

## FOCUS · Expectativas de inflación e instrumentos financieros: un binomio valioso

El temor a un eventual episodio deflacionista en la eurozona está realizando el protagonismo de una variable habitualmente en segundo plano: las expectativas de inflación. En efecto, conocer el abanico de escenarios de precios que contemplan los agentes económicos constituye una pieza clave para calibrar el riesgo de inflación o deflación y, por tanto, la estrategia adecuada de política monetaria. Pese a que la observación directa de la «verdadera» expectativa de inflación del sector privado no es posible, existen aproximaciones razonables contenidas en diversos instrumentos financieros, ya sea de forma explícita o implícita.

El mercado de bonos soberanos proporciona información de gran utilidad cuando además de los bonos nominales ordinarios existen bonos indexados a la inflación. Este es el caso de países clave como Alemania y Francia. Los bonos indexados ofrecen protección contra la inflación a base de actualizar su valor facial al mismo ritmo que suba el índice de precios oficial de cada país. De este modo, el diferencial de rentabilidad entre un bono nominal y un bono indexado con el mismo plazo y del mismo emisor, denominado *breakeven inflation rate* (BEIR), nos informa de la tasa de inflación promedio que los tenedores de bonos esperan a ese plazo. De forma más precisa, la BEIR puede descomponerse en tres elementos diferenciados: (i) la expectativa de los agentes sobre la inflación promedio a lo largo de la vida del par de bonos; (ii) una prima de riesgo asociada a posibles desviaciones de dicha expectativa respecto a la verdadera tasa de inflación que acabará materializándose, y (iii) unas primas asociadas a la menor liquidez de los bonos indexados y otros aspectos institucionales. Eliminando, mediante técnicas estadísticas, el último componente se llega a una medida muy valiosa sobre las expectativas y la prima de riesgo por inflación del numeroso grupo de agentes que participan en el mercado de bonos.

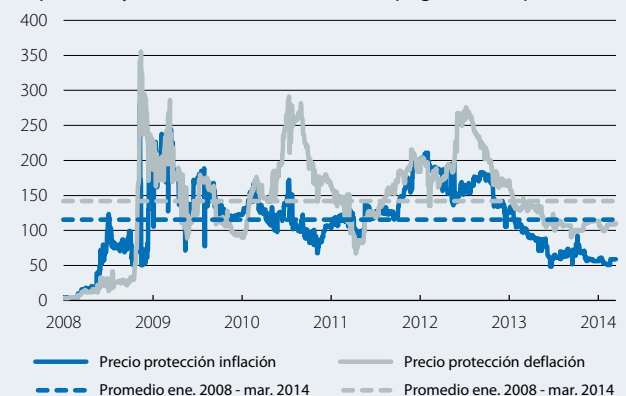
Los *swaps* y las opciones (*caps* y *floors*) sobre la inflación son instrumentos explícitamente concebidos para operar sobre esta variable. Un *swap* o permuta financiera consiste en el intercambio de flujos de caja entre dos partes sobre un determinado importe nominal en unas fechas concretas. La particularidad de los *swaps* de inflación consiste en que una de las partes se compromete a pagar un tipo de interés fijo (*swap rate*) sobre el nominal del contrato a cambio de recibir la tasa de inflación observada durante el plazo de vida del instrumento (*floating swap rate*). De este modo, la *swap rate* proporciona un buen indicador de la inflación promedio esperada y de la prima de riesgo de desviación exigida por los operadores de este mercado a lo largo de la vida del *swap*. También aquí es necesario

realizar un pequeño ajuste técnico, en este caso por el riesgo de contraparte inherente en la operativa con derivados *over the counter* (OTC). La ventaja del *swap* frente al bono es la existencia de un universo más amplio de vencimientos y países (incluyendo España), y la desventaja es que se trata de un mercado de menor tamaño y liquidez.

Los *caps* y los *floors* de inflación también ofrecen protección ante los efectos adversos de la inflación y de la deflación, respectivamente. En el caso de los *caps*, el comprador recibirá, en cada una de las fechas de liquidación y previo pago de una prima sobre el nominal, la diferencia entre la inflación observada y el techo (*cap*) establecido en el contrato, en caso de que esta se sitúe por encima del mismo. Las opciones *floor* cubren a su comprador ante un eventual escenario de deflación, abonándole el diferencial entre el suelo (*floor*) acordado y la tasa de inflación observada, en caso de que sea inferior al mismo. El precio o prima de estas opciones tenderá a ser más elevado cuanto mayor sea el nivel de protección que ofrecen. Durante los últimos meses, se ha observado como el precio del *floor* a cinco años, que protege en caso de que la inflación caiga por debajo del 0%, se ha situado por encima del precio del *cap* del 4% al mismo plazo. En términos del objetivo de inflación del 2% del BCE, esto indica que los inversores están más preocupados por una desviación a la baja que al alza, nada sorprendente en el contexto actual. Sí es más llamativo que la cuantía de la prima *floor* no se haya disparado como ocurrió durante los tres anteriores «sustos deflacionistas» de los últimos años. Este indicador, por lo tanto, parece apoyar la interpretación de que los agentes esperan para la eurozona un largo periodo de inflación muy baja (claramente por debajo del 2%), pero un riesgo bajo de deflación sostenida.

### Eurozona: primas de las opciones cap y floor de inflación a cinco años

Cap del 4% y floor del 0% (frecuencia de pago anual) (p. b.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.