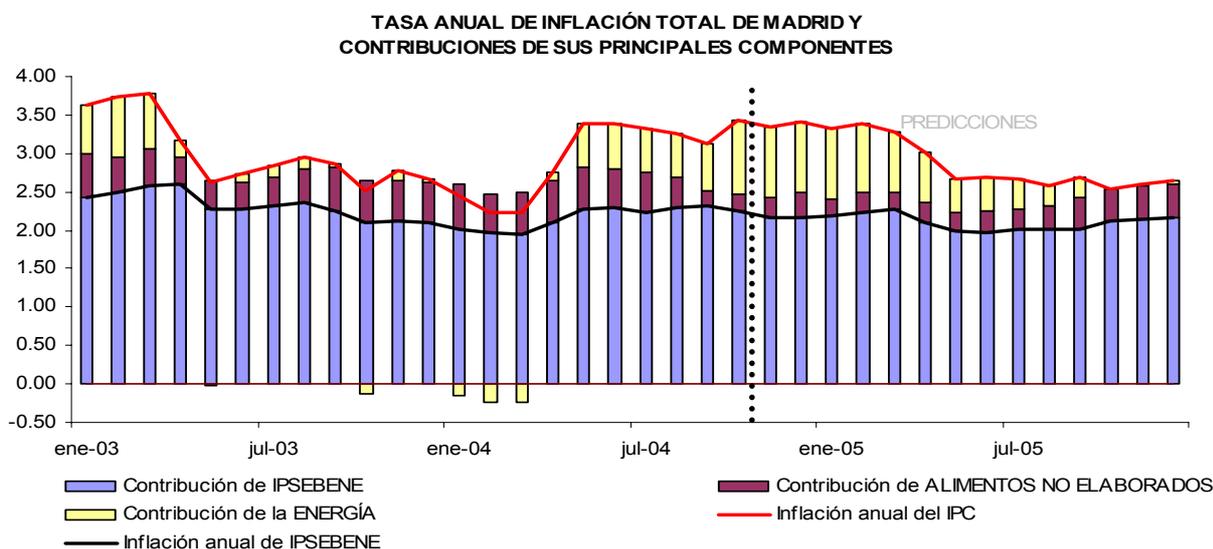


conjunto nacional se revisan nuevamente a la baja con valores del 4,5% para el 2004, del 3,3% para el 2005 y del 4,8% para el 2006. Las predicciones para Madrid cambian al alza con tasas medias del 5,1% para el 2004 y del 3,7% para el 2005. Para el 2006 se espera una tasa media del 5,0%.

Los precios de los energéticos se revisan al alza

Los precios de los bienes energéticos registraron un fuerte error al alza. Con la información de octubre empeoran las expectativas del comportamiento de este índice. La contribución de los energéticos al índice de precios total se espera superior a los 0,4 puntos porcentuales hasta julio del 2005. En octubre la tasa anual se situó en el 10,8%. Se prevé que las tasas anuales se mantengan por encima del 6% hasta abril del 2005. La volatilidad de los precios de los bienes energéticos y su presión inflacionista conducen a una mayor incertidumbre en las predicciones para la inflación total. El gráfico II.5.3 muestra la presión positiva de los energéticos sobre el índice total hasta septiembre del 2005. Para Madrid se esperan tasas medias anuales del 4,7%, 4,6% y -0,4% para el 2004, 2005 y 2006, respectivamente. Para España se esperan tasas del 5,2% para el 2004 y del 4,9% para el 2005.

Gráfico II.5.3



Para el IPC Total de Madrid se espera una tasa media anual del 3,0% para el 2004 y del 2,8% para el 2005.

Con un 60% de confianza las tasas anuales del IPC Total hasta marzo del 2005 serán superiores a la media histórica del 2,85%, calculada a partir del 1998. En la segunda mitad de dicho año con una probabilidad similar serán inferiores a esa media observada en los últimos años. Para el IPC Total hasta diciembre del 2004 se esperan tasas anuales superiores al 3,2% e inferiores al 3,7% con un 60% de confianza y superiores al 2,9% con un 95% de confianza. El gráfico II.5.4, llamado gráfico de abanico, representa la senda prevista de tasas anuales y los intervalos de predicción al 95%, al 80%, al 60%, al 40% y al 20%.

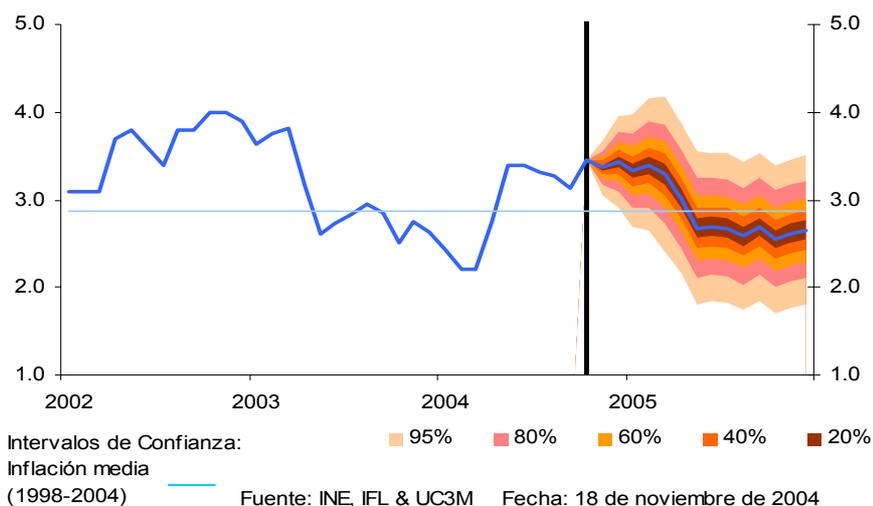
Se revisa a la baja la tasa media anual prevista para el 2004 que se sitúa en el 3,03%. Para el 2005 y el 2006 se esperan tasas medias del 2,8% y del 2,6%, respectivamente. Luego las predicciones indican un mejoramiento de la situación inflacionista. Para España se esperan tasas medias del 3,1%, 2,9% y 2,5% para el 2004, 2005 y 2006, respectivamente.

El cuadro II.5.3 muestra las tasas medias anuales observadas y previstas para Madrid y España desde el 2002 hasta el 2006.



Gráfico II.5.4

TASAS ANUALES DE INFLACIÓN TOTAL EN MADRID



Cuadro II.5.3

TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL MEDIO en la Comunidad de Madrid (y España)

	2002		2003		Predicciones					
					2004		2005		2006	
Inflación Subyacente (82,64%)	3.6	(3.8)	2.7	(2.7)	2.6	(2.7)	2.6	(2.6)	2.7	(2.6)
IPC Alimentos elaborados (14,22%)	5.2	(4.4)	3.8	(3.6)	3.7	(3.5)	3.0	(2.6)	2.5	(2.4)
IPC Bienes industriales no energéticos (27,36%)	2.6	(2.6)	0.7	(0.9)	0.6	(0.9)	1.0	(1.2)	1.5	(1.3)
IPC Servicios (41,05%)	4.2	(4.5)	3.6	(3.7)	3.6	(3.7)	3.4	(3.8)	3.5	(3.9)
Inflación Tendencial (78,25%)	3.4	(3.4)	2.8	(2.8)	2.6	(2.7)	2.6	(2.6)	2.7	(2.6)
IPC Alimentos no elaborados (8,50%)	5.8	(5.6)	5.0	(4.6)	5.1	(4.5)	3.7	(3.3)	5.0	(4.8)
IPC Energía (8,86%)	-0.2	(-0.2)	4.5	(5.0)	4.7	(5.2)	4.6	(4.9)	-0.4	(-0.4)
IPC Total (100%)	3.6	(3.5)	3.1	(3.1)	3.0	(3.1)	2.8	(2.9)	2.6	(2.5)

Fuente: INE, IFL y UC3M. / Fecha: 18 de noviembre de 2004

(*) Puede encontrarse una información más detallada en los cuadros A8A y A8B



EL CAPITALISMO QUE VIENE:

PRESENTACIÓN

Juan Urrutia Elejalde

Catedrático de Fundamentos del Análisis Económico

Noviembre 2004

CAPÍTULO III.2.: MERCADO

II.3. MERCADOS FINANCIEROS Y ASEGURAMIENTO

Introducción

III.2.3.A. La Economía de Hart.

III.2.3.B. El Mercado de Valores

- a) El desarrollo del mercado de valores
- b) Sobre OPAs y OPVs
- c) Consecuencias de la apertura de mercado
- d) La eficiencia del mercado de capitales

III.2.3.C. Aseguramiento y Especulación

- a) Aseguramiento
- b) Especulación

Resumen

Apéndice

RESUMEN

Los mercados de valores a los que hemos prestado gran atención en esta segunda parte del capítulo III.2 van a recibir también el impacto de las tecnologías de la información (TIC) y de su capacidad para almacenar información. Se generarán muchos activos financieros nuevos adaptados al perfil de riesgo de cada ahorrador pero, gracias a las TIC, se acabará con los costes de transacción de los intermediarios y con la redundancia de muchos de los activos supuestamente novedosos. De esta manera se liberarán recursos para otras finalidades productivas de mayor interés.

Estos mercados financieros serán difíciles de distinguir de los mercados de aseguramiento cuando estos se desarrollen plenamente. La era de la información puede despertar la conciencia sobre riesgos que ahora podrían ser mitigados en parte por la globalización y en parte por las posibilidades de cálculo actuarial que abren las nuevas



tecnologías. Podemos estar seguros de que el futuro traerá una mayor seguridad económico-financiera y cabe que nos preguntemos si esta mayor seguridad acabará enervando nuestra potencia creativa.

Tanto los mercados financieros como los de seguros pueden sufrir los males de la especulación. Aunque ésta puede cumplir funciones de diseminación de información, parece que inocular un cierto vicio en el mecanismo de formación de precios que hace que éstos no puedan tomarse como señales eficientes para la toma de decisiones debido a que no reflejan sólo la escasez sino un cierto tipo de expectativas que no tienen porque satisfacerse. La intuición más que el análisis hace esperar, más que creer, que la potencia de las TIC en la formación de redes y en la generalización de la confianza mutua, podría ayudar a evitar la emergencia de este fenómeno que distorsiona la asignación de recursos y puede tener nocivos efectos macroeconómicos. En la medida en que el uso del dinero fiduciario están basado en la positividad de su precio y esta positividad no es sino el producto de una burbuja especulativa, no es muy arriesgado pronosticar la paulatina desaparición de su circulación.

INTRODUCCIÓN

Una vez que, en la primera parte de este capítulo, hemos adquirido una idea más o menos precisa de cómo unos contratos bilaterales se van generalizando y acaban constituyendo un mercado, estamos en disposición de entender al mercado por antonomasia: el mercado de valores, lo que a veces se denomina como "los mercados". Para ello debemos movernos, como en la introducción de este capítulo, en una economía de Radner en la que el sistema financiero no es completo; pero ahora nos interesa, para poder identificar a los activos financieros como acciones (que se intercambian en un mercado centralizado con gran información común) y como obligaciones (que pueden ser intercambiadas en mercados descentralizados con poca información común), introducir la producción y movernos en una economía de Hart que es la que introducimos en el capítulo anterior para discutir la función objetivo de la empresa a los efectos que allí nos interesaban. En la primera sección de esta segunda parte se trata de cumplir la promesa hecha allí y acabar de describir el modelo, justificar formalmente la función objetivo allí explicada (cosa que se hace en el Apéndice) y de definir el equilibrio y sus propiedades de optimalidad. Toda esta elaboración que pudiera parecer tediosa nos lleva, en la segunda sección, al estudio del mercado de valores. El análisis de la formación de un mercado que efectuamos en la primera parte de este capítulo nos permite ahorrarnos detalles en la explicación de cómo se va conformando un verdadero mercado a partir de contratos bilaterales, y nos permite prestar atención a otros aspectos más acordes con el objetivo último de EL CAPITALISMO QUE VIENE como OPAs u OPVs, así como aspectos del aseguramiento. En esta misma segunda sección y una vez recordado que Hart mostró que la apertura de un nuevo mercado no garantiza una mejora paretiana, trataremos de examinar alguna proposición al respecto que nos permita explorar tanto el impacto en el mercado de valores de las TIC, de la proliferación de información y de la globalización, como la importancia que ese impacto puede tener sobre la amplitud del ámbito de la libertad personal del individuo. Y, en la tercera sección, prestaremos atención a la especulación que podría llegar a haber en el mercado de valores, a lo que esperamos de esa especulación a la luz de los factores nuevos que estamos explorando y a cómo repercute todo ello en la creatividad y en la autonomía personal.

III.2.3.A. LA ECONOMÍA DE HART

En el recuadro 3A exponemos las modificaciones que introducimos en la Economía de Radner. Unas son meras simplificaciones que facilitan un análisis ya de por sí demasiado minucioso; pero lo importante es la introducción de acciones y obligaciones asociadas a la toma en consideración de la producción de la manera más sencilla posible. En el recuadro 3B recordamos hasta dónde llegamos en el análisis de este modelo, lo que nos permite en el Apéndice justificar la función objetivo de la empresa allí utilizada y finalmente definir el equilibrio en el recuadro 3Ci.

Comencemos por recordar los elementos del recuadro 3A. Tal como podemos



observar, y aparte unas simplificaciones introducidas para facilitar el análisis, lo que hemos hecho es introducir la producción por parte de dos empresas indexadas por $j=1,2$, y sustituir el sistema financiero anterior por un mercado de valores en donde se negocian acciones o participaciones en cada empresa y las obligaciones que éstas emiten.

RECUADRO 3 A: La Economía de Hart

3.A.1. Simplificaciones de la Economía de Radner

- $\Pi^{is} = \Pi^s$ para todo i
- $U^i = \sum_{s=1}^2 \Pi^s u^i(X^{is})$: no interesa el consumo hoy
- No hay sistema financiero A : $A = [0, 0]$

3.A.2 Introducción de la producción

- Dos empresas indexadas por $j= 1, 2$
- Función de producción:

$$f^j(y^{j0}, y^{js}) = 0$$

$$y^{j0} < 0 : \text{input utilizado en } t=0 \text{ por } j, j=1, 2$$

$$y^{js} > 0 \text{ cantidad producida en } t=1, \text{ por } j, j=1, 2 \text{ en el estado } s, s=1, 2$$

3.A.3. Acciones y Obligaciones: mercados de valores

V^j : valor en Bolsa de la empresa j

θ_0^{ij} participación del individuo i en la empresa j en $t=0$

B^j : Obligaciones emitidas por la empresa j en $t=0$
para financiar la compra de y^{j0}

$(1+r)$: pago en trigo en $t=1$ de una obligación, $r > 0$

b^i : acciones suscritas por el consumidor i

Veamos cómo funciona esta Economía. En $t=0$, cada empresa decide cuánto



imput yjo comprar y para financiarlo emite Bj obligaciones. Si tomamos al trigo en t=0 como numerario podemos decir que cada obligación promete pagar mañana (1+r) unidades de trigo cualquiera que sea el estado de la naturaleza. Además, como no hay riesgo de bancarrota, las obligaciones de una y otra empresa son sustitutivos perfectos. En consecuencia, en el equilibrio habremos de tener que:

$$\sum_{j=1}^2 B^j = -\sum_{j=1}^2 y^{j0} = \sum_{i=1}^2 W^{i0} = \sum_{i=1}^2 b^i$$

en donde bi es la cantidad de obligaciones suscritas por el consumidor i. Este consumidor acude también, en t=0, a la Bolsa donde cambia su cartera de acciones a θ^{ij} , cartera ésta que mañana le proporcionará unos dividendos esperados en cada s de:

$$\sum_{j=1}^2 \theta^{ij} [p^{es} y^{js} - (1+r) B^j]$$

en donde pes es el precio esperado del trigo en s y la expresión entre corchetes es el beneficio neto que conseguirá la empresa j si produce mañana yjs a precio pes. De esta manera se genera el valor en Bolsa de la acción de la empresa j que denotamos por Vj y que puede entenderse como el precio de la acción j que refleja los dividendos esperados. Notemos, pues, que en t=0, cada consumidor, basándose en sus creencias $\Pi^{is} = \Pi^s$, sus dotaciones iniciales W^{is} , y sus expectativas de precios pes, decide su plan de consumo (X^is) y su cartera (bi, θ^{ij}) y cada productor, basándose en su tecnología fj y en las expectativas de precios decide su plan de producción (y^j0 , y^js).

En t = 1, una vez conocido s, las empresas ponen en práctica su plan de producción y los consumidores, una vez cobrados los dividendos y la devolución del préstamo, ponen en práctica su plan de consumo. Así se genera ps que, por racionalidad de las expectativas, exigimos que sea idéntico a pes.

El equilibrio de esta economía que acabamos de describir es algo más delicado que el de una Economía sin producción, por lo que procederemos por pasos. Bajo la hipótesis de las expectativas racionales el problema del consumidor consiste en elegir su vector de consumo, (X^is) y su cartera (bi, θ^{ij}) a partir de sus dotaciones iniciales (W^{i0} , W^{is} , θ_0^{ij}), de forma que sean la solución de:

$$(1) \text{ Max } \sum_{s=1}^2 \Pi^s u^i (X_s^i) \quad \text{s.a}$$

$$\sum_{j=1}^2 \theta^{ij} V^j + b^i = W^{i0} + \sum_{j=1}^2 \theta_0^{ij} V^j$$

$$(3) \quad p^s X^{is} = b^i (1+r) + \sum_{j=1}^2 \theta^{ij} [p^s y^{js} + (1+r) y^{j0}] + p^s W^{is}, \quad s=1,2$$

en donde Vj es el valor de la empresa j. Este valor de la empresa es su valor en Bolsa y es igual al valor presente de sus beneficios netos. Este valor en Bolsa depende, pues, del plan de producción (y^j0 , y^js). Si éste estuviera dado podríamos definir el equilibrio ahora; pero, en realidad, el plan de producción no está dado, sino que es la variable de decisión de la empresa. Todas las novedades introducidas hasta aquí están recogidas en el Recuadro 3B y no son sino un recordatorio de lo que ya vimos en el



capítulo anterior. Lo hicimos para poder introducir la problemática de la función objetivo de la empresa y prometimos justificarla totalmente en otro capítulo, cosa que se efectúa en el Apéndice.

RECUADRO 3 B

1. Restricciones de recursos y de financiación de las empresas

$$\sum_{j=1}^2 B^j = - \sum_{j=1}^2 y^{j0} = \sum_{i=1}^2 W^{i0} = \sum_{i=1}^2 b^i, \quad i=1,2; \quad j=1,2$$

2. Dividendos de las acciones

$$\sum_{j=1}^2 \theta^{ij} [p^{es} y^{is} - (1+r) B^j], \quad i=1,2; \quad j=1,2$$

poder de compra que i espera obtener en $t=1$ de su cartera de participaciones en las empresas adquiridas en $t=0$

3. Comportamientos del consumidor: dados (W^i) y θ_0^{ij}

(X^i) , (b^i, θ^{ij}) es la solución de :

$$(1) \text{Max} \sum_{s=1}^2 \Pi^s U^i(X^{is})$$

s.a.

$$(2) \sum_{j=1}^2 \theta^{ij} V^j + b^i = W^{i0} + \sum_{j=1}^2 \theta_0^{ij} V^j$$

$$(3) p^s X^{is} = b^i (1+r) + \sum_{j=1}^2 \theta^{ij} [p^s y^{is} + (1+r) y^{j0}] + p^s W^{is}, \quad s=1,2$$

La modelización del comportamiento de la empresa no es obvia en una economía como la que estamos utilizando. La razón es que las empresas son propiedad de los consumidores (accionistas) y está claro que hay situaciones en las cuales no va a haber unanimidad de los accionistas de una empresa para maximizar el valor en Bolsa de la empresa como, por ejemplo, ocurrirá si la maximización de los beneficios netos de la empresa exige la producción masiva de trigo, a un precio muy bajo si hace buen tiempo y un accionista minoritario posee una enorme dotación inicial de trigo si hace buen tiempo. Este accionista puede preferir que se adopte un plan de producción con



poco trigo si hace buen tiempo pues el mayor precio le proporciona mayor renta.

