FOCUS · Banc del Japó: en els límits de la política monetària

Si hi ha un banc central que destaqui per la contundència i per l'heterodòxia de les seves polítiques, aquest és el Banc del Japó (BoJ). No sorprèn, per tant, la gran expectació que va suscitar l'anunci, fet al final de juliol, que la institució volia revisar a fons la seva estratègia. El procés ha culminat, al setembre, amb l'adopció d'uns canvis més importants pel que no són que pel que són.

Amb l'objectiu de posar fi a dues dècades de deflació, el BoJ va engegar, durant la primavera del 2013, un ambiciós programa de compra d'actius financers (*quantitative and qualitative easing*, QQE) que, a més de bons públics i corporatius, inclou actius de renda variable i immobiliaris. De llavors ençà, l'autoritat monetària ha dut a terme dos grans ajustos al programa inicial. El primer, a l'octubre del 2014, va incrementar agressivament l'import anual de les compres (QQE II). El segon, al gener del 2016, va comportar l'adopció dels tipus d'interès negatius sobre les reserves bancàries. No obstant això, es pot dir que aquestes apostes successives han estat infructuoses. El registre més recent de la inflació general se situa en el –0,5% interanual, molt lluny de l'objectiu del +2%. De forma similar, la inflació subjacent també ha donat mostres de renovada feblesa en els últims mesos i es manté en el +0,2%. Per la seva banda, les expectatives d'inflació (tant les basades en les enquestes als consumidors i als analistes com les implícites en la cotització dels instruments financers) tampoc no mostren l'evolució desitjable, ja que se situen al voltant del 0%.

Per afrontar aquest panorama tan poc encoratjador, el BoJ ha reajustat, per tercera vegada, el rumb del QQE. En concret, s'introduiran dues modificacions. La primera, més rellevant, reorienta el centre de gravetat de l'estratègia monetària cap al control del perfil de la corba de tipus d'interès. De fet, l'organisme ha explicitat un nivell «objectiu» per a la *yield* del bo sobirà a 10 anys, situat al voltant del 0%. Per articular aquest control sobre el mercat de bons, s'estableix un objectiu d'expansió de la base monetària flexible, en substitució de l'objectiu fix previ de 80 bilions de iens a l'any. A més a més, també s'ha eliminat l'objectiu de venciment mitjà de la cartera de bons (situada en 7-12 anys). El segon ajust està relacionat amb el reforç de l'objectiu d'inflació: el BoJ es compromet a expandir la base monetària fins que la taxa d'inflació superi el 2% de forma sostinguda en el temps.

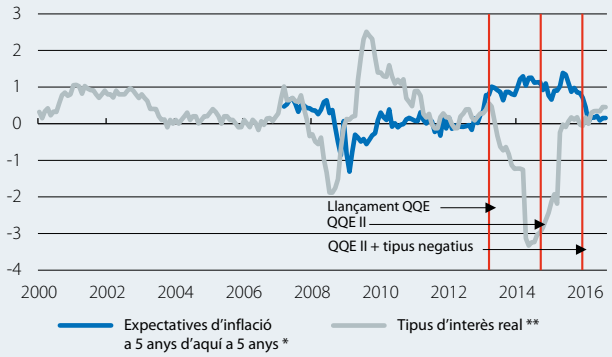
Les implicacions d'aquests canvis sobre els mercats financers no són trivials. D'una banda, el control explícit de la corba de deute permetrà al BoJ incidir-hi en funció de les necessitats de cada moment. D'entrada, això comporta que s'incrementi *de facto* la pressió compradora sobre els trams curts de la corba (atès que la *yield* del bo a 10 anys ja es troba, actualment, en línia amb l'objectiu establert). L'increment del pendent de la corba ajudarà a mitigar els efectes perniciosos associats a les polítiques ultraexpansives sobre els marges de les entitats financeres. D'altra banda, el missatge que el BoJ tolerarà una inflació per damunt del 2% tracta, en última instància, d'augmentar les expectatives d'inflació dels agents i reduir, d'aquesta manera, els tipus d'interès reals.

No obstant això, hi ha dubtes raonables sobre l'èxit d'aquesta «tercera revisió» del QQE a l'hora de reactivar la inflació del país. En particular, l'objectiu d'augmentar les expectatives d'inflació sembla particularment complex i precisarà, més que mai, de majors dosis de credibilitat per part del BoJ. Així mateix, una contribució més decidida des d'altres àmbits de la política econòmica facilitaria la tasca. De fet, els mercats financers han acollit amb escepticisme els canvis anunciats. La *yield* del bo nipó a 10 anys ha baixat lleugerament (fins al –0,07%), el ien s'ha apreciat gairebé l'1% enfront del dòlar i les expectatives d'inflació a llarg termini no s'han mogut.

D'alguna manera, aquest episodi deixa al descobert els límits de les polítiques monetàries heterodoxes ultraexpansives. Els seus rendiments són clarament decreixents i, fins i tot, negatius. En particular, la rectificació per aconseguir una corba amb més pendent comporta el reconeixement que les compres indiscriminades de bons activen canals de transmissió contractius. D'altra banda, el missatge traslladat deixa clar que el BoJ no contempla res semblant a l'anomenat «helicòpter monetari», un límit que, si se supera, ens podria dur a una altra dimensió. L'intrèpid BoJ l'ha descartat (si més no, de moment).

Japó: expectatives d'inflació i tipus d'interès real

(%)



Notes: ** Swaps d'inflació. ** Tipus d'interès a un dia del mercat interbancari nipó deflactat per la inflació subjacent. El fort descens observat el 2014 obeeix als efectes causats per l'augment de l'IVA.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*