

# Situación Global

Segundo Trimestre 2014  
Análisis Económico

- **La expansión global seguirá**, con China creciendo menos y con la normalización de la política monetaria de la FED en perspectiva.
- **Una inflación "demasiado baja demasiado tiempo"** puede ser un problema, especialmente ante choques negativos.
- **El papel de la financiación bancaria en el comercio global**, mayor en exportaciones y en economías emergentes.

# Índice

1. Crecimiento global con sendas, políticas y vulnerabilidades heterogéneas .....	3
2. La desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED, claves del escenario global .....	4
Recuadro 1. El papel de la financiación bancaria en el comercio mundial .....	10
3. Inflación: en algunas economías, muy baja durante ya demasiado tiempo .....	15
Recuadro 2. Estimación de la inflación subyacente mediante un modelo de variables latentes .....	18
4. Tablas .....	21

Fecha de cierre: 30 de abril de 2014

# 1. Crecimiento global con sendas, políticas y vulnerabilidades heterogéneas

La economía mundial ha crecido en el primer trimestre de 2014 a un ritmo anual cercano al **3,2%**, medio punto menos de lo que esperábamos hace tres meses pero sin interrumpir la ligera mejoría iniciada en 2013. Tampoco hay eventos identificados con probabilidad relevante para complicar la **recuperación en marcha**, aunque los riesgos geopolíticos están presentes.

Las economías desarrolladas se apoyan en la favorable combinación de política fiscal y monetaria y en unas condiciones financieras que en general no frenan la actividad. Si que revisamos a la baja el crecimiento de las economías emergentes, resultado sobre todo de la **rebaja en China**, para la que esperamos ahora aumentos del PIB yendo hacia el 7% en 2014-15, frente al 7,5% anterior. Este cambio resulta del renovado brío en la **implementación de políticas orientadas al medio plazo**, a reducir las vulnerabilidades existentes y generar más incentivos de mercado, frente a seguir aguantando el crecimiento en el corto plazo.

China es la segunda economía del mundo, pero es la primera por contribución en términos absolutos al aumento del PIB global. El impacto comercial del menor aumento de la demanda china sería heterogéneo por la dispersión existente en el peso de las exportaciones a China, mayor sobre todo en el sudeste asiático, en algunas economías andinas y africanas y en Alemania, que exportan cada año más del 2,5% de su PIB. Con todo, el cambio de foco de la política económica, su impulso de reformas que den un mayor papel al mercado, al consumo frente a la inversión y la preocupación por el nivel de deuda alcanzado, **reducen la probabilidad de un ajuste brusco**. Un evento como ese podría abrir vías de contagio global adicionales al canal comercial, como el aumento de la volatilidad financiera, aunque hasta ahora no hay evidencia de esta vía de contagio.

Se sigue acercando la subida de tasas de interés en EE.UU., aunque no ocurrirá inmediatamente, es previsible que se dé **a partir de mediados de 2015**. Es un evento que no por esperado puede suponerse falto de impacto, como ya lo tuvo en mayo de 2013 el anuncio de la FED sobre el "tapering", comunicando que conforme se consolidase la recuperación habría menores aumentos de su balance. Ello produjo entonces un rebalanceo de los flujos globales de capital, se registraron salidas de los activos y mercados de mayor rentabilidad y riesgo relativo para ir hacia mercados y activos de economías desarrolladas. Algo similar podría ocurrir si los inversores descuentan súbitamente el tensionamiento de la FED, algo en sí mismo positivo como señal de crecimiento. Este evento está recogido en nuestras previsiones y estimamos que, **el impacto en términos de incertidumbre financiera sería acotado y heterogéneo**. Acotado porque tras la recomposición de carteras globales entre mayo y junio pasado, el recorrido adicional es menor en un escenario de recuperación global. Heterogéneo porque como se vio entonces, los tipos de cambio y en general las condiciones de acceso al mercado, se movieron de acuerdo a la solidez de las políticas macroeconómicas y al tamaño de los desequilibrios externos de las economías afectadas, emergentes sobre todo.

Un tercer reflejo de la heterogeneidad vigente en el escenario económico está ligado a la **reacción ante la falta de presiones inflacionistas**. Las economías más desarrolladas (EE.UU., Europa y Japón) coinciden en una etapa de falta de presiones relevantes de inflación, que se encuentran en niveles seguramente "demasiado bajos" ya durante "demasiado tiempo". En Japón desde luego que es así, y es por ello que están embarcados desde abril de 2013 en una política monetaria ultra expansiva para, a través fundamentalmente de la depreciación del tipo de cambio, elevar la inflación y abaratar el precio relativo del consumo frente al ahorro. Así, mientras que en Japón, las señales de presiones de precios están subiendo, en Europa o en EE.UU. se siguen deslizando a la baja, especialmente en la primera. En el escenario central, **la inflación europea repuntará lenta pero progresivamente** con la mejora en marcha de la demanda, tensiones financieras reducidas y al reforzamiento de la capacidad de concesión de crédito del sistema bancario en Europa, embarcado en un examen de transparencia y de resistencia. Sin embargo, **el margen de absorción de choques negativos sobre la inflación es muy reducido en Europa**, independientemente de si son de origen doméstico o foráneo. Por ello, **el margen de actuación de las políticas debería de ser el mayor posible**, especialmente en el caso de una política monetaria que podría tener que afrontar la toma de medidas adicionales para cumplir su objetivo desde una perspectiva preventiva. El BCE lo está discutiendo, pero hoy **no está en nuestro escenario más probable un programa de expansión monetaria cuantitativa**.

## 2. La desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED, claves del escenario global

### La recuperación global continúa, pero la mejora se frena con la desaceleración en las economías emergentes. China y el tensionamiento de la política monetaria de la FED marcarán el escenario global

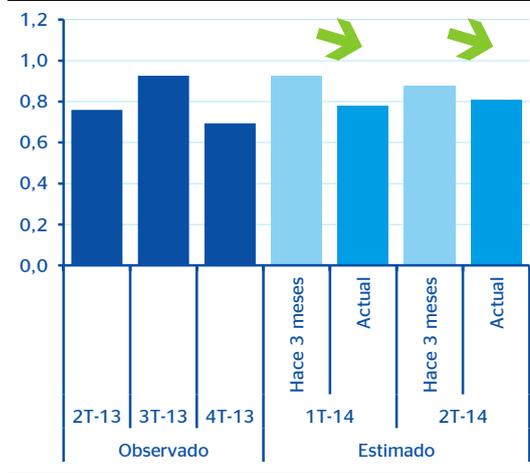
El ciclo económico global se mantiene robusto al inicio de 2014. Según nuestras estimaciones, durante el primer trimestre de 2014 el PIB global se habría acelerado muy levemente hasta niveles cercanos al 0,8% trimestral y, según nuestro indicador de actividad global (BBVA-GAIN), esperamos que se mantenga a este mismo ritmo durante la primera parte del año (Gráfico 2.1). Tras esta senda de recuperación global sostenida se encuentra la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. Del mismo modo, **los mercados financieros se han comportado de manera diferenciada en los últimos meses en ambas áreas** (Gráfico 2.2), y dentro de ellas, con mayor diferenciación dentro de las economías emergentes. Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tipos en EE.UU., pero también se han visto afectados más o menos intensamente por eventos de riesgo geopolítico en Europa del Este o las perspectivas de desaceleración de China. Con todo, el tensionamiento de las condiciones financieras de cada economía ha sido distinto según el grado de vulnerabilidad externa y de integración financiera de la misma, lo que se refleja por ejemplo por mayores déficits por cuenta corriente, pasivos altamente dolarizados o tipos de cambio flexibles.

El panorama global es resultado de una combinación de políticas implementadas domésticamente pero con efectos que van más allá de la propia economía donde se originan, no sólo en términos de mayor o menor demanda de bienes y servicios (comercio internacional), sino en la medida en que contribuyen a alterar la aversión global al riesgo financiero, lo que se refleja en volatilidad de flujos de capitales y/o precios de activos financieros y de materias primas.

Por una parte, la recuperación cíclica se extiende en las economías desarrolladas, al calor de un menor ritmo de consolidación fiscal, menor preocupación por la sostenibilidad de la deuda con unos costes financieros contenidos y avances en la implementación de la Unión Bancaria en la UEM. Sin embargo, la normalización de la política monetaria de EE.UU., en marcha en sus medidas cuantitativas y a la expectativa en tasas de interés, está produciendo una recomposición de carteras financieras a nivel global con impacto en las condiciones de financiación y los precios de los activos de las economías emergentes, sobre todo, Este contagio no es nada novedoso, pero se vuelve a manifestar en un entorno que sí lo es: con mayor integración financiera de las economías emergentes y con una política monetaria de EE.UU. extraordinariamente laxa (Gráfico 2.3). Simétricamente, la salida de este periodo excepcional también tendrá impacto en las variables financieras (Gráfico 2.4).

Entre este último grupo, además, se están empezando a materializar las preocupaciones por la ralentización de la economía de China tras el Año Nuevo chino, dado el foco que las autoridades están poniendo en mayor medida en reducir vulnerabilidades - vía políticas macroprudenciales a medio plazo - que en sostener el crecimiento a corto plazo.