El problema consiste en encontrar una función objetivo admitida unánimemente por los accionistas. Tal como se demuestra en el Apéndice y tal como vimos en el capítulo anterior, esta función objetiva viene dada por la expresión siguiente:

$$(*) \sum_{i \in A^j} \theta_0^{ij} \left[\sum_{s=1}^2 q^{is} (p^s y^{js} + (1+r)y^{j0}) \right]$$

Ahora estamos en disposición de definir el equilibrio de esta economía de Hart, tal como aparece en el recuadro 3C. La interpretación es inmediata. Lo interesante de esta noción de equilibrio es que la asignación correspondiente de consumo y producción es OSN, en donde para definir esta noción ahora hay que añadir, además de un planificador para las obligaciones y dos para las acciones, un planificador para la producción. Ahora podemos entrar en el estudio del mercado de valores.

RECUADRO 3 C

Definición 2. El vector

$$\{(\tilde{r}^*, \tilde{V}^1, \tilde{V}^2); [\tilde{b}^i, \theta^{i1}, \theta^{i2}], i=1,2; (\tilde{y}^{10}, \tilde{y}^{20}), (\tilde{p}^1, \tilde{p}^2), [\tilde{X}^{i1}, \tilde{X}^{i2}], i=1,2, [\tilde{y}^{j1}, \tilde{y}^{j2}], j=1,2\}$$

es un equilibrio de una Economía de Hart siempre que cumpla las siguientes condiciones:

1. $\forall i: [(\tilde{b}^i, \theta^{i1}, \theta^{i2}), (\tilde{X}^{i1}, \tilde{X}^{i2})]$ es la solución de la ecuación (1) bajo las condiciones (2) y (3) para los precios de equilibrio $(\tilde{r}, \tilde{V}^1, \tilde{V}^2, \tilde{p}^1, \tilde{p}^2)$

2. $\forall j: [\tilde{y}^{j0}, \tilde{y}^{j1}, \tilde{y}^{j2}]$ maximiza (*) sujeto a la tecnología

3. a) $\sum_{i=1}^2 \tilde{b}^i = \sum_{j=1}^2 \tilde{y}^{j0} = \sum_{i=1}^2 W^{i0}$

b) $\sum_{i=1}^2 \tilde{\theta}_1^{ij} = 1, j \in A_j =$ conjunto de accionistas iniciales de $j = 1, 2$

c) $\sum_{i=1}^2 \tilde{X}^{is} = \sum_{j=1}^2 W^{js} + \sum_{i=1}^2 y^{js}, j \in A_{js} =$ conjunto de accionistas de j en

$s = 1, 2 ; j = 1, 2$

III.2.3.B. EL MERCADO DE VALORES



Como decíamos en la entradilla de esta segunda parte del presente capítulo, cuando se habla sin precisión de "los mercados" nos estamos refiriendo al mercado de valores y este mercado, la Bolsa por simplificar, es el único mercado totalmente desarrollado (en el sentido explicado en la sección anterior) que existió. Por esa razón su estudio en este apartado es una pieza central para acercarnos a nuestra finalidad de vislumbrar qué podemos esperar del capitalismo en el futuro, dada su crucial función de canalizar el ahorro hacia la inversión. En un primer subapartado recordaremos y completaremos lo insinuado en la sección anterior en relación al desarrollo de un mercado a partir de la proliferación de contratos bilaterales. En un segundo subapartado pasaremos una revista sumaria a algunos fenómenos que se dan en la Bolsa, como OPAs y OPVs que adquieren una dimensión distinta vistas desde nuestra perspectiva. En un tercer subapartado trataremos de pensar sobre el impacto en el bienestar que puede traer la ampliación de la Bolsa propia del capitalismo popular y, finalmente, discutiremos la idea de la eficiencia del mercado de capitales.

a) El desarrollo del mercado de valores

Recordemos en este momento lo dicho en la primera parte de este capítulo. Las ineficiencias de las asignaciones del equilibrio de la Economía de Radner se deben a la falta de mercados reales. Si el sistema financiero no es lo suficientemente rico (es decir, si no cumple la condición de rango) las ineficiencias persisten. Si nos fijamos lo que está ocurriendo nos percatamos de que la ineficiencia consiste en un reparto del riesgo que podría mejorarse con nuevos mercados contingentes o, si se quiere, con nuevos productos financieros. Aunque no se puedan introducir nuevos productos financieros con generalidad, o mientras no se introduzcan por falta de regulación legal, todavía cabe la posibilidad de relaciones personalizadas entre dos agentes. A diferencia del mercado que es anónimo dado su tamaño y por tanto requiere de una protección legal especial, las relaciones entre dos agentes a través de un contrato son personalizadas y su protección requiere sólo de la legislación ordinaria. En nuestra economía de juguete con sólo dos individuos no se puede distinguir el mercado (anónimo) del contrato (personalizado); pero conceptualmente son cosas tan distintas como comprarse un coche de serie y encargarse uno especial. En el primer caso al fabricante no le interesa nada quién es el comprador, en el segundo no cambiará su proceso de fabricación más que si está seguro de que, una vez fabricado, el comprador va a satisfacer el precio. Los "papeles" a firmar en uno u otro caso serán muy distintos. Si abstraemos de esa limitación de nuestra economía de juguete, seremos capaces de distinguir los contratos del mercado y, finalmente, a comprender cómo se va conformando un verdadero mercado a partir de la generalización en el uso de ciertos contratos. Estos pueden ser contratos reales o financieros. Cabe naturalmente que entre dos agentes formalicen un contrato para la entrega de trigo mañana si llueve. Esto permite el traspasar poder de compra de hoy a mañana y asegurarse contra la contingencia de que el mal tiempo estropee la cosecha. Ya sabemos que esta posibilidad puede ser igualmente alcanzada mediante contratos de crédito. En general, en ellos, el prestamista entrega hoy una cantidad a cambio de una cantidad mayor que el prestatario se compromete a devolver mañana si el estado s prevalece. Habrá interés en firmar estos contratos siempre que el grado de aversión al riesgo sea distinto entre los dos agentes y se podrán firmar porque la contingencia s es observable por ambos y por un tercero (juez) encargado de velar por el cumplimiento de los contratos.

En una población numerosa, estos contratos pueden generalizarse y no sólo porque su cumplimiento puede ser exigido ante la judicatura por la posibilidad de verificar la contingencia de la que depende la forma de su cumplimiento. Esta posibilidad de coerción que representa un coste de transacción significativo puede ser sustituido con ventaja de coste por una ampliación de la confianza mutua. Como ya hemos explicado varias veces, la proliferación de la información y la posibilidad de procesarla a efectos de constituir comunidades identitarias organizadas en red, hace posible la emergencia de la suficiente confianza mutua como para que esos contratos bilaterales se vayan generalizando.

b) Sobre OPAs y OPVs



Lo primero que hay que notar es que lo que en el equilibrio se maximiza (recordar la ecuación (•)) no es el valor presente de los beneficios netos pagados en dividendos sino una media ponderada de las valoraciones personalizadas de los accionistas originales de esos beneficios. Por lo tanto lo que la Bolsa refleja en sus cotizaciones es algo subjetivo que podríamos denominar el valor presente esperado de sus dividendos a ojos de sus accionistas presentes y que es distinto de lo que llamaremos el verdadero valor de la Empresa que es el valor de equilibrio de la acción de

la empresa si hubiera mercados contingentes futuros. En este caso: $q^{is} = \hat{p}^s$, en donde \hat{p}^s serían los precios en esos mercados. En este caso la Bolsa reflejaría el valor presente de los dividendos a ojos del mercado. El problema es precisamente que no existen mercados.

Lo segundo que hay que notar es que, dada la separación actual entre accionistas y directivos, no está nada claro cómo el directivo que elige el plan de producción elegirá precisamente aquel que maximiza (•) si los valores q^{is} son subjetivos. Una explicación posible es que si el directivo no maximiza (•), otra empresa con su equipo directivo puede ejercer una OPA (Oferta Pública de Adquisición de acciones) que contaría con el consentimiento de los accionistas presentes en la medida en que propondría un nuevo plan de producción mejor valorado que el presente y el antiguo directivo perdería el empleo.

Esto es posible siempre que la que sería nueva dirección tenga incentivos a efectuar la OPA. Los tendrá siempre que, al no reflejar las cotizaciones en Bolsa el verdadero valor de mercado, le merezca la pena pagar algo similar a la cotización actual y posteriormente cambiar de plan de producción a uno mejor valorado tanto por los accionistas antiguos con su nueva participación como por los accionistas de la empresa que realiza la OPAiv

Pensemos ahora en las OPV (Oferta Pública de Venta de acciones) o salidas a Bolsa de empresas que no cotizan. Se suelen hacer para allegar financiación para nuevos proyectos o para que los dueños hagan caja y diversifiquen su riesgo o para someterse a la disciplina del mercado. La mejor manera de acercarnos a esta problemática es efectuar unos comentarios críticos sobre la reciente salida a Bolsa de Google, un emblema de la Economía Digital, porque ello nos abre los ojos a ciertas variaciones que se otean en el horizontev.

La explosión del éxito de Google es posterior a la debacle de las empresas puntocom. Ante la proliferación de información dispersa en infinitas páginas web, la necesidad de un sistema electrónico de búsqueda rápido se hace evidente y su diseño e implantación se transforma en una obvia oportunidad de negocio. El algoritmo creado por Larry Page y Sergei Brin, fundadores y dueños de Google, es un eficiente motor de búsqueda que todos utilizamos y que algunos querríamos destripar para manipular la información existente. Ese algoritmo se convierte en el código de la vida social, en una especie de taumaturgo capaz de crear diligentemente todas las redes de personas posibles y de reconocer todas las identidades imaginables, utilizando todo ello como fuente de un poder casi absoluto. Y esta especie de piedra filosofal que, de todos modos es una empresa, sale a Bolsa. La compañía tiene competidores peligrosos, precisa financiación para vencer en la carrera competitiva y, seguramente, su dos jóvenes creadores creen llegado el momento de embolsarse parte del valor que han creado.

El procedimiento de una OPV. está estereotipado. La empresa que quiere colocar acciones se pone en manos de un banco de inversiones; los correspondientes expertos estudian la empresa, el mercado de su producto, sus competidores, la estructura de la propiedad y, finalmente, la valoran fijando un precio de salida y, de una u otra forma, garantizan prácticamente la colocación entre clientes o tomando posiciones propias. Pero la revolución de las nuevas tecnologías no ha ocurrido para nada de forma que Larry y Sergei deciden salir a Bolsa mediante la utilización del mercado, en este caso en forma de subasta holandesa organizada por la propia compañía, eliminando así



parte de los costes de transacción.

Desde ese momento las dificultades no dejan de surgir. Parece que no han dado toda la información al mercado ya que hay paquetes de acciones entregadas a los empleados. La subasta levanta suspicacias reminiscentes de las que levantó su utilización en la concesión de frecuencias radioeléctricas para la puesta en marcha de la tercera generación de telefonía móvil en Europa. Y, grave error, aparece durante el período que llamaríamos de discreción una entrevista de ambos dueños en la revista Playboy. El resultado es que el precio de salida y el finalmente alcanzado en la subasta son menores que los inicialmente previstos debido, se dice, a la inexperiencia de dos jóvenes díscolos que no quieren pasar por el pago de un peaje que, de hecho, es perfectamente prescindible.

Dos son, creo, las lecciones a no olvidar y ambas son independientes del comportamiento posterior de la acción de Google que, dicho sea de paso, ha sido bueno aunque no espectacular. La primera lección es que, tal como nos enseñan otros casos de innovación, las nuevas tecnologías, tardan en imponerse (como tardará en imponerse el voto electrónico en las juntas de accionistas) debido a que quienes utilizan las antiguas tienen que amortizarlas aún después de haber perdido la batalla por impedir su uso. No debemos esperar pues que las salidas a Bolsa vayan a prescindir de los bancos de inversión en un futuro inmediato incurriendo así en un coste social eliminable. La segunda lección es que el terror que suscita una subasta, no es sino la manifestación tangible del terror que produce el mercado puro y duro, como cuando, en su momento, el gobierno español optó por el concurso en el asunto del UMTS despreciando el método de la subasta que no permite ningún tipo de intrusión.

Lo curioso del caso es que quienes con más desparpajo avisan de los peligros del mercado o de una subasta son quienes, como los bancos de inversiones, más dicen confiar en sus virtudes. Quizá sea porque saben muy bien que, gracias a las nuevas tecnologías y tal como ya explicamos extensamente en el capítulo 1.3, todos poseemos toda la información y podemos convertirnos en intermediarios financieros.

c) Consecuencias de la apertura de mercados.

Confrontemos ahora los efectos que sobre el bienestar tiene la apertura de un nuevo mercado cuando este ha podido ser creado a partir de la generalización de contratos. Sabemos de antemano que nada garantiza que la apertura de mercados vaya a aumentar el bienestar a no ser que así se complete la estructura de mercados o se consiga un sistema financiero de full rank, es decir que sea equivalente a completar la estructura de mercado. En una situación así no parece que se puede decir mucho más; pero un artículo ya antiguo de Hakanssonvii abre alguna ventana.

Supongamos que se crean nuevos mercados financieros sobre títulos novedosos. Estos pueden ser realmente nuevos, como por ejemplo opciones, o ser el resultado de la combinación de títulos antiguos (como en una fusión), o del desdoblamiento de un título antiguo (como en el caso de los spinoffs). En todos estos casos y, salvo casos especiales, la puesta en circulación de títulos que antes no existían cambia tanto la matriz de dividendos A como las posibilidades de consumo futuro de cada agente, esto último porque las innovaciones ocurren en general sin que el agente tenga oportunidad de adaptar su cartera. A este segundo cambio lo denominamos cambio en las dotaciones iniciales (de títulos).

Comencemos por analizar los cambios en la estructura financiera o matriz de dividendos. Denotemos por $F(A)$ el conjunto de consumos en fecha $t=1$ que es realizable con una cartera Z a través de la estructura financiera A . Supongamos ahora que en nuestra economía pasamos de A' a A'' . Como la cartera de mercado siempre es posible sabemos que $F(A') \cap F(A'') \neq \emptyset$. Por lo tanto tenemos los siguientes tres posibles tipos de cambio: 1. $F(A') = F(A'')$, en cuyo caso $r(A') = r(A'')$, 2. $F(A') \subset F(A'')$ (o viceversa)



en cuyo caso $r(A') < r(A'')$ (o viceversa) y 3. $F(A') \cap F(A'')$ contenido tanto en $F(A')$ como en $F(A'')$. Para cambios arbitrarios en las dotaciones iniciales y para preferencias y creencias arbitrarias lo único que podemos afirmar siguiendo a Hakansson (1982) es lo siguiente:

Si el cambio en A de A' a A'' es del primer tipo o bien todos los agentes quedan como estaban o bien unos ganan y otros pierden.

Si el cambio en A de A' a A'' es del segundo tipo, además de lo anterior, es posible que todos los agentes ganen.

Si el cambio de A de A' a A'' es del tercer tipo, además de lo anterior, es posible que todos pierdan. Es decir, puede ocurrir cualquier cosa.

Como se observará es muy poco lo que podemos decir con generalidad por lo que es conveniente proceder a restringir los cambios en las dotaciones iniciales permitiendo sólo los cambios que sean fuertemente neutrales, es decir, que conserven exactamente las mismas dotaciones iniciales y, por lo tanto, los mismos consumos en $t=1$. En esas condiciones, Hakansson muestra que en los dos primeros tipos de cambio se elimina la posibilidad de que unos ganen y otros pierdan siempre que las dotaciones iniciales fueran una asignación eficiente antes del cambio.

Estos resultados de Hakansson permiten juzgar a las tres innovaciones citadas. No es este el momento de entrar en detalles (por otro lado necesarios ya que no hay dos fusiones o dos spinoffs o dos opciones iguales) por lo que nos limitaremos a establecer sugerencias que como tales han de tomarse. La primera sugerencia es que la introducción de opciones al ser claramente un cambio del segundo tipo y satisfacer la neutralidad fuerte respecto a las dotaciones iniciales no puede empeorar a todo el mundo, e incluso puede mejorar a todo el mundo y sólo mejorará a unos y empeorará a otros cuando las dotaciones iniciales no constituyeran una asignación eficiente antes del cambio.

Si abstraemos de los efectos sinérgicos de spinoffs y fusiones las dos siguientes sugerencias se siguen de la anterior. Los spinoffs son idénticos a las opciones en cuanto que han de ser de los dos primeros tipos y mantienen las dotaciones iniciales. Las fusiones, aparte detalles, son lo contrario que los spinoffs, por lo que la tercera sugerencia es que las fusiones no pueden mejorar a todo el mundo, incluso pueden empeorar a todo el mundo y sólo tendrá efectos distributivos si las dotaciones iniciales no constituyan una asignación eficiente antes del cambio.

Pero, como siempre, no basta con este análisis estático, sino que debemos comprender, en el espíritu de los austríacos, las ventajas que trae consigo la emergencia de nuevos mercados. Por un lado ya sabemos que no son consecuencialistas por lo que los previos argumentos negativos de Hart o Hakansson no les hacen mucha mella. Lo importante es que la creación de mercados, además de muestra de creatividad (son de hecho puro desarrollo tecnológico), incrementa la autonomía personal de todos y mejora a quien los crea dado el importantísimo deseo de participar que tiene el agente individual que no es sólo un consumidor pasivo, tal como hemos reiterado hasta el aburrimiento.

Vemos ahora cómo hay una cierta corriente subterránea entre las TIC y la concepción austríaca de los mercados, precisamente porque la iniciativa que permite crear mercados y que queda más que justificada por la aportación de éstos, es algo cuyo mérito objetivo depende de la información. Muchos de los activos financieros que se ponen en circulación o de los contratos bilaterales que se firman son estrictamente redundantes puesto que son combinaciones de otros ya existentes sobre los que no aportan nada. Las TIC descubren fácilmente esto por lo que contribuyen a "limpiar" los mercados, mostrando que un activo es redundante, ofreciendo on line el mismo tipo de redundancia a un precio menor (lo que importa si combinar los activos tiene un coste) y, en general, liberando recursos para otros fines.

d) La eficiencia del mercado de capitales



Para finalizar con el análisis del mercado de capitales no podemos dejar de mencionar su eficiencia informacional. Para entender esta noción en toda su riqueza nos vemos obligados a presentar de manera desnuda la estructura informacional de la economía cosa que hasta ahora hemos evitado.

