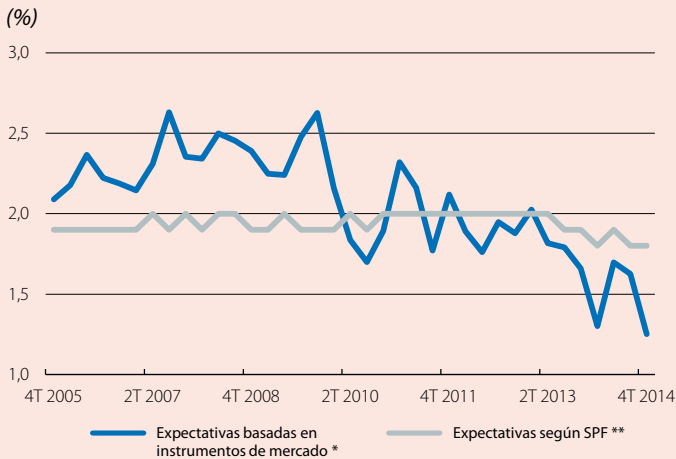


## Medir las expectativas de inflación: la importancia de los detalles

Un factor clave de la dinámica de la inflación reside en las expectativas que los agentes económicos manejan sobre esta variable. Desde hace tiempo, tanto los economistas teóricos como los responsables de la política monetaria vienen dedicando esfuerzos a estudiar los pormenores de este vínculo. Ben Bernanke, que ha desempeñado ambas funciones, sintetizó la cuestión cuando afirmó que «un prerequisite esencial para controlar la inflación es controlar las expectativas de inflación». Este propósito de control entraña, cuando menos, cuatro grandes desafíos: comprender cómo interaccionan las expectativas de inflación con el resto de variables macroeconómicas relevantes; identificar el proceso que conduce a su formación; medir cómo evolucionan para comprobar si se ajustan a lo deseado; y evaluar las políticas que el banco central puede adoptar para incidir en ellas. A continuación se presentan algunas pinceladas sobre el tercero de estos retos.

La importancia de las expectativas de inflación se debe a la poderosa influencia que ejercen sobre la toma de decisiones por parte de los individuos. No es de extrañar, pues, que el deseo u objetivo de las autoridades monetarias cuyo mandato es velar por la estabilidad de los precios sea preservar el anclaje de las expectativas de inflación. Es decir, las oscilaciones de las expectativas de inflación a medio y largo plazo deben ser moderadas y ajenas a *shocks* temporales sobre los precios actuales. Un comportamiento significativamente distinto a este puede suponer un serio riesgo para la estabilidad de los precios y debe ser corregido, en la medida de lo posible. Por consiguiente, la medición de las expectativas de inflación constituye un aspecto de suma relevancia. Sin embargo, algunos detalles son complejos y capaces de provocar errores de bulto.

### Expectativas de inflación a cinco años



Notas: \* Calculada a partir de swaps de inflación a cuatro y cinco años.

\*\* Survey of Professional Forecasters.

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

Hay dos tipos de medidas, de naturaleza muy distinta: las basadas en encuestas y las que derivan implícitamente de la cotización de diversos instrumentos financieros. Una de las principales fortalezas de las primeras es que proporcionan directamente las expectativas de inflación de los encuestados, ya sean consumidores, empresarios o analistas económico-financieros. En consecuencia, apenas necesitan tratamiento posterior de los datos. El Banco Central Europeo (BCE) lleva a cabo un seguimiento sistemático de varios tipos de encuestas. Sobresale la realizada a los analistas, que se publica trimestralmente. Los resultados históricos y recientes son muy interesantes en el marco del debate sobre el riesgo de deflación en la eurozona (véase el gráfico). En primer lugar, destaca la convergencia de las respuestas de los analistas hacia el nivel de inflación objetivo del BCE (cerca pero por debajo del 2%) a lo largo del tiempo, así como su menor grado de oscilación. Esto denota un anclaje notable de las expectativas de inflación y sugiere un aumento gradual de la credibilidad de la política monetaria del BCE. En segundo