Gráfico 2.1  
Crecimiento mundial (% intertrimestral) basado en BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

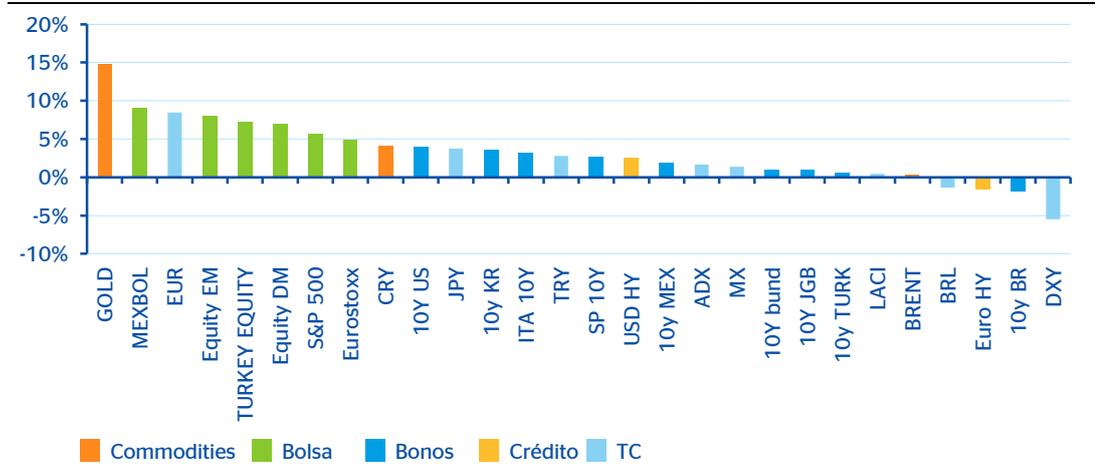
Gráfico 2.2  
Índice de tensiones financieras de BBVA Research en desarrollados y emergentes



Fuente: BBVA Research

En resumen, nuestra valoración del escenario global registra un sesgo bajista respecto a la que hacíamos hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes en nuestras previsiones. Tras crecer a 3,0% en 2013, el PIB global volverá a acelerarse en 2014 y 2015 en torno al 3,4% y al 3,8%, respectivamente, cifras que muestran tanto las variaciones en expectativas de crecimiento de diversas regiones como la mayor, aunque leve, contribución al crecimiento global por parte de las economías avanzadas. Si bien no se han producido cambios relevantes en EE.UU. o en el área del euro, las presiones a la baja en nuestras previsiones se han materializado sobre todo en economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica en 2014 y 2015. **En este sentido, continúan existiendo riesgos bajistas de corto y medio plazo sobre la previsión.** Algunos factores de impacto global se podrían hacer presentes más intensamente de lo previsto en el escenario base en un horizonte temporal no muy lejano, como el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal, la menor demanda mundial a raíz de la ralentización de la economía china o, a una escala de repercusión macroeconómica menor (todavía), riesgos geopolíticos derivados de Europa del este.

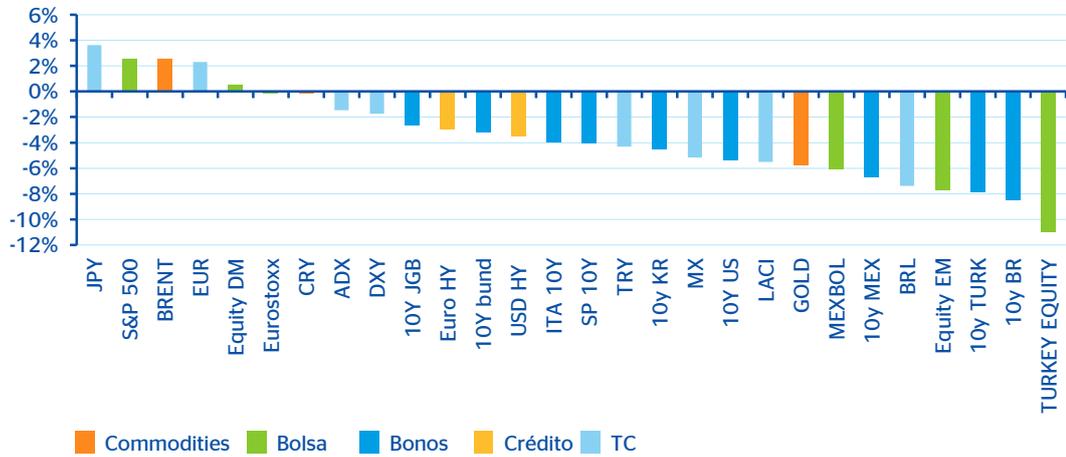
Gráfico 2.3  
Cambio en el precio de activos financieros como resultado de la llegada del QE1, QE2 y QE3 de la FED<sup>1</sup>



Fuente: BBVA Research basado en Bloomberg

1: Los periodos considerados son: QE1: 3 Nov 08- 2 Ene 09; QE2:27 Ago 10-10 Nov 10; QE3: 1 Ago 12-17 Sept 12.

Gráfico 2.4  
Cambio en precio de activos financieros como resultado del anuncio del tapering en mayo de 2013<sup>2</sup>



Fuente: BBVA Research basado en Bloomberg

## En las economías desarrolladas, EE.UU. supera el impacto de un invierno inusualmente frío y se consolidan las perspectivas de mejora de la eurozona

El PIB de EE.UU. ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a principios de 2014 a pesar del impacto de unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas. En el mercado laboral, el empleo ha crecido en 178 miles de personas en promedio el 1T14, en línea con el registro del último trimestre de 2013, y la tasa de desempleo ha caído hasta el 6,7% de los activos, ralentizando su descenso por el aumento de la población activa. Con ello, la Reserva Federal no ha dudado en implementar la anunciada moderación del ritmo de aumento de su balance. En este sentido, esperamos que la salida del programa de compra de activos de la Fed se complete hacia finales de año y que el mercado pueda centrar su atención en un posible cambio de tendencia al alza de la inflación a la hora de anticipar el inicio de las subidas de tipos en un escenario de paulatina aceleración del PIB. Así, el crecimiento en el primer trimestre de 2014 se situó en el 0,1% trimestral anualizado. Los indicadores de coyuntura apuntan a un inicio de segundo trimestre más robusto que el primero. **Con todo, mantenemos nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 en el 2,5%, cifra que se estima también para 2015.** La previsión tiene riesgos al alza, si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación laboral de las empresas.

Por el lado europeo, **tras el crecimiento de la zona euro durante la última parte de 2013 se encuentra la recuperación de las exportaciones**, que ha favorecido también la mejora de la inversión. Con vistas al primer trimestre de 2014, nuestros modelos de corto plazo apuntan a una aceleración en el entorno del 0,5% trimestral, sin embargo el impulso del sector exterior podría verse moderado en los meses venideros por: i) la apreciación del euro, con impacto leve en crecimiento pero claramente diferenciado por países; ii) la menor demanda china, también con efectos directos diferenciados; iii) riesgos geopolíticos en el Este si la crisis de Ucrania se mantiene en el tiempo.

**Con todo, mantenemos nuestras previsiones para la zona euro en 2014 en el 1,1%, mientras que se espera un crecimiento del 1,9% en 2015**, ello en un escenario de tensiones financieras contenidas y unas políticas fiscal y monetaria que no supongan frenos al

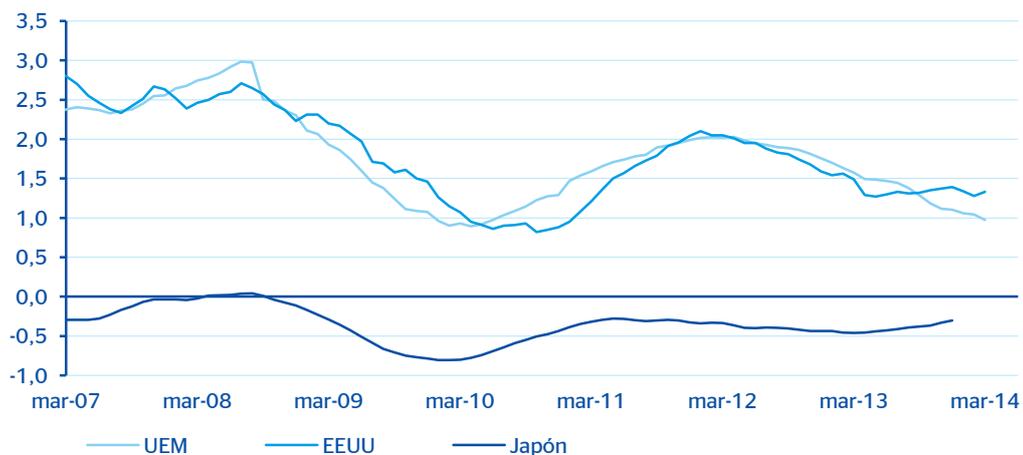
2: El periodo considerado es: 2 May.13 - 17 Jun 13.

crecimiento. En esta gradual recuperación la demanda doméstica tendría un papel creciente, con aceleración de la inversión y mejora más acotada del consumo, en línea con la estabilización del mercado laboral en 2014 y posterior creación de empleo en 2015. En este escenario es necesario que sigan, de acuerdo a lo establecido, los avances en la consecución de una unión bancaria efectiva, que empiezan por la mayor transparencia posible de los balances bancarios, revisando su calidad con las normas comunes de un único regulador y sometidos a pruebas de estrés ante escenarios adversos.

Finalmente, entre las economías desarrolladas, **algo más de incertidumbre existe en las perspectivas de crecimiento de Japón**, inmerso en un programa monetario de expansión cuantitativa desde abril de 2013 y de impulsos fiscales para volver a tener inflación y favorecer el consumo y la inversión. La reciente subida de impuestos al consumo para controlar el déficit público puede poner en riesgo la recuperación de la demanda privada, aunque quedan medidas por tomar que la compensen, incluso con una expansión monetaria aún más intensa. Con todo, **revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento de 2014 en cuatro décimas, hasta el 1,1% y mantenemos el crecimiento de 2015 en el 1,3%.**

**En las economías desarrolladas se sigue extendiendo el periodo de inflación baja o desinflación, como evidencian distintas medidas optimizadas<sup>3</sup>** (Gráfico 2.5). Mientras que en Japón la medida de tensiones inflacionistas repunta –en niveles negativos aún– como resultado de las políticas antes comentadas y en EE.UU. se mantiene anclada, la zona del euro se encuentra en una etapa de caída que la sitúa en el entorno del 1%. Previsiblemente, de acuerdo a nuestro escenario base, cerca de sus mínimos y con perspectivas de aumento. Sin embargo, **aunque no esperamos deflación, la vulnerabilidad a choques negativos, globales o domésticos, con incidencia en precios<sup>4</sup> es comparativamente elevada.** La vulnerabilidad viene no sólo del nivel y la tendencia a la baja de las tensiones inflacionistas, sino también de la situación del balance financiero del sector privado, con niveles de deuda muy elevados al menos en algunas de las economías del área y un sector bancario que está en un proceso de reforzamiento de su capacidad de concesión de crédito, como se describía más arriba. **Un shock negativo que pudiera conllevar un cambio en las expectativas de inflación haría más probable que el BCE tomara medidas adicionales,** desde proporcionar liquidez a largo plazo a la banca sin restricciones, bajar las tasas de referencia o hacer compras selectivas de activos de deuda privada de alta calidad.

