

## «*La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EE.UU.*»

La experiencia de Japón muestra que la deflación es un fenómeno que requiere unas circunstancias especialmente negativas, en la que no parece encontrarse actualmente la economía norteamericana. La primera lección a extraer es que la deflación tiene costes muy elevados y es difícil de anticipar. Por este motivo, es importante que las autoridades monetarias reaccionen rápida y decididamente para evitar tipos de interés nominales nulos, ya que se reduce sustancialmente la efectividad de la política monetaria cuando se llega a ese límite. Antes de alcanzar tipos nominales nulos, una meta explícita de inflación y el mantenimiento de los tipos de interés en niveles muy bajos durante un periodo predeterminado parece lo aconsejable. Si ya se hubieran alcanzado tipos nulos, las autoridades disponen de ciertos medios para atajar el problema de la deflación, entre ellos políticas monetarias más heterodoxas, una expansión fiscal sustancial y/o una rápida depreciación del tipo de cambio. Estas opciones no están exentas de costes para el balance del banco central, la sostenibilidad de las cuentas públicas y la estabilidad monetaria internacional, pero son inferiores a los costes derivados de una situación permanente de deflación y de estancamiento económico.

*Japoniako esperientziak erakusten du deflazioak baldintza bereziki negatiboak behar dituela agertzeko eta ez dirudi baldintza horiek gaur egun AEBetako ekonomian daudenik. Lehenengo ikasgaia hauxe da: deflazioak oso kostu handiak ditu eta zaila da bera aurreikustea. Arrazoi horregatik, oso garrantzitsua da moneta agintariak azkar eta irrimo erantzutea interes tasa nominalak hutsalak izatera ez iristeko, zeren muga horretara helduez gero moneta politikaren eraginkortasuna nabarmen murrizten baita. Interes tasa nominalak zerora iritsi baino lehen, komenigarria da inflazio helburu jakin bat ezartzea eta interes tasak maila apaletan eta denbora tarte jakin batean mantentzea. Behin interes tasak zerora iritsita, agintariak badituzte zenbait tresna deflazioaren arazoari aurre egiteko, hala nola moneta politika heterodoxoagoak, zerga bidezko hedapena eta truke tasaren balioa azkar galtzea. Aukera horiek badute kosturik banku zentralarentzat, kontu publikoen iraupenerako eta nazioarteko moneten egonkortasunerako, baina deflazio jarraituaren egoerak eta ekonomiaren geldialdiak ekartzen dituzten kostuak baino txikiagoak dira.*

Japan's experience shows that very negative circumstances are required for a country to suffer from protracted deflation. The comparison of Japan's developments in the last few years with those of the US points to large differences, which suggest that the risk of deflation in the US is low. However, the analysis of the deflation spiral in Japan could be useful to draw lessons for other countries. The first lesson to draw is that deflation is very costly and that it is difficult to anticipate. Authorities should, thus, react aggressively to avoid zero interest rates, since reaching the zero bound drastically reduces the effectiveness of monetary policy. Before reaching the zero-bound, it seems useful to adopt an inflation targeting regime, perhaps accompanied by an explicit compromise of maintaining interest rates at very low levels for a predetermined period. When zero bound is reached, the authorities still have policy instruments to fight against deflation, among them heterodox monetary measures, expansionary fiscal policy and/or substantial exchange rate depreciation. The case of Japan points to the large potential costs of these options, in terms of the central bank's balance sheet, the sustainability of the fiscal accounts and, potentially, the stability of the international monetary system. However, Japan's protracted stagnation and deflation is bound to be more costly.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Japón en los últimos decenios. Una comparación con los EE.UU.
  3. La política monetaria en Japón en los últimos decenios. Una comparación con la Reserva Federal
  4. Una valoración de la política actual del Banco de Japón
  5. Posibles opciones de política económica para Japón
  6. Lecciones a extraer
- Referencias bibliográficas

Clasificación JEL: E52, E43

### 1. INTRODUCCION

La evolución de la política monetaria en Japón ha generado un intenso debate durante los últimos años, tanto en ámbitos académicos como entre las autoridades de política monetaria. Hay dos motivos principales que explican dicho interés: (i) la gravedad de la situación que atraviesa una economía del tamaño de la de Japón y sus posibles consecuencias globales, (ii) sus implicaciones generales para el diseño de la política monetaria. En los EE.UU., la corrección de la burbuja ligada a la nueva economía

y el bajo crecimiento actual, en un contexto de inflación reducida y tipos de interés en mínimos históricos, han aumentado el interés por extraer lecciones de la experiencia japonesa.

