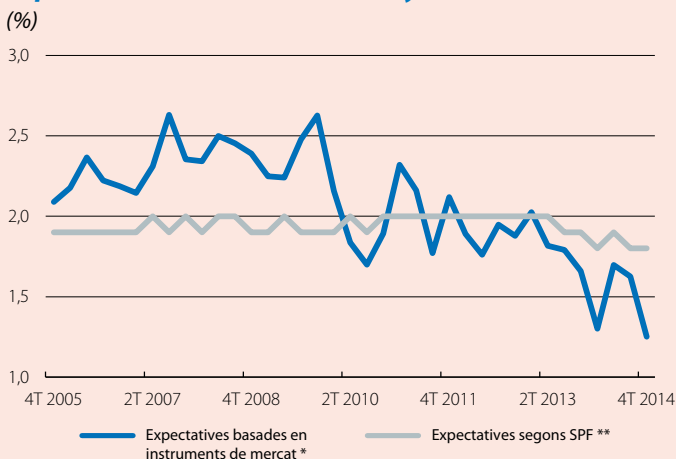


Mesurar les expectatives d'inflació: la importància dels detalls

Un factor clau de la dinàmica de la inflació rau en les expectatives que els agents econòmics consideren sobre aquesta variable. Des de fa temps, tant els economistes teòrics com els responsables de la política monetària dediquen esforços a estudiar els detalls d'aquest vincle. Ben Bernanke, que ha exercit les dues funcions, va sintetitzar la qüestió quan va afirmar que «un prerequisit essencial per controlar la inflació és controlar les expectatives d'inflació». Aquest propòsit de control comporta, si més no, quatre grans desafiaments: comprendre com interaccionen les expectatives d'inflació amb la resta de variables macroeconòmiques rellevants; identificar el procés que condueix a la seva formació; mesurar com evolucionen per comprovar si s'ajusten a allò que es desitja, i avaluar les polítiques que el banc central pot adoptar per incidir-hi. Tot seguit, es presenten algunes pinzellades sobre el tercer d'aquests reptes.

La importància de les expectatives d'inflació és deguda a la poderosa influència que exerceixen sobre la presa de decisions per part dels individus. No és estrany, doncs, que el desig o l'objectiu de les autoritats monetàries que han de vetllar per l'estabilitat dels preus sigui preservar l'ancoratge de les expectatives d'inflació. És a dir, les oscil·lacions de les expectatives d'inflació a mitjà i a llarg termini han de ser moderades i alienes a xocs temporals sobre els preus actuals. Un comportament significativament diferent d'aquest pot representar un seriós risc per a l'estabilitat dels preus i, en la mesura del possible, ha de ser corregit. Per tant, el mesurament de les expectatives d'inflació és un aspecte molt rellevant. No obstant això, alguns detalls són complexos i capaços de generar errors greus.

Expectatives d'inflació a cinc anys



Notes: * Calculada a partir d'swaps d'inflació a quatre i a cinc anys.
** Survey of Professional Forecasters.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg i del BCE.

Hi ha dos tipus de mesuraments, de naturalesa molt diferent: els basats en enquestes i els que deriven, implícitament, de la cotització de diversos instruments financers. Una de les principals fortaleses dels primers és que proporcionen directament les expectatives d'inflació dels enquestats, siguin consumidors, empresaris o analistes econòmico-financers. En conseqüència, amb prou feines necessiten tractament posterior de les dades. El Banc Central Europeu (BCE) du a terme un seguiment sistemàtic de diversos tipus d'enquestes. En destaca la realitzada als analistes, que es publica trimestralment. Els resultats històrics i recents són molt interessants en el marc del debat sobre el risc de deflació a la zona de l'euro (vegeu el gràfic). En primer lloc, destaca la convergència de les respostes dels analistes cap al nivell d'inflació objectiu del BCE (prop, però per sota, del 2%) al llarg del temps, així com el seu menor grau d'oscil·lació. Això denota un ancoratge notable de les expectatives d'inflació i suggereix un augment gradual de la credibilitat de la política monetària del BCE.