Gráfico 2.5  
Indicadores de tensiones de inflación en economías desarrolladas\*



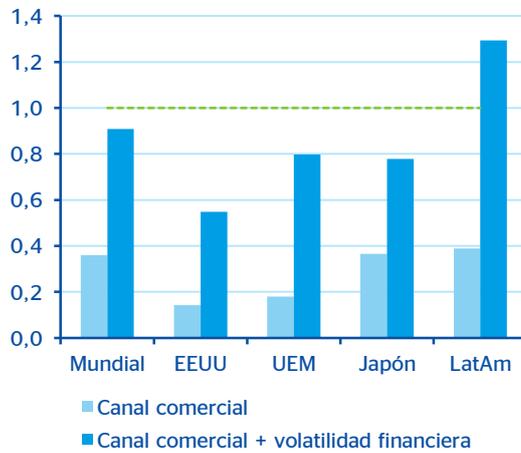
\* Medidas podadas de las cestas de precios de consumo personal en EE.UU. y de IPC en Japón y UEM  
Fuente: Fed de Dallas y BBVA Research

3: Para más detalles sobre las medidas podadas, ver por ejemplo Situación España de enero de 2014, disponible en Internet: <http://bit.ly/1mQM3BV>.

4: Caídas de la inflación importada bien por fortalecimientos adicionales del euro o menores precios de materias primas, resurgimiento de aversión global a riesgo en los mercados financieros. En este sentido, hay que destacar la revisión a la baja de nuestras previsiones de inflación de China, de cerca de medio punto porcentual en 2014 y algo menos en 2015, hasta el 2,7% y 3,3%, respectivamente.

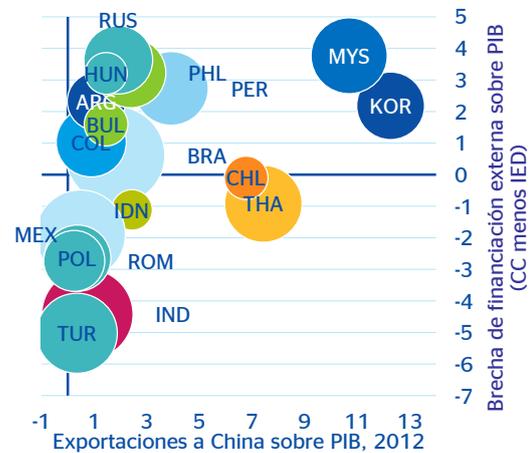


Gráfico 2.7  
Crecimiento del PIB, impacto de un ajuste de 1pp en el crecimiento de China (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.8  
Exposición de emergentes a ralentización China y necesidades de financiación externa (%)



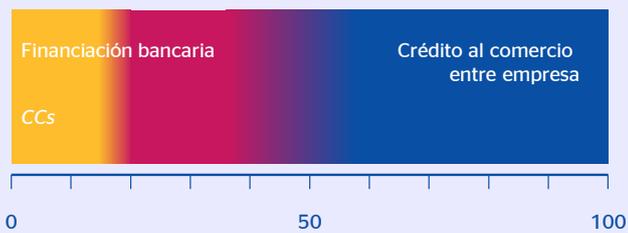
Nota: tamaño de las bolas proporcional a la volatilidad del tipo de cambio en el episodio de tapering de la Fed.  
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

En resumen, dos son los factores de impacto global en el horizonte de previsión: el tensionamiento de la política monetaria de la FED, y el menor crecimiento de la demanda China, con unas repercusiones macroeconómicas claramente diferenciadas entre economías. Como se describía más arriba, la súbita percepción por el mercado de la inminencia del *tightening* en el ciclo monetario de la Reserva Federal con la retirada de estímulos cuantitativos, elevó la volatilidad financiera en economías emergentes, aunque con una clara diferenciación con mayor volatilidad en tipos de cambio donde la exposición a la financiación exterior es mayor. Por otro lado, también entre las emergentes, son las economías asiáticas las más expuestas a una reducción de la demanda china, añadiendo además a la lista algún exportador de materias primas como Chile. Con todo, tal y como se observa en el Gráfico 2.8, surge un mapa de vulnerabilidades en el que la diferenciación es un factor clave.

## Recuadro 1. El papel de la financiación bancaria en el comercio mundial

El incremento de la financiación bancaria al comercio internacional no ha sido alcanzado por otras actividades financieras en las décadas recientes<sup>5</sup>, registrado un monto total de alrededor de 18 billones de dólares en 2011, según el registro de comercio de la Cámara Internacional de Comercio (ICC, por sus siglas en inglés). Las estimaciones recientes publicadas<sup>6</sup> por el Banco Internacional de Pagos (BIS) desagregan entre financiación bancaria del comercio internacional, que actualmente da soporte aproximadamente a un 40% del total, y el 60% restante, financiado bajo un contexto de crédito inter-firma (ver Gráfico R.1.1). Este último incluye transacciones de cuenta abierta (en las que los bienes se envían por adelantado al pago) y transacciones al contado por adelantado (en las que el pago se realiza previamente al envío).

Gráfico R.1.1  
Financiación comercio internacional  
(como porcentaje del comercio mundial total, %)

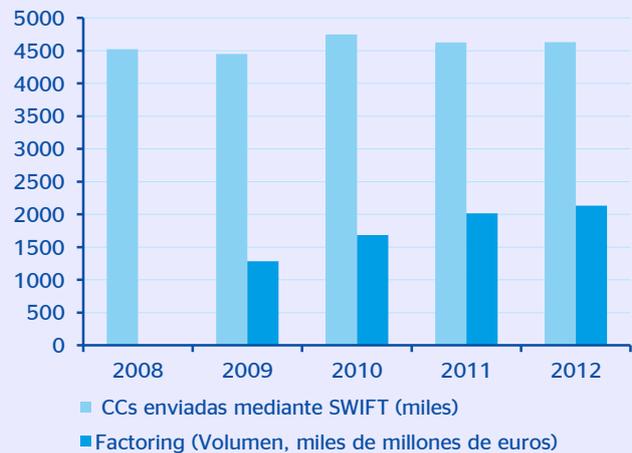


Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS)

Sin embargo, aunque las tendencias para la intermediación bancaria son positivas tras la crisis financiera<sup>7</sup> (ver Gráfico R.1.2), se les ha prestado poca atención en la literatura.

Una razón obvia surge de la **escasez de datos fiables de financiación al comercio**. Una segunda razón relevante es que la financiación al comercio no está, con frecuencia, detallada en la actividad de la empresa, y poner en claro los complejos factores institucionales que influyen en su comportamiento resulta extremadamente difícil.<sup>8</sup> Así, raramente se ha prestado la suficiente atención a modelizar la financiación bancaria al comercio, teniendo en cuenta no sólo los costes, sino también especificando la influencia de la liquidez y/o el capital del sector bancario en su disponibilidad.

Gráfico R.1.2  
Financiación al comercio mundial: Cartas de crédito enviadas mediante SWIFT (miles), y volumen total de operaciones de factoring (miles de millones de euros)



Fuente: BBVA Research

No obstante, más recientemente tras la crisis financiera la **financiación al comercio, especialmente en la forma de cartas de crédito de corto plazo, ha estado bajo el foco**. La razón principal tiene que ver con el trato relativamente favorable recibido bajo Basilea III, el nuevo marco regulatorio internacional regulatorio macroprudencial de los bancos.<sup>9</sup> Como resultado de ello, algunos trabajos se han venido preocupando en estudiar las consecuencias no buscadas de la propuesta inicial de provisionar al 100% actividades no apalancadas como las CCs, lo que reduciría su atractivo en relación a operaciones de mayor riesgo y menos colateralizadas. Por ejemplo, Auboin and Blengini (2014) muestran como **la propuesta de ratio de apalancamiento podría revertir en parte el efecto positivo del bajo ratio de capital, dado el menor riesgo de tales instrumentos**<sup>10</sup>.

En este contexto, el Comité del Sistema Financiero Global (CGFS, por sus siglas en inglés) del BIS<sup>11</sup> mostró el desempeño e impacto de la financiación del comercio durante los episodios de tensiones financieras en los mercados globales, en particular, cuando los bancos europeos empezaron a preocuparse por la posibilidad de problemas de liquidez o de balance. Sin embargo, en términos de riesgos de estabilidad financiera, acaban concluyendo que **las pérdidas en carteras de**

5: La espectacular evolución de comercio mundial en las últimas décadas, causa y resultado del proceso de globalización, es coherente con el incremento del negocio de financiación al comercio global. Durante los últimos 20 años, el volumen de comercio global ha crecido en promedio anual en torno al 8,6%. En el mismo periodo, el PIB internacional ha crecido en promedio a una tasa interanual del 3,6%.

6: Basadas en encuestas realizadas por el FMI y BAFTA-IFSA.

7: Productos financieros para el comercio mediante intermediación bancaria tales como el factoring, las cartas de crédito - CCs en adelante - y otros).

8: Véase el trabajo fundamental de Nadiri (1969).

9 Para más detalles, véase la decisión del Comité de Basilea de 12 de enero de 2014 para reducir el ratio de apalancamiento:

<http://www.bis.org/press/p140112a.htm>.