En la siguiente sección, analizamos la evolución de la economía japonesa y de la de los EE.UU. en los últimos decenios. Durante dicho periodo, las divergencias entre ambos países han sido amplias, pero ambos coinciden en el estallido de sendas burbujas financieras tras una fase prolongada de crecimiento. Posteriormente, se pasa revista a los cambios en el manejo de la política monetaria que ha llevado a cabo el Banco de Japón para adaptarse al nuevo entorno y los motivos de su escaso éxito. Más tarde, analizamos las propuestas alternativas que se han realizado en foros académicos e instituciones internacionales para resolver el problema de la deflación, y, por último, extraemos al-

---

\* Jefe de la división de Economía Internacional del Banco de España y profesora en la Universidad Johns Hopkins.

\*\* Titulado en la División de Economía Internacional del Banco de España.

Las opiniones expresadas en este artículo son exclusivamente las de los autores y no necesariamente las del Banco de España.

gunas lecciones de la experiencia nipona que pueden ser útiles para minimizar los riesgos de entrar en deflación.

## 2. JAPÓN EN LOS ÚLTIMOS DECENIOS. UNA COMPARACIÓN CON LOS EE.UU.

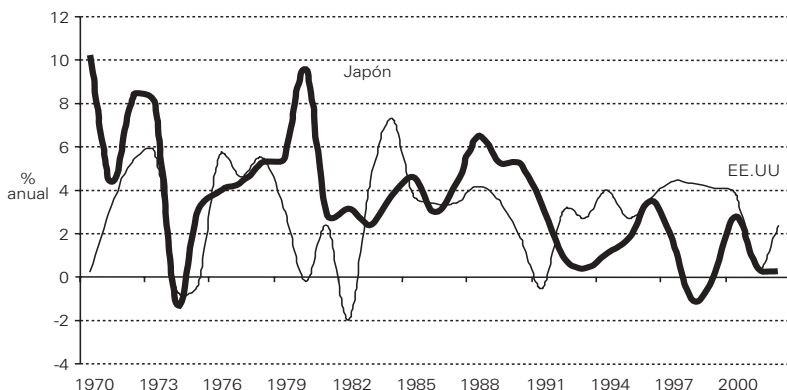
En esta sección analizamos la evolución económica de Japón en los últimos decenios para entender cómo ha llegado a una situación de deflación como la actual y qué lecciones se pueden extraer. Asimismo, compararemos dicha evolución con la de los EE.UU. para valorar en qué medida existen similitudes entre ambos.

El estancamiento económico que ha sufrido Japón desde el inicio de los noventa se originó, en gran medida, por el estallido de la burbuja financiera acumulada en la década anterior. En los ochenta, tuvo

lugar una fase de crecimiento sostenido y de estabilización de la inflación tras las perturbaciones ocasionadas por la crisis del petróleo, que, en cualquier caso, fueron menos persistentes que en otros países desarrollados, como los EE.UU. (véanse los gráficos n.º 1 y n.º 2). Durante los ochenta, Japón alcanzó un crecimiento medio del 4,1%, sensiblemente superior al de los EE.UU. (3,2%), que se intensificó durante la segunda mitad del decenio (4,9%), impulsado por las expectativas de desarrollo de las industrias de alta tecnología y de aumento del crecimiento potencial de la economía.