lugar, la volatilidad de las expectativas de inflación se reduce a medida que aumenta el horizonte de la previsión, lo que significa que el impacto de los *shocks* temporales se hace notar a corto plazo pero desaparece a largo. Así, por ejemplo, la intensa caída de la inflación europea en los últimos meses, impulsada por el notable retroceso del precio del petróleo, ha conducido a que los analistas reduzcan su previsión de inflación para 2015 del 1,2% en junio de 2014 al 0,3% en diciembre. Por el contrario, las previsiones a largo plazo (cinco años vista), solo han sido rebajadas una décima entre esas dos fechas, situándose en diciembre en el 1,8%, muy cerca del objetivo del BCE. Esta pauta también se ha observado en encuestas análogas para los EE. UU.

Respecto a la medición de las expectativas a través de instrumentos financieros, existen tres grandes tipos de productos: los bonos indicados a la inflación, los *swaps* de inflación y las opciones de tipo *cap* y *floor* sobre la inflación.<sup>1</sup> Debido a su tamaño y liquidez, el mercado de bonos soberanos *inflation-linked* (I/L) se erige como la referencia más importante a la hora de analizar y evaluar las dinámicas de las expectativas de inflación que prevalecen entre los agentes que participan en los mercados financieros. Este tipo de valores, emitidos por un número de Gobiernos cada vez mayor, ofrece a sus tenedores protección ante la erosión de poder adquisitivo provocada por la inflación sobre los rendimientos (nominales) de cualquier inversión. Esto se consigue mediante la actualización del principal de acuerdo con la inflación registrada durante la vida del bono. En consecuencia, la diferencia entre la rentabilidad de un bono nominal (TIR nominal) y la de un bono I/L (TIR real) de igual vencimiento y emisor, denominada *break-even inflation rate*

1. Para una descripción más detallada de estos instrumentos, véase el Focus «Expectativas de inflación e instrumentos financieros: un binomio valioso» del *Informe Mensual* de abril de 2014.

(BEIR), constituye un indicador aproximado de la inflación promedio esperada por los inversores a ese plazo. Por su parte, un *swap* de inflación es un instrumento en que una de las partes se compromete a pagar un tipo de interés fijo a cambio de recibir la tasa de inflación promedio observada durante el plazo de vida del *swap*. El tipo fijo del *swap* constituye un indicador de la inflación promedio esperada al plazo de vida del *swap*, análogo a la BEIR en ausencia de arbitraje.

En el plano comparativo, ambas alternativas de medición de las expectativas de inflación han presentado, a lo largo de los años, una precisión similar respecto a la inflación finalmente observada (véase el segundo gráfico). No obstante, su distinta naturaleza se traduce en diferencias significativas en determinados momentos. El actual es uno de ellos. La principal ventaja de las medidas de inflación contenidas en los precios de los activos financieros radica en la elevada frecuencia de observación de las mismas: diaria o intradiaria en la mayoría de casos, frente a la periodicidad mensual o trimestral de las encuestas.

También es muy importante la disponibilidad de medidas relativas a distintos horizontes temporales, desde un año hasta 30, al menos en los principales países. Por el contrario, el principal inconveniente de las BEIR y del resto de variables con origen financiero reside en dos factores interrelacionados: la mayor volatilidad de estas medidas en comparación con las procedentes de encuestas y el efecto distorsionador derivado de la presencia de primas de riesgo que dificultan el cómputo de la «verdadera» expectativa de inflación. De forma más específica, además de una prima de riesgo de liquidez,<sup>2</sup> existe una prima de riesgo por inflación (IRP, en adelante). Esta última puede entenderse como la compensación que reciben los inversores por el riesgo que afrontan ante posibles desviaciones de sus expectativas de inflación respecto a la inflación que acabe materializándose. De este modo, un aumento del riesgo (mayor varianza de las expectativas), conlleva una mayor IRP. Así pues, la presencia de esta prima debe tenerse en cuenta antes de interpretar el nivel y las fluctuaciones de la BEIR y de las tasas de los *swaps* de inflación.<sup>3</sup>