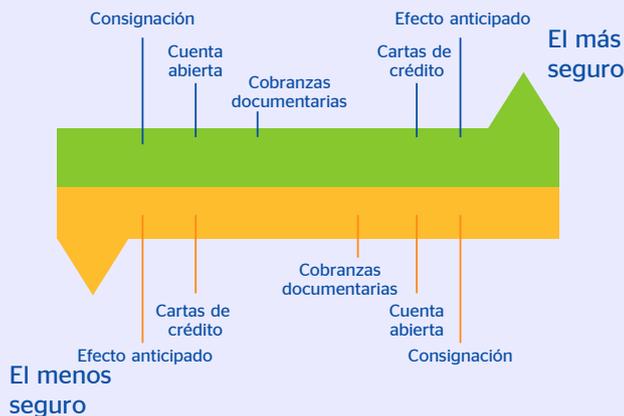
10: Desde un punto de vista empírico, el 65% de los encuestados (según la encuesta realizada por la ICC Banking Commission 2013) aseguraron que la implementación del marco regulatorio de Basilea III está afectando "en alguna medida" o "en gran medida" al coste de financiación y liquidez de la financiación al comercio.

11: Trabajo Nº50 del Comité del Sistema Financiero Global: "Financiación al Comercio: Evolución y cuestiones" (disponible en inglés).

financiación de comercio han sido históricamente reducidas y, dada su naturaleza de corto plazo, la banca ha sido capaz de disminuir rápidamente su exposición en momentos de tensión.

Gráfico R.1.3

Diagrama de riesgos de pago



Fuente: Guía para exportadores de EE.UU. (Dep. de Comercio)

Esta última característica también incorpora la posibilidad de que las financiación bancaria al comercio actúe como canal de transmisión de tensiones del sistema financiero a la economía real, cuando los bancos reducen sus activos en balance en financiación al comercio en respuesta a presiones financieras y de liquidez. A continuación detallamos si las regulaciones que atajan ampliamente las vulnerabilidades de capital y liquidez del sistema bancario y alientan la competencia, pueden proveer, en general, de los medios efectivos para evitar o contener trastornos en los flujos de financiación al comercio internacional.

## 1. Pero, ¿qué se entiende por financiación bancaria al comercio internacional?

Los bancos globales y locales apoyan al comercio internacional mediante una amplia gama de productos que ayudan a sus clientes a manejar sus pagos internacionales y riesgos asociados, y proveen del capital de trabajo necesario. El término "financiación al comercio" está generalmente reservado a productos bancarios que están especialmente vinculados a transacciones subyacentes de comercio internacional (exportaciones o importaciones). Y, aunque el comercio de bienes de capital se puede apoyar en créditos a mayores plazos, los productos de este segmento conllevan típicamente vencimientos de corto plazo, inferiores al año.

La financiación al comercio es, de bajo riesgo y está en el extremo alto del espectro de garantías de crédito, pero ello no le ha aislado de la crisis. La gran mayoría del comercio mundial se basa en la financiación del comercio (créditos y seguros/garantías), en su mayoría de una naturaleza cortoplacista. En este sentido, el daño potencial a la economía real de la contracción de la financiación al comercio puede ser relevante (véase FMI 2003). Además, las nuevas cadenas de suministro internacional han incentivado la globalización de la financiación al comercio, junto con la producción. Así, operaciones sofisticadas de financiación de cadenas de suministro - incluyendo a las pequeñas y medianas empresas - se han convertido, como consecuencia, en algo crucial para el intercambio comercial.

Como se mencionaba anteriormente, los productos de financiación al comercio exterior suelen llevar implícitos vencimientos a corto plazo (véase Gráfico R.1.3). Por ejemplo, las CCs son uno de los instrumentos más versátiles y seguros disponibles. En promedio, esta herramienta representa el 43% del total de las exportaciones e importaciones en términos de financiación del comercio mundial según el Registro Mercantil de la Comisión Bancaria de la ICC (2013). Las CCs son un compromiso de un banco a nombre del importador (comprador extranjero) por el cual el pago se abona al beneficiario (exportador), siempre que los términos y condiciones establecidos en las CCs se hayan cumplido, mediante la presentación de los documentos que se especifiquen. En tanto en cuanto las CCs son títulos de crédito, el crédito del importador con su banco se utiliza para obtener una carta de crédito. El importador paga a su banco una cuota para prestar este servicio. Así, las CCs son útiles cuando la información crediticia fiable de un comprador extranjero es difícil de obtener o, simplemente, es inaceptable, pero el exportador está satisfecho con la calidad crediticia del banco del importador. Este método también protege al importador ya que los documentos necesarios para hacer efectivo el abono proporcionan la prueba de que los bienes han sido transportados según lo acordado<sup>12</sup>.

## 2. ¿Es realmente un mercado "global"?

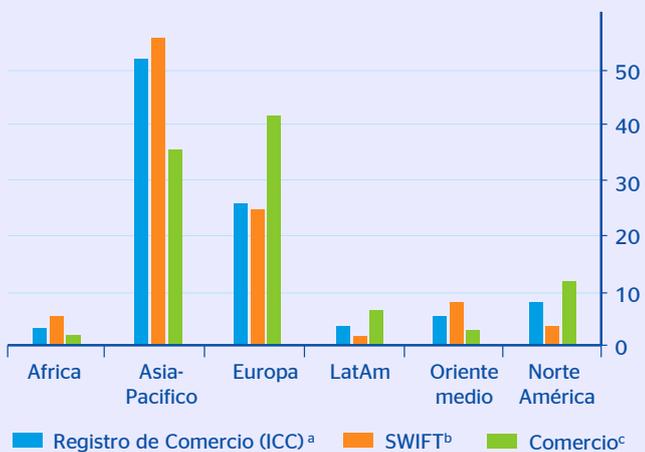
La financiación bancaria al comercio mundial ha crecido de forma espectacular en dólares a lo largo de la pasada década y, particularmente, desde finales de 2006, a pesar de que tal crecimiento se vio interrumpido tras la quiebra de Lehman en 2008. Sin embargo, este ritmo ha diferido notablemente entre países en los últimos años. El incremento observado en la actividad de financiación al comercio ha sido considerable en

<sup>12</sup>: Sin embargo, dado que las CCs pueden generar discrepancias, lo que podría llevar a la negación del pago al exportador, los documentos deben ser preparados por profesionales o agentes subcontratados. Los documentos discrepantes, incluyendo mínimos detalles, pueden conllevar la negación del pago bancario obligado.

economías emergentes y apoya aquellos informes que señalan que **los bancos locales de países emergentes han empezado a jugar un mayor papel en la provisión de financiación al comercio y servicios similares**. En concreto, las entidades chinas parecen ser crecientes y activos proveedores de financiación al comercio.<sup>13</sup> La exposición de la financiación al comercio de Alemania o de EE.UU. - principalmente con respecto a emergentes - ha experimentado un crecimiento significativo a inicios de 2006. Por el contrario, la exposición a otros países europeos ha sido menos dinámica desde 2009 (Gráfico R.1.4).

Gráfico R.1.4

**Desagregación geográfica de financiación al comercio y comercio internacional (como porcentaje del total, %)**



a Promedio desde 2008 a 2011. b Basado en el valor promedio de mensajes MT700 enviados y recibidos por SWIFT en 2011. c Comercio de mercancías (promedio de exportaciones e importaciones) desde 2008T1 a 2012T4. Fuente: Berne Union; ICC; FMI; SWIFT; datos nacionales; estimaciones del BIS

### 3. El impacto de la financiación bancaria en el comercio

La literatura previa reciente se ha centrado principalmente en la financiación de comercio global no intermediada por bancos, basándose en datos nacionales ambiguos y, en particular, en el periodo de crisis 2008-2009.<sup>14</sup> En cualquier caso, se ha conseguido cierto consenso entre estudios académicos en que son **los cambios globales de gasto final, la demanda los que han resultado ser los mayores contribuidores a la caída del comercio mundial observada durante la crisis**. Ello resulta consistente con la evidencia surgida de las encuestas llevadas a

cabo por el IMF-BAFT en las que se cita la "menor demanda" como el mayor detonante de las caídas<sup>15</sup>.

Como se mencionaba previamente, teniendo en cuenta el co-movimiento entre ambas variables (comercio mundial y financiación al comercio), **la escasez de financiación al comercio supone un riesgo para el comercio mundial (y para la producción)**. Sobre esta cuestión existe amplia evidencia de operaciones en cadena que se ven trastocadas por la falta de financiación por parte de proveedores en países en desarrollo, particularmente en Asia. Este hecho circunstancial es coherente asimismo con la coincidencia de *shocks* a las condiciones de financiación global y el repentino ajuste del crecimiento del comercio alrededor del mundo. De este modo, **las mayores tensiones de financiación a nivel global aproximadas por nuestro Índice de Tensiones Financieras<sup>16</sup>, los repuntes en la aversión al riesgo (medida por la volatilidad implícita, VIX), las presiones de financiación en dólares (medida por el *swap spread* de tipo de cambio a tres meses) y los ratios de capital bancario respecto a activos totales resultan todos significativamente correlacionados con caídas en la financiación bancaria del comercio**.

Con todo, parece razonable considerar que la "demanda de financiación" podría no ser el factor principal tras la evolución de la financiación al comercio, especialmente en el periodo más reciente 2012-2013. De este modo, utilizamos un indicador de financiación al comercio como es la tendencia de uso total de CCs mediante la red *Society for the Worldwide Interbank Financial Telecommunication* (SWIFT), que captura alrededor del 90% de estas transacciones.<sup>17</sup> Utilizamos los flujos de SWIFT para aplicar un estimador de paneles dinámicos basado en Arellano y Bover (1995) - método generalizado de momentos - con objeto de atajar el potencial problema de endogeneidad de las series. El panel cubre 24 países durante el periodo 2012 y 2013 (frecuencia trimestral). Las variables seleccionadas comprenden precios relativos, renta, Índice de Tensiones Financieras de BBVA, aversión al riesgo global, presiones de financiación en dólares y ratios de capital bancario respecto a total de activos.

Los resultados empíricos previos sugerían que la financiación al comercio internacional típicamente no afecta significativamente al desempeño - en términos de

13: Factors Chain International (FCI) es una red global de empresas líderes en factoring, cuyas transacciones representan el 90% del correspondiente negocio de factoring entre fronteras a nivel mundial. Sus tres mercados de factoring más activos en términos de exportación son China, que supone alrededor de un tercio del volumen, Turquía y Hong Kong. Los tres mercados de mayor importación son EE.UU., Francia y China.