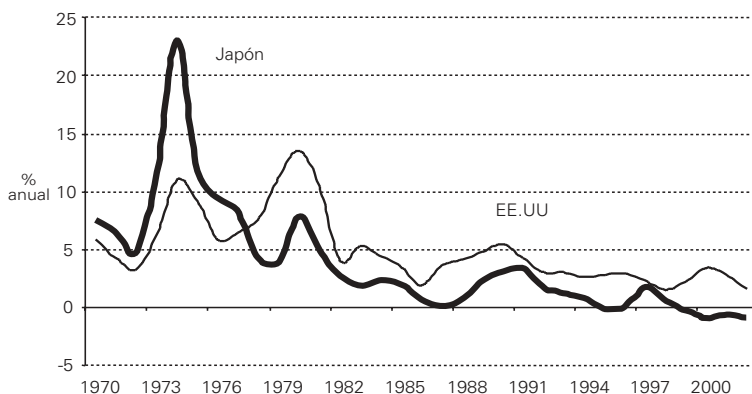
La inflación en Japón pasó de un 23% en 1974 a una situación de práctica estabilidad de precios a partir de 1987, cuya continuidad tuvo un impacto positivo adicional sobre las expectativas de los rendimientos reales de los proyectos de inversión y permitió a las autoridades monetarias niponas relajar el tono de su política mo-

Gráfico n.º 1: **Crecimiento PIB**



Fuente: FMI, *World Economic Outlook*.

Gráfico n.º 2: **Inflación**

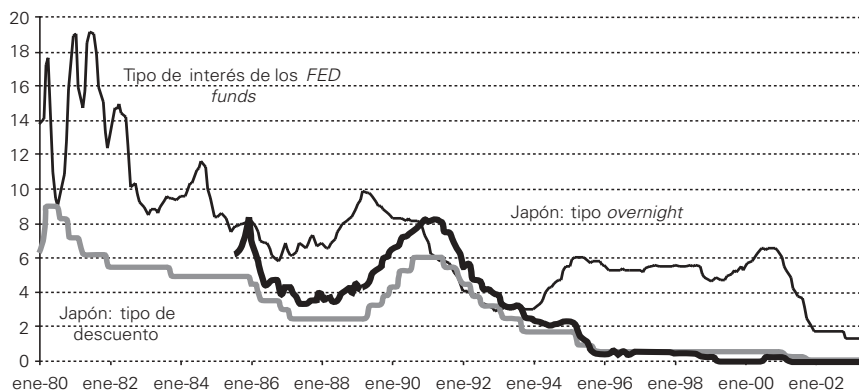


Fuente: FMI, *World Economic Outlook*.

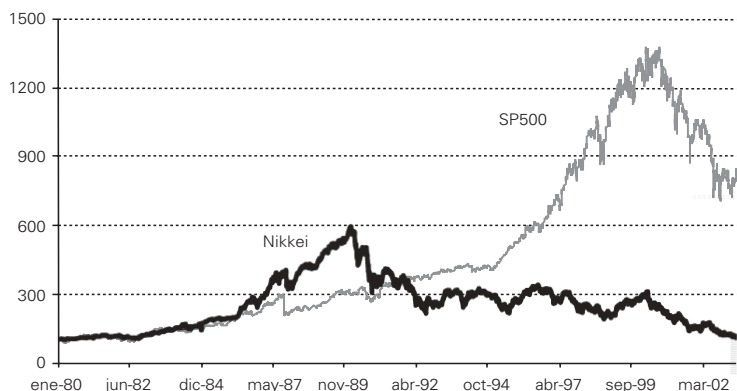
netaria. Esto supone una diferencia importante con los EE.UU., donde la estabilización de la inflación se logró mediante unas condiciones monetarias más restric-

tivas, con la finalidad de realinear las expectativas de los agentes y eliminar la inercia inflacionista de finales de los 70 (véase el gráfico n.º 3).

Gráfico n.º 3: **Tipos de interés de referencia de la política monetaria**



Fuente: OCDE, *Main Economic Indicators*.

Gráfico n.º 4: **Evolución de la Bolsa (índices, enero 1980 = 100)**

Fuente: Bloomberg.

