

Sobre l'ús i l'abús de les expectatives d'inflació dels mercats financers

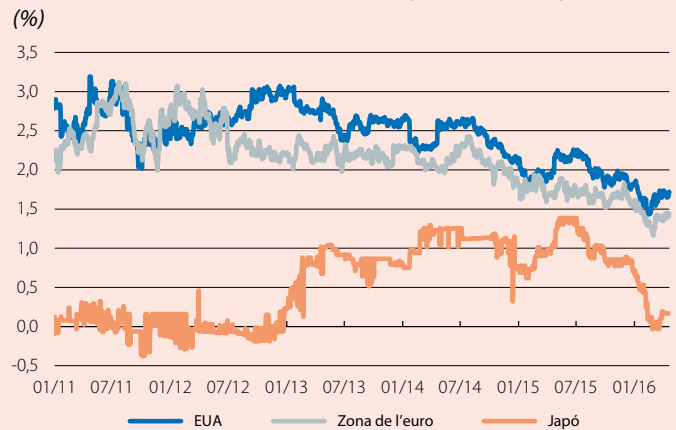
Al llarg de l'últim any i mig, les expectatives d'inflació dels països desenvolupats han mostrat una evolució que pot semblar inquietant, si més no a primera vista. El descens ha estat particularment intens en les expectatives reflectides en els preus dels actius financers dels EUA, de la zona de l'euro i del Japó. Atesa aquesta circumstància, els inversors, els analistes i els membres dels bancs centrals han alertat del risc de desancoratge de les expectatives d'inflació (EI) a llarg termini. No obstant això, la lectura «en brut» d'aquests indicadors pot conduir a conclusions esbiaixades o errònies. Per valorar si la preocupació està justificada, cal analitzar dues qüestions: a què respon la flexió a la baixa de les EI i fins a quin punt les EI contingudes en instruments financers reflecteixen de forma precisa les veritables, i inobservables, expectatives d'inflació (VEI).

Una de les mesures més utilitzades per aproximar les expectatives d'inflació es basa en la diferència entre les rendibilitats d'un bo nominal i d'un indexat a la inflació. Aquesta diferència és l'anomenada *breakeven inflation rate* (BEIR).¹ La BEIR a 10 anys ha passat, als EUA, del 2,2% del final del 2014 a l'1,5% de l'actualitat; a Europa, el descens ha estat menys intens, de l'1,1% al 0,9%, i, al Japó, s'ha reduït de l'1,1% al 0,3%. Les BEIR a cinc anys, a cinc anys vista (*five year, five year forward BEIR*), menys subjectes a les distorsions causades per xocs temporals en la taxa d'inflació, com els derivats de les fluctuacions del preu del petroli, i que aproximen les expectatives d'inflació a mitjà i a llarg termini, han mostrat una dinàmica molt similar: han baixat 6 dècimes als EUA des del final del 2014, fins a l'1,7% actual; 6 dècimes, també, a la zona de l'euro, fins a l'1,4%, i gairebé 1 p. p. al Japó, fins al 0,1%. Per la seva banda, els *swaps* vinculats a la inflació (*inflation linked swaps*) mostren caigudes coherents amb les observades en les BEIR, tant en el cas de les EI a 10 anys com en la seva versió *forward*. Pel que fa als mercats d'opcions sobre la inflació, destaca el recent augment de primes per cobrir-se d'escenaris desinflationistes a mitjà termini.²

Les BEIR, però, no solament reflecteixen les VEI dels agents que participen als mercats de bons o *swaps*, sinó que contenen altres components no directament observables. En concret, una prima de risc per inflació (PRI) i una prima de risc de liquiditat (PRL). La PRI està associada a la incertesa que els agents atorguen al fet que la VEI no coincideixi amb la inflació que s'acabarà materialitzant, mentre que la PRL recull la compensació que reben els inversors a causa de la menor liquiditat dels bons indexats en relació amb els seus parents, els bons nominals. La PRI augmenta amb el grau d'incertesa (major dispersió de les expectatives), la qual cosa es tradueix, *ceteris paribus*, en augments de la BEIR (el tenidor d'un bo nominal exigeix una major rendibilitat perquè està subjecte a aquest risc). En canvi, eventuais augments de la PRL redueixen, *ceteris paribus*, les BEIR.³

En el pla empíric, diversos estudis de la Reserva Federal (Fed) s'han centrat en el cas nord-americà per tractar de determinar quins factors, i en quina proporció, han provocat el descens dels indicadors de compensació per inflació. Tot i que els resultats no sempre són coincidents, fruit, en la majoria de les ocasions, de la metodologia d'estimació utilitzada, indiquen que la VEI es manté ben ancorada, en nivells entre el 2% i el 2,5%, i atribueixen el gros del descens de les BEIR a la PRL i, en menor mesura, a la PRI. En relació amb aquesta última, diversos autors han trobat que el grau de dispersió de les EI basades en enquestes realitzades a diferents col·lectius ha baixat de manera significativa en els últims anys, situació coherent amb la tendència descendent que han mostrat diferents estimacions de la PRI, però això pot explicar una petita part del descens recent de les BEIR (menys de 10 p. b.).⁴

Expectatives d'inflació a cinc anys, a cinc anys vista* (%)



Nota: * Obtingudes a partir de bons indexats a la inflació. En el cas del Japó, a partir del mercat de *swaps*.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

1. Per a una descripció detallada dels instruments financers esmentats en aquest article, vegeu el Focus «Expectatives d'inflació i instruments financers: un binomi valuós», de l'IM04/2014, i el Dossier «Mesurar les expectatives d'inflació: la importància dels detalls», de l'IM02/2015.