En segon lloc, la volatilitat de les expectatives d'inflació es redueix a mesura que augmenta l'horitzó de la previsió, la qual cosa significa que l'impacte dels xocs temporals es fa notar a curt termini, però desapareix a llarg termini. Així, per exemple, la intensa caiguda de la inflació europea en els últims mesos, impulsada per la notable reculada del preu del petroli, ha empès els analistes a reduir la previsió d'inflació per al 2015 de l'1,2% del juny del 2014 al 0,3% del desembre. En canvi, les previsions a llarg termini (a cinc anys vista) només han estat rebaixades en una dècima entre aquestes dues dates i s'han situat, al desembre, en l'1,8%, molt a la vora de l'objectiu del BCE. Aquesta pauta també s'ha observat en enquestes anàlogues per als EUA.

Pel que fa al mesurament de les expectatives mitjançant instruments financers, hi ha tres grans tipus de productes: els bons indexats a la inflació, els *swaps* d'inflació i les opcions de tipus *cap* i *floor* sobre la inflació.¹ A causa de la seva dimensió i de la seva liquiditat, el mercat de bons sobirans *inflation-linked* (I/L) és la referència més important a l'hora d'analitzar i d'avaluar les dinàmiques de les expectatives d'inflació prevalents entre els agents que participen als mercats financers. Aquest tipus de valors, emesos per un nombre creixent de Governos, ofereix als tenidors protecció davant l'erosió de poder adquisitiu provocada per la inflació sobre els rendiments (nominals) de qualsevol inversió. Això s'aconsegueix mitjançant l'actualització del principal d'acord amb la inflació registrada durant la vida del bo. En conseqüència, la diferència entre la rendibilitat d'un bo nominal (TIR nominal)

1. Per a una descripció més detallada d'aquests instruments, vegeu el Focus «Expectatives d'inflació i instruments financers: un binomi valuós», de l'*Informe Mensual* de l'abril del 2014.

i la d'un bo I/L (TIR real) amb el mateix venciment i amb el mateix emissor, anomenada *break-even inflation rate* (BEIR), és un indicador aproximat de la inflació mitjana esperada pels inversors a aquest termini. Per la seva banda, un *swap* d'inflació és un instrument en què una de les parts es compromet a pagar un tipus d'interès fix a canvi de rebre la taxa d'inflació mitjana observada durant el termini de vida de l'*swap*. El tipus fix de l'*swap* és un indicador de la inflació mitjana esperada al termini de vida de l'*swap*, anàleg a la BEIR en absència d'arbitratge.

En el pla comparatiu, les dues alternatives de mesurament de les expectatives d'inflació han presentat, al llarg dels anys, una precisió similar en relació amb la inflació finalment observada (vegeu el segon gràfic). No obstant això, la seva naturalesa diferent es tradueix en divergències significatives en determinats moments. L'actual n'és un. El principal avantatge dels mesuraments de la inflació continguts en els preus dels actius financers rau en l'elevada freqüència d'observació: diària o intradiària en

la majoria dels casos, enfront de la periodicitat mensual o trimestral de les enquestes. També és molt important la disponibilitat de mesuraments relatius a diferents horitzons temporals, des d'un any fins a 30, si més no als principals països. En canvi, el principal inconvenient de les BEIR i de la resta de variables amb origen financer rau en dos factors interrelacionats: la major volatilitat d'aquests mesuraments en comparació amb els procedents d'enquestes i l'efecte distorsionador derivat de la presència de primes de risc que dificulten el còmput de la «veritable» expectativa d'inflació. De forma més específica, a més d'una prima de risc de liquiditat,² existeix una prima de risc per inflació (d'ara endavant, IRP), la qual pot ser entesa com la compensació que reben els inversors pel risc que afronten davant possibles desviacions de les seves expectatives d'inflació en relació amb la inflació que s'acabi materialitzant. D'aquesta manera, un augment del risc (major variància de les expectatives) comporta una IRP més elevada. Així, doncs, cal tenir en compte la presència d'aquesta prima abans d'interpretar el nivell i les fluctuacions de la BEIR i de les taxes dels *swaps* d'inflació.³