Lo primero es darnos cuenta de que nuestra Economía de Radner a la que hemos hecho referencia en la primera parte de este capítulo, y cuyo equilibrio presentamos cuidadosamente, no nos es útil cuando la estructura informacional es endógena y asimétrica. Supongamos que, en esa Economía la función de utilidad de

cada consumidor es $U^i = \sum_{j=1}^2 \Pi^s u_i(X^{is})$ con creencias a priori comunes

$\Pi^{is} = \Pi^s \forall i$. Supongamos por simplicidad de exposición que en $t = 0$ (hoy) no hay ningún mercado financiero. Lo único que ocurre hoy es que cada individuo i recibe una

señal $y^i \in Y^i$ (información privada asimétrica) correlada con el estado de la naturaleza que prevalecerá mañana. A la vista de esta señal cada consumidor revisa sus creencias

que ahora serán distintas para cada individuo y que denotamos por $\Pi^s(y^i)$. Hay que añadir que alguno de los individuos no observa s directamente cuando $t = 1$ llega; sino sólo a través de lo que los precios pueden revelar (información endógena asimétrica). En estas condiciones el equilibrio en expectativas racionales del cuadro 1B se define de la forma siguiente:

Definición 1': El vector

$$\{(\tilde{p}^1, \tilde{p}^2), (\tilde{X}^1, \tilde{X}^2)\}$$

es un equilibrio de Radner si cumple las siguientes condiciones:

$$1. \forall i: \tilde{X}^i \max \sum_{s=1}^2 \Pi^s(y^i) u^i(X^{is}) \text{ s.a.}$$

$$\tilde{p}^s X^{is} = \tilde{p}^s W^{is}, \quad s=1, 2$$

$$2. \tilde{X}^{1s} + \tilde{X}^{2s} = W^{1s} + W^{2s}, \quad s=1, 2$$

Veamos en segundo lugar por qué esta noción de equilibrio no es adecuada cuando la estructura informacional es endógena y asimétrica. Tomemos el vector de

precios de equilibrio $\tilde{p} = (\tilde{p}^1, \tilde{p}^2)$. Es claro que ese vector de precios de equilibrio es

una función del vector de señales $y = (y^1, y^2)$: $\tilde{p} = \phi(y)$. Si los consumidores

conocen ϕ y ésta es invertible, pueden conocer el vector de señales completo

$y = \phi^{-1}(\tilde{p})$. Conociendo y , las creencias a posteriori ya no serían $\Pi^s(y^i)$ sino

$\Pi^s(y^i, \phi^{-1}(\tilde{p}))$ y, en consecuencia, la función objetivo que cada consumidor hubiera

querido maximizar ya no es la de la condición 1 de la definición, sino

$$\sum_{s=1}^2 \Pi^s(y^i, \phi^{-1}(\tilde{p})) u^i(X^{is})$$

, con lo que \tilde{p} ya no sería un vector de precios de

equilibrio. En terminología ya introducida diríamos que la asignación de equilibrio no es

OSN-ex-post ya que si bien los consumidores consumen en el equilibrio lo previsto, desearían de hecho consumir otras cantidades dada la nueva información que los



precios de equilibrio han transmitido. Por lo tanto es claro que la asignación de equilibrio tampoco puede ser OSN-ex-ante.

Es pues necesario en tercer lugar introducir una nueva noción de equilibrio en expectativas racionales que tenga en cuenta la transmisión por los precios de la información privada y^i entrando así de lleno en el tema de la eficiencia informacional. Sea ϕ , tal como la hemos usado, una función de precios $\prod_{i=1}^2 Y^i \rightarrow P = \left\{ p^s / \sum_s p^s = 1 \right\}$. Podemos ahora definir una nueva noción de equilibrio de Radnerx.

Definición 1''. El vector

$$\left\{ \tilde{\phi}, (\tilde{X}^1, \tilde{X}^2) \right\}$$

es un equilibrio de Radner con información endógena y asimétrica si cumple las siguientes condiciones:

$$1. \quad \forall_i y \forall_j \in \prod_{i=1}^2 Y^i ;$$

$$\tilde{X}^i \max \sum_{S=1}^2 \Pi^s(y^i, \phi^{-1}(\cdot)) u^i(X^{is}) \text{ s.a.}$$

$$\tilde{\phi}_s(y) X^{is} = \tilde{\phi}_s(y) W^{is}, \quad s = 1, 2$$

$$2. \quad \tilde{X}^{1s} + \tilde{X}^{2s} = W^{1s} + W^{2s}, \quad s = 1, 2$$

La interpretación de esta noción de equilibrio es muy sencilla. En $t=0$ se reciben unas señales individualizadas y^i que constituyen un vector y que genera unos precios $\tilde{\phi}_s(y)$, $s = 1, 2$, que a su vez nos transmiten la información sobre y , a través de $\phi^{-1}(\cdot)$, y llevan a unos consumos que generan precisamente esos precios de mercado.

Ahora podemos, en cuarto lugar, atacar el problema de la eficiencia informacional a través del análisis de optimalidad de la asignación correspondiente al equilibrio que acaba de ser definido. Debiera ser claro que este equilibrio es el mismo que se alcanzaría en la Economía de la sección 1 (con $r(A) < 2$) si los individuos allí conocieran el vector y . Esto nos hace pensar que la asignación de equilibrio ha de ser OSN-expost. Sin embargo en esta Economía el análisis de optimalidad es un poco más complicado, porque conocer el vector de señales " y " no significa necesariamente conocer el estado de la naturaleza cuando éste llega pues además de equilibrios reveladores hay también equilibrios no reveladores.

Un equilibrio es revelador si $\tilde{\phi}_1(y) \neq \tilde{\phi}_2(y)$ pues esto permite conocer el estado de la Economía en $t = 1$. En este caso la asignación de equilibrio es un OSN-expost aunque, tal como vimos, no necesariamente un OSN-ex-ante. Esta es la noción más clara de eficiencia informacional del sistema de precios, un tema sobre el que Vives ha contribuido con un tratamiento muy completo. Cuando esta misma idea se aplica a los precios de los activos financieros (ausentes en el ejemplo de esta sección) se dice que el sistema financiero (o el mercado de capitales) es eficiente queriendo decir



informativamente eficiente que, tal como se deriva del texto, no implica eficiencia en la asignación de recursos reales ex -ante. A veces la idea de la eficiencia del mercado de capitales se expresa diciendo que no hay información privada que permita hacer beneficios porque toda la información está ya reflejada en los precios de los activos. Las dos ideas, sin embargo, no son equivalentes, pues es posible que no haya posibilidad de beneficios aunque no se refleje toda la información. Y también es posible que existan posibilidades sistemáticas de beneficios en la Bolsa debido a que hay información pública no explotada. Si un agente puede comprar información privada antes de que ésta sea revelada por los precios de equilibrio puede influir en el equilibrio a su favor y, por lo tanto, deseará comprarla. Para evitar esta distorsión potencial la regulación de los mercados financieros prohíbe el "insider trading" o comercio con información privilegiada.

Para terminar este apartado digamos que si el equilibrio es no revelador ($\tilde{\phi}_1(y) = \tilde{\phi}_2(y)$), la asignación de equilibrio puede no ser OSN-ex-post. Si no lo es, tal como hemos visto, tampoco será un OSN-ex-ante. Si es un OSN-ex-post puede todavía, tal como sabemos, no ser un OSN-ex-antexi.

III.2.3.C ASEGURAMIENTO Y ESPECULACIÓN

El mercado de valores, cuya eficiencia informativa acabamos de mostrar, es un ejemplo de la capacidad que tiene el mercado en general de agregar información a través de los precios, un asunto sobre el que ha escrito extensivamente X. Vives. De ahí que la especulación sea un fenómeno desasosegante en el sentido de que la información agregada puede no corresponder a ninguna objetividad. Estudiar pues lo que podemos esperar de la especulación en el capitalismo que viene es una tarea importante que abordaremos en el segundo subapartado. Antes, sin embargo, hay que resaltar el papel de aseguramiento que tienen los mercados a fin de tomar postura sobre el efecto que una mejora en la disipación de la incertidumbre, hecha posible en parte por los tres fenómenos de futuro tantas veces citados, puede tener sobre la libertad individual y sobre la creatividad.

a) Aseguramiento

La incertidumbre del futuro es ineluctable pensará un liberal, especialmente si pertenece a la escuela austriaca. Y lo es precisamente porque la actividad libre del agente individual genera resultados insospechados cuando entra en contacto con lo que otros hacen en el uso de su autonomía personal. Nada de esto se refleja en la Economía de Radner o en la de Hart, cuyos modelos presiden este capítulo. Vemos cómo en esta Economía el futuro, "mañana" en el modelo, puede traer dos estados de la naturaleza distintos, que llueva o que haga sol en el modelo; pero hemos subrayado que las dotaciones iniciales, los outputs de trigo y, en su caso, el rendimiento de las obligaciones y los dividendos de las acciones, están perfectamente definidos en cada estado de la naturaleza. Además conocemos la probabilidad de que "mañana" prevalezca un estado u otro. En estas condiciones, el resultado de lo que hacen todos los individuos a la vez, cada uno de ellos persiguiendo sus propias finalidades, que en el modelo consisten simplemente en maximizar la utilidad que recibe el consumo, consiste en repartir (o asignar) el riesgo de que ocurra una u otra contingencia. En el equilibrio de la Economía de Hart el riesgo está asignado optimamente o subóptimamente según que el rango del sistema financiero conocido sea igual o menor que el número de estados de la naturaleza distintos.

En caso de que el sistema financiero no sea completo, es decir en el caso de que $r(A) < 2$, hay incentivos a que surja un intermediario que, de la misma forma que ocurría con los contratos financieros (y con los posibles contratos de trabajo), vaya ofreciendo contratos de seguros a la gente que pagará hoy una prima por recibir mañana una compensación en el caso que ocurra la contingencia contra la que se ha asegurado. De esta forma surgirá un mercado de seguros verdadero. En nuestro modelo de una economía de juguete no hay manera de distinguir este mercado del financiero



propriadamente dicho, pero esto no hace sino replicar la realidad del capitalismo de hoy en el que, de facto, no puede establecerse una diferencia entre los seguros y otros activos financieros hasta el punto de que, como ya ocurre en Gran Bretaña, hay movimientos para que unos y otros sean supervisados por una misma agencia.

Sin embargo la actitud del público en general hacia uno y otro producto es muy distinta. Los individuos arriesgados invierten en activos financieros y diversifican su cartera para eliminar riesgos mientras que los individuos menos arriesgados invierten en seguros sabiendo que son las compañías de seguros las que diversifican sus inversiones para poder mantener su solvencia y hacer frente a sus obligaciones en caso de que ocurra la contingencia contra la que ellos aseguran. La diferencia puede no estar sólo en la distinta actitud hacia el riesgo de los agentes individuales; sino también puede ser el resultado de otros factores. Las posibilidades de diversificación pueden estar limitadas por el tamaño, por la información y por la psicología. Es, creo, evidente que cuanto más amplios son los fondos a invertir, mayores son las posibilidades de diversificación aunque sólo fuera por la indivisibilidad de los paquetes con los que funciona un mercado. Este hecho, sea dicho de paso, están en el origen de la emergencia de los fondos de inversión, difíciles de distinguir de una compañía de seguros. Tampoco es evidente que la información necesaria para invertir bien en activos financieros o en seguros, sea exógena y simétrica. Hay instituciones especializadas en recogerla y en procesarla y su propia actuación en uno u otro mercado, junto con el de otras compañías, puede hacer variar los datos que emergen de esos mercados. Sin embargo esta distinción referente a la información, e incluso la que quiere hacer jugar al tamaño, empiezan a no ser muy relevantes en una sociedad de la información en la que las TIC funcionan cada día de manera más potente. Es difícil imaginar que en un mañana cercano la información no está disponible para todo el mundo. Es posible que, al tratarse de un bien digitalizable sea difícil cobrar por ello, aunque también es posible que se consiga crear un mercado para ella en el que un empresario schumpeteriano consiga hacer algún beneficio proporcionándola a un precio. Sea como sea, bien porque la información por abundante que sea es comprimible y esta disponible en su integridad para todos, bien porque la competencia en el mercado de información entre distintos empresarios se intensifica, lo cierto es que, a través de este mundo de los seguros iremos enriqueciendo las posibilidades de no estar a merced de lo que el futuro nos pueda traer.

Sin embargo es también muy posible que el desarrollo del mercado de seguros tenga un límite en los sesgos psicológicos detectados por psicólogos que han colaborado con economistas y a los que hicimos referencia en el capítulo I.1. al afirma que el homo posteconomicus acabaría siendo psicológicamente más denso. Estos sesgos cognitivos hacen que el agente individual no perciba ciertos riesgos o no pueda llegar a pensar que puede hacer algo contra ellos. Un ejemplo de esto último podría ser el riesgo de vivir en una sociedad con una mala distribución de la renta: me disgusta vivir en ella y posiblemente incremente mi inseguridad física. Aquí las tecnologías de la información también pueden jugar su papel contribuyendo a reducir los sesgos cognitivos que nos velan la realidad y transmitiendo una campaña dedicada a dar a conocer la capacidad que tenemos como grupo humano de cubrirnos de muchos de esos riesgos.

En relación a este mundo del aseguramiento es imposible no mencionar el fascinante libro de Schiller xii en el que se pone brillantemente de manifiesto que no hay impedimento objetivo alguno a que se pudieran hoy establecer seguros sobre contingencias tan variadas como las siguientes: la ya mencionada de una excesivamente desigual distribución de la renta, la de una caída significativa de nivel de renta de una familia, la de pérdida de valor de una vivienda, la de bancarrota y, sobre todo e inesperadamente, la de que un país entre en dificultades económicas. El interés del libro de Shiller radica en sus explicaciones de cómo es posible que emerja la cobertura de esos riesgos. Para ello bastaría, y ello puede ser difícil, abrir los ojos a la existencia de los riesgos y poner a funcionar de verdad al mundo entero en el compartir riesgos y, sobre todo, en la acumulación de información que, como ya he afirmado, no debiera ser un problema desde que contemos con las TIC. La técnica puede ser complicada; pero la posibilidad está ahí.

Sin embargo, esta posibilidad, en muy buen parte proporcionada por los tres factores cuya virtualidad intento explorar en esta obra (sociedad de la información,



globalización y TIC), plantea el puzzle intelectual más endiablado que uno puede imaginar. Es la libertad individual propia de la Economía de Mercado, la que lleva a agentes individuales (como por ejemplo el propio Shiller) a convertirse en un empresario y market maker que contribuye a poner en marcha mecanismos sociales que cambian el escenario en que nos movemos. Si la visión de Shiller se pudiera llevar a la práctica, y cualquiera que se tome en serio los tres factores mencionados sólo tendría dudas sobre la velocidad de su implantación, cada uno de nosotros se sentiría más seguro y de que, cualquiera que fuera su grado de aversión al riesgo, podría liberar recursos para dedicarlos a llevar a cabo su proyecto de vida. Pero aquí surge precisamente el puzzle. Esta especie de liberación afortunada de los esfuerzos que la vida del trabajo exige se parece mucho al paraíso comunista en que por la mañana pienso y al atardecer leo poseía si esos son los gustos físicos y espirituales que me hacen crecer como ser humano; pero ¿dónde ha quedado la necesidad de libertad para ensanchar mi autonomía? Tengo tanta de esta última que parecería que ha desaparecido la necesidad de la primera. Es como si el programa liberal hubiera llegado a su fin. Quizá no puedo sentirme libre si la libertad se ha desplegado totalmente.

b) Especulación

En un sentido hay especulación siempre que se adquiera algo con la intención de revenderlo supuestamente a un mayor precio consiguiendo así un beneficio. Puede pues haber especulación en el mercado de un bien de consumo perecedero y de hecho la hay cuando las circunstancias son tan dramáticas que lo permiten^{xiii}; pero en general la especulación se realiza en mercados en los que se intercambian bienes duraderos. Puedo comprar un coche y esperar a que se convierta en un modelo de coleccionista. Lo mismo aplica a una obra de arte con soporte físico, a una vivienda situada en una ubicación con porvenir urbanístico y desde luego a una botella de vino que por sus características no haya que considerar un bien de consumo perecedero. En cualquiera de estos mercados cabe por lo tanto que el precio no refleje el valor que su consumo tiene para el consumidor que más lo valora, sino también el beneficio que se espera realizar en el futuro cuando se revenda. Notemos que, en cualquier caso estas cosas ocurren en mercados ya constituidos en los que se establece un precio más o menos único y que son líquidos. En un sentido preciso podríamos decir que, lejos de haber nada criticable en esta actividad, se trata de un ejemplo de creatividad y que contribuye a la diseminación de la información que se refleja en los precios, aunque puede también distorsionarla. Para entender cómo funciona este fenómeno y para averiguar qué podemos decir respecto a su futuro a partir de las nuevas tecnologías lo mejor es concentrarse en el mercado de valores que hemos estudiado en la sección anterior porque al ser un mercado financiero es muy fácil saber cuáles son los servicios que proporciona, y cuantificarlos, cosa no tan fácil si habláramos por ejemplo de vivienda.

Pensemos pues que tenemos un valor determinado del que hay $\bar{X} > 0$

acciones. Un inversor, i , en el momento t tiene una demanda de ese valor de X_t^i que puede ser positiva si quiere comprar o negativa si quiere vender. Digamos que hay I inversores indexados por $i = 1, \dots, I$ y que el horizonte temporal contemplado por el inversor es de T períodos indexados por $t = 0, 1, \dots, T$. Este valor ofrece unos dividendos que identificamos por un proceso estocástico $d = (d_0, d_1, \dots, d_T)$ exógeno pero desconocido. Es decir los dividendos de cada período son una variable aleatoria que puede estar relacionada con lo que ocurre en los períodos anteriores

De la manera que enseguida describiré los I inversores en el momento t deciden sus operaciones de compra-venta y forjan un precio $p_t \in P$. Para los cálculos que

ahora presentaré denotemos por $\gamma = \frac{1}{(1+r)}$, en donde r es el tipo de interés real, el factor de descuento a aplicar a los posibles ingresos del período anterior. Ahora bien, lo que haga cada individuo dependerá de la información que tenga respecto al proceso estocástico de los dividendos, d . Tratemos de especificarla. Cada individuo i recibe en



cada momento t una señal personal $s_t^i \in S^i$ que puede ser entendida como una señal sobre la historia de las realizaciones de d hasta ese momento. Cada individuo recibe una señal de estas y sea $s_t \in S = \prod_{i=1}^I S^i$ el vector de señales recibido por los I individuos en el momento t .

Pero pensemos ahora que hay una función de predicción de precios, $\phi : S \rightarrow P$, como la introducida al estudiar la eficiencia del mercado de capitales y que indica cómo la actuación de cada individuo en el mercado que estamos estudiando, basada en s_t^i , genera un precio del activo $p \in P$. Si ϕ es conocida emite una información adicional común a todos los individuos extraída de la observación de ese p y que denotamos por $S_t(p_t) = \phi^{-1}(p_t)$. Por lo tanto en cada momento de tiempo t , cada individuo, i , tiene una información doble $(s_t^i, S_t(p_t))$ parte personal, parte común a todos.

