

Japó: canvi en el rumb de la política monetària

Esperonat per una economia que ha viscut un llarg període de creixement baix i d'inflació insuficient, des dels anys 2000 el Banc del Japó (BoJ) ha estat pioner en la implementació de polítiques monetàries no convencionals, com els programes de compres d'actius (QE, per les sigles en anglès), els tipus d'interès negatius o la política de control de la corba de tipus (YCC, per les sigles en anglès). El repunt dels preus al Japó en els dos últims anys, desencadenat inicialment pels colls d'ampolla, per l'encariment global de l'energia i dels aliments i per la devaluació del ien, però que, més recentment, sembla que està generant dinàmiques autosostingudes,¹ ha comportat un replantejament de la política monetària al país.

Com mantenir la corba de tipus sota control sense mantenir el control de la corba de tipus?

En els últims anys, un element central de la política monetària del BoJ ha estat el YCC. Aquesta eina consisteix a fixar tipus d'interès objectiu per a trams específics de la corba de tipus sobirans, la qual cosa implica un compromís implícit d'adquirir (o de vendre) aquests actius en la quantitat necessària per mantenir els tipus en l'objectiu. En concret, el 2016, després d'abaixar el tipus oficial i que aquest tipus toqués fons en el $-0,1\%$, el BoJ va decidir reforçar la política monetària amb un control de la corba de tipus i va fixar un objectiu per al tipus d'interès sobirà a 10 anys en el 0% .² Així, mentre el tram curt dels tipus japonesos s'amarrava en el tipus d'interès oficial del BoJ, el YCC va servir per influir i per ancorar els trams més llargs de la corba de tipus.

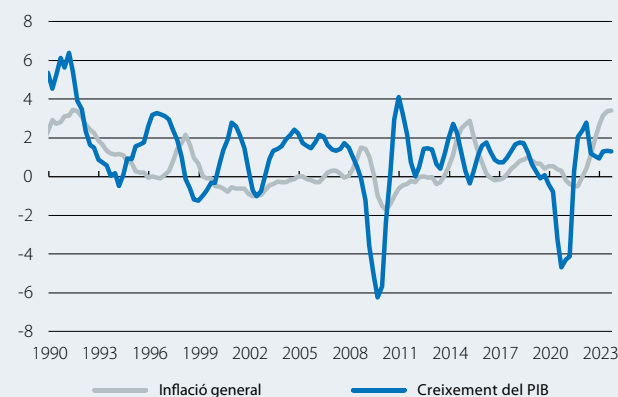
D'ençà que el BoJ va anunciar el YCC, ha aconseguit mantenir el tipus sobirà a 10 anys a la vora del 0% amb augments del balanç més graduals dels que feia en el passat (vegeu el segon gràfic). Això no treu que, en moments d'estrès, com la pandèmia, el BoJ hagués d'augmentar la seva intervenció. Així i tot, a partir del 2022 –en un moment en què la inflació començava a deixar empremta, el diferencial de tipus d'interès amb els EUA anava augmentant i el ien perdia valor (vegeu el tercer gràfic)–, amb les primeres expectatives que el BoJ pogués abandonar el YCC i amb els petits passos que la institució ha començat a fer en aquesta direcció, els tipus d'interès a 10 anys

1. La inflació general es va situar en el $3,3\%$ a l'octubre, mentre que la subjacent es va situar en el $4,0\%$. El Banc del Japó espera una inflació subjacent del $3,8\%$ per a l'any fiscal 2023 i de l' $1,9\%$ per al 2024.

2. Entre altres avantatges, aquest tipus d'eina permet una comunicació clara de la política monetària i ajuda a transmetre més certesa als inversors. Així, el YCC es pot entendre com una alternativa més transparent que altres programes de QE, que no aclareixen fins a quin punt desitja el banc central que siguin baixos aquests tipus. El YCC també pot ser més eficient que els programes de QE en la mesura que, si els inversors creuen el banc central, s'aconsegueix el mateix objectiu de tipus amb menys compres d'actius. Vegeu el Focus «El control de la corba de tipus: una nova eina per a la Fed?», a l'IM09/2020.

Japó: inflació general i creixement del PIB

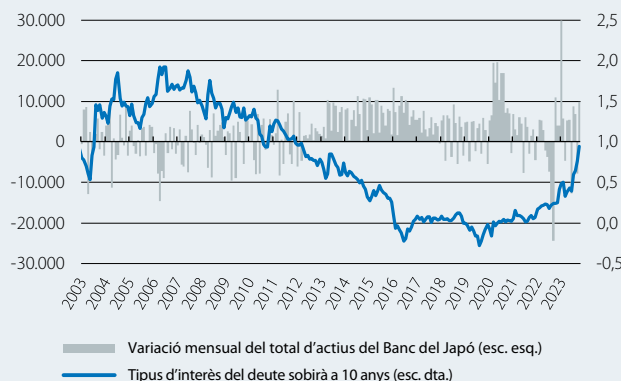
Variació interanual (%)



Nota: Es mostren les mitjanes mòbils de quatre trimestres.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Japó: tipus sobirà a 10 anys i actius del banc central

(Milions de iens)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

s'han «desancorat» del 0% i, recentment, cotitzen a la vora de l' 1% .