14: Véanse por ejemplo Auboin & Engemann (2013), Ahn et al. (2011), Asmundon et al. (2011) y Chor & Manova (2012) entre otros.

15: IMF-BAFT-IFSA (2010).

16: Para más detalles véase el Observatorio Económico (2011) "Tensiones financieras y actividad en EE.UU y la eurozona"

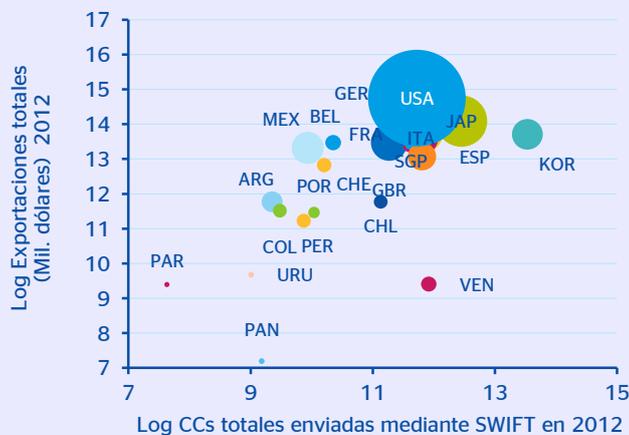
[http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/111006\\_Observatorio\\_economico\\_escenarios\\_ec\\_tcm346-270914.pdf?ts=](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/111006_Observatorio_economico_escenarios_ec_tcm346-270914.pdf?ts=)

17: Con este fin, recopilamos información del tráfico de MT700, que se utiliza normalmente como indicador de financiación al comercio ya que supone un mensaje estructurado que contiene información relacionada con el código de moneda y la cantidad del crédito documentario.

comercio internacional - de un país, excepto en períodos de crisis. Sin embargo, durante el periodo que transcurre entre 2012 y 2013, manteniendo constante el efecto de otros determinantes, nuestras conclusiones apoyan la idea de que **una caída del 10% de financiación bancaria al comercio internacional se asocia aproximadamente con una caída del 9% de las exportaciones y un 6% de las importaciones**. Para arrojar claridad, en el Gráfico R.1.5 se presenta la relación positiva entre las exportaciones y las CCs enviadas en 2012. Además, nuestros resultados empíricos arrojan dos conclusiones adicionales. En primer lugar, **el impacto de la financiación bancaria al comercio es mucho mayor en las exportaciones que en las importaciones**, en línea con la literatura previa relacionada con la financiación no bancaria del comercio. En segundo lugar, una vez dividida la muestra en diferentes regiones, se observa que **el impacto relativo en las exportaciones es bastante mayor para el grupo de emergentes que para economías avanzadas**.

Gráfico R.1.5

Global: Exportaciones y CCs basadas en mensajes enviados MT700 via SWIFT (en logaritmos)



Nota: El tamaño se basa en el peso relativo del PIB ppp de cada economía en el mundo.

Fuente: BBVA Research

#### 4. Conclusiones

La importancia creciente de la financiación al comercio intermediada por bancos ha resultado evidente a la luz de las tendencias de negocio recientes. Sin embargo, se ha dado muy poca atención a este segmento en términos globales y tras periodos de crisis como el transcurrido entre 2012 y 2013. Hemos intentado, por lo tanto, llenar ese hueco mediante la estimación de un modelo de paneles dinámicos utilizando datos fiables de CCs proporcionados por SWIFT para 24 países. Nuestros resultados confirman que la

**financiación bancaria al comercio ayuda a explicar tanto el volumen de exportaciones como de importaciones más allá de los determinantes habituales de renta y precios.**

Además, de nuestros resultados empíricos surgen dos conclusiones adicionales. En primer lugar, **el impacto de la financiación bancaria al comercio en las exportaciones es mucho mayor que el que se da en las importaciones**, en línea con la literatura relacionada respecto a financiación de comercio no intermediada por bancos. En segundo lugar, una vez dividida la muestra en regiones, se puede observar que **el impacto relativo de las exportaciones es bastante mayor para el grupo de emergentes respecto al de economías avanzadas**.

Para concluir, consideramos que estos resultados apoyan **aquellas políticas encaminadas a favorecer la financiación bancaria del comercio tras periodos de crisis financieras**, particularmente cuando los bancos domésticos no son capaces de atender adecuadamente la demanda de financiación del comercio internacional.

#### 5. Referencias

Ahn, J., Amiti, M., y D. Weinstein (2011). "Trade finance and the great trade collapse". *American Economic Review: Papers & Proceedings* 101(3): 298-302.

Arellano, M. y O. Bover (1995): "Another look at the instrumental variable estimation of error-component models". *Journal of Econometrics* 68: 29-51.

Auboin, M. y I. Blengini. (2014): "The impact of Basel III on trade finance: The potential unintended consequences of the leverage ratio". *World Trade Organization Working Paper ERSD-2014-02*.

Auboin, M y M Engemann (2013): "Trade finance in periods of crisis: what have we learnt in recent years?". *World Trade Organisation, Staff Working Paper ERSD-2013-01*.

Asmundson, I., Dorsey, T., Khachartryan, A., Nicolacea, I., y M. Saito (2011): "Trade and trade finance in the 2008-2009 financial crisis", *IMF Working Paper 11/16*.

Banco Internacional de Pagos (2014): "Trade finance: developments and issues". *CGFS Papers* N. 50.

Bruno, V y H S Shin (2013): "Capital flows, cross-border banking and global liquidity," *NBER Working Paper* N. 19038

Chor, D y K Manova (2012): "Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis", *Journal of International Economics*, 87(1): 117-13.

ICC Banking Commission (2014): "2013: Rethinking trade and finance".

Fondo Monetario Internacional (2003): "Trade finance in financial crises: assessment of key issues".

FMI, Bankers Association for Finance and Trade and International Finance Services Association (BAFT-IFSTA) (2010): "A survey among banks assessing the current trade finance environment. Trade finance services: Current environment and recommendations: Wave 3".

Manova, K. (2013): "Credit constraints, heterogeneous firms, and international trade". *The Review of Economic Studies* 80: 711-744.

Nadiri, M.I. (1969) "The determinants of trade credit in the U.S.: total manufacturing sector". *Econometrica* 37(3): 408-423.

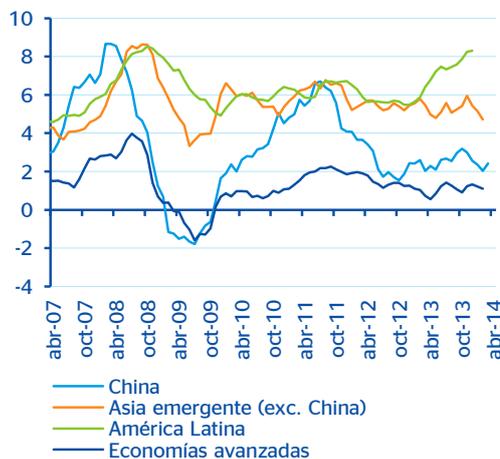
Departamento de comercio de EE.UU. (2012): "Trade finance guide: A quick reference for U.S. exporters".

### 3. Inflación: en algunas economías, muy baja durante ya demasiado tiempo

#### La inflación evoluciona en línea con lo previsto, pero se mantiene muy baja en algunas geografías

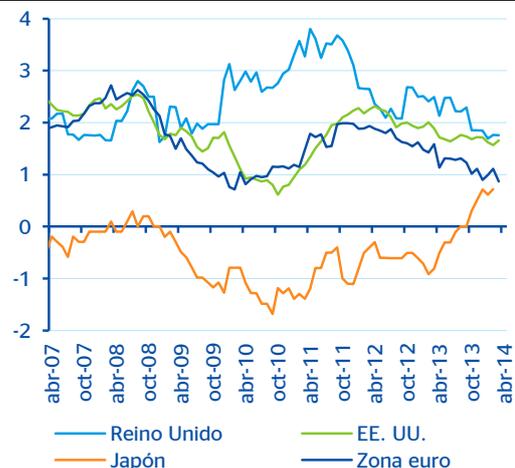
La inflación, o más bien la ausencia de inflación, continúa siendo una fuente de preocupación en la economía global. Algunos bancos centrales han dado muestras de estar incómodos con los niveles actuales y se muestran preparados para actuar si la situación lo amerita (BCE sobre todo) o lo han hecho ya (Banco de Japón). El actual proceso de desinflación se inició, en general, a mediados de 2011, pero con mucha heterogeneidad. En general el proceso actual de desinflación continúa afectando sólo a economías avanzadas (Gráfico 3.1) y aunque también afecta a China, sólo en aquellas los niveles de inflación están por debajo del umbral del 2%. Dentro de las economías avanzadas, también es importante tener en cuenta la dispersión existente. La desinflación ha sido más modesta en EEUU (Gráfico 3.2) y su inflación sin alimentos frescos ni energía apenas está unas décimas por debajo del 2%, mientras que es la zona euro donde este proceso ha sido más intenso, y la inflación flirtea con el 1%, si bien la desinflación parece haberse ralentizado en lo que llevamos de 2014. En Japón, por su parte, tras el intenso impulso monetario realizado el año pasado, la inflación sin alimentos frescos ni energía ha entrado decididamente en terreno positivo.

