

Sobre el uso y el abuso de las expectativas de inflación de los mercados financieros

A lo largo del último año y medio, las expectativas de inflación de los países desarrollados han mostrado una evolución que puede parecer inquietante, al menos a primera vista. El descenso ha sido particularmente acusado en las expectativas reflejadas en los precios de los activos financieros de EE. UU., la eurozona y Japón. Ante esta circunstancia, inversores, analistas y miembros de bancos centrales han alertado del riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación (El) a largo plazo. Sin embargo, la lectura «en bruto» de estos indicadores puede conducir a conclusiones sesgadas o erróneas. Para valorar si la preocupación está justificada deben analizarse dos cuestiones: a qué responde la flexión a la baja de las El y hasta qué punto las El contenidas en instrumentos financieros reflejan de forma precisa las verdaderas, e inobservables, expectativas de inflación (VEI).

Una de las medidas más utilizadas para aproximar las expectativas de inflación se basa en la diferencia entre las rentabilidades de un bono nominal y uno indiciado a la inflación. Esta diferencia es la denominada breakeven inflation rate (BEIR). La BEIR a 10 años ha pasado en EE. UU. del 2,2% a finales de 2014 al 1,5% en la actualidad, en Europa el descenso ha sido menos acusado, del 1,1% al 0,9%, y en Japón se ha reducido del 1,1% al 0,3%. Las BEIR a cinco años dentro de cinco años (five year, five year forward BEIR), menos sujetas a las distorsiones causadas por shocks temporales a la tasa de inflación como los derivados de las fluctuaciones del precio del petróleo y que aproximan las expectativas de inflación a medio y largo plazo, han mostrado una dinámica muy similar: han descendido 6 décimas en EE. UU. desde finales de 2014, hasta el 1,7% actual, 6 décimas también en la eurozona, hasta el 1,4%, y cerca de 1 p. p. en Japón, hasta el 0,1%. Por su parte, los swaps ligados a la inflación (inflation linked swaps) muestran caídas acordes con las observadas en las BEIR, tanto en el caso de las El a 10

Expectativas de inflación a cinco años, a cinco años vista *



Nota: * Obtenidas a partir de bonos indiciados a la inflación. En el caso de Japón, a partir del mercado de suaps

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

años como en su versión *forward*. En cuanto a los mercados de opciones sobre la inflación, destaca el reciente aumento de primas para cubrirse de escenarios desinflacionistas a medio plazo.²

Las BEIR, sin embargo, no solo reflejan las VEI de los agentes que participan en los mercados de bonos o *swaps*, sino que contienen otros componentes no directamente observables; en concreto, una prima de riesgo por inflación (PRI) y una prima de riesgo de liquidez (PRL). La primera está asociada a la incertidumbre que los agentes otorgan a que la VEI no coincida con la inflación que acabará materializándose, mientras que la segunda recoge la compensación que reciben los inversores a causa de la menor liquidez de los bonos indiciados respecto a sus parientes, los bonos nominales. La PRI aumenta con el grado de incertidumbre (mayor dispersión de las expectativas), lo que se traduce, *ceteris paribus*, en aumentos de la BEIR (el tenedor de un bono nominal exige una mayor rentabilidad porque está sujeto a este riesgo). Por el contrario, eventuales aumentos de la PRL reducen, *ceteris paribus*, las BEIR.³

En el plano empírico, diversos estudios de la Reserva Federal (Fed) se han centrado en el caso estadounidense para tratar de determinar qué factores, y en qué proporción, han provocado el descenso de los indicadores de compensación por inflación. Aunque los resultados no siempre son coincidentes, fruto, en la mayoría de las ocasiones, de la metodología de estimación empleada, indican que la VEI permanece bien anclada, en niveles entre el 2% y el 2,5%, y atribuyen el grueso del descenso de las BEIR a la PRL y, en menor medida, a la PRI. En relación con esta última, diversos autores han hallado que el grado de dispersión de las El basadas en encuestas realizadas a diferentes colectivos ha descendido significativamente en los últimos años, en concor-

MAYO 2016 CaixaBank Research

^{1.} En caso de que el lector desee una descripción detallada sobre cada uno de los instrumentos financieros que se mencionan en este artículo, véanse el Focus «Expectativas de inflación e instrumentos financieros: un binomio valioso» y el Dossier «Medir las expectativas de inflación: la importancia de los detalles» del IM04/2014 y del IM02/2015, respectivamente.