Ahora bien, dada una creencia a priori común sobre el proceso estocástico de dividendos d , esa doble información induce una probabilidad para S_t , distinta para cada individuo. En consecuencia cada individuo puede calcular su personalizado valor fundamental en t del valor de que se trata:

$$F(s_t^i, S_t(p_t)) = E \left[\sum_{\tau=1}^T \gamma^\tau d_{t+\tau} / (S_t^i, S_t(p_t)) \right],$$

que es la máxima cantidad que el individuo i pagará en este momento t por una unidad del valor de que se trate si tuviera que mantenerlo en su cartera hasta el final del horizonte temporal. Por lo tanto podemos definir la burbuja de i en t :

$$B(s_t^i, S_t(p_t)) = p_t - F(s_t^i, S_t(p_t))$$

es decir la ganancia de capital que i espera obtener en este momento en el que el precio es p_t .

¿Pueden darse burbujas positivas? Podría darse el caso si todos los individuos que esperan una ganancia de capital comprarán y determinarán un precio que sostiene esa burbuja esperada. Ahora bien, ¿es esta posibilidad inmune al conocimiento de su posibilidad?. Tirole (1982) probó que con un horizonte, $T < \infty$, $B > 0$ en el corto plazo; pero en el largo plazo $B = 0$. El mismo Tirole (1985) probó que en un modelo de generaciones sucesivas, que por lo tanto tiene un horizonte $T = \infty$, $B > 0$ en ciertas condiciones. Y finalmente Santos y Woodford probaron que si consideramos activos adicionales, $B = 0$ xiv

Estos resultados suscitan comentarios interesantes sobre la naturaleza del mercado. Quizá el más inquietante es que puede existir una burbuja de forma que, en cierto sentido, tenemos aquí una excepción a la idea liberal de que los precios formados en el mercado agregan muy bien la información y que esto es bueno. Ciertamente el ejemplo que hemos estudiado muestra que el mercado es una implacable máquina de agregar información; pero lo que pone en juego es que esa información sea una buena señal para actuar. Por ejemplo un precio que corresponde a una burbuja puede incitar un comportamiento que se vea frustrado enseguida. Esto ocurrirá cuando alguien entre en lo que es una burbuja y ésta explote al día siguiente. Por esto sería de mucho interés poder esperar que la generalización de la información y las TIC mitigaran este "error" en las señales del mercado. Como la burbuja está basada en que hay alguien que tiene una información que le llevará a pagar por una acción más de lo que vale en base a las demandas que él, y otros que no sean él, creen que se van a dar, que surja o no



depende de la información. Si, como hemos argüido muchas veces, las TIC contribuyen a crear redes y pensamos que los nodos de una red forman una comunidad que comparte la información, además de suponer que ya se han formado todas las redes posibles de forma que estas están solapadas, resulta que todos tenemos la misma información y todos queremos comprar o vender y no hay probabilidad de que se genere una burbuja y de que yo piense que se puede formar. Este es un argumento adicional para pensar que en EL CAPITALISMO QUE VIENE deberíamos pensar que el fenómeno de la especulación no estará muy generalizado.

Finalmente este tipo de argumento permite en este punto un razonamiento en relación a la desaparición del dinero fiduciario. Hoy se emplea este tipo de dinero en muchas transacciones y se hace porque tiene un precio positivo o, si se quiere, lo tiene solo porque se utiliza puesto que no genera ningún servicio: el precio positivo del dinero fiduciario es una burbuja. Porque existe esa burbuja este dinero fiduciario puede ser un depósito de valor; pero si hay otros depósitos de valor potenciales que además generan otros servicios, no hay razón para usarlo como dicho depósito de valor. Solo restará pues su utilidad como unidad de cuenta o como una forma simple de llevar la contabilidad en el sentido de que cuando tengo los bolsillos vacíos es que he topado con mi restricción presupuestaria. Parece evidente que las nuevas tecnologías, tal como acabamos de mostrar, acaban con la posibilidad de burbujas y que, en consecuencias, el dinero fiduciario sólo se utilizará por razones de facilitar el intercambio o por motivos de esa contabilidad primitiva. Pero ambas cosas pueden hacerse por medio de las TIC por lo que no es muy arriesgado pronosticar la futura desaparición del dinero fiduciario. Lo que esto significa para los bancos centrales es otra historia; basta con decir aquí que de ninguna manera significa su inutilidad automática.

APENDICE

En este apéndice se trata de derivar la expresión (•) que hemos tomado como función objetivo de la empresa tanto en este capítulo como en el anterior. Recordemos el comportamiento del consumidor de una Economía de Hart que hemos recogido en el punto 3 del Recuadro 3B. Para deducir el comportamiento de la empresa hay que proceder por pasos.

El primer paso consiste en encontrar cómo valora cada consumidor un cambio marginal, $d\lambda^j$, en el plan de producción (y^j_0, y^j_s) de la empresa j . Si introducimos (2) en (3) del recuadro 3B podemos expresar las restricciones presupuestarias de i como:

$$(4) \quad p^s X^{is} = R_s \equiv \left[W^{i0} + \sum_{j=1}^2 (\theta_0^{ij} - \theta^{ij}) V^j \right] (1+r) \sum_{j=1}^2 \theta^{ij} \left[p^s y^{js} + (1+r)y^{j0} \right] + p^s W^{is}$$

para $s = 1, 2$. De esta manera podemos expresar el valor de la solución del problema del consumidor con la ayuda de la función indirecta de utilidad $V^i(p^s, R^s)$ como:

$$U^i = \sum_{s=1}^2 \Pi^s V^{is}(p^s, R^s)$$

Tomemos ahora un $d\lambda^j$ que satisfaga la función de producción; es decir, un $d\lambda^j$ t.q.

$$(5) \quad \frac{\partial f^j}{\partial y^{j0}} \frac{dy^{j0}}{d\lambda^j} + \sum_{s=1}^2 \frac{\partial f^j}{\partial y^{is}} \frac{dy^{is}}{d\lambda^j} = 0$$

y calculemos:



$$(6) \quad \frac{dU^i}{d\lambda^j} + \sum_{s=1}^2 \Pi^s \frac{\partial V^{is}}{\partial R_s} \frac{\partial R_s}{\partial \lambda^j} = \sum_{s=1}^2 \Pi^s \frac{\partial V^{is}}{\partial R_s} \left[(1+r)(\theta_0^j - \theta^j) \frac{dV^j}{d\lambda^j} + \theta^j \left(p^s \frac{dy^{js}}{d\lambda^j} + (1+r) \frac{dy^{j0}}{d\lambda^j} \right) \right]$$

que es la valoración que el individuo i da a un cambio marginal en el plan de producción de la empresa j . Sin embargo, el primer paso de la solución a nuestro problema no está acabado pues (6) depende de $dV^j / d\lambda^j$ y esto no es un dato tecnológico, ni depende solamente del consumidor i sino que depende de lo que hagan los otros consumidores que pueden influir sobre V^j . Necesitamos pues modelar la conjetura que el Sr. i se hace de cómo va a variar V^j al realizar $d\lambda^j$. Comencemos definiendo:

$$q^{is} = \frac{\Pi^s \frac{\partial V^{is}}{\partial R_s}}{(1+r) \sum_{s=1}^2 \Pi^s \frac{\partial V^{is}}{\partial R_s}} = \frac{\frac{\partial U^i}{\partial R_s}}{\frac{\partial U^i}{\partial W^{i0}}}$$

como la relación marginal de sustitución del consumidor i entre una unidad de trigo hoy y una unidad de trigo mañana si s prevalece.

Diremos que el consumidor i tiene una conjetura competitiva cuando cree que todo cambio en el plan de producción de una empresa en la que él es accionista se reflejará totalmente en el valor de la empresa V^j sin que haya que tener en cuenta la reacción de los otros accionistas. Dada esa conjetura la valoración que él hace del cambio producido en V^j por $d\lambda^j$ se puede escribir como:

$$(7) \quad \frac{dV^j}{d\lambda^j} = \sum_{s=1}^2 q^{is} \left[p^s \frac{dy^{is}}{d\lambda^j} + (1+r) \frac{dy^{j0}}{d\lambda^j} \right]$$

Es decir, el consumidor i , cree que el mercado valorará el cambio en el plan de producción de la misma forma que él lo valora en términos del trigo en $t=0$.

Sustituyendo (7) en (6) tenemos lo que buscábamos en este primer paso:

$$(8) \quad \frac{\frac{dU^i}{d\lambda^j}}{\sum_{s=1}^2 \Pi^s \frac{\partial V^{is}}{\partial R_s} (1+r)} = \theta_0^{ij} \left[\sum_{s=1}^2 q^{is} \left(p^s \frac{dy^{js}}{d\lambda^j} + (1+r) \frac{dy^{j0}}{d\lambda^j} \right) \right]$$

es decir, la valoración en términos de la utilidad marginal del bien en $t=0$, que el Sr. i hace de un cambio en el plan de producción de la empresa j de $d\lambda^j$.

En el segundo paso definimos un programa de producción no vetado por unanimidad de los accionistas A^j : se trata de un programa (y^j_0, y^j_s) t.q. no existe $d\lambda^j$ posible que junto con transferencias t^i tales que $\sum_{i \in A^j} t^i > 0$ sea preferido por todos los $i \in A^j$. Luego para que un programa de producción sea óptimo es exigido que para



todo $d\lambda^j$ técnicamente posible, la suma de las valoraciones del cambio en el plan de producción sea negativa o cero:

$$(9) \quad \sum_{i \in A^j} \frac{\frac{dU^i}{d\lambda^j}}{\sum_{s=1}^2 \Pi^s \frac{\partial V^{is}}{\partial R_s} (1+r)} = \sum_{i \in A^j} \theta_0^{ij} \left[\sum_{s=1}^2 q^{is} \left(p^s \frac{dy^{js}}{d\lambda^j} + (1+r) \frac{dy^{is}}{d\lambda^j} \right) \right] \leq 0$$

el Tercer paso es inmediato y es reconocer que si (9) es cierta la función objetivo de la empresa j , admitida por unanimidad es:

$$(10) \quad \sum_{i \in A_0^j} \theta_0^{ij} \left[\sum_{s=1}^2 q^{is} (p^s y^{js} + (1+r) y^{j0}) \right]$$

es decir, una media ponderada (por su participación) de la valoración personalizada que cada accionista hace hoy de los beneficios netos futuros. Notemos que (10) es exactamente la función (•) utilizada en el capítulo anterior y en este.



ⁱ El lector no interesado en el pequeño formalismo que sigue no perderá el hilo que interesa si pasa directamente al siguiente apartado.

ⁱⁱ Esta función objetivo fue presentada en el capítulo anterior y la prueba formal de que esa es la función que debe ser considerada cuando la estructura de mercados no es completa se ofrece en el Apéndice a este capítulo.

ⁱⁱⁱ Recordemos que las Sociedades de Bolsa cotizan en Bolsa.

^{iv} Nótese que esta posibilidad puede no existir. Sin embargo ésta es una buena ocasión para reconocer que, lo que se llama el mercado de control de empresas es un mero ejemplo de cómo la creatividad que proporciona la libertad de mercado contribuye al buen funcionamiento del sistema económico.

^v Estos comentarios sobre la salida a Bolsa de Google aparecieron en Urrutia (2004).

^{vi} Volvemos a recordar a Hart (1975)

^{vii} Ver Hakansson (1982)

^{viii} Hoy existen mercados organizados sobre toda clase de opciones; pero el hecho de que éstos surgieron como contratos bilaterales no anónimos proporciona un ejemplo adicional, al del mercado de trabajo que ya examinamos, del paso de contratos a mercados.

^{ix} A la luz de esta sugerencia el lector podría preguntarse por qué se llevan a cabo. La razón está precisamente en las sinergias que generan y que pueden más que compensar a los que pierden con el cambio financiero. Las sinergias posibles dependen de cada caso.

^x Ver Lucas (1972) quien expone el nuevo concepto de equilibrio en una Economía de generaciones sucesivas. La exposición del texto sigue a Laffont (1984, capt. 9). Cabe también mencionar los trabajos de Vives relativos a la transmisión de información por los precios

^{xi} En este punto es muy fácil probar un ejemplo de una posibilidad intrigante, que un equilibrio revelador sea dominado por uno no-revelador. Miremos a lo que parece ser un "folk theorem". Supongamos que los dos individuos de nuestra economía tienen unas dotaciones iniciales W^i de $W^1 = (1,0)$ y $W^2 = (0,1)$ respectivamente. Supongamos que ambos tienen la misma u tal que $u = \sqrt{X_1}$ cuando hace sol y $u = \sqrt{X_2}$ cuando llueve y que $\Pi = 1/2$. Si el equilibrio es revelador y hace sol, $\tilde{p}_2 = 0$ y $\tilde{p}_1 > 0$ con lo que no puede haber intercambio y $u^1 = 1$ y $u^2 = 0$. Si el equilibrio es revelador y llueve $\tilde{p}_2 > 0$, $\tilde{p}_1 = 0$ con lo que no puede haber intercambio y $u^1 = 0$ y $u^2 = 1$. Si el equilibrio es no revelador, consiste en $\tilde{p}_1 = \tilde{p}_2 = 1/2$ y $X^{i1} = X^{i2} = 1/2$ para $i = 1, 2$ con lo que ambos individuos obtienen $u^i = \sqrt{1/2}$, $i = 1, 2$. Miremos ahora a la eficiencia -ex-ante. En el equilibrio revelador $Eu^i = (1/2)(1+0) = 1/2$, $i = 1, 2$. En el equilibrio no revelador $Eu^i = 1/2(\sqrt{1/2} + \sqrt{1/2}) > 1/2$, $i = 1, 2$. Por lo tanto los individuos prefieren unánimemente el equilibrio no revelador. Miremos finalmente a la eficiencia-ex-post. Si hace sol, el individuo 1 prefiere el revelador y el individuo 2 el no revelador y si llueve al revés. Por lo tanto no hay unanimidad en preferir el revelador. Se sigue que el equilibrio no revelador domina paretianamente al revelador. La razón de esta paradoja es que los precios transmiten demasiada información en el equilibrio revelador precluyendo las posibilidades de aseguramiento mutuo que existen en el no revelador.

^{xii} Ver Shiller (2003)

^{xiii} Conocemos muchas narraciones veraces de cómo desgraciadamente hoy mismo muchas de las ayudas alimentarias para casos desesperados que se canalizan a través de las ONGs acaba en manos de especuladores sin escrúpulos a menudo relacionados con el Estado, uno de esos Estados que Wolf llama Estados fracasados.

^{xiv} Ver los dos trabajos de Tirole (1982, 1985) y el de Santos y Woodford (1985 ?).

REFERENCIAS



-
- Hakansson, (1982): "Changes in the Financial Market: Welfare and Price Effects and the Basic Theorems of Value Conservation"; The Journal of Finance, 3.
- Hart, O. (1975): "On the Optimality of Equilibrium when Market Structure is Incomplete", Journal of Economic Theory, 19.
- Laffont, J.J. (1984): Cours de Theorie Microeconomique, Vol II Economica, Paris.
- Lucas, R. (1972): "The Neutrality of Money", Journal of Economic Theory, 4.
- Santos, M. y M. Woodford (1997): "Rational Asset Pricing Bubbles", Econometrica, 65.
- Shiller, R.J. (2003): The New Financial Order, Princenton University Press, Oxford.
- Tirole, J. (1982): "On the Possibility of Speculation under Rational Expectations", Econometrica, 50.
- Tirole, J (1985): " Asset Bubbles and Overlapping Generations", Econometrica, 53.
- Urrutia, J. (2004): "La OPA de Google: dos lecciones importantes", Juan.urrutiaelejalde.org/articulo/gooble.html.
- Vives, X. (1988): "Agregation of Information in Large Cournot Markets", Econometrica, 56.
- Vives, X. (1993): "How Fast do Rational Agents Learn?", Review of Economic Studies, 60.



CUADROS Y GRÁFICOS

CUADROS:

- A1A: Desglose de la inflación en España.
- A1B: Desglose de la inflación en la Unión Monetaria.
- A1C: Desglose de la inflación en EE.UU.
- A2: Errores de predicción en los países de la zona euro y de la Unión Europea.
- A3 Errores de predicción por sectores del IPCA en la Unión Monetaria.
- A4A: Crecimientos anuales 2003,2004 y 2005 del IPC armonizado (IPCA) para los países de la UME.
- A4B: Crecimientos anuales 2003,2004 y 2005 del IPC armonizado (IPCA) para los países de la UME.
- A4C: Crecimientos mensuales 2003,2004 y 2005 del IPC armonizado (IPCA) para los países de la UME.
- A4D: Crecimientos mensuales 2003,2004 y 2005 del IPC armonizado (IPCA) para los países de la UME.
- A5A: Crecimientos anuales 2003,2004 y 2005 del IPC armonizado (ICPA) por sectores en la UME.
- A5B: Crecimientos mensuales 2003,2004 y 2005 del IPC armonizado (IPCA) por sectores en la UME.
- A6A: Crecimientos anuales 2003,2004 y 2005 para Estados Unidos.
- A6B: Crecimientos mensuales 2003,2004 y 2005 del IPC para Estados Unidos.
- A7A: Crecimientos anuales 2003,2004 y 2005 del IPC para España.
- A7B: Crecimientos mensuales 2003,2004 y 2005 del IPC para España.
- A8A: Crecimientos anuales 2003,2004 y 2005 del IPC para la Comunidad de Madrid.
- A8B: Crecimientos mensuales 2003,2004 y 2005 del IPC para la Comunidad de Madrid.

GRÁFICOS:

- A1A: Tasas mensuales del IPCA en la UME.
- A1B: Tasas mensuales del IPC en USA.
- A1C: Tasas mensuales del IPC en España.
- A2A: Predicciones anuales para la inflación en la UME.
- A2B: Predicciones anuales para la inflación en EE.UU.
- A2C: Predicciones anuales para la inflación en España
- A3C: Tasa de inflación anual de UME y contribuciones de los principales componentes.

