

Japón: cambio en el rumbo de la política monetaria

Espoleado por una economía que ha vivido un largo periodo de bajo crecimiento e insuficiente inflación, desde los años 2000 el Banco de Japón (BoJ) ha sido pionero en la implementación de políticas monetarias no convencionales, como los programas de compras de activos (QE, por sus siglas en inglés), los tipos de interés negativos o la política de control de la curva de tipos (YCC, por sus siglas en inglés). El repunte de precios en Japón en los últimos dos años, desencadenado inicialmente por cuellos de botella, el encarecimiento global de energía y alimentos y la devaluación del yen, pero que, más recientemente, parece estar generando dinámicas autosostenidas,¹ ha llevado a un replanteamiento de la política monetaria en el país.

¿Cómo mantener la curva de tipos bajo control sin mantener el control de la curva de tipos?

En los últimos años, un elemento central de la política monetaria del BoJ fue el YCC. Esta herramienta consiste en fijar tipos de interés objetivo para tramos específicos de la curva de tipos soberanos, lo que implica un compromiso implícito en adquirir (o vender) esos activos en la cantidad necesaria para mantener los tipos en el objetivo. En concreto, en 2016, tras bajar su tipo oficial y que este tocara fondo en el -0,1%, el BoJ decidió reforzar su política monetaria con un control de la curva de tipos y fijó un objetivo para el tipo de interés soberano a 10 años en el 0%.² Así, mientras el tramo corto de los tipos japoneses se amarraba en el tipo de interés oficial del BoJ, el YCC sirvió para influenciar y anclar los tramos más largos de la curva de tipos.

Desde que el BoJ anunció el YCC, ha conseguido mantener el tipo soberano a 10 años cercano al 0% con aumentos del balance más graduales de lo que lo hacía en el pasado (véase el segundo gráfico). Esto no quita que, en momentos de estrés, como la pandemia, el BoJ tuviera que aumentar su intervención. Con todo, a partir de 2022 –en un momento en el que la inflación empezaba a dejar huella, el diferencial de tipos de interés con EE. UU. iba aumentando y el yen perdía valor (véase el tercer gráfico)–, con las primeras expectativas de que el BoJ pudiera abandonar el

Japón: inflación general y crecimiento del PIB

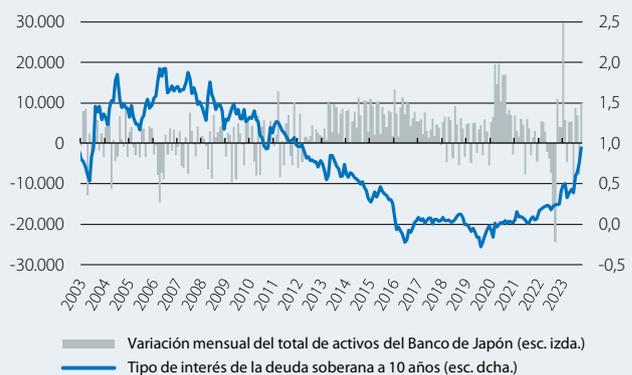
Variación interanual (%)



Nota: Se muestran las medias móviles de cuatro trimestres.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Japón: tipo soberano a 10 años y activos del banco central

(Millones de yenes)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

YCC y los pequeños pasos que la institución ha empezado a dar en esa dirección, los tipos de interés a 10 años se han «desanclado» del 0% y recientemente cotizan cerca del 1%.

En parte, este desanclaje refleja una menor rigidez del BoJ: a pesar de tener un YCC con un objetivo del 0%, en 2018 introdujo una banda de fluctuación de $\pm 0,1$ p. p. alrededor del objetivo, en 2021 amplió el intervalo hasta $\pm 0,25$ p. p., en diciembre de 2022 lo elevó hasta $\pm 0,5$ p. p. y en julio de 2023 puntualizó que, más allá de esa banda, consideraba el 1% como el tope que podía tocar el tipo soberano a 10 años. A finales de octubre, llegó una señal más de que el fin del YCC se acerca: sin tocar los tipos de interés, el BoJ declaró que el límite del 1% se considera una «referencia», sugiriendo mayor tolerancia a que el tipo soberano fluctúe en ese umbral y señalando además la preocupación de que una defensa estricta de ese límite pudiera provocar un deterioro del funcionamiento del

1. La inflación general se situó en el 3,3% en octubre, mientras que la subyacente se situó en el 4,0%. El Banco de Japón espera una inflación subyacente del 3,8% para el año fiscal 2023 y del 1,9% para 2024.