^{2.} En particular, han repuntado las probabilidades asignadas a un escenario de inflación por debajo del 2% en EE. UU. y del 1% en la zona euro en los próximos cinco años.

3. En particular, VEIt, T = BEIRt, T - PRIt, T + PRLt, T. Para más detalles, véase D'Amico, S., Kim, D. y Wei, M. (2014); «Tips from TIPS: the informational content of Treasury Inflation-Protected Security prices». Finance and Economics Discussion Series 2014-24, Board of Governors of the Federal Reserve System.

dancia con la tendencia bajista que han mostrado diferentes estimaciones de la PRI, pero ello puede explicar una pequeña parte del descenso reciente de las BEIR (menos de 10 p. b.). 4 Por su parte, se estima que la PRL ha aumentado alrededor de 70 p. b. Dicho aumento obedecería, en buena parte, a los efectos derivados del desplome de los precios del crudo y a los episodios de volatilidad que se han sucedido en la escena financiera internacional en 2015 y a inicios de 2016.⁵ Si bien es cierto que las PRL han mostrado una tendencia decreciente a largo plazo, como consecuencia del tamaño y la profundidad crecientes del mercado de bonos indiciados, los episodios de turbulencias financieras siempre han estado acompañados de repuntes significativos de las primas de liquidez. Este fenómeno ha sido una realidad en la segunda mitad de 2015 y comienzos de este año, cuando el shock del mercado petrolero y los temores a una desaceleración aguda del crecimiento mundial propiciaron fuertes alzas de la aversión global al riesgo y una huida hacia activos considerados seguros (flight to quality), principalmente bonos del Tesoro (nominales) estadounidenses, alemanes y japoneses.

El corolario de lo expuesto hasta ahora es triple. En primer lugar, pese al descenso pronunciado de diversas medidas de compensación por inflación, la VEI permanece, en líneas generales, anclada en torno al objetivo de inflación de la Fed. En segundo lugar, la PRL constituye la principal explicación de estos descensos desde finales de 2014. Por último, la magnitud de este componente es susceptible de aumentar de forma súbita y abrupta en periodos de agitación financiera, lo que confiere un poder informativo menor a variables como las BEIR y las tasas de los inflation linked swaps en este tipo de circunstancias. Aun así, dada la incertidumbre existente en torno a las estimaciones sobre las primas de riesgo implícitas en las BEIR, no se puede descartar que las VEI hayan podido flexionar levemente a la baja en los últimos meses, tal y como sugieren algunas encuestas a profesionales en EE. UU. Una posible explicación de este descenso procedería del proceso de formación de las expectativas de inflación de los agentes, que adolecería de sesgos como el de la miopía, consistente en extrapolar la dinámica actual de la inflación al futuro.6

Primas de las opciones de inflación a cinco años *



Nota: * Para EE. UU., floor del 2% y para la eurozona, floor del 1%. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg

En suma, las oscilaciones de las primas de riesgo contenidas en los precios de los activos financieros dificultan la observación de la verdadera expectativa de inflación. En periodos de elevada incertidumbre y volatilidad financiera, la PRL representa el principal escollo para computar dicha expectativa, por lo que la identificación de esta prima de riesgo es indispensable. Una vez detraídos ambos componentes, diversas estimaciones de la VEI muestran que esta permanece alineada con el objetivo del 2% de la Fed, lo que sugiere que las expectativas de inflación en EE. UU. están bien ancladas.

Carlos Martínez Sarnago

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

MAYO 2016 CaixaBank Research

^{4.} Véase Nechio, F. (2015), «Have Long-Term Inflation Expectations Declined?». Economic Letter 11/2015, Federal Reserve Bank of San Francisco.

^{5.} Véase Gospodinov, N. et al., (2016). «Are Long-Term Inflation Expectations Declining? Not so Fast, Says Atlanta Fed» Macroblog, Federal Reserve Bank of Atlanta.

^{6.} Sobre esta cuestión, véase Faust, J. y Wright, J. (2013). «Forecasting Inflation», Handbook of Economic Forecasting, vol. 2A.