Gráfico 3.1  
Inflación mundial (% a/a)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.2  
Inflación sin alimentos frescos ni energía en economías avanzadas (% a/a)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

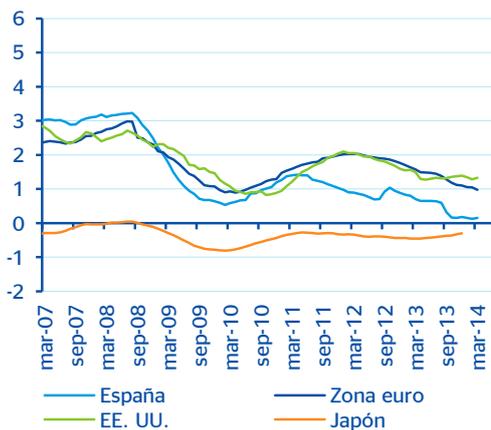
#### De acuerdo a medidas alternativas con capacidad predictiva, las tensiones subyacentes de inflación seguirán siendo bajas

Las medidas tradicionales de inflación obvian el hecho de que algunos componentes presentan comportamientos volátiles, ajenos a la incidencia de la demanda o de factores de oferta no transitorios. El modo más habitual de corregir esos sesgos es eliminar, podar, de la cesta de precios de consumo la energía y los alimentos, pero incluso esa decisión se antoja arbitraria para el fin señalado. Los comportamientos erráticos, volátiles e irrelevantes para el análisis de las tensiones de precios no tienen por qué estar constreñidos a esas rúbricas concretas. **Un análisis más detallado permite podar rúbricas de la cesta de acuerdo a**

**criterios explícitos de volatilidad y de minimización del error de previsión para un periodo dado<sup>18</sup>, obteniendo así también una señal tendencial que aproxima las tensiones subyacentes de precios.** El Gráfico 3.3 recoge nuestra medida de inflación podada para distintas economías. La inflación tanto en EEUU como en la zona euro han tenido un comportamiento similar, y se sitúan en el entorno del 1%, aunque la tendencia de bajada es más intensa en Europa. Sin embargo, la inflación japonesa, que en las medidas tradicionales de inflación subyacente había entrado en terreno positivo, todavía se encuentra en deflación. De acuerdo a este análisis, las actuales tasas de inflación positivas se deberían sobre todo a los componentes más volátiles de la cesta.

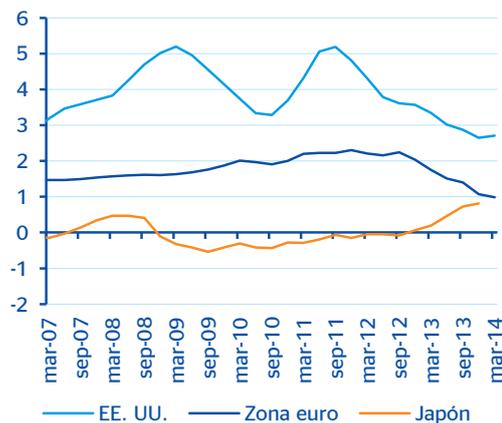
Siguiendo una metodología alternativa (ver Recuadro “Estimación de la inflación subyacente mediante un modelo de variables latentes”), los resultados son relativamente semejantes, al menos en lo que se refiere a las tendencias de las señales estimadas. Las diferencias más relevantes no se encuentran en el caso de la zona del euro, donde las estimaciones siguiendo ambas aproximaciones se sitúan en el 1% y con tendencia de caída, si bien más acusada en el caso de la estimación con variables latentes. En el caso de Japón, aún con niveles diferentes, negativos con la poda y recientemente positivos con el modelo de variables latentes, al menos las tendencias son similares, de subida. Ello resulta consistente con las medidas emprendidas por las autoridades japonesas y su impacto en tipo de cambio y precios. Finalmente, es en EE.UU. donde las diferencias resultan más evidentes en las estimaciones, en niveles y en volatilidad. Las razones de esta divergencia no solo residen en la señal de precios de consumo elegida: el índice de precios del gasto en consumo personal (PCE) en el caso de la poda y el IPC en el caso del modelo latente<sup>19</sup>, sino que se originan principalmente en la diferente relación señal-ruido utilizada en cada metodología. En este sentido, y como se detalla en el recuadro adjunto, el modelo de variables latentes tras la crisis recoge una relación señal-ruido que hace que la tendencia resultante sea más volátil (se acerque más a la serie original) que la metodología de podas.

Gráfico 3.3  
**Tensiones inflacionistas. medidas podadas de IPC de la Zona euro y Japón, y PCE en EE. UU. (% a/a)**



Fuente: Fed de Dallas y BBVA Research

Gráfico 3.4  
**Tensiones inflacionistas: estimación a partir de modelos de componentes no observables (% a/a)**



Fuente: BBVA Research

18 Para más detalle, sobre las medidas podadas, ver por ejemplo Situación España de enero de 2014, disponible en Internet: <http://bit.ly/1mQM3BV>.

19: El índice de precios PCE mide el cambio en los precios que paga por los bienes y servicios de los hogares en las cuentas nacionales de los Estados Unidos. El PCE se basa en una fórmula de Fisher, y los pesos relativos usados surgen principalmente de encuestas a empresas.

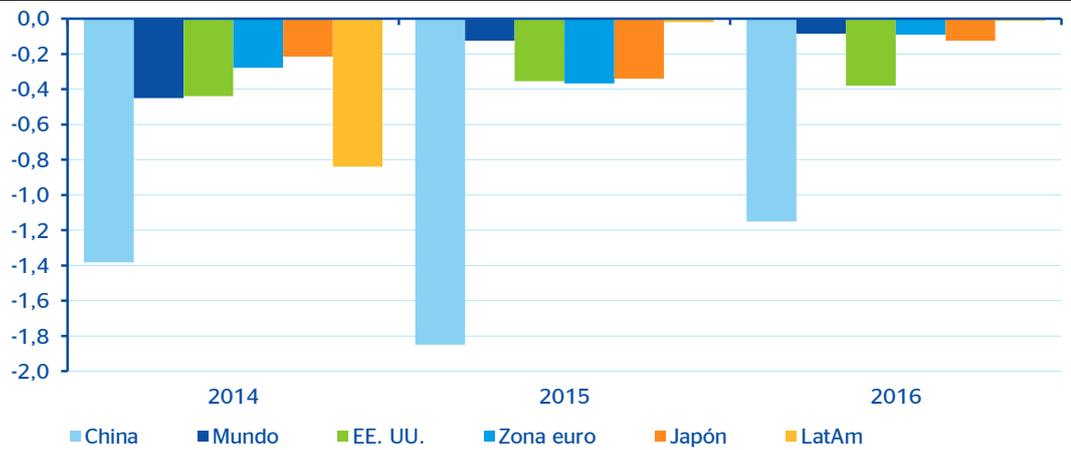
El IPC mide el cambio en los precios pagados por los consumidores urbanos para una canasta básica de bienes y servicios de consumo, por lo que mide el gasto directo de bolsillo de los hogares urbanos. El IPC se basa en una fórmula de Laspeyres modificada, y los pesos relativos surgen principalmente de encuestas de hogares.

## El escenario más probable sigue siendo de baja inflación por un periodo prolongado de tiempo, no de deflación. Pero un choque suficientemente intenso puede llevar a inflación negativa

Durante los últimos meses la inflación ha evolucionado en línea con lo previsto en la mayoría de economías, entre ellas la zona euro, donde el riesgo de desinflación sostenida es relevante e incluso el de deflación no es de cola. Según nuestro escenario más probable, la inflación en la zona euro comenzará a repuntar en este segundo trimestre de 2014, para terminar el año por encima del 1%, en consistencia con la recuperación de la demanda y la falta de tensiones financieras relevantes que afecten a la capacidad de oferta de crédito. Continuamos dando una muy baja probabilidad a la posibilidad de deflación en la zona euro.

**El riesgo es que en un entorno de inflación tan baja como la actual, aumenta el peligro de que cualquier shock, pueda impulsar definitivamente a la inflación europea hacia tasas negativas, lo que es condición necesaria -no suficiente- para desencadenar el inicio de una “espiral deflacionista”.** El Gráfico 3.5 recoge la estimación del impacto en inflación en distintas áreas de un escenario de ajuste a la baja de la actividad China. Esto corresponde a una reducción de alrededor de 1 pp. en la tasa promedio del crecimiento del PIB de China respecto a nuestro escenario base en 2014 y 2015, y 0,5 pp. en 2016, bajo el supuesto de que dicho ajuste se acompaña de una fuerte respuesta negativa del mercado financiero mundial (10% de la cola de la distribución de las posibles respuestas de las variaciones de los precios de las acciones mundiales). Ese ajuste brusco, provocaría una ralentización sustancial del ritmo de crecimiento global a través de la menor demanda de bienes desde China y del aumento sustancial de la volatilidad financiera global. Como se observa, el impacto en la inflación de distintas áreas no sería despreciable.

Gráfico 3.5  
Variación de la inflación causada por una ralentización en China (pp frente al escenario base) BBVA-GSVAR Model



Fuente: BBVA Research

## Recuadro 2. Estimación de la inflación subyacente mediante un modelo de variables latentes

El presente recuadro tiene como objetivo presentar una medida adicional de inflación subyacente a las ya mostradas (la inflación sin alimentos frescos ni energía y la inflación podada) con el fin de establecer la tendencia seguida por los precios al consumo. Esto es especialmente relevante en esta etapa de inflaciones bajas, vulnerables a choques negativos que las acerquen a las caídas, dado que por definición la tendencia -que se hace equivalente a señal subyacente- es no observable. Para esto, intentamos estimar una medida alternativa de inflación subyacente para tres economías desarrolladas: EE.UU., Eurozona y Japón, a partir de un modelo de componentes no observables tal como lo hacen Doménech y Gomez en su trabajo<sup>20</sup> para la economía de EE.UU. En este trabajo los autores enfatizan la importancia de considerar conjuntamente la información aportada por distintas variables macroeconómicas como el PIB, la tasa de desempleo, el ratio de inversión a PIB, y la propia inflación si el objetivo es estimar las tensiones subyacentes de precios en una economía. Esta conclusión se desprende de observar los siguientes hechos estilizados que presentan las economías:

1. Existe una relación de intercambio negativa entre la aceleración de inflación (respecto a su tendencia) y el desvío de la tasa de desempleo respecto a la estructural o Nairu<sup>21</sup>, dicha relación suele denominarse curva de Phillips.
2. Existe también una correlación negativa entre el componente cíclico del PIB o output gap (desviación del output respecto a su tendencia) y el desvío de la tasa de desempleo respecto a la Nairu, relación que se denomina ley de Okun.