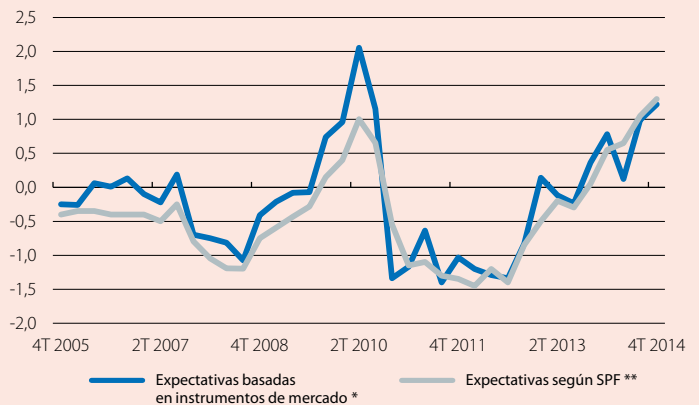
La lectura inicial que en la actualidad presentan los productos financieros de inflación evaluados en conjunto (bonos, *swaps* y opciones) muestra un rasgo muy llamativo: el descenso en las expectativas de inflación a largo plazo es sensiblemente más acusado de lo que se observa en las encuestas, tanto en la eurozona como en EE. UU. Como muestra el primer gráfico, en el cuarto trimestre de 2014, la expectativa de inflación de la eurozona para 2019 implícita en los *swaps* de inflación había descendido hasta el 1,2%, frente al 1,8% que resulta de la encuesta de analistas de la misma fecha. ¿Qué puede explicar esta divergencia entre las medidas de mercados y las basadas en encuestas? Buena parte de la respuesta se halla en la IRP. En efecto, durante los últimos trimestres, el tamaño de la IRP se ha reducido considerablemente hasta situarse por debajo del promedio de la última década en EE. UU. y en la eurozona (40 y 50 p. b., respectivamente).<sup>4</sup> Adicionalmente, cabe destacar que la influencia que ejerce este descenso de la IRP sobre las fluctuaciones de las expectativas de inflación es mayor en horizontes temporales más extensos.<sup>5</sup> Este último punto constituye un elemento clave a la hora de juzgar acertadamente la severidad de la reciente senda bajista que se observa en las BEIR y las tasas contenidas en los *swaps* de inflación. Parece, por tanto, que en el contexto desinflacionario actual las medidas basadas en encuestas toman cierta ventaja.

En suma, tanto las medidas de inflación basadas en encuestas como aquellas inferidas a través de la cotización de instrumentos financieros están sujetas a limitaciones que deben ser tenidas en cuenta. Por tanto, es de suma importancia que su lectura se ajuste al contexto económico que prevalezca en cada momento. De ello depende que las decisiones de los bancos centrales avanzados sean más acertadas y que su credibilidad no se vea menoscabada.

Carlos Martínez Sarnago y Joan Daniel Pina  
Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

### Comparativa del error entre las expectativas de inflación a dos años y la inflación observada

(p. p.)



Notas: \* Basada en *swaps* de inflación europea a dos años. \*\* Survey of Professional Forecasters.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg y del BCE.

2. Las medidas de inflación contenidas en los precios de los activos financieros también contienen una prima de riesgo de liquidez. No obstante, los estudios empíricos ponen de manifiesto que la magnitud e importancia de la misma ha disminuido considerablemente en los últimos años, especialmente en el mercado de bonos I/L.

3. Este sería el caso cuando la distribución de las funciones de probabilidad de las expectativas de inflación tiende a concentrarse alrededor de valores extremos (como la deflación), lo que está asociado a fuertes oscilaciones de la prima de riesgo por inflación.

4. Véase Hördahl, P. y Tristani, O., (2014), «Inflation Risk Premium in the Euro Area and the United States» International Journal of Central Banking.

5. Véase García, J. A. y Werner, T., (2010), «Inflation Risks and Inflation Premium», European Central Bank Working Paper Series No. 1162. Los autores documentan que las fluctuaciones de la IRP explican el 88% de la volatilidad observada en la BEIR a cinco años de la zona euro.