Metodología: Análisis por COMPONENTES para la inflación en España

AGREGADOS SOBRE LOS COMPONENTES BASICOS	COMPONENTES BASICOS	AGREGADOS SOBRE LOS COMPONENTES BASICOS		
<p>IPSEBENE 82.284% 1 + 2 + 3 + 4 + 5</p> <p>BENE 48.230% 1 + 2 + 4</p> <p>AE 17.175% 1 + 4</p> <p>↓</p> <p>INFLACION SUBYACENTE SE CALCULA SOBRE EL IPSEBENE</p>	<p>(1) AE-X 13.731% IPC de alimentos elaborados excluyendo aceites, grasas y tabaco.</p> <p>(2) MAN 30.053% IPC de manufacturas; son los precios de los bienes que no son alimenticios ni energéticos</p> <p>(3) SERV-T 33.815% IPC Servicios excluyendo los paquetes turísticos</p> <p>(4) X 3.046% IPC de aceites, grasas y tabaco</p> <p>(5) T 1.149% IPC de los paquetes turísticos</p> <p>(6) ANE 9.398% IPC de alimentos no elaborados</p> <p>(7) ENE 9.142% IPC de bienes energéticos</p>	<p>BENE-X 43.784% 1 + 2</p> <p>R 22.404% 4 + 5 + 6 + 7</p> <p>↓</p> <p>INFLACION RESIDUAL SE CALCULA SOBRE R</p>	<p>IPSEBENE-X-T 77.599% 1 + 2 + 3</p> <p>↓</p> <p>INFLACION TENDENCIAL SE CALCULA SOBRE IPSEBENE-X-T</p>	<p>IPC 1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7</p> <p>↓</p> <p>INFLACION CALCULADO SOBRE IPC</p>
<p>IPC = 0.13731 AE-X + 0.30153 MAN + 0.33725 SERV- T + 0.03046 X + 0.01149 T + 0.09398 ANE + 0.09142 ENE</p>		<p>(ponderaciones 01)</p>		

Metodología: Análisis por SECTORES para la Inflación en LA UME

AGREGADOS SOBRE LOS COMPONENTES BASICOS	COMPONENTES BASICOS
<p>IPSEBENE 84.178% 1 + 2 + 3 + 4</p> <p>↓</p> <p>INFLACION SUBYACENTE (SE CALCULA SOBRE EL IPSEBENE)</p>	<p>(1) AE^(a) 9.463% IPCA de alimentos elaborados</p> <p>(2) TABACO 2.373% IPCA tabaco</p> <p>(3) MAN 31.009% IPCA de manufacturas</p> <p>(4) SERV 41.334% IPCA Servicios</p> <p>(5) ANE 7.689% IPCA de alimentos no elaborados</p> <p>(6) ENE 8.133% IPCA de bienes energéticos</p>
<p>BENE 42.845% 1 + 2 + 3</p>	<p>INFLACION RESIDUAL 15.822% 5 + 6</p>
<p>IPCA = 0.09463 AE + 0.02373 TABACO + 0.31009 MAN + 0.41334 SERV + 0.07689 ANE + 0.08133 ENE</p>	

(a) Hasta ahora el agregado AE, siguiendo la metodología de Eurostat, incluía los precios del tabaco. A partir de ahora, nuestra definición de AE, alimentos elaborados, pasa a ser más precisa y, en consecuencia, no incluye los precios del tabaco.

Metodología: Análisis por SECTORES para la Inflación en USA

AGREGADOS SOBRE LOS COMPONENTES BASICOS	COMPONENTES BASICOS
<p>INFLACIÓN TENDENCIAL 78.54% 1 + 2 +3+4+5</p> <p>INFLACIÓN RESIDUAL 21.46% 6 +7 +8 +9</p>	<p>SERVICIOS NO ENERGÉTICOS 56.28% 1+2</p> <p>BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS 22.25% 3+4+5</p> <p>ENERGÍA 7.08% 7 + 8+9</p> <p>(1) ALQUILERES IMPUTADOS 23.38%</p> <p>(2) SERV. NO ENERGÉTICOS SIN ALQ. IMPUTADOS 32.90%</p> <p>(3) TABACO 0.81%</p> <p>(4) BIENES NO DURADEROS SIN TABACO 10.17%</p> <p>(5) BIENES DURADEROS 11.28%</p> <p>(6) ALIMENTOS 14.38%</p> <p>(7) GAS 1.17%</p> <p>(8) ELECTRICIDAD 2.43%</p> <p>(9) CARBURANTES Y COMBUSTIBLES 3.48%</p>
<p>IPC =0.5628SERV + 0.2225BIENES + 0.1438ALIMENTOS + 0.0708ENERGÍA</p>	

Fuente: EUROSTAT & Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III

Cuadro A2

ERRORES DE PREDICCIÓN EN LA TASA DE INFLACIÓN MENSUAL DE OCTUBRE EN LA ZONA EURO Y EN LA UNIÓN EUROPEA

	Pesos 2004 UM	Pesos 2004 UE	Crecimiento Mensual Observado	Predicción	Crecimiento Anual Observado	Intervalos de Confianza al 80%
España	111,07		1,04	0,92	3,62	± 0,15
Alemania	292,58		0,18	0,09	2,21	± 0,29
Austria	31,43		0,44	0,02	2,26	± 0,37
Bélgica	33,18		0,52	-0,48	2,66	∓ 0,32
Finlandia	15,65		0,35	-0,01	0,62	± 0,37
France	206,97		0,35	0,32	2,33	∓ 0,20
Grecia	26,55		0,75	0,42	3,30	± 0,78
Holanda	52,90		0,16	-0,02	1,48	± 0,33
Irlanda	12,86		0,08	0,13	2,52	± 0,30
Italia	192,65		0,33	0,48	2,12	± 0,23
Luxemburgo	2,73		0,50	-0,12	4,07	± 0,32
Portugal	21,43		0,48	0,18	2,35	± 0,66
Dinamarca		11,78	0,43	0,13	1,56	± 0,27
Reino Unido		181,92	0,27	-0,02	1,18	± 0,33
Suecia		18,65	0,35	0,13	1,42	± 0,50
(1) error de agregación -0,03%						
(1) error de agregación -0,03%						

Fuente: Eurostat, IFL y UC3M

Fecha: 17 de noviembre de 2004

Cuadro A3

ERRORES DE PREDICCIÓN EN LA TASA DE INFLACIÓN MENSUAL POR SECTORES EN LA UME

	Pesos 2004	Crecimiento mensual observado	Predicción	Crecimiento anual observado	Intervalo de confianza al 80%
IPCA Alimentos elaborados	118,36	0,00	0,06	2,85	± 0.14
IPCA Alimentos elaborados excluyendo tabaco	94,63	0,00	0,04	0,66	± 0.09
IPCA Tabaco	23,73	0,00	0,10	11,66	± 0.13
IPCA Manufacturas	310,09	0,56	0,61	0,84	± 0.10
IPCA Bienes elaborados no energéticos	428,45	0,40	0,45	1,40	± 0.09
IPCA Servicios	413,34	-0,08	-0,06	2,65	± 0.14
INFLACIÓN SUBYACENTE (1)	841,78	0,17	0,20	1,95	± 0.08
IPCA Alimentos no elaborados	76,89	-0,08	-0,44	-1,26	± 0.46
IPCA Energía (2)	81,33	2,87	1,50	9,78	± 0.60
INFLACIÓN RESIDUAL (3)	158,22	1,46	0,59	4,42	± 0.39
INFLACIÓN GLOBAL (4)	1000,00	0,34	0,26	2,37	± 0.09

1) Error de agregación 0.01 %

(2) Error de agregación -0.03 %

(3) Error de agregación 0.00 %

(4) Error de agregación -0.07%

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M

Fecha: 17 de noviembre de 2004

Cuadro A4A

CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC ARMONIZADO (IPCA) PARA LOS PAÍSES DE LA UNIÓN MONETARIA (1)

	UME12		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Med 04/03(b)	Med 05/04(c)	Med 06/05(d)
España IPCA	11,11%	2004	2,3	2,2	2,2	2,7	3,4	3,5	3,3	3,3	3,2	3,6	3,5	3,6	3,1	3,0	2,7
		2005	3,7	3,7	3,6	3,2	2,9	2,9	2,8	2,7	2,9	2,6	2,8	2,8			
		2006	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6			
Alemania IPCA	29,26%	2004	1,2	0,8	1,1	1,7	2,1	1,9	2,0	2,1	1,9	2,2	2,1	2,1	1,8	1,2	1,1
		2005	1,6	1,7	1,5	1,3	1,1	1,3	1,2	1,0	1,1	0,9	1,0	1,1			
		2006	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1			
Austria IPCA	3,14%	2004	1,2	1,5	1,5	1,5	2,1	2,3	2,1	2,2	1,8	2,3	2,2	2,2	1,9	2,1	2,0
		2005	2,3	2,2	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0			
		2006	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0			
Belgica IPCA	3,32%	2004	1,4	1,2	1,0	1,7	2,4	2,0	2,1	2,0	1,8	2,7	2,9	2,9	2,0	3,2	2,6
		2005	3,2	3,3	3,4	3,2	3,1	3,2	3,4	3,3	3,5	3,0	2,9	2,9			
		2006	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5			
Finlandia IPCA	1,57%	2004	0,8	0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,7	0,2	1,0	1,2
		2005	0,9	0,7	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,0	0,9	1,0	1,0			
		2006	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,1	1,2	1,2			
Francia IPCA	20,70%	2004	2,2	1,9	1,9	2,4	2,8	2,7	2,6	2,5	2,2	2,3	2,2	2,2	2,3	1,9	1,7
		2005	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,7	1,8			
		2006	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7			
Holanda IPCA	5,29%	2004	1,5	1,3	1,2	1,5	1,7	1,5	1,2	1,2	1,1	1,5	1,6	1,8	1,4	2,1	2,2
		2005	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2			
		2006	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2			
Irlanda IPCA	1,29%	2004	2,3	2,2	1,8	1,7	2,1	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,3	2,9	2,9
		2005	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9			
		2006	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9			
Italia IPCA	19,26%	2004	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,7
		2005	2,5	2,2	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4			
		2006	2,5	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8			
Luxemburgo IPCA	0,27%	2004	2,3	2,4	2,0	2,7	3,4	3,8	3,8	3,6	3,1	4,1	3,9	3,9	3,3	3,7	3,0
		2005	4,4	3,4	3,6	3,5	3,4	3,3	4,4	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5			
		2006	3,7	3,5	3,4	3,2	3,0	2,9	2,9	2,7	2,7	2,5	2,5	2,5			
Portugal IPCA	2,14%	2004	2,2	2,1	2,2	2,4	2,4	3,7	2,9	2,4	2,1	2,4	2,7	2,8	2,5	2,9	3,0
		2005	2,8	2,9	2,9	2,8	2,8	2,2	2,7	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0			
		2006	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0			
Grecia IPCA	2,65%	2004	3,1	2,6	2,9	3,1	3,1	3,0	3,1	2,8	2,9	3,3	3,3	3,3	3,0	3,2	2,9
		2005	3,4	3,4	3,2	3,1	3,1	3,1	3,3	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0			
		2006	3,1	3,1	2,9	2,8	2,8	2,8	3,0	3,0	3,0	2,8	2,7	2,7			

* La tasa de inflación anual normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales

(1) Cifras en negrilla son predicciones.

(2) Tasas de crecimiento del nivel medio de un año con respecto al año anterior.

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M

Fecha de elaboración: 24 de noviembre de 2004

Cuadro A4B

CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC ARMONIZADO (IPCA) PARA LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA (1)

	EU15		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	<i>Med</i> 04/03(b)	<i>Med</i> 05/04(c)	<i>Med</i> 06/05(d)
IPCA Dinamarca	1,18%	2004	1,0	0,7	0,0	0,5	1,1	0,9	1,1	0,9	0,9	1,6	1,4	1,6	1,0	2,1	2,0
		2005	1,8	1,8	2,3	2,1	2,0	2,2	2,2	2,5	2,3	2,0	2,0	2,0			
		2006	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0			
IPCA Reino Unido	18,19%	2004	1,4	1,3	0,9	1,2	1,5	1,6	1,4	1,3	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3
		2005	1,2	1,3	1,5	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4			
		2006	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3			
IPCA Suecia	1,87%	2004	1,3	0,2	0,4	1,1	1,5	1,2	1,2	1,3	1,2	1,4	1,6	1,6	1,1	1,7	1,6
		2005	1,7	2,0	1,8	1,6	1,5	1,8	1,8	1,9	1,7	1,6	1,7	1,6			
		2006	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6			

* La tasa de inflación anual, normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales.

(1) Las cifras en negrilla son predicciones

(2) Tasa de crecimiento del nivel medio de un año con respecto al año anterior.

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M

Fecha de elaboración: 24 de noviembre de 2004

CRECIMIENTOS MENSUALES DEL IPC ARMONIZADO (IPCA) PARA LOS PAÍSES DE LA UME (1)

	UME12		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Anual 04/03(b)	Anual 05/04(c)	Anual 06/05(d)
IPCA España	11,11%	2004	-0,8	0,1	0,7	1,4	0,6	0,2	-0,7	0,5	0,2	1,0	0,2	0,2	3,6	2,8	2,6
		2005	-0,7	0,1	0,6	1,0	0,2	0,1	-0,7	0,4	0,3	0,8	0,4	0,3			
		2006	-0,7	0,0	0,5	1,0	0,2	0,1	-0,7	0,4	0,3	0,8	0,4	0,3			
IPCA Alemania	29,26%	2004	0,0	0,2	0,5	0,3	0,2	0,0	0,4	0,2	-0,4	0,2	-0,3	1,0	2,1	1,1	1,1
		2005	-0,5	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	1,0			
		2006	-0,5	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	1,0			
IPCA Austria	3,14%	2004	0,1	0,5	0,4	-0,1	0,4	0,2	-0,3	0,4	-0,1	0,4	0,2	0,3	2,2	2,0	2,0
		2005	0,1	0,3	0,3	-0,1	0,3	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,3			
		2006	0,1	0,3	0,3	-0,1	0,3	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,3			
IPCA Bélgica	3,32%	2004	-1,3	1,9	0,1	0,5	0,3	-0,1	-1,0	1,7	-0,1	0,5	0,5	0,0	2,9	2,9	2,5
		2005	-1,1	2,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,8	1,6	0,1	0,1	0,3	0,0			
		2006	-1,1	1,8	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,9	1,5	0,1	0,1	0,2	0,0			
IPCA Finlandia	1,57%	2004	-0,3	0,4	-0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,3	0,4	0,4	0,0	0,1	0,7	1,0	1,2
		2005	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,0	0,1			
		2006	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1			
IPCA Francia	20,70%	2004	0,1	0,4	0,4	0,3	0,4	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,4	-0,1	0,1	2,2	1,8	1,7
		2005	0,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2			
		2006	0,0	0,4	0,4	0,2	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2			
IPCA Holanda	5,29%	2004	0,5	0,6	0,8	0,3	0,2	-0,7	-0,3	0,2	0,8	0,2	-0,3	-0,4	1,8	2,2	2,2
		2005	0,5	0,6	0,9	0,4	0,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	0,1	-0,3	-0,4			
		2006	0,5	0,6	0,9	0,4	0,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	0,1	-0,3	-0,4			
IPCA Irlanda	1,29%	2004	-0,6	0,9	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,4	0,6	0,1	0,1	0,0	0,5	2,6	2,9	2,9
		2005	-0,4	0,9	0,5	0,4	0,2	0,4	-0,4	0,6	0,1	0,1	0,0	0,5			
		2006	-0,5	0,9	0,5	0,4	0,2	0,4	-0,4	0,6	0,1	0,1	0,0	0,5			
IPCA Italia	19,27%	2004	-0,6	-0,2	1,1	0,8	0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,5	0,3	0,2	0,0	2,1	2,4	2,8
		2005	-0,2	-0,5	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,3	0,1			
		2006	-0,1	-0,3	1,0	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,4	0,3	0,1			
IPCA Luxemburgo	0,27%	2004	-0,3	1,3	0,1	0,5	0,5	0,4	-0,8	1,1	0,2	0,5	0,3	0,2	3,9	3,5	2,5
		2005	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4	0,1	0,5	0,2	0,2			
		2006	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2			
IPCA Portugal	2,14%	2004	0,0	-0,2	0,2	1,0	0,8	1,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,5	0,4	0,1	2,8	3,0	3,0
		2005	0,1	-0,1	0,3	0,9	0,7	0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,4	0,4	0,1			
		2006	0,1	-0,1	0,3	0,9	0,7	0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,4	0,4	0,1			
IPCA Grecia	2,67%	2004	-0,8	-0,7	2,9	0,4	0,4	-0,2	-1,9	-0,3	2,1	0,7	0,4	0,3	3,3	3,0	2,7
		2005	-0,8	-0,6	2,6	0,3	0,4	-0,2	-1,7	-0,3	1,9	0,7	0,4	0,3			
		2006	-0,7	-0,5	2,3	0,3	0,4	-0,2	-1,5	-0,2	1,7	0,6	0,3	0,3			

(1) Las cifras en negrilla son predicciones

(2) Tasa de crecimiento de diciembre de un año con respecto a diciembre del año anterior.

Cuadro A4D

CRECIMIENTOS MENSUALES DEL IPC ARMONIZADO (IPCA) PARA LOS PAÍSES DE LA UE (1)

	UE15		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Anual 04/03(b)	Anual 05/04(c)	Anual 06/05(d)
IPCA Dinamarca	1,18%	2004	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,8	0,4	0,1	0,0	1,6	2,0	2,0
		2005	0,1	0,5	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,4	-0,1	0,6	0,1	0,1	0,0			
		2006	0,0	0,5	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,4	-0,1	0,6	0,1	0,1	0,0			
IPCA Reino Unido	18,19%	2004	-0,5	0,3	0,0	0,5	0,4	-0,1	-0,3	0,3	0,1	0,3	0,0	0,4	1,3	1,4	1,3
		2005	-0,6	0,3	0,2	0,4	0,3	0,0	-0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	0,3			
		2006	-0,6	0,3	0,2	0,4	0,3	0,0	-0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	0,3			
IPCA Suecia	1,87%	2004	-0,3	-0,1	0,9	0,3	0,4	-0,5	-0,2	0,0	0,7	0,4	-0,1	0,2	1,6	1,6	1,6
		2005	-0,1	0,2	0,6	0,1	0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,6	0,2	-0,1	0,2			
		2006	-0,1	0,2	0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2			

(1) Las cifras en negrilla son predicciones

(2) Tasa de crecimiento de diciembre de un año con respecto a diciembre del año anterior.

