FOCUS · El biaix en les previsions de tipus d'interès dels mercats

El Banc Central Europeu (BCE) va començar a abaixar tipus fa vuit anys,[1] i, segons va reconèixer la mateixa entitat al juny, el mercat no espera un augment del tipus de referència (refi) fins al 2021. Cregui o no el lector que el tipus refi es mantindrà en mínims cinc anys més, tot seguit analitzem per què la lectura que es fa de les expectatives del mercat és, en molts casos, incorrecta.

La manera més senzilla d'obtenir el tipus d'interès futur que espera avui el mercat consisteix a comparar els tipus d'interès actuals a diferents venciments. Per exemple, els tipus d'interès del deute públic a dos i a 10 anys permeten obtenir, implícitament, el tipus a vuit anys que s'espera observar d'aquí a dos anys. No obstant això, la informació d'aquests tipus implícits està esbiaixada.

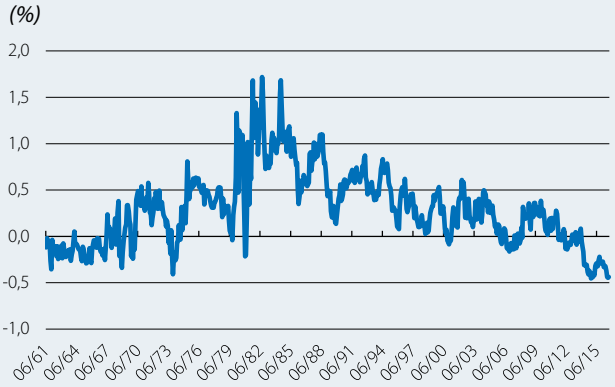
En concret, el tipus d'interès a llarg termini reflecteix les expectatives sobre els tipus en el futur i una prima temporal pel risc addicional de comprometre's amb una inversió a llarg termini (en lloc de reinvertir contínuament a venciments curts).[2] En l'actualitat, aquesta prima presenta valors negatius gens negligibles als EUA (vegeu el primer gràfic). Els inversors estan disposats a sacrificar una part de la rendibilitat que *a priori* obtindrien reinvertint en actius a curt termini, per assegurar-se una rendibilitat a llarg termini. Més enllà d'indicar una disposició a pagar per invertir a tipus fix a llarg termini, una prima temporal negativa implica que els tipus a llarg termini observats al mercat proporcionen una estimació esbiaixada a la baixa de les expectatives de tipus futurs. Com ho il·lustra el segon gràfic, un cop ajustem les dades amb la prima temporal, s'observa que el mercat espera uns tipus significativament més alts. Per exemple, segons la corba d'implícits, el 2020, el tipus d'interès a un any de la lletra del tresor nord-americà rendiria a l'1,7%. No obstant això, quan ajustem per la prima temporal, veiem que el mercat espera que rendeixi el 2,4%.

Aquest biaix en l'estimació dels tipus implícits ha augmentat amb la implementació de polítiques monetàries no convencionals. En particular, la compra d'actius a gran escala per part dels principals bancs centrals de les economies avançades contribueix a deprimir la prima temporal, perquè redueix la incertesa sobre la política monetària futura i augmenta la demanda de deute públic a llarg termini.[3] Per tant, mentre els bancs centrals continuïn comprant actius a gran escala, els tipus implícits utilitzats comunament, que no ajusten la prima temporal, suggeriran unes expectatives sobre els tipus futurs artificialment baixes.

En conclusió, malgrat que el mercat és un gran processador d'informació, en l'entorn actual, és especialment important ser acurat a l'hora d'interpretar-la.

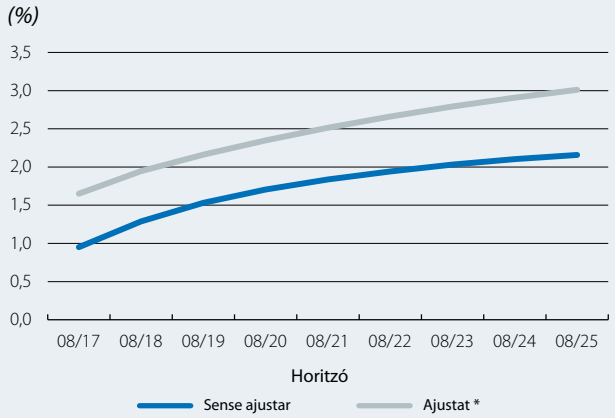
1. Tot i que es va intentar una normalització entre el maig i el juliol del 2011, es va desfer ràpidament al novembre del mateix any.
2. Per a més informació sobre la prima temporal, vegeu el Focus «La prima de risc temporal dels *treasuries* nord-americans: no hi és, però se l'espera», de l'IM12/2014.
3. Altres factors responsables són una percepció baixa del risc d'inflació i una forta demanda global d'actius segurs i líquids.

Prima temporal del tipus d'interès a un any del deute del Tresor dels EUA *



Nota: ** Estimació segons el mètode d'Adrian, Crump i Moench (2013), «Pricing the term structure with linear regressions», Journal of Financial Economics, 110.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

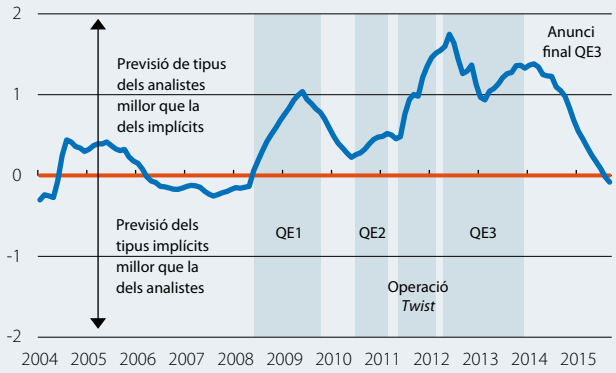
Tipus d'interès a un any del Tresor dels EUA: previsió de mercat



Nota: ** Previsió un cop eliminada la prima temporal.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

Tipus implícits vs. previsió de tipus dels analistes: * error de previsió a 12 mesos vista

*(Logaritme de l'error relatiu, ** mitjana mòbil de 12 mesos)*



Notes: ** Previsió de la lletra a tres mesos del tresor nord-americà. ** Un valor superior (inferior) a 0 indica una millor (pitjor) previsió dels analistes en relació amb els tipus implícits.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Consensus Economics i de Bloomberg.*