En síntesis y tomando en cuenta lo anterior, la estrategia que adoptamos es descomponer conjuntamente las variables macroeconómicas señaladas en dos variables latentes<sup>22</sup>: *tendencia* y *ciclo*, al igual que se hace habitualmente con el PIB (ej: filtro de Hodrick y Prescott). Con este objetivo, las relaciones teóricas<sup>23</sup> entre las variables incluidas se representan en un Modelo Espacio-Estado, ya que este tipo de modelos aporta una estructura altamente flexible cuando se pretende representar relaciones (lineales) entre variables latentes. Al aplicar este tipo de estrategia de modelización los componentes

inobservados (variables latentes) se estiman mediante el filtro de Kalman<sup>24</sup>, y posteriormente se extraen aplicando un algoritmo que los suaviza (smoothing), en tanto que los parámetros del modelo son estimados por máxima verosimilitud.

En lo que sigue presentamos los resultados del modelo para cada área geográfica y en cada caso asimilamos la estimación del componente tendencial de la inflación como una medida de inflación subyacente.

En el caso de EE.UU. hemos trabajado en frecuencia trimestral para un período muestral que comienza en el primer trimestre de 1946 y finaliza en el primer trimestre del presente año. Hemos incorporado las dos rupturas en volatilidad<sup>25</sup> que asume el trabajo de Doménech y Gomez (I:1972, II:1983), a las que le hemos sumado un break adicional (que se encuentra fuera del período muestral del trabajo original) en el primer trimestre de 2006, con el fin de rescatar el cambio en volatilidad evidenciado en los datos a causa de la crisis.

En el Gráfico R.3.1 se puede observar que la tendencia de la inflación arrojada por el modelo acompaña a la inflación general y a la inflación subyacente con mayor o menor volatilidad a lo largo de la muestra. Al principio de la muestra se observa que la volatilidad de la tendencia estimada es elevada y que esta se incrementa durante los años '70 como consecuencia de los shocks en los precios del petróleo observados durante esa década. A mediados de los años '80 la tendencia de la inflación se vuelve más estable conforme la política monetaria gana credibilidad y logra anclar expectativas. Sin embargo, la incertidumbre generada por la crisis revierte en parte este proceso, aunque parece que la tendencia logra estabilizarse nuevamente durante los últimos 3 trimestres en torno al 2,5%, esto es un punto por encima de los niveles actuales de inflación nivel general, y 0,7 respecto a la inflación subyacente.

En lo que respecta a Japón, trabajamos con datos trimestrales para un período muestral que abarca el primer trimestre de 1982 hasta el primer trimestre de 2014. Un análisis de estos datos revela la necesidad de incorporar una ruptura break en volatilidad en el segundo trimestre del año 1990, momento en el que se observa una drástica reducción en la tasa de crecimiento desde 5,3% en promedio al 1,5%.

20: R. Doménech y V. Gomez, "Estimating potential output, core inflation, and the Nairu as latent variables", Journal of Business & Economic Statistics, julio 2006.

21: Nairu: de sus siglas en inglés, tasa de desempleo que no acelera la inflación.

22: Variable latente es la que no se observa directamente sino que se infiere a partir de variables observadas por medio de modelos matemáticos.

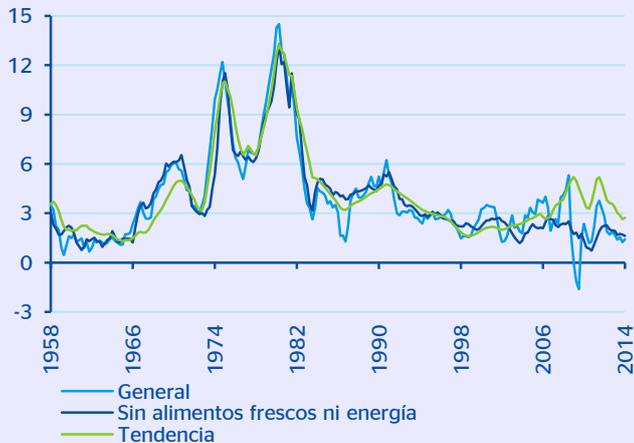
23: Las relaciones teóricas a las que se hace referencia se encuentran sustentadas en los hechos estilizados antes comentados, y en un sentido más amplio corresponden a una escuela de teoría económica denominada neokeynesiana. El lector interesado puede ver estas relaciones en el apéndice técnico.

24: El filtro de Kalman opera de forma recursiva sobre los datos que contienen ruido para generar una estimación estadísticamente óptima del estado del sistema de ecuaciones subyacente (relaciones entre variables).

25: Desde el punto de vista estadístico una ruptura de volatilidad representa la posibilidad de que el modelo modifique la relación señal-ruido (tendencia-ciclo) que viene manteniendo hasta ese punto. En términos prácticos esto quiere decir que se abre la posibilidad de que las tendencias se hagan más o menos volátiles, o dicho de otra manera que imiten más o menos la dinámica de la variable observada. Estas rupturas habrían de ser consistentes con eventos económicos que les den sentido.

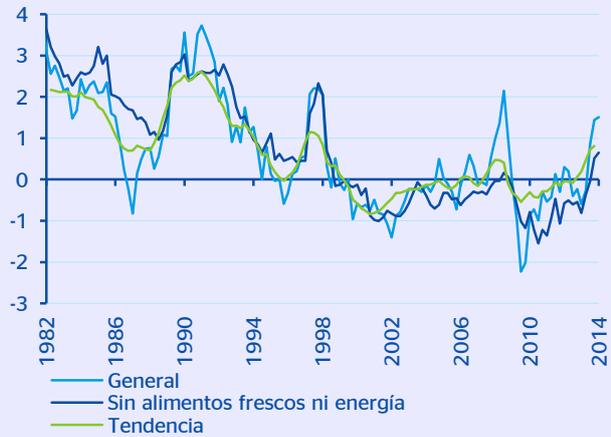
El Gráfico R.3.2 da cuenta de la evolución de la inflación tendencial de Japón estimada por el modelo. Como puede observarse previo al año 2000 Japón cayó dos veces en deflación (1986 y 1995), no obstante estos procesos fueron transitorios por lo cual la tendencia estimada no los recoge como tal. Sin embargo el proceso deflacionario que comienza en el año 1999 y que se extendió hasta el año pasado es entendido como más permanente y por esta razón el modelo hace que la inflación tendencial se vuelva negativa casi inmediatamente. Algo que se destaca a lo largo de la muestra es que la inflación tendencial muestra una alta volatilidad, lo cual puede ser interpretado como la consecuencia de las dificultades que enfrentó el Banco Central de Japón para anclar expectativas de precios principalmente durante la etapa de desinflación. Sin embargo, la política reciente de expansión cuantitativa que se implementó a partir de abril de 2013 está permitiendo salir de la deflación, y en principio elevar las tensiones de precios, extraídas con el modelo, en niveles cercanos al 1%.

Gráfico R.2.1

**EEUU: inflación. Marzo, último dato disponible**

Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfico R.2.2

**Japón: inflación. Febrero, último dato disponible**

Fuente: MIAC y BBVA Research

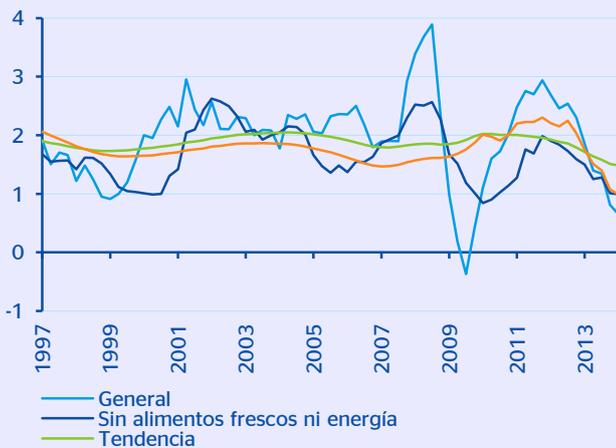
Como es sabido el debate actual se establece en torno a si Europa en el mediano plazo podría caer en un proceso deflacionario similar al registrado en Japón durante la última década y media. Aun cuando los niveles de inflación general de consumo más recientes se encuentran en torno a 0,7%, cifra lo considerablemente baja como para que exista como riesgo potencial que un shock lo suficientemente importante ubique este nivel en terreno negativo. No obstante, se señala que los niveles actuales de inflación son temporalmente bajos como consecuencia de efectos transitorios (ver observatorio económico: "Expectativas de inflación en España y Europa: bajas, pero positivas") lo cual en parte puede constatar al observar la inflación subyacente que se encuentra en torno al 1,0%, y que nos ubicaría en una posición menos vulnerable respecto a un shock. Es en este contexto que cobran relevancia medidas alternativas de tendencia inflacionaria como la propuesta en este recuadro con el fin de tener mayor certeza respecto a la distancia que nos separa de la deflación.

La estimación de inflación tendencial para Europa surge de un modelo que incluye datos que van desde el primer trimestre de 1995 hasta el primer trimestre de 2014. En una primera especificación y tomando en cuenta la reducida extensión de la muestra no hemos incorporado en la estimación cambios de volatilidad. Sin embargo, esta decisión implica unos resultados donde las expectativas de inflación están ancladas de forma similar tanto antes como durante la crisis, lo cual luce poco probable y contradictorio con otras medidas de inflación subyacente como las que resultan de encuestas o las descontadas por los mercados financieros. Por esta razón hemos trabajado sobre una segunda especificación que incorpora una ruptura de volatilidad al comienzo de la

Gran Recesión de 2009<sup>26</sup>, algo que parece razonable considerando el carácter sistémico de la misma.

En el Gráfico R.3.3 puede observarse que previo a la crisis la inflación tendencial estimada, tanto con ruptura como sin ella se estabilizaba entorno al 2,0%, nivel además al que se asocia la estabilidad de precios por parte del BCE (por debajo pero cerca del 2% en el medio plazo). Adicionalmente, ambas estimaciones se perciben como una suavización de la estimación tradicional de la inflación subyacente ("core"). Sin embargo, una vez que explota la crisis, ambas estimaciones se separan y mientras la estimación sin ruptura se mantiene relativamente estable y se ubica en 1,5% en marzo (último dato disponible), la estimación que incluye un break en su especificación se vuelve algo más volátil y registra una clara tendencia de caída desde junio de 2012 hasta marzo del presente año (último dato disponible), coincidiendo además con la estimación de la inflación subyacente a través del "core".