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M

Fecha de elaboración: 24 de noviembre de 2004

Cuadro A5A

CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC ARMONIZADO (IPCA) POR SECTORES EN LA UNIÓN MONETARIA 2003-2004-2005 (a)

			I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Med 04/03(b)	Med 05/04(c)	Med 06/05(d)
AE	9,46%	2004	1,9	1,9	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,2	0,9	0,6	0,7	0,7	1,3	1,3	1,9
		2005	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4	1,7	1,8	1,9	1,9			
		2006	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9			
TOBACCO	2,37%	2004	9,0	8,3	13,9	13,1	13,8	13,8	13,7	13,5	13,2	11,7	9,2	9,0	11,8	6,3	5,3
		2005	11,7	11,4	5,9	5,5	4,9	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,3	5,3			
		2006	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3			
MAN	31,01%	2004	0,6	0,9	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	0,8
		2005	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8			
		2006	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8			
BENE	42,85%	2004	1,3	1,5	1,7	1,8	1,7	1,7	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,5	1,3	1,3
		2005	1,5	1,4	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3			
		2006	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3			
SER	41,33%	2004	2,5	2,7	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6
		2005	2,6	2,6	2,8	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6			
		2006	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6			
IPSEBENE	84,18%	2004	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
		2005	2,1	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0			
		2006	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0			
ANE	7,69%	2004	2,9	1,9	1,7	1,6	1,8	1,3	0,7	-0,3	-1,5	-1,3	-1,6	-1,4	0,5	0,7	1,9
		2005	-0,7	-0,2	0,0	0,4	0,5	0,3	0,6	1,1	1,4	1,6	1,9	1,9			
		2006	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9			
ENE	8,13%	2004	-0,3	-2,3	-2,0	2,0	6,7	5,9	6,0	6,4	6,4	9,8	7,7	7,4	4,4	2,4	0,3
		2005	6,4	6,6	5,4	4,4	1,9	2,7	2,1	0,6	0,7	-2,1	0,0	0,5			
		2006	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5			
HICP	100,00%	2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,1	2,4	2,1	2,2	2,1	1,9	1,8
		2005	2,1	2,2	2,0	1,9	1,8	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8			
		2006	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8			

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M

Fecha: 24 de noviembre de 2004

Cuadro A5B

CRECIMIENTOS MENSUALES DEL IPC ARMONIZADO (IPCA) POR SECTORES EN LA UNIÓN MONETARIA 2003-2004-2005 (a)

			I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Anual 04/03(b)	Anual 05/04(c)	Anual 06/05(d)	
AE	0,1	2004	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,7	1,9	1,9	
		2005	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1				0,1
		2006	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1				0,1
TOBACCO	0,0	2004	1,7	0,3	5,3	0,4	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	9,0	5,3	5,3	
		2005	4,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1				0,1
		2006	4,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1				0,1
MAN	0,3	2004	-1,6	0,3	1,0	0,8	0,1	-0,2	-1,6	0,1	1,1	0,6	0,3	-0,1	0,9	0,8	0,8	
		2005	-1,5	0,2	1,1	0,8	0,1	-0,2	-1,5	0,0	1,1	0,6	0,3	-0,1				
		2006	-1,5	0,2	1,1	0,8	0,1	-0,2	-1,5	0,0	1,1	0,6	0,3	-0,1				
BENE	0,4	2004	-1,0	0,3	1,1	0,7	0,1	-0,1	-1,1	0,1	0,8	0,4	0,3	-0,1	1,3	1,3	1,3	
		2005	-0,8	0,2	0,8	0,6	0,1	-0,1	-1,1	0,1	0,8	0,4	0,2	0,0				
		2006	-0,8	0,2	0,8	0,6	0,1	-0,1	-1,1	0,1	0,8	0,4	0,2	0,0				
SER	0,4	2004	0,0	0,5	0,0	0,3	0,1	0,3	0,8	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	0,9	2,7	2,6	2,6	
		2005	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,2	0,3	0,7	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	0,9				
		2006	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,2	0,3	0,7	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	0,9				
IPSEBENE	0,8	2004	-0,5	0,4	0,6	0,4	0,2	0,1	-0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	2,0	2,0	2,0	
		2005	-0,4	0,3	0,5	0,3	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4				
		2006	-0,4	0,3	0,5	0,3	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4				
ANE	0,1	2004	1,1	-0,7	0,3	0,3	0,4	0,1	-1,2	-1,3	-0,1	-0,1	-0,6	0,3	-1,4	1,9	1,9	
		2005	1,8	-0,2	0,6	0,7	0,6	-0,2	-0,8	-0,8	0,2	0,2	-0,3	0,3				
		2006	1,8	-0,2	0,6	0,7	0,6	-0,2	-0,8	-0,9	0,2	0,2	-0,3	0,3				
ENE	0,1	2004	1,0	-0,1	1,3	1,1	2,5	-0,8	0,6	1,5	-0,2	1,5	-2,1	-0,5	7,4	0,5	0,5	
		2005	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
		2006	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0				
HICP	1,0	2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,3	2,2	1,8	1,8	
		2005	-0,2	0,3	0,5	0,3	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,4				
		2006	-0,2	0,3	0,5	0,3	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,4				

Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M

Fecha: 24 de noviembre de 2004

Cuadro A6A

TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES DEL IPC USA (1)

		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Med 04/03(b)	Med 05/04(c)	Med 06/05(d)
Bienes no energéticos sin alimentos (1)	2004	-2,3	-2,0	-1,6	-1,4	-1,1	-1,0	-1,2	-1,1	-0,6	0,1	0,2	0,2	-1,0		
	2005	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,6	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7		0,4	
	2006	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1			1,0
Servicios no energéticos (2)	2004	2,5	2,5	2,9	3,1	2,9	3,0	3,0	2,9	3,0	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	
	2005	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9		2,9	
	2006	2,9	3,0			3,0										
Inflación subyacente (3=1+2)	2004	1,1	1,2	1,6	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	2,0	2,0	2,1	2,1	1,8		
	2005	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2	2,3		2,2	
	2006	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5	2,5			2,4						
Inflación subyacente sin Alquileres Imputados	2004	0,9	1,0	1,5	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4	1,8	1,9	2,1	2,0	1,5		
	2005	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,2	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2		2,1	
	2006	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,3	2,4	2,4			2,3
Alimentación (4)	2004	3,5	3,3	3,2	3,4	4,1	3,7	4,0	3,5	3,3	3,4	3,1	2,5	3,4		
	2005	2,8	2,8	2,7	2,8	2,2	2,2	2,2	2,4	2,6	2,3	2,4	2,6		2,5	
	2006	2,5	2,5	2,6			2,6									
Energía (5)	2004	7,8	3,8	0,4	5,6	15,0	17,0	14,2	10,5	6,7	15,2	17,3	18,2	10,9		
	2005	12,7	10,4	8,4	5,4	-0,1	-1,9	0,1	0,5	1,4	-2,2	-2,1	-1,8		2,3	
	2006	-1,1	-1,5	-1,8	-1,2	-1,1	-1,0	-0,7	-0,6	-0,8	-1,2	-1,2	-1,1			-1,1
IPC USA (6=3+4+5)	2004	1,9	1,7	1,7	2,3	3,1	3,3	3,0	2,7	2,5	3,2	3,3	3,3	2,7		
	2005	3,0	2,8	2,6	2,4	1,9	1,8	2,1	2,2	2,2	1,9	1,9	2,0		2,2	
	2006	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2			2,2							
IPC USA sin Alquileres Imputados	2004	1,9	1,6	1,7	2,3	3,3	3,5	3,2	2,7	2,6	3,5	3,6	3,6	2,8		
	2005	3,2	2,9	2,7	2,4	1,7	1,6	2,0	2,1	2,1	1,7	1,8	1,8		2,2	
	2006	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,1			2,0

(1) Las cifras en negrita son predicciones.

(2) Tasa de crecimiento del nivel medio de 2004 sobre el nivel medio de 2003.

(3) Tasa de crecimiento del nivel medio de 2005 sobre el nivel medio de 2004.

(4) Tasa de crecimiento del nivel medio de 2006 sobre el nivel medio del 2005.

Fuente: BLS & Universidad Carlos III de Madrid

Fecha de elaboración: 17 de Noviembre 2004

Cuadro A6B

TASAS DE CRECIMIENTO MENSUALES DEL IPC USA (1)

		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Anual 04/03(b)	Anual 05/04(c)	Anual 06/05(d)
Bienes no energéticos sin alimentos (1)	2004	-0,4	0,6	0,7	0,1	-0,2	-0,6	-0,9	-0,1	0,9	0,8	-0,2	-0,7	0,2		
	2005	-0,3	0,5	0,6	0,3	-0,3	-0,5	-0,5	0,1	0,7	0,6	-0,1	-0,5		0,7	
	2006	-0,3	0,5	0,7	0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,1	0,7	0,6	-0,1	-0,4			1,1
Servicios no energéticos (2)	2004	0,5	0,4	0,6	0,2	0,1	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	2,9		
	2005	0,4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,0	0,0		2,9	
	2006	0,5	0,4	0,6	0,2	0,1	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,0	0,0			3,0
Inflación subyacente (3=1+2)	2004	0,2	0,5	0,6	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,4	-0,1	-0,2	2,1		
	2005	0,2	0,4	0,6	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,1		2,3	
	2006	0,3	0,4	0,6	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,0	-0,1			2,5
Inflación subyacente sin Alquileres Imputados	2004	0,2	0,6	0,8	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,5	-0,2	-0,3	2,0		
	2005	0,3	0,5	0,7	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,4	-0,2	-0,3		2,2	
	2006	0,3	0,5	0,8	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,4	-0,2	-0,3			2,4
Alimentación (4)	2004	0,1	0,2	0,2	0,1	0,9	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,6	0,1	0,1	2,5		
	2005	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,4	0,1	0,2		2,6	
	2006	0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,1	0,2			2,6
Energía (5)	2004	4,2	2,3	1,8	2,0	5,6	3,6	-2,1	-0,6	-0,6	2,2	-1,0	-0,2	18,2		
	2005	-0,6	0,2	-0,1	-0,8	0,1	1,8	-0,2	-0,2	0,3	-1,4	-0,9	0,0		-1,8	
	2006	0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,2	2,0	0,0	-0,1	0,0	-1,8	-0,9	0,1			-1,1
IPC USA (6=3+4+5)	2004	0,5	0,5	0,6	0,3	0,6	0,3	-0,2	0,1	0,2	0,5	-0,1	-0,1	3,3		
	2005	0,2	0,4	0,4	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,1		2,0	
	2006	0,3	0,3	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1	-0,1			2,2
IPC USA sin Alquileres Imputados	2004	0,6	0,7	0,8	0,3	0,7	0,4	-0,3	0,0	0,2	0,6	-0,3	-0,2	3,6		
	2005	0,2	0,4	0,5	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,2		1,8	
	2006	0,3	0,4	0,6	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,1			2,1

(1) Las cifras en negrita son predicciones.

(2) Tasa de crecimiento del nivel medio de 2004 sobre el nivel medio de 2003.

(3) Tasa de crecimiento del nivel medio de 2005 sobre el nivel medio de 2004.

(4) Tasa de crecimiento del nivel medio de 2006 sobre el nivel medio del 2005.

Fuente: BLS & Universidad Carlos III de Madrid

Fecha de elaboración: 17 de Noviembre 2004

Cuadro A7A

CRECIMIENTOS ANUALES DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO EN ESPAÑA 2004-2005-2006 (a)

			I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Med 04/03(b)	Med 05/04(c)	Med 06/05(d)
(1) AE	17,18%	2004	2,5	2,4	2,4	2,9	3,7	4,0	4,2	4,2	4,3	4,0	3,6	3,5	3,5	2,6	2,4
		2005	3,6	3,5	3,5	3,1	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,5	2,5			
		2006	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4			
(2) MAN	30,05%	2004	0,7	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0	0,8	1,0	1,0	1,3	1,3	1,3	0,9	1,2	1,3
		2005	1,4	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2			
		2006	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3			
(3) SER	34,96%	2004	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,7	3,7	3,8	3,6	3,8	3,8	3,7	3,8	3,9
		2005	3,9	3,9	3,9	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9			
		2006	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9			
IPSEBENE (4) = (1)+(2)+(3)	82,19%	2004	2,3	2,3	2,2	2,4	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6
		2005	2,9	2,9	2,9	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6			
		2006	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6			
(5) ANE	9,40%	2004	6,5	6,1	6,5	6,8	7,0	6,2	5,5	3,8	1,4	1,8	1,8	1,8	4,5	3,3	4,8
		2005	1,3	2,7	2,6	2,8	2,3	2,6	2,5	3,2	4,6	4,9	5,3	5,4			
		2006	5,5	5,4	5,1	4,8	4,8	4,9	5,0	4,9	4,6	4,4	4,3	4,2			
(6) ENE	9,14%	2004	-1,7	-2,5	-2,5	1,4	6,6	7,2	6,6	7,0	7,5	11,6	11,0	11,2	5,2	4,9	-0,4
		2005	10,9	10,7	9,2	7,8	5,2	5,2	4,8	2,9	2,8	0,2	0,3	0,4			
		2006	0,2	0,0	-0,4	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2			
IPC (4)+(5)+(6)	100%	2004	2,3	2,1	2,1	2,7	3,4	3,5	3,4	3,3	3,2	3,6	3,5	3,5	3,1	2,9	2,5
		2005	3,5	3,6	3,5	3,1	2,8	2,8	2,7	2,6	2,7	2,5	2,6	2,6			
		2006	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5			

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

(a) Las cifras en negrilla son predicciones

(b) Tasa de crecimiento de diciembre 2004 sobre diciembre de 2003.

(c) Tasa de crecimiento de diciembre de 2005 sobre diciembre de 2004.

(d) Tasa de crecimiento de diciembre del 2006 sobre diciembre de 2005.

Fuente: INE, IFL & UC3M

Fecha: 12 de noviembre de 2004

Cuadro A7B

CRECIMIENTOS MENSUALES DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO EN ESPAÑA 2004-2005-2006 (a)

			I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Anual 04/03(b)	Anual 05/04(c)	Anual 06/05(d)
(1) AE	17,18%	2004	0,4	0,5	0,3	0,5	1,0	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,3	0,1	3,5	2,5	2,4
		2005	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1			
		2006	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1			
(2) MAN	30,05%	2004	-3,6	-0,2	0,9	3,0	0,6	-0,1	-3,7	-0,1	1,1	2,6	1,1	-0,1	1,3	1,2	1,3
		2005	-3,6	-0,1	1,0	2,8	0,6	-0,1	-3,6	-0,1	1,0	2,6	1,1	-0,1			
		2006	-3,5	-0,2	0,9	2,7	0,6	-0,1	-3,6	-0,1	1,0	2,6	1,1	-0,1			
(3) SER	34,96%	2004	0,6	0,4	0,5	0,7	-0,1	0,4	0,6	0,6	-0,4	0,0	-0,1	0,4	3,8	3,9	3,9
		2005	0,7	0,3	0,5	0,4	0,0	0,4	0,6	0,6	-0,4	0,1	-0,1	0,4			
		2006	0,7	0,3	0,5	0,4	0,0	0,4	0,6	0,6	-0,4	0,1	-0,1	0,4			
IPSEBENE (4) = (1)+(2)+(3)	82,19%	2004	-1,0	0,2	0,6	1,5	0,4	0,2	-1,1	0,3	0,2	0,9	0,3	0,2	2,8	2,6	2,6
		2005	-0,9	0,2	0,6	1,2	0,3	0,2	-1,0	0,3	0,2	1,0	0,4	0,2			
		2006	-0,9	0,1	0,6	1,2	0,3	0,2	-1,0	0,3	0,2	1,0	0,4	0,2			
(5) ANE	9,40%	2004	0,6	-1,9	0,8	0,3	0,8	-0,5	0,8	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,8	1,8	5,4	4,2
		2005	0,1	-0,6	0,7	0,5	0,3	-0,2	0,7	1,0	1,1	0,3	0,4	0,9			
		2006	0,2	-0,7	0,4	0,2	0,3	-0,1	0,8	1,0	0,8	0,1	0,3	0,9			
(6) ENE	9,14%	2004	0,6	0,4	1,5	1,3	2,5	0,0	0,3	1,8	0,1	2,6	-0,2	-0,2	11,2	0,4	-0,2
		2005	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
		2006	0,0	0,1	-0,3	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0			
IPC (4)+(5)+(6)	100,00%	2004	-0,7	0,0	0,7	1,4	0,6	0,2	-0,8	0,4	0,2	1,0	0,2	0,2	3,5	2,6	2,5
		2005	-0,7	0,1	0,6	1,0	0,2	0,1	-0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2			
		2006	-0,7	0,1	0,5	1,0	0,2	0,2	-0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2			

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

(a) Las cifras en negrilla son predicciones

(b) Tasa de crecimiento de diciembre 2004 sobre diciembre de 2003.

(c) Tasa de crecimiento de diciembre de 2005 sobre diciembre de 2004.

(d) Tasa de crecimiento de diciembre del 2006 sobre diciembre de 2005.

Fuente: INE, IFL & UC3M

Fecha: 12 de noviembre de 2004

Cuadro A8A

TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES DEL IPC Madrid (1)

			I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Med 04/03(b)	Med 05/04(c)	Med 06/05(d)
(1) AE	14,22%	2004	2,4	2,3	2,4	2,9	4,2	4,5	4,3	4,5	4,6	4,3	4,2	4,2	3,7		
		2005	4,3	4,3	4,3	3,8	2,7	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4		3,0	
		2006	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5			2,5
(2) MAN	27,36%	2004	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,7	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6		
		2005	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,2	1,3	1,3		1,0	
		2006	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6			1,5
(3) SER	41,05%	2004	3,5	3,5	3,4	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,5	3,6		
		2005	3,4	3,4	3,5	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,4	
		2006	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5			3,5
IPSEBENE (4) = (1)+(2)+(3)	82,64%	2004	2,4	2,4	2,4	2,5	2,8	2,8	2,7	2,8	2,8	2,7	2,6	2,7	2,6		
		2005	2,7	2,7	2,8	2,5	2,4	2,4	2,5	2,5	2,4	2,6	2,6	2,6		2,6	
		2006	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7			2,7
IPSEBENE-XT	78,25%	2004	2,4	2,4	2,4	2,5	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	2,4	2,4	2,5		
		2005	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6		2,5	
		2006	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7			2,7
(5) ANE	8,50%	2004	7,2	6,3	6,6	6,6	6,6	5,9	6,2	4,7	2,2	2,6	3,1	3,7	5,1		
		2005	2,5	2,9	2,8	3,2	2,9	3,3	3,0	3,5	5,0	5,0	5,1	5,2		3,7	
		2006	5,3	5,3	5,3	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	4,8	4,6	4,5			5,0
(6) ENE	8,86%	2004	-1,9	-2,9	-2,8	1,2	6,2	6,6	6,2	6,3	6,8	10,8	10,3	10,5	4,7		
		2005	10,3	10,1	8,6	7,1	4,7	4,9	4,3	2,8	2,8	0,2	0,3	0,4		4,6	
		2006	0,2	0,0	-0,4	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2			-0,4
IPC	100%	2004	2,4	2,2	2,2	2,8	3,4	3,4	3,3	3,3	3,1	3,4	3,4	3,4	3,0		
		2005	3,3	3,4	3,3	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	2,7	2,5	2,6	2,7		2,8	
		2006	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6			2,6

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

(1) Las cifras en negrilla son predicciones

(2) Tasa de crecimiento del nivel medio de 2004 sobre el nivel medio de 2003.

(3) Tasa de crecimiento del nivel medio de 2005 sobre el nivel medio de 2004.

(4) Tasa de crecimiento del nivel medio del 2006 sobre el nivel medio de 2005.

Fuente: INE, IFL & UC3M

Fecha: 16 de noviembre de 2004.

Cuadro A8B

TASAS DE CRECIMIENTO MENSUALES DEL IPC Madrid (1)

			I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Anual 04/03(b)	Anual 05/04(c)	Anual 06/05(d)
(1) AE	14,22%	2004	0,4	0,4	0,5	0,5	1,2	0,5	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,3	0,0	4,2	2,4	2,5
		2005	0,4	0,5	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,3	0,0			
		2006	0,4	0,5	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,3	0,0			
(2) MAN	27,36%	2004	-3,1	-0,1	0,8	2,3	0,3	-0,1	-3,0	0,0	1,0	2,2	0,8	-0,2	0,6	1,3	1,6
		2005	-2,9	0,0	0,8	2,4	0,3	-0,1	-2,8	-0,2	1,0	2,6	0,8	-0,2			
		2006	-3,0	0,0	0,8	2,4	0,3	-0,1	-2,8	-0,1	1,0	2,4	0,8	-0,1			
(3) SER	41,05%	2004	0,6	0,3	0,5	1,0	-0,2	0,3	0,6	0,7	-0,5	0,0	-0,3	0,4	3,5	3,6	3,5
		2005	0,5	0,4	0,6	0,7	-0,1	0,4	0,6	0,7	-0,5	0,1	-0,2	0,4			
		2006	0,5	0,4	0,6	0,8	-0,1	0,3	0,6	0,7	-0,6	0,1	-0,3	0,4			
IPSEBENE (4) = (1)+(2)+(3)	82,64%	2004	-0,7	0,2	0,6	1,3	0,2	0,2	-0,7	0,4	0,1	0,7	0,2	0,1	2,7	2,6	2,7
		2005	-0,7	0,3	0,6	1,1	0,1	0,2	-0,6	0,4	0,1	0,8	0,2	0,2			
		2006	-0,6	0,3	0,6	1,2	0,1	0,2	-0,6	0,4	0,1	0,8	0,2	0,2			
IPSEBENE-XT	78,25%	2004	-0,6	0,2	0,6	1,2	0,2	0,1	-0,8	0,2	0,2	0,8	0,2	0,0	2,4	2,6	2,7
		2005	-0,6	0,3	0,6	1,1	0,2	0,1	-0,8	0,2	0,2	0,9	0,3	0,0			
		2006	-0,5	0,3	0,6	1,2	0,2	0,1	-0,8	0,2	0,2	0,9	0,3	0,0			
(5) ANE	8,50%	2004	1,3	-2,7	0,7	-0,3	0,7	-0,7	1,1	0,0	0,5	0,4	0,6	2,1	3,7	5,2	4,5
		2005	0,2	-2,4	0,6	0,1	0,5	-0,3	0,8	0,6	1,9	0,4	0,7	2,2			
		2006	0,2	-2,3	0,6	0,0	0,3	-0,4	0,8	0,6	1,8	0,2	0,6	2,1			
(6) ENE	8,86%	2004	0,5	0,5	1,4	1,4	2,3	-0,1	0,4	1,5	0,0	2,6	-0,2	-0,2	10,5	0,4	-0,2
		2005	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
		2006	0,0	0,1	-0,3	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0			
IPC	100%	2004	-0,4	0,0	0,7	1,2	0,4	0,1	-0,4	0,4	0,1	0,8	0,2	0,3	3,4	2,7	2,6
		2005	-0,5	0,1	0,6	0,9	0,1	0,1	-0,5	0,4	0,2	0,7	0,2	0,3			
		2006	-0,5	0,0	0,6	0,9	0,1	0,1	-0,4	0,4	0,2	0,7	0,2	0,3			

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

(1) Las cifras en negrilla son predicciones

(2) Tasa de crecimiento de diciembre 2004 sobre diciembre de 2003.

