FOCUS · Banco de Japón: en los límites de la política monetaria

Si hay un banco central que destaque por la contundencia y heterodoxia de sus políticas, ese es el Banco de Japón (BoJ). No sorprende, por tanto, la gran expectación que suscitó el anuncio, realizado a finales de julio, de que la institución iba a revisar a fondo su estrategia. El proceso ha culminado en septiembre con la adopción de unos cambios más importantes por lo que no son que por lo que son.

Con el objetivo de poner fin a dos décadas de deflación, en la primavera de 2013, el BoJ puso en marcha un ambicioso programa de compra de activos financieros (*quantitative and qualitative easing*, QQE) que, además de bonos públicos y corporativos, incluye activos de renta variable e inmobiliarios. Desde entonces, la autoridad monetaria había realizado dos grandes ajustes al programa inicial. El primero, en octubre de 2014, elevó agresivamente el importe anual de las compras (QQE II). El segundo, en enero de 2016, supuso la adopción de los tipos de interés negativos sobre las reservas bancarias. Sin embargo, puede decirse que estas sucesivas apuestas han resultado infructuosas. El registro más reciente de la inflación general se sitúa en el −0,5% interanual, muy lejos del objetivo del +2%. De forma similar, la inflación subyacente también ha dado muestras de renovada debilidad en los últimos meses, y se mantiene en el +0,2%. Por su parte, las expectativas de inflación (tanto las basadas en encuestas a consumidores y analistas como las implícitas en la cotización de instrumentos financieros) tampoco muestran la evolución deseable, sino que se sitúan alrededor del 0%.

Para hacer frente a este panorama tan poco alentador, el BoJ ha reajustado, por tercera vez, el rumbo del QQE. En concreto, se introducirán dos modificaciones. La primera, y más relevante, reorienta el centro de gravedad de la estrategia monetaria hacia el control del perfil de la curva de tipos de interés. De hecho, el organismo ha explicitado un nivel «objetivo» para la *yield* del bono soberano a 10 años, situado alrededor del 0%. Para articular este control sobre el mercado de bonos, se establece un objetivo de expansión de la base monetaria flexible, en sustitución del objetivo fijo previo de 80 billones de yenes al año. Además, también se ha eliminado el objetivo de vencimiento medio de la cartera de bonos (que estaba en 7-12 años). El segundo ajuste está relacionado con el refuerzo del objetivo de inflación: el BoJ se compromete a expandir la base monetaria hasta que la tasa de inflación exceda el 2% de forma sostenida en el tiempo.

Las implicaciones de estos cambios sobre los mercados financieros no son triviales. Por un lado, el control explícito de la curva de deuda permitirá al BoJ incidir sobre la misma según las necesidades de cada momento. De entrada, ello supone que se incremente *de facto* la presión compradora sobre los tramos cortos de la curva (dado que la *yield* del bono a 10 años ya se encuentra actualmente en línea con el objetivo establecido). El incremento de la pendiente de la curva ayudará a mitigar los efectos perniciosos asociados a las políticas ultraexpansivas sobre los márgenes de las entidades financieras. Por otro lado, el mensaje de que el BoJ tolerará una inflación por encima del 2% trata, en última instancia, de elevar las expectativas de inflación de los agentes y reducir, de ese modo, los tipos de interés reales.

Sin embargo, existen dudas razonables en torno al éxito de esta «tercera revisión» del QQE a la hora de relanzar la inflación del país. En particular, el objetivo de elevar las expectativas de inflación se antoja particularmente complejo y precisará, más que nunca, de mayores dosis de credibilidad por parte del BoJ. Asimismo, una contribución más decidida desde otros ámbitos de la política económica facilitaría la tarea. De hecho, los mercados financieros han acogido con escepticismo los cambios anunciados. La *yield* del bono nipón a 10 años ha descendido levemente (hasta el −0,07%), el yen se ha apreciado cerca de un 1% frente al dólar y las expectativas de inflación a largo plazo no se han movido.

De alguna forma, este episodio está dejando al descubierto los límites de las políticas monetarias heterodoxas ultraexpansivas. Sus rendimientos son claramente decrecientes, e incluso negativos. En particular, la rectificación para conseguir una curva con más pendiente supone el reconocimiento de que las compras indiscriminadas de bonos ponen en marcha canales de transmisión contractivos. Por otro lado, el mensaje trasladado deja claro que el BoJ no contempla nada parecido al denominado «helicóptero monetario», un límite que, si se traspasara, sí podría llevarnos a otra dimensión. El intrépido BoJ lo ha descartado (al menos por ahora).

Japón: expectativas de inflación y tipo de interés real

Notas: ** Swaps de inflación. ** Tipo de interés a un día del mercado interbancario nipón deflactado por la inflación subyacente. El fuerte descenso observado en 2014 obedece a los efectos causados por el aumento del IVA.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*