En part, aquest desancoratge reflecteix una menor rigidesa del BoJ: malgrat tenir un YCC amb un objectiu del 0% , el 2018, va introduir una banda de fluctuació de $\pm 0,1$ p. p. al voltant de l'objectiu; el 2021, va ampliar l'interval fins a $\pm 0,25$ p. p.; al desembre del 2022, el va pujar fins a $\pm 0,5$ p. p., i, al juliol del 2023, va puntualitzar que, més enllà d'aquesta banda, considerava l' 1% com el topall que podia tocar el tipus sobirà a 10 anys. Al final d'octubre, va arribar un senyal més que el final del YCC s'aproximava: sense tocar els tipus d'interès, el BoJ va declarar que el límit de l' 1% es considerava una «referència», va suggerir més tolerància al fet que el tipus sobirà fluctuï en aquest llindar i va assenyalar, a més a més, la preocupació que una defensa estricta d'aquest límit pogués provocar un deteriorament del funcionament del mercat. Aquest canvi

de comunicació és coherent amb la seqüència d'altres petits passos.³

Malgrat que, fins a la data, el YCC pot ser considerat un èxit, des del punt de vista de l'ancoratge de les expectatives i de la gestió del balanç del banc central,⁴ en un moment de canvi de política monetària al Japó, hi ha incertesa sobre el «dia després». Per exemple, malgrat que s'espera que l'abandonament del YCC sigui prudent i gradual, hi ha el risc que, quan el banc central deixi d'assegurar un tipus d'interès al mercat, el preu dels actius pateixi volatilitat a mesura que els inversors «testin» el nou tipus d'equilibri, amb les consegüents repercussions sobre els grans tenidors (en particular, les institucions financeres, els fons de pensions i les asseguradores), i forci les autoritats a actuar per donar suport al sistema financer.

«Estratègia Ueda»: un ull en l'estabilitat financera... dos en la deflació

Ara com ara, la resposta dels mercats a aquests ajustos en la política monetària ha estat limitada, de manera que s'ha aconseguit mantenir l'estabilitat del mercat i el control de la corba de tipus. Així i tot, la retirada del YCC presenta reptes importants. A nivell intern, el sector de les assegurances és el més exposat a les pujades de tipus, ja que és el segon major tenidor de bons sobirans (després del BoJ), que representen el 40% del total dels seus actius. D'altra banda, els fons de pensions es podrien veure més afectats per una ràpida apreciació del ien, ja que una fracció significativa dels seus actius estan denominats en divises estrangeres. A nivell extern, el risc és que la disminució del diferencial de tipus d'interès entre el Japó i la resta de grans economies comporti una dinàmica més intensa de repatriació de capitals. El mateix BCE ha assenyalat que una retirada més abrupta dels inversors japonesos del mercat de bons de la zona de l'euro podria tenir un efecte significatiu sobre els preus i podria amplificar els efectes de l'enduriment quantitatiu del mateix BCE.⁵

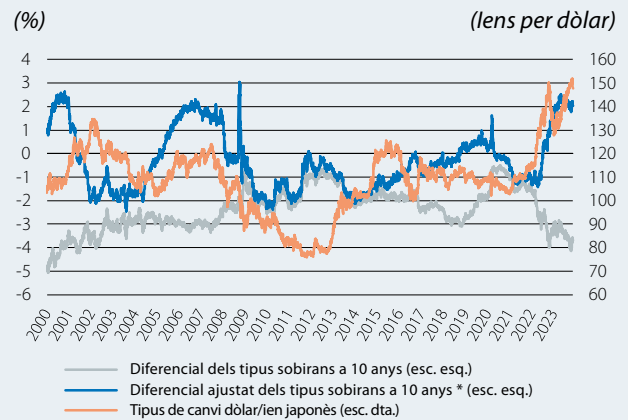
De cara al 2024, s'espera que el final del YCC comporti una pujada gradual dels tipus d'interès. A més a més, segons les expectatives de mercat, durant la primera meitat de l'any, el BoJ podria anunciar la primera pujada de tipus d'interès oficials, de manera que posaria fi als tipus negatius.

3. Per a més detalls, vegeu Kowalewski, P. i 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, núm. 1.380, Asian Development Bank Institute.

4. El 2023, el BoJ té en el seu balanç més del 50% del total de bons sobirans en circulació, en relació amb el 30% el 2016.

5. Aproximadament, el 4% dels bons en circulació de la zona de l'euro estan en mans d'inversors japonesos, una xifra que arriba al 6% en el cas de França (el 3% a Espanya i a Alemanya) i al 3% en el cas dels bons nord-americans.

Japó: tipus de canvi dòlar-ien i spreads sobirans



Notes: * El diferencial ajustat dels tipus sobirans té en compte el cost d'assegurar-se davant les fluctuacions del tipus de canvi en invertir en actius denominats en divisa estrangera (en aquest cas, davant les fluctuacions del dòlar-ien). Es mostren dades diàries. **Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Un risc que preocupa el BoJ a mitjà termini és que el Japó caigui de nou en un període prolongat de deflació. El governador Kazuo Ueda ha assenyalat en repetides ocasions que la seva major preocupació és evitar un retorn del malson deflacionista i ha subratllat que, per complir aquest objectiu, es necessiten pujades salarials sostingudes per damunt del 2%. En altres paraules, el BoJ desitja una espiral de preus-salaris «bona», en el sentit que li faciliti mantenir l'objectiu d'inflació. Cada mes de març, les empreses japoneses més grans es reuneixen amb els sindicats per negociar les pujades salarials per al següent any fiscal (que comença a l'abril) i influencien també els salaris que s'ofereixen a les empreses més petites, un procés conegut com shuntō, o ofensiva salarial de la primavera. El shuntō del 2024 posarà també les bases per a una ofensiva de la política monetària al Japó?

Luís Pinheiro de Matos