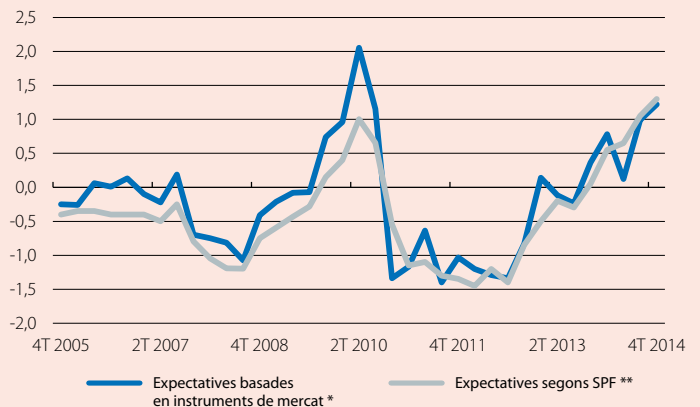
La lectura inicial que, en l'actualitat, presenten els productes financers d'inflació avaluats en conjunt (bons, *swaps* i opcions) mostra un tret que crida molt l'atenció: el descens en les expectatives d'inflació a llarg termini és sensiblement més intens del que s'observa en les enquestes, tant a la zona de l'euro com als EUA. Com ho mostra el primer gràfic, en el quart trimestre del 2014, l'expectativa d'inflació de la zona de l'euro per al 2019 implícita en els *swaps* d'inflació havia baixat fins a l'1,2%, enfront de l'1,8% resultant de l'enquesta d'analistes de la mateixa data. Què pot explicar aquesta divergència entre els mesuraments dels mercats i els basats en enquestes? Una bona part de la resposta es troba en la IRP. En efecte, en els últims trimestres, la dimensió de la IRP s'ha reduït de forma considerable, fins a situar-se per sota de la mitjana de l'última dècada als EUA i a la zona de l'euro (40 i 50 p. b., respectivament).⁴ Addicionalment, cal destacar que la influència que exerceix aquest descens de la IRP sobre les fluctuacions de les expectatives d'inflació és més gran en horitzons temporals més extensos.⁵ Aquest últim punt és un element clau a l'hora de jutjar de forma encertada la severitat de la recent tònica a la baixa que s'observa en les BEIR i en les taxes contingudes en els *swaps* d'inflació. Sembla, per tant, que, en el context desinflacionista actual, els mesuraments basats en enquestes tenen un cert avantatge.

En suma, tant els mesuraments d'inflació basats en enquestes com els inferits mitjançant la cotització d'instruments financers estan subjectes a limitacions que han de ser tingudes en compte. Per tant, és molt important que la seva lectura s'ajusti al context econòmic prevalent en cada moment. D'això depèn que les decisions dels bancs centrals avançats siguin més encertades i que la seva credibilitat en surti intacta.

Carlos Martínez Sarnago i Joan Daniel Pina
Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

Comparativa de l'error entre les expectatives d'inflació a dos anys i la inflació observada

(p. p.)



Notes: * Basada en *swaps* d'inflació europea a dos anys. ** Survey of Professional Forecasters.
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg i del BCE.

2. Els mesuraments d'inflació continguts en els preus dels actius financers també contenen una prima de risc de liquiditat. No obstant això, els estudis empírics posen de manifest que la seva magnitud i la seva importància han disminuït de forma considerable en els últims anys, en especial al mercat de bons I/L.

3. Aquest seria el cas quan la distribució de les funcions de probabilitat de les expectatives d'inflació tendeix a concentrar-se al voltant de valors extrems (com la deflació), fenomen associat a fortes oscil·lacions de la prima de risc per inflació.

4. Vegeu Hördahl, P. i Tristani, O. (2014), «Inflation Risk Premia in the Euro Area and the United States», *International Journal of Central Banking*.

5. Vegeu García, J. A. i Werner, T. (2010), «Inflation Risks and Inflation Premia», *European Central Bank Working Paper Series*, núm. 1.162. Els autors documenten que les fluctuacions de la IRP expliquen el 88% de la volatilitat observada en la BEIR a cinc anys de la zona de l'euro.