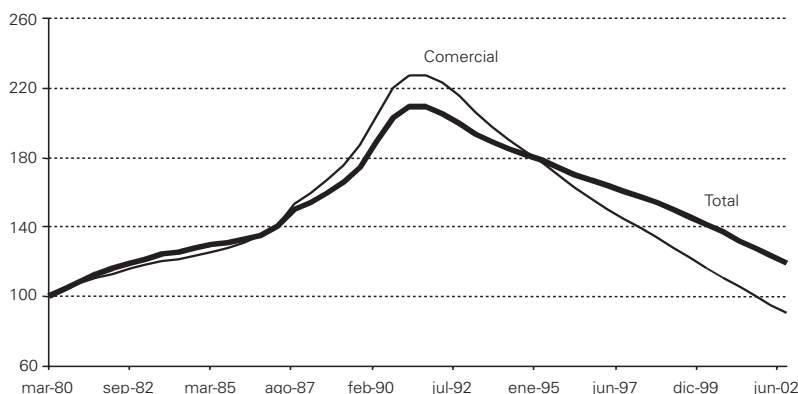
En Japón, el optimismo sobre la estabilidad de precios y las perspectivas económicas, unas condiciones monetarias excesivamente laxas<sup>1</sup> y el proceso de liberalización financiera favorecieron la generación de una burbuja financiera durante la segunda mitad de los ochenta, reflejada en fuertes subidas de los precios de los activos financieros y del suelo (véanse los gráficos n.º 4 y n.º 5). El índice *Nikkei* de la Bolsa de Tokio más que quintuplicó su valor entre los meses de enero de 1980 y 1990, crecimiento muy superior al resto de bolsas de las principales economías avanzadas (por ejemplo, el índice *Standard and Poor's 500* sólo se duplicó durante la década). El precio del suelo en Japón siguió un patrón similar al de la bolsa.

<sup>1</sup> En diversos análisis a partir de reglas de Taylor, se halla que los tipos de interés durante los 80 fueron inferiores a sus niveles óptimos [McCallum, 2003; Ahearne *et al.*, 2002].

Entre enero de 1981 y septiembre de 1991, el destinado a fines comerciales subió cerca de un 230%. La burbuja se realimentó por el rápido incremento del crédito bancario, facilitado por la incipiente liberalización financiera, que no estuvo acompañada por un fortalecimiento del marco de regulación prudencial y de supervisión [Okina y Shiratsuka, 2002]. Tanto las entidades bancarias como las empresas, asumieron riesgos excesivos en función de unas garantías patrimoniales sobrevaloradas, y, además, concentrados en los sectores más involucrados en la burbuja especulativa, como la construcción. La fragilidad financiera era aún más aguda si se considera la estructura industrial nipona, basada en participaciones cruzadas entre la banca y la industria, que dan lugar a grandes conglomerados (*keiretsus*).

La subida de la bolsa se corrigió bruscamente a principios de 1990, fenómeno

Gráfico n.º 5: Evolución del índice de precio del suelo en Japón



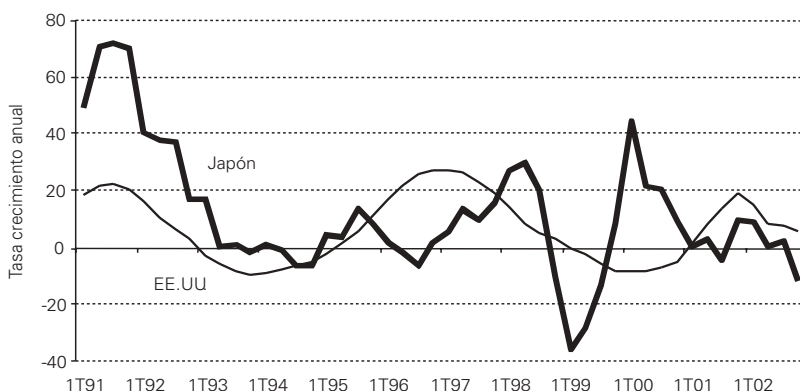
Fuente: Bloomberg.

probablemente precipitado por la adopción por parte del Banco de Japón de una política monetaria más restrictiva en 1989, como se verá en la siguiente sección. Entre enero y octubre de 1990, el índice *Nikkei* cayó cerca de un 50%. Sin embargo, la percepción de los riesgos contractivos asociados con el estallido de la burbuja bursátil se mitigó por la continuada pujanza de los precios del suelo, que contribuyó a sostener la demanda interna por un tiempo. De hecho, en 1990, el PIB creció un 5,2% y la inflación aumentó hasta llegar al 3,3% anual en 1991. Pero el clima económico se deterioró de forma espectacular a partir del tercer trimestre de