

FOCUS · El sesgo en las previsiones de tipos de interés de los mercados

El Banco Central Europeo (BCE) empezó a bajar tipos hace ocho años¹ y, según reconoció el propio BCE en junio, el mercado no espera un aumento del tipo de referencia (refi) hasta 2021. Crea o no el lector que el tipo refi se mantendrá en mínimos cinco años más, a continuación analizamos por qué la lectura que se hace de las expectativas del mercado es, en muchos casos, incorrecta.

La manera más sencilla de obtener el tipo de interés futuro que espera hoy el mercado consiste en comparar los tipos de interés actuales a distintos vencimientos. Por ejemplo, los tipos de interés de la deuda pública a dos y 10 años permiten obtener implícitamente el tipo a ocho años que se espera observar dentro de dos años. Sin embargo, la información de estos tipos implícitos está sesgada.

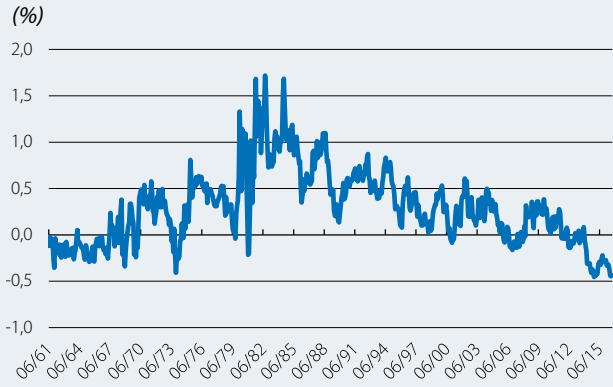
Concretamente, el tipo de interés a largo plazo refleja las expectativas sobre los tipos en el futuro y una prima temporal por el riesgo adicional de comprometerse con una inversión a largo plazo (en vez de reinvertir continuamente a vencimientos cortos).² Actualmente esta prima toma valores negativos nada negligibles en EE. UU. (véase el primer gráfico). Los inversores están dispuestos a sacrificar parte de la rentabilidad que *a priori* obtendrían reinvertiendo en activos a corto plazo, para asegurarse una rentabilidad a largo plazo. Más allá de indicar una disposición a pagar para invertir a tipo fijo a largo plazo, una prima temporal negativa implica que los tipos a largo plazo observados en el mercado proporcionan una estimación sesgada a la baja de las expectativas de tipos futuros. Como ilustra el segundo gráfico, una vez ajustamos los datos con la prima temporal, se observa que el mercado espera unos tipos significativamente más elevados. Por ejemplo, según la curva de implícitos, en 2020 el tipo de interés a un año de la letra del tesoro americano rendiría al 1,7%. Sin embargo, cuando ajustamos por la prima temporal, vemos que el mercado espera que rinda el 2,4%.

Este sesgo en la estimación de los tipos implícitos ha aumentado con la implementación de políticas monetarias no convencionales. En particular, la compra de activos a gran escala por parte de los principales bancos centrales de las economías avanzadas contribuye a deprimir la prima temporal porque reduce la incertidumbre sobre la política monetaria futura y aumenta la demanda de deuda pública a largo plazo.³ Por lo tanto, mientras los bancos centrales sigan comprando activos a gran escala, los tipos implícitos comúnmente usados, que no realizan el ajuste de la prima temporal, sugerirán unas expectativas sobre los tipos futuros artificialmente bajas.

En conclusión, aunque el mercado es un gran procesador de información, en el entorno actual es especialmente importante ser cuidadoso con la interpretación que hacemos de ella.

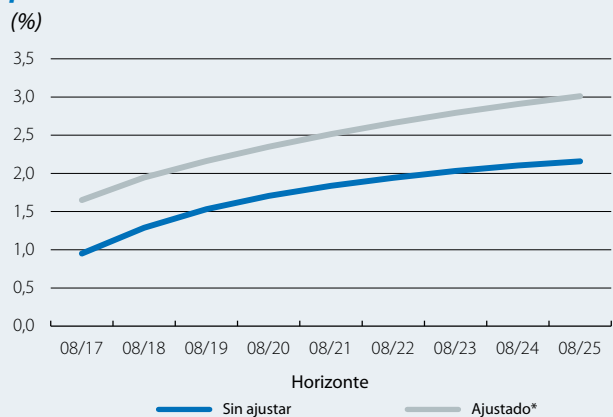
1. Aunque se intentó una normalización entre mayo y julio de 2011, esta se deshizo rápidamente en noviembre del mismo año.
2. Para más información sobre la prima temporal, véase el Focus «La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera» del IM12/2014.
3. Otros factores responsables son una baja percepción del riesgo de inflación y una fuerte demanda global de activos seguros y líquidos.

Prima temporal del tipo de interés a un año de la deuda del Tesoro de EE. UU. *



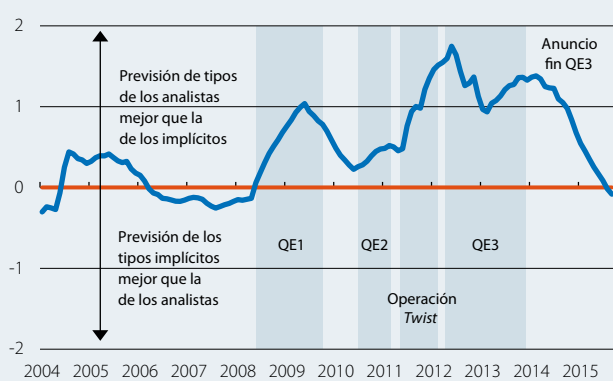
Nota: * Estimación según el método de Adrian, Crump y Moench, 2013, «Pricing the term structure with linear regressions», *Journal of Financial Economics*, 110.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

Tipo de interés a un año del Tesoro de EE. UU.: previsión de mercado



Nota: * Previsión una vez eliminada la prima temporal.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

Tipos implícitos vs. previsión de tipos de los analistas: * error de previsión a 12 meses vista (Logaritmo del error relativo, ** media móvil de 12 meses)



Notas: * Previsión de la letra a tres meses del tesoro americano. ** Un valor mayor (menor) que 0 indica una mejor (peor) previsión de los analistas respecto a los tipos implícitos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Economics y Bloomberg.