2. Entre otras ventajas, este tipo de herramienta permite una comunicación clara de la política monetaria, ayudando a transmitir una mayor certidumbre a los inversores. Así, el YCC se puede entender como una alternativa más transparente a programas de QE, que no esclarecen «cuán bajos» desea el banco central que sean estos tipos. El YCC puede también ser más eficiente que los programas de QE en la medida que, si los inversores creen al banco central, se consigue el mismo objetivo de tipos con unas menores compras de activos. Véase el Focus «El control de la curva de tipos: ¿una nueva herramienta para la Fed?», en el IM09/2020.

mercado. Este cambio de comunicación viene en la secuencia de otros pequeños pasos.³

A pesar de que el YCC puede considerarse un éxito hasta la fecha, desde el punto de vista del anclaje de expectativas y de la gestión del balance del banco central,⁴ en un momento de cambio de política monetaria en Japón hay incertidumbre sobre el «día después». Por ejemplo, aunque se espera que el abandono del YCC sea prudente y gradual, existe el riesgo de que cuando el banco central deje de asegurar un tipo de interés en el mercado, el precio de los activos sufra volatilidad a medida que los inversores «testeen» el nuevo tipo de equilibrio, con las consiguientes repercusiones sobre grandes tenedores (en particular, instituciones financieras, como fondos de pensiones y aseguradoras), forzando a las autoridades a actuar para respaldar el sistema financiero.

«Estrategia Ueda»: un ojo en la estabilidad financiera... dos en la deflación

De momento, la respuesta de los mercados a estos ajustes en la política monetaria ha sido limitada, logrando mantener la estabilidad del mercado y el control de la curva de tipos. Aun así, la retirada del YCC tiene importantes retos. A nivel interno, el sector de seguros es el más expuesto a subidas de tipos, como segundo mayor tenedor de bonos soberanos (después del BoJ), que representan un 40% del total de sus activos. Por otro lado, los fondos de pensiones podrían verse más afectados por una rápida apreciación del yen, en tanto que una fracción significativa de sus activos están denominados en divisas extranjeras. A nivel externo, el riesgo es que la disminución del diferencial de tipos de interés entre Japón y el resto de grandes economías lleve a una dinámica más intensa de repatriación de capitales. El mismo BCE ha señalado que una retirada más abrupta de inversores japoneses del mercado de bonos de la eurozona podría tener un efecto significativo en precios, amplificando los efectos del endurecimiento cuantitativo del propio BCE.⁵

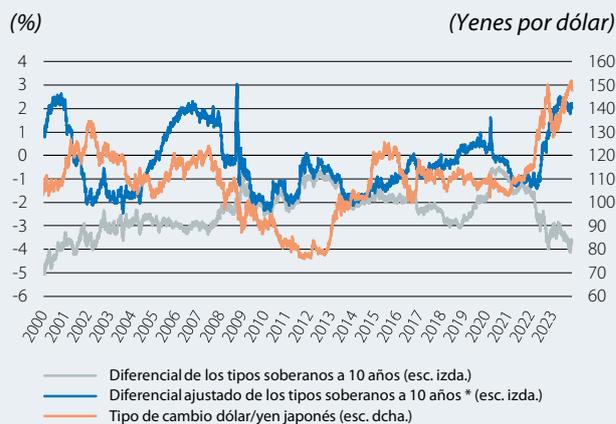
De cara a 2024, se espera que el fin del YCC lleve a una subida gradual de los tipos de interés. Además, según las expectativas de mercado, en la primera mitad del año el BoJ podría anunciar la primera subida de tipos de interés oficiales, poniendo fin a los tipos negativos.

3. Para más detalles, véase Kowalewski, P. y Shirai, S. (2023). «History of Bank of Japan's more than two decades of unconventional monetary easing with special emphasis on the frameworks pursued in the last 10 years». ADBI Working Paper n.º 1.380, Asian Development Bank Institute.

4. En 2023, el BoJ tiene en su balance más del 50% del total de bonos soberanos en circulación, frente a un 30% en 2016.

5. Están en manos de inversores japoneses aproximadamente un 4% de los bonos en circulación de la eurozona, una cifra que llega al 6% en el caso de Francia (3% en España y Alemania), y un 3% de los bonos estadounidenses.

Japón: tipo de cambio dólar-yen y spreads soberanos



Notas: * El diferencial ajustado de los tipos soberanos tiene en cuenta el coste de asegurarse frente a fluctuaciones del tipo de cambio al invertir en activos denominados en divisa extranjera (en este caso, frente a fluctuaciones del dólar-yen). Se muestran datos diarios.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Un riesgo que preocupa al BoJ a medio plazo es que Japón caiga de nuevo en un periodo prolongado de deflación. El gobernador Kazuo Ueda repetidas veces ha señalado que su mayor foco está en evitar un regreso de la pesadilla deflacionista, subrayando que para cumplir este objetivo se necesitan subidas salariales sostenidas por encima del 2%; o, en otras palabras, el BoJ desea una espiral de precios-salarios «buena», en el sentido de que le facilite mantener su objetivo de inflación. Cada mes de marzo, las mayores empresas japonesas se reúnen con los sindicatos para negociar subidas salariales para el año fiscal siguiente (que comienza en abril), influenciando también los salarios ofrecidos en empresas más pequeñas, un proceso conocido como shuntō, o la ofensiva salarial de primavera. ¿Sentará el shuntō de 2024 también las bases para una ofensiva de la política monetaria en Japón?

Luís Pinheiro de Matos