2. En particular, han repuntat les probabilitats assignades a un escenari d'inflació per sota del 2% als EUA i de l'1% a la zona de l'euro en els propers cinc anys.

3. En particular, $VEI_{t,T} = BEIR_{t,T} - PRI_{t,T} + PRL_{t,T}$. Per a més detalls, vegeu D'Amico, S., Kim, D. i 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.

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

Per la seva banda, s'estima que la PRL ha augmentat al voltant de 70 p. b. Aquest augment obeeix, en bona part, als efectes derivats de l'enfonsament dels preus del cru i als episodis de volatilitat que s'han succeït en l'escena financera internacional el 2015 i començament del 2016.⁵ Per bé que és cert que les PRL han mostrat una tendència decreixent a llarg termini, a conseqüència de la dimensió i de la profunditat creixents del mercat de bons indexats, els episodis de turbulències financeres sempre han anat acompanyats de repunts significatius de les primes de liquiditat. Aquest fenomen ha estat una realitat en la segona meitat del 2015 i al començament d'enguany, quan el xoc del mercat petroler i els temors a una desacceleració intensa del creixement mundial van propiciar fortes alces de l'aversion global al risc i una fugida cap a actius considerats segurs (*flight to quality*), principalment bons del Tresor (nominals) nord-americans, alemanys i japonesos.

El corol·lari del que s'ha exposat fins ara és triple. En primer lloc, malgrat el descens intens de diverses mesures de compensació per inflació, la VEI es manté, en línies generals, ancorada al voltant de l'objectiu d'inflació de la Fed. En segon lloc, la PRL és la principal explicació d'aquests descensos des del final del 2014. Finalment, la magnitud d'aquest component és susceptible d'augmentar de forma sobtada i abrupta en períodes d'agitació financera, la qual cosa, en aquestes circumstàncies, confereix un poder informatiu menor a variables com les BEIR i les taxes dels *inflation linked swaps*. Així i tot, atesa la incertesa existent al voltant de les estimacions sobre les primes de risc implícites en les BEIR, no es pot descartar que les VEI hagin pogut flexionar lleugerament a la baixa en els últims mesos, tal com ho suggereixen algunes enquestes a professionals als EUA. Una possible explicació d'aquest descens procediria del procés de formació de les expectatives d'inflació dels agents, que patiria els efectes d'alguns biaixos, com el de la miopia, consistent a extrapolar la dinàmica actual de la inflació al futur.⁶

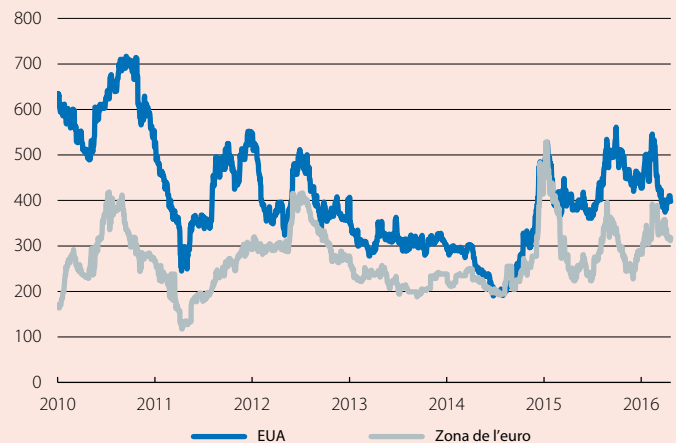
En suma, les oscil·lacions de les primes de risc contingudes en els preus dels actius financers dificulten l'observació de la veritable expectativa d'inflació. En períodes de gran incertesa i d'elevada volatilitat financera, la PRL és el principal escull per computar aquesta expectativa, de manera que la identificació d'aquesta prima de risc és indispensable. Un cop detrets els dos components, diverses estimacions de la VEI mostren que es manté alineada amb l'objectiu del 2% de la Fed, la qual cosa suggereix que les expectatives d'inflació als EUA estan ben ancorades.

Carlos Martínez Sarnago

Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

Primes de les opcions d'inflació a cinc anys *

(p. b.)



Nota: * Per als EUA, floor del 2% i, per a la zona de l'euro, floor de l'1%.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

5. Vegeu 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 aquesta qüestió, vegeu Faust, J. i Wright, J. (2013). «Forecasting Inflation», *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2A.