(3) Tasa de crecimiento de diciembre de 2005 sobre diciembre de 2004.

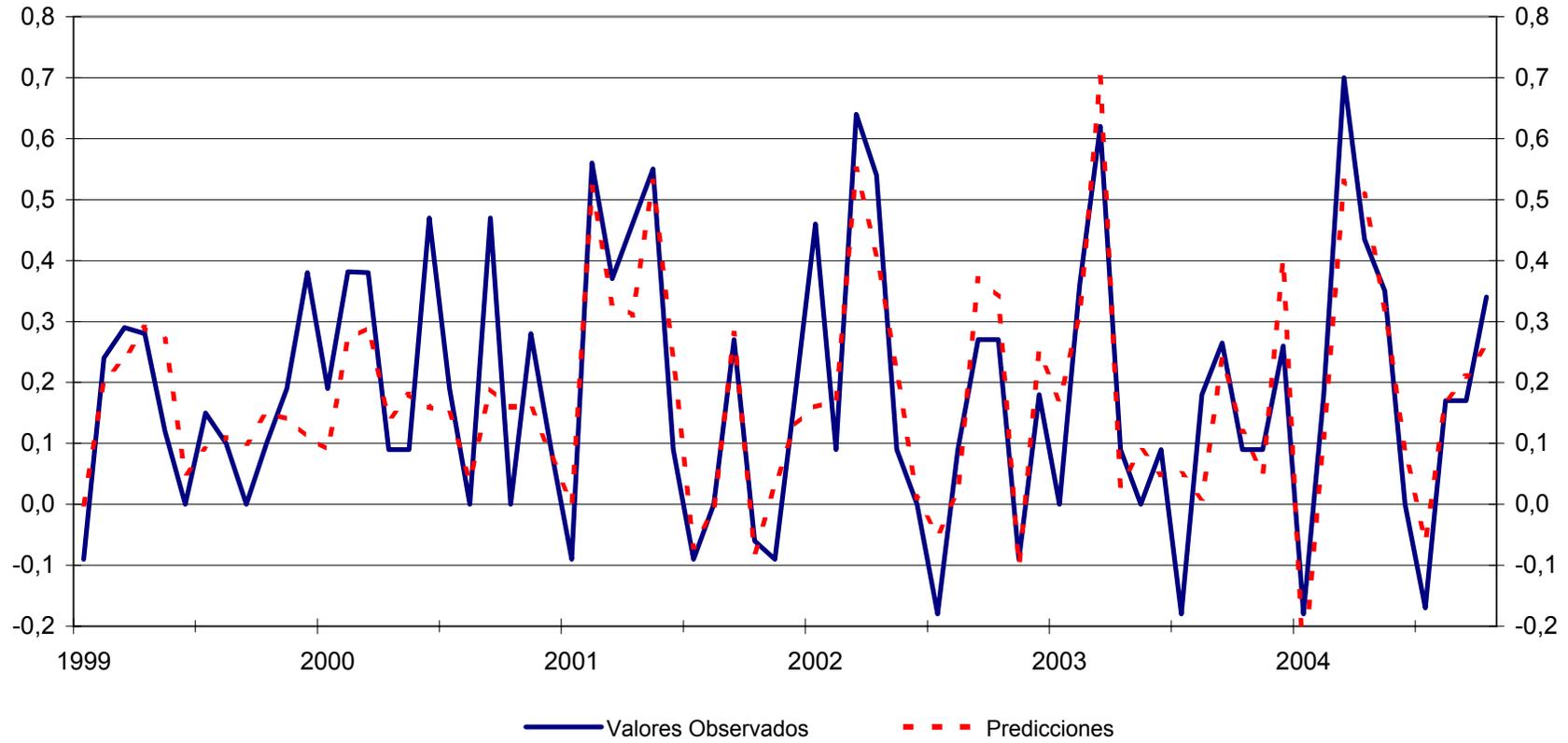
(4) Tasa de crecimiento de diciembre del 2006 sobre diciembre de 2005.

Fuente: INE, IFL & UC3M

Fecha: 16 de noviembre de 2004.

Gráfico A1A

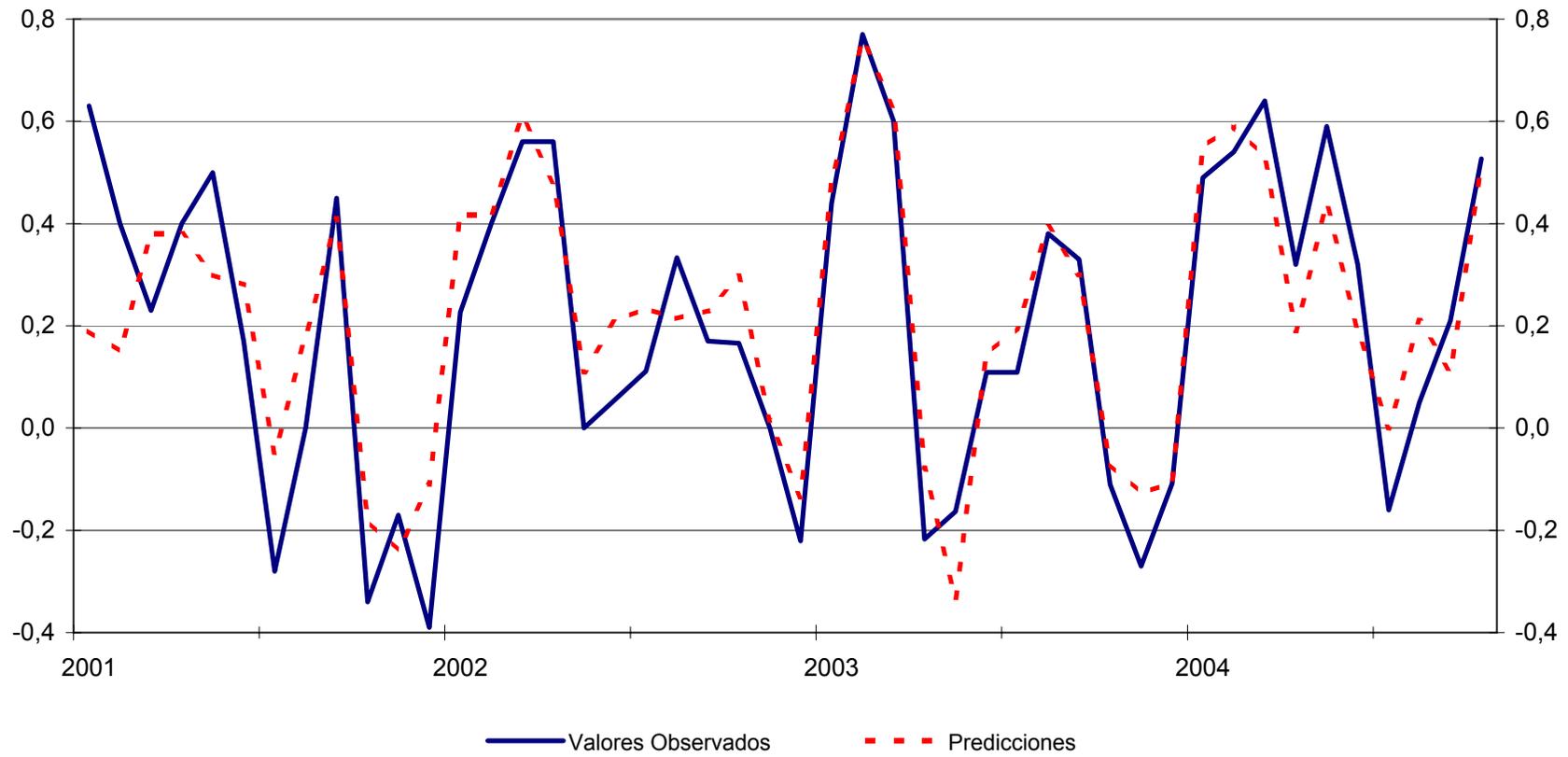
TASAS MENSUALES DEL IPCA EN LA UME



Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M Fecha: 17 de noviembre de 2004

Gráfico A1B

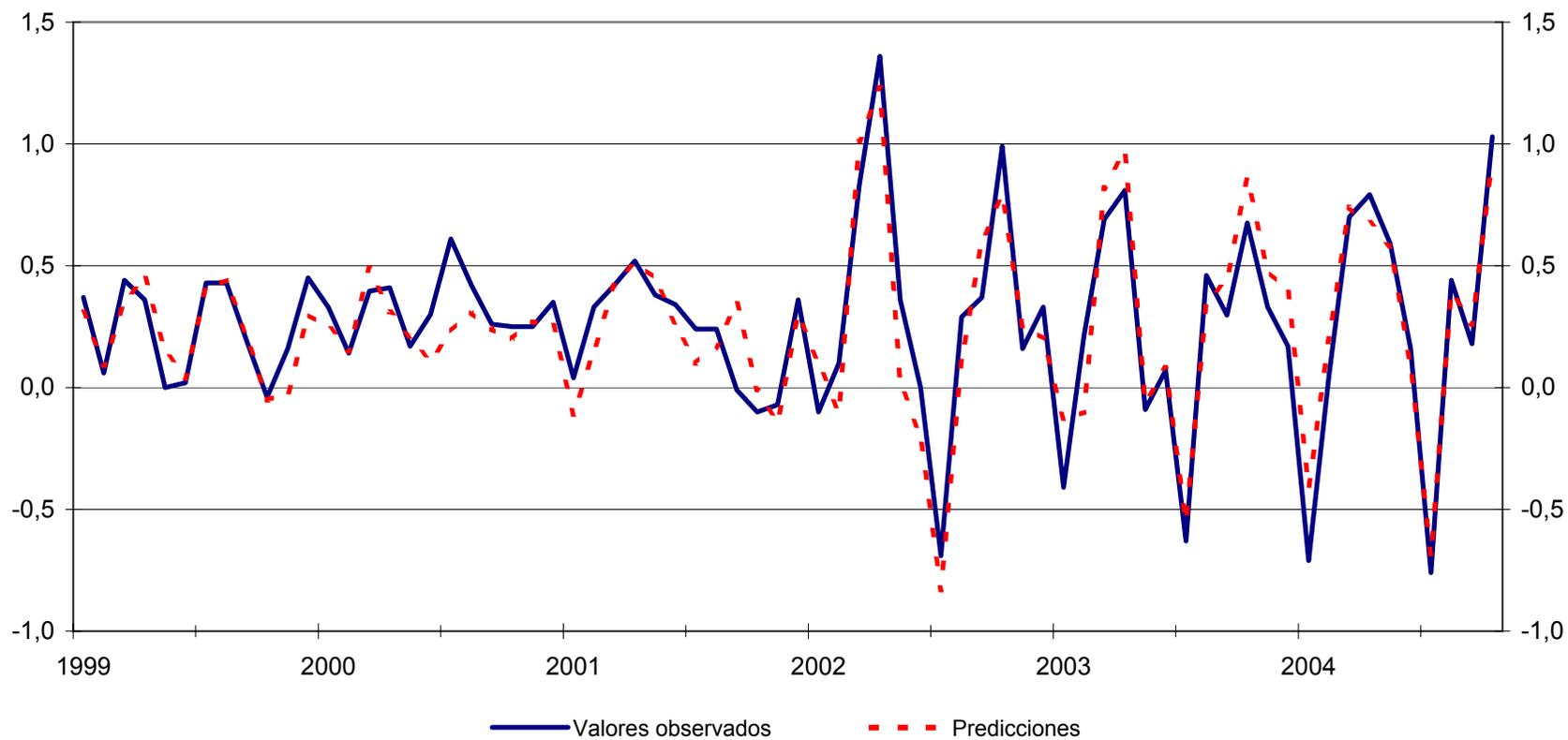
TASAS MENSUALES DEL IPC DE EE.UU.



Fuente: BLS, IFL & UC3M Fecha: 17 de noviembre de 2004

Gráfica A1C

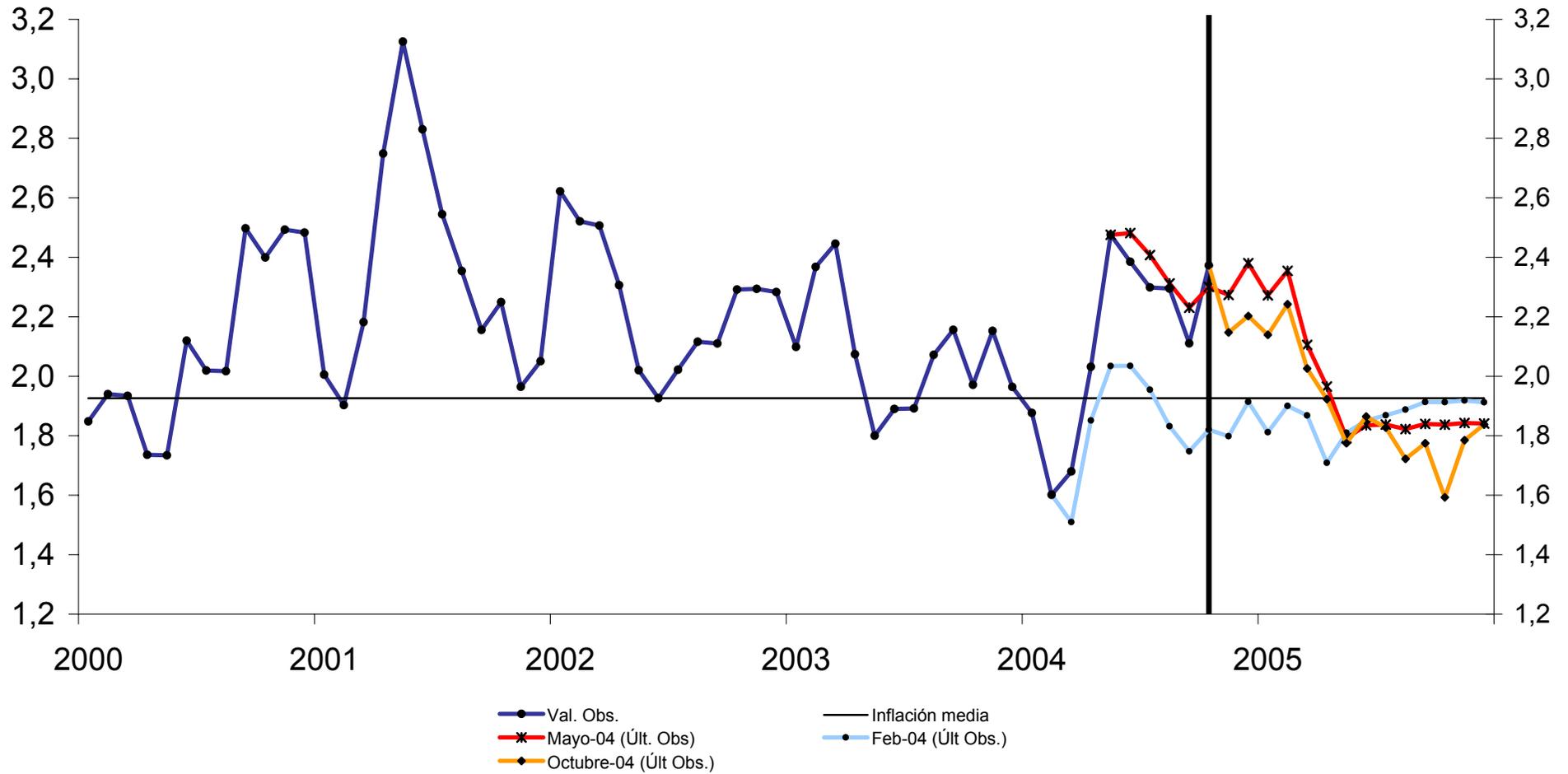
TASAS MENSUALES DEL IPC DE ESPAÑA



Fuente: INE, IFL & UC3M Fecha: 12 de noviembre de 2004

Gráfico A2A

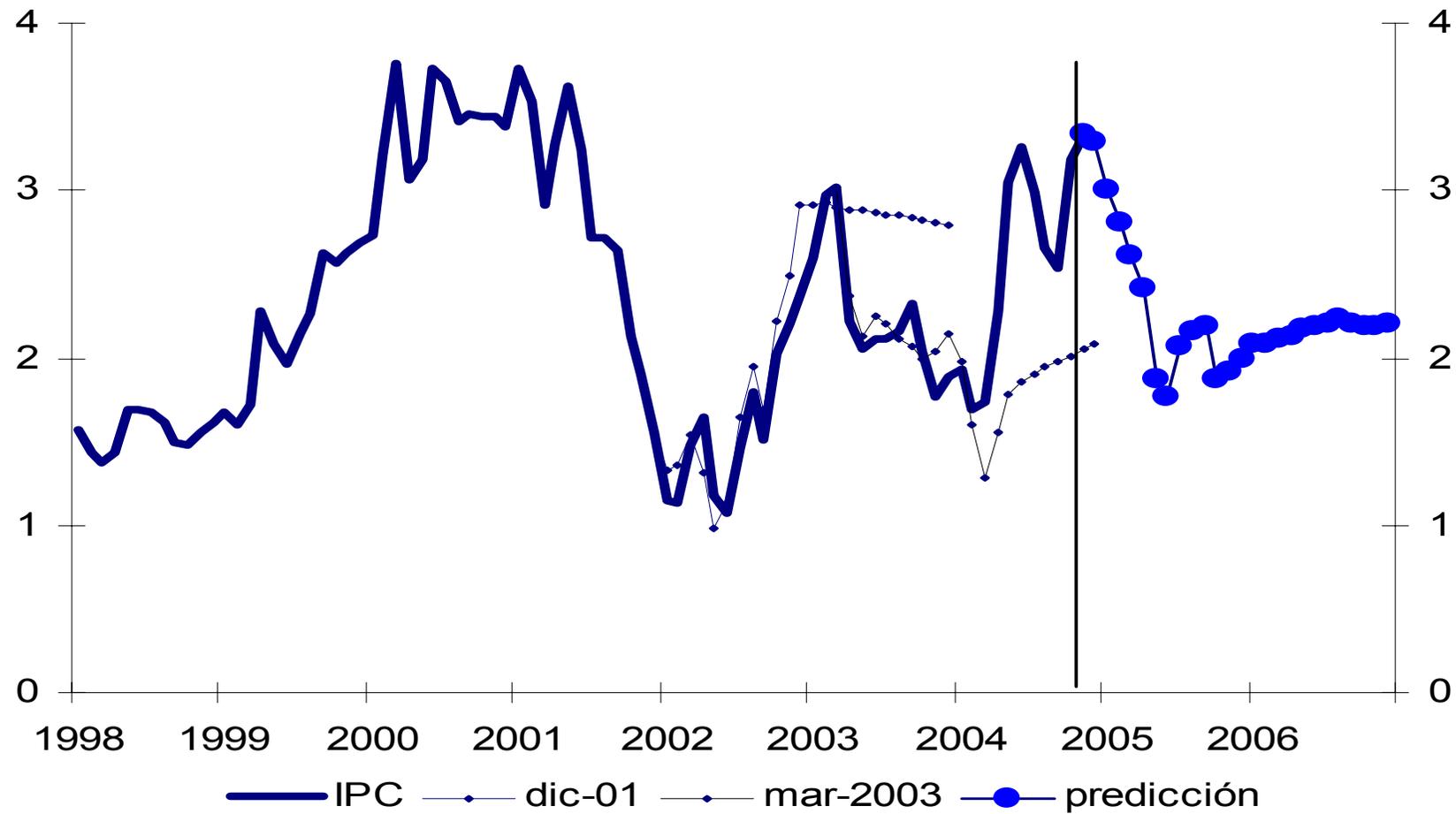
PREDICCIONES ANUALES PARA LA INFLACIÓN TOTAL EN LA UME



Fuente: Eurostat & EFN

Fecha: 24 de noviembre de 2004

Gráfico A2B PREDICCIONES DE INFLACIÓN PARA EE.UU.