Gráfico R.2.3  
**Eurozona: inflación. Marzo, último dato disponible**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

A manera de síntesis se podría señalar que nuestra medida de inflación tendencial para EE.UU. reforzaría la idea que se extrae tanto de los niveles de inflación general como de la subyacente. Así, este país tiene actualmente un riesgo muy leve de caer en deflación. En tanto, en el caso de Japón, los impulsos monetarios llevados adelante por banco central de Japón, han permitido romper con la tendencia deflacionaria que asoló al país durante la última década y media. Finalmente en el caso de Europa, en la medida en la que se considere que la crisis iniciada en 2008 ha supuesto una ruptura de suficiente entidad en el proceso de formación de precios, algo que parece razonable dada la intensidad y duración de la recesión,

26: La ruptura en volatilidad se introduce en el cuarto trimestre de 2009.

la medida más apropiada sería la obtenida con ruptura en la relación entre señal y ruido.

**Apéndice técnico**

**1. Descomposición del PIB**

El logaritmo del PIB se descompone en un componente tendencial y un componente cíclico.

$$Y_t = Y_t^* + Y_t^c$$

Se asume que el componente cíclico sigue un proceso AR(2) estacionario con raíces complejas.

$$Y_t^c = 2\theta_1 \cos(\theta_2) Y_{t-1}^c - (\theta_1)^2 Y_{t-2}^c + \omega_{yt}$$

El componente tendencial sigue la siguiente dinámica.

$$\Delta Y_t^* = \gamma_y^* + \omega_{yt}$$

$\gamma_y^* \rightarrow \text{drift}$

Donde,

$$\{\omega_{yt}\} iid. N(0, \sigma^2_{\omega_y}), \theta^2 \in [\pi/20, \pi/3], 0 < \theta_1 < 1$$

$$\Delta = 1 - L, L Y_t^* = Y_{t-1}^*, \{\omega_{yt}\} iid. N(0, \sigma^2_{\omega_y})$$

**2. Curva de Phillips**

Asumimos un versión híbrida de la curva de Phillips en la cual la inflación incluye expectativas racionales y adaptativas.

$$\pi_t = \mu E_t(\pi_{t+1}) + (1-\mu)\pi_{t-1} + \delta Y_t^c + v_t$$

**3. Ley de Okun**

La tasa de desempleo se separa de su componente tendencial siguiendo el componente el cíclico del PIB y exhibiendo cierta inercia.

$$U_t = \phi_u U_{t-1} + (1-\phi_u)U_t^* + \phi_y(L)Y_t^c + v_{ut}$$

El componente tendencial sigue la siguiente dinámica.

$$U_t^* = \gamma_{ut} + U_{t-1}^*$$

$$\gamma_{ut} = \rho_u \gamma_{ut-1} + \omega_{ut}$$

Donde,

$$\{v_{ut}\} iid. N(0, \sigma^2_{v_u}), 0 \leq \rho_u \leq 1, \{\omega_{ut}\} iid. N(0, \sigma^2_{\omega_u})$$

**4. Inversión**

La desviación del ratio de inversión a PIB respecto a su tendencia es pro cíclica y depende del componente cíclico del PIB.

$$\chi_t = \beta_\chi \chi_{t-1} + (1-\beta_\chi)\chi_t^* + \beta_\chi(L) Y_t^c + v_{\chi t}$$

El componente tendencial sigue la siguiente dinámica.

$$\chi_t^* = \gamma_{\chi t} + \chi_{t-1}^*$$

$$\gamma_{\chi t} = \rho_\chi \gamma_{\chi t-1} + \omega_{\chi t}$$

Donde,

$$\{v_{\chi t}\} iid. N(0, \sigma^2_{v_\chi}), 0 \leq \rho_\chi \leq 1, \{\omega_{\chi t}\} iid. N(0, \sigma^2_{\omega_\chi})$$

## 4. Tablas

Tabla 4.1  
Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1,8	2,8	1,9	2,5	2,5
UEM	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,8	2,0
Francia	2,0	0,0	0,3	0,9	1,5
Italia	0,6	-2,4	-1,8	0,7	1,4
España	0,1	-1,6	-1,2	1,1	1,9
Reino Unido	1,1	0,3	1,7	2,8	2,4
América Latina *	4,1	2,6	2,3	2,3	2,5
México	4,0	3,7	1,1	3,4	3,0
Brasil	2,7	1,0	2,3	2,0	1,6
EAGLES **	6,7	5,0	5,3	5,3	5,6
Turquía	8,5	2,4	4,0	1,5	5,1
Asia-Pacífico	6,1	5,2	5,2	5,0	5,2
Japón	-0,5	1,5	1,5	1,1	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,2	7,0
Asia (exc. China)	3,8	3,5	3,3	3,5	3,9
Mundo	4,0	3,2	3,0	3,4	3,8

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.2  
Previsiones Macroeconómicas: Inflación (Promedio)

(Tasas interanuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	3,1	2,1	1,5	1,8	2,2
UEM	2,7	2,5	1,4	0,9	1,3
Alemania	2,5	2,1	1,6	1,3	1,6
Francia	2,3	2,2	1,0	1,1	1,2
Italia	2,9	3,3	1,3	0,7	1,2
España	3,2	2,4	1,4	0,3	0,9
Reino Unido	4,5	2,8	2,6	1,9	2,0
América Latina *	8,1	7,6	8,9	11,8	10,8
México	3,4	4,1	3,8	4,0	3,5
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,4	5,8
EAGLES **	6,5	4,8	5,1	4,8	4,7
Turquía	6,2	8,7	7,6	8,2	5,3
Asia-Pacífico	4,9	3,4	3,5	3,6	3,8
Japón	-0,3	0,0	0,4	2,2	1,5
China	5,4	2,6	2,6	2,6	3,3
Asia (exc. China)	4,6	4,0	4,2	4,4	4,1
Mundo	5,1	4,2	3,8	3,9	4,0

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.3  
**Previsiones Macroeconómicas: Cuenta Corriente (% PIB)**

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	-3,0	-2,7	-2,3	-2,6	-2,2
UEM	0,1	1,2	2,3	2,2	2,1
Alemania	5,7	7,0	7,5	6,7	7,0
Francia	-2,0	-2,3	-1,6	-1,7	-1,6
Italia	-3,1	-0,7	0,8	1,1	0,9
España	-3,7	-1,2	0,8	1,3	1,5
Reino Unido	-1,6	-4,6	-3,3	-2,8	-2,3
América Latina *	-1,0	-1,6	-2,5	-2,5	-2,4
México	-1,1	-1,2	-1,8	-2,0	-2,0
Brasil	-2,1	-2,4	-3,7	-3,7	-3,5
EAGLES **	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,2
Turquía	-9,9	-7,6	-7,0	-5,8	-6,3
Asia-Pacífico	1,5	1,0	1,4	1,9	1,9
Japón	2,2	1,0	0,7	1,5	2,0
China	1,8	2,3	2,0	2,5	2,8
Asia (exc. China)	1,2	0,1	1,0	1,4	1,2

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.4  
**Previsiones Macroeconómicas: Saldo Público (% PIB)**

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	-8,7	-6,8	-4,2	-3,1	-2,7
UEM	-4,1	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1
Alemania	-0,8	0,2	0,0	0,0	0,0
Francia	-5,3	-4,8	-4,3	-3,8	-3,0
Italia	-3,8	-2,8	-3,0	-2,6	-2,0
España *	-9,1	-6,8	-6,6	-5,8	-5,1
Reino Unido **	-7,8	-6,3	-5,8	-5,8	-4,4
América Latina ***	-2,2	-2,3	-2,6	-3,5	-2,9
México	-2,7	-2,6	-2,3	-4,1	-3,6
Brasil	-2,6	-2,5	-3,3	-3,8	-3,4
EAGLES ****	-2,3	-2,9	-2,9	-3,4	-3,3
Turquía	-1,4	-2,1	-1,2	-2,2	-1,6
Asia-Pacífico	-3,7	-3,7	-3,6	-3,6	-3,4
Japón	-10,0	-9,5	-10,0	-8,5	-8,0
China	-1,1	-2,1	-1,9	-2,5	-2,5
Asia (exc. China)	-5,4	-4,8	-4,8	-4,3	-4,0

\* Sin ayudas al sector financiero.

\*\* Año fiscal del 1 de abril al 31 de marzo.

\*\*\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.

\*\*\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.5

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés a 10 años (Promedio)**

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	2,8	1,8	2,3	3,0	3,7
UEM	2,6	1,6	1,6	1,7	2,4

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.6

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)**

<b>Dólares (\$) por moneda nacional</b>	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,78	0,75	0,74	0,75
UEM	1,39	1,29	1,33	1,35	1,33
Reino Unido	1,60	1,59	1,56	1,65	1,69
Japón	79,7	79,8	97,6	108,0	117,1
China	6,46	6,31	6,20	6,11	5,91

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.7

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)**

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
UEM	1,00	0,75	0,25	0,25	0,25
China	6,56	5,75	6,00	6,00	6,00

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2014.

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Escenarios Económicos:**

*Economista Jefe de Escenarios Económicos*

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

**Rodrigo Falbo**  
rodrigo.falbo@bbva.com

**Alberto González de Aledo**  
alberto.gonzalezdealedo@bbva.com

**Jaime Martínez-Martín**  
j.martinez.martin@bbva.com

**Rodolfo Mendez Marcano**  
rodolfo.mendez@bbva.com

**Jorge Rodríguez-Vález**  
jorge.rv@bbva.com

**Alejandro Buesa Olavarrieta**  
alejandro.buesa@bbva.com

**BBVA Research**

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Xia Le**  
xia.le@bbva.com.hk

México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile  
**Jorge Selaive**  
jselaive@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@bbva.com

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución  
**José Carlos Pardo**  
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global  
**Matías Viola**  
matias.viola@bbva.com

**Interesados dirigirse a:**

**BBVA Research**  
Paseo Castellana, 81 – 7ª planta  
28046 Madrid  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
**www.bbvaresearch.com**  
Depósito legal: M-31256-2000