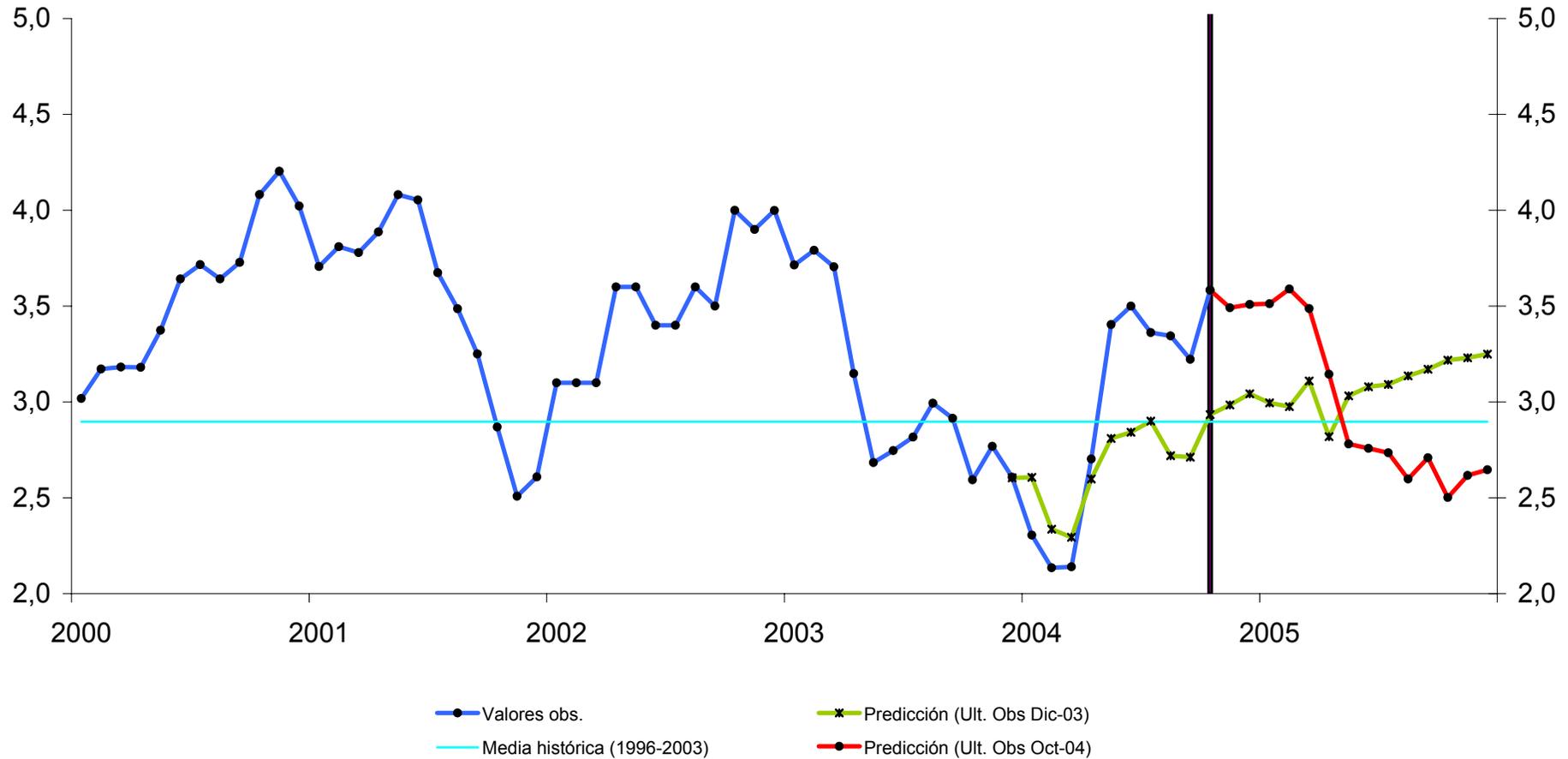


Fuente: Universidad Carlos III de Madrid

Fecha: 17/11/2004

Gráfico A2C

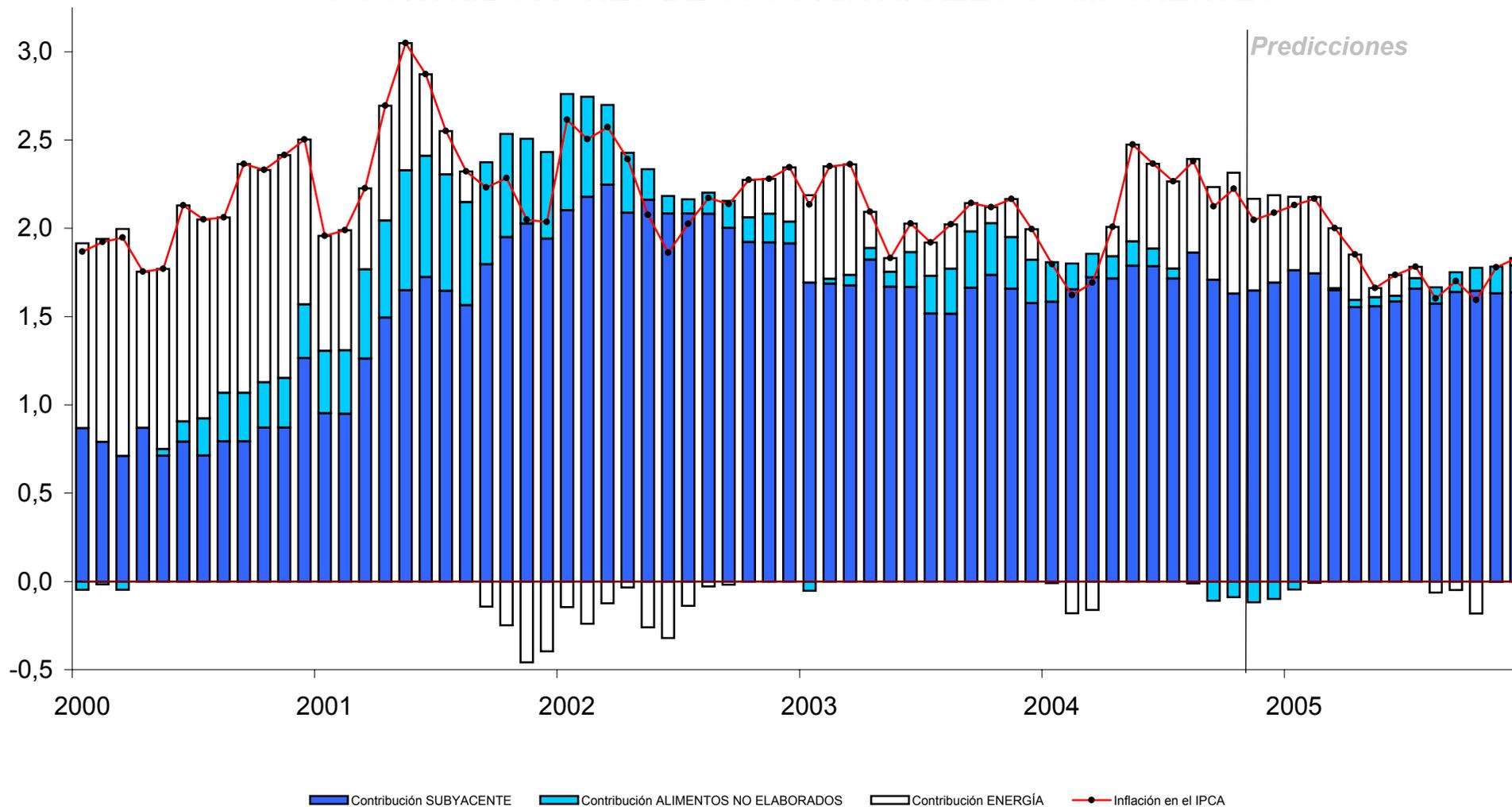
PREDICCIONES ANUALES PARA LA INFLACIÓN TOTAL EN ESPAÑA (Tasas anuales)



Fuente: INE, IFL & UC3M Fecha: 12 de noviembre de 2004

Gráfico A3A

TASA ANUAL DE INFLACION EN LA UME Y CONTRIBUCIONES DE SUS PRINCIPALES COMPONENTES



Fuente: EUROSTAT, IFL & UC3M

Fecha: 24 de noviembre de 2004

TEMAS A DEBATE APARECIDOS EN BOLETINES ANTERIORES

- Juan Urrutia Elejalde “El capitalismo que viene” Mercado y contratos
- Juan Urrutia Elejalde “El capitalismo que viene” Empresa, mercado, Estado; La empresa (nº 120)
- Juan Urrutia Elejalde “El capitalismo que viene”. Fraternidad: Ambito, Diversidad y Relativismo Cultural (nº118)
- Juan Urrutia Elejalde “El capitalismo que viene” Costes de transacción y problemas de información (nº 117)
- Juan Urrutia Elejalde “El capitalismo que viene” Propiedad e incentivos (nº116)
- Juan Urrutia Elejalde “El capitalismo que viene” El usuario como intermediario (nº115)
- Juan Urrutia Elejalde “El capitalismo que viene” El usuario como productor (nº114)
- Juan Urrutia Elejalde “El capitalismo que viene” Homo Posteconomicus (nº113)
- Juan Urrutia Elejalde “El capitalismo que viene” (nº112)
- Juan de Dios Tena Horrillo “Reacciones Sectoriales de Precios y Actividad Real en el Reino Unido. ¿Importan Realmente los Factores Financieros?” (nº 110)
- Enrique M.Quilis, “Análisis factorial dinámico: una panorámica” (nº 109)
- Banerjee Anindya, . Leading indicators for euro-area inflation and GDP growth: some considerations (nº102, Pág. 48)
- Espasa A., Albacete R., "Las innovaciones en la inflación subyacente son más persistentes que las innovaciones en otros precios". (nº 96 p.35)
- Mario Izquierdo (Banco de España), Omar Licandro (Instituto Universitario Europeo y FEDEA) y Alberto Maydeu (Universitat de Barcelona) “Mejoras De Calidad E Índices De Precios Del Automóvil En España”.
- Mayo Burgos, Ivan, “Building a more dynamic Europe November 27th , 2001”, (nº 89)
- Fernando Garcia-Belenguer Universidad Carlos III and Manuel S. Santos Arizona State University “Convergencia En La OCDE” (nº 88)
- Oxley, Les , “Earthquakes and volcanoes: the international conference on modelling and forecasting financial volatility, Perth, 7-9th September 2001” (nº 87)
- Espasa, A., Poncela, P. and Senra, E.,” A disaggregated analysis of us consumer price indexes” (nº 86)
- Pérez Pereira, María ,” II Jornadas Sobre Derecho Del Comercio Electrónico. Una Crónica” (nº 85).
- Nieto, María J., “Reflections on the regulatory approach to e finance”(nº 84 p.73)
- Veredas, David, “Estacionalidad Intra diaria de datos financieros de alta frecuencia” (nº 81, pp54-60)
- Quilis, Enrique M., "Algunas consideraciones sobre los indicadores cíclicos" (nº 79, pp. 73-80)
- Jimeno, Juan F., "Empleo y salarios públicos: una aproximación a partir de la teoría de los incentivos" (nº 78, pp. 57-64)



BOLETIN
INFLACIÓN Y ANÁLISIS
MACROECONÓMICO



Universidad Carlos III de Madrid

HOJA DE SUBSCRIPCIÓN PARA EL AÑO 2005

Nombre y Apellidos:.....
 Empresa:.....
 Cargo:.....
 Dirección:..... C.P.:.....
 Teléfono:..... Telefax..... Correo Electrónico:.....
 NIF/CIF:..... Fecha:

Boletín Inflación y Análisis Macroeconómico (edición mensual).....€ 335

Contenido

- *Predicciones de inflación* desglosada por sectores utilizando modelos econométricos de indicador adelantado y de regímenes cambiantes cuando es necesario para ESPAÑA, LA EURO ÁREA, PAÍSES DE LA UE y EEUU.
- *Predicciones del cuadro macroeconómico* de indicadores industriales y de sentimiento económico.
- *Predicciones del cuadro macroeconómico español.*
- *Predicciones de inflación en la Comunidad de Madrid* y de sus precios relativos con España y la Euro Área..
- *Predicciones del cuadro macroeconómico de la Comunidad de Madrid.*
- *Resultados y Análisis de una encuesta trimestral propia sobre expectativas en el sector financiero y bursátil.*

Servicio de Actualización de predicciones y diagnósticos € 1.200

a) **Servicio de Actualización de predicciones (por FAX , por CORREO ELECTRÓNICO) :**

- a las 12 horas de publicarse el IPC español.
- a las 24 horas de publicarse el IPC de los principales países europeos.
- a las 24 horas de publicarse el IPC de Estados Unidos.

b) **Servicio de Actualización de diagnósticos (por CORREO ELECTRÓNICO) :**

- Comunicación por correo electrónico de la existencia de cualquier actualización en la hoja web del Boletín.
- Actualización por correo electrónico del diagnóstico sobre la inflación europea, a las 4 horas de publicarse el dato de inflación armonizada europea.

Subscripción conjunta € 1.325

Suscripción al BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO

+ Servicio de Actualización de predicciones y diagnósticos.

Subscripción al boletín, actualizaciones, servicio de consultoría y apoyo a la investigación.....€ 4.000

Suscripción al BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO

+ Servicio de Actualización de predicciones y diagnósticos

+ Acceso inmediato a los documentos de trabajo desarrollados en el ámbito del Boletín.

+ Acceso al banco de datos del Boletín, mediante petición individualizada.

+ Servicio de consulta a los expertos del Boletín en los temas relacionados en el mismo.

+ Inclusión de anagrama en el Boletín y en Internet en la lista de instituciones que apoyan la investigación que se realiza en el Boletín.

MÉTODOS DE PAGO

(Todos los precios listados incluyen IVA y gastos de envío)

..... **Talón bancario**

A nombre de: Fundación Universidad Carlos III.

CIF: 79852257 - Domicilio Fiscal: C/ Madrid, 126. 28903 Getafe (Madrid)

(Enviar el talón a: Fundación Universidad Carlos III. Dpto. Contabilidad. Avda. de la Universidad, 20. 28911 Leganés (Madrid).

..... **Transferencia bancaria**

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

VISA..... **AMERICAN EXPRESS**..... **MASTERCARD** **Tarjeta de Crédito**

Número Fecha de caducidad

Firma.....

Firma autorizada:

Universidad Carlos III de Madrid

Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico

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

Boletín Inflación y Análisis Macroeconómico
INSTITUTO FLORES DE LEMUS
Universidad Carlos III de Madrid

PREDICCIONES INFLACIÓN INTERNACIONAL

	NOVIEMBRE 2004		TASAS ANUALES MEDIAS				
	Tasa Mensual	Tasa Anual	2002*	2003*	2004	2005	2006
UNIÓN MONETARIA ECONÓMICA							
Inflación armonizada total	-0.1	2.1	2.3	2.1	2.1	1.9	1.8
Inflación armonizada subyacente	0.1	2.0	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
Bienes	0.3	0.9	1.5	0.8	0.8	0.9	0.8
Servicios	-0.1	2.7	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
PIB			0.9	0.5	2.0	2.2	
Gasto en Consumo Final Hogares			1.3	1.2	1.4	2.0	
Formación Bruta de Capital			-2.7	-0.6	1.8	3.2	
Exportación de Bienes y Servicios			1.7	0.1	7.0	6.5	
Importación de Bienes y Servicios			0.3	2.1	6.1	7.0	
VAB Total			0.9	0.5	2.0	2.2	
VAB Agricultura			1.0	-3.6	1.7	2.1	
VAB Industria			0.2	0.0	2.5	2.8	
VAB Construcción			-0.6	-0.6	0.5	0.3	
VAB Servicios			1.3	1.0	2.1	2.4	
OTROS INDICADORES ECONÓMICOS							
Índice De Producción Industrial (excluyendo construcción)			-0.5	0.3	2.3	1.7	
ESTADOS UNIDOS							
Inflación total	-0.1	3.3	1.6	2.3	2.7	2.2	2.2
Inflación subyacente	-0.1	2.1	2.3	1.5	1.8	2.2	2.4
Bienes	-0.2	0.2	-1.1	-2.0	-1.0	0.4	1.0
Servicios	0.0	2.9	3.8	2.9	2.9	2.9	3.0

*Valores observados.

PREDICCIONES ECONOMÍA ESPAÑOLA

	NOVIEMBRE 2004		TASAS ANUALES MEDIAS				
	Tasa Mensual	Tasa Anual	2002*	2003*	2004	2005	2006
Inflación total	0.2	3.5	3.5	3.0	3.1	2.9	2.5
Inflación tendencial	0.3	2.8	3.7	2.9	2.7	2.6	2.6
Bienes	1.1	1.3	2.5	2.0	0.9	1.2	1.3
Servicios	-0.1	3.8	4.6	3.7	3.7	3.8	3.9

*Valores observados.

Para información sobre suscripciones véase la
HOJA DE SUSCRIPCIÓN Y PATROCINIO
en el interior de este ejemplar
www.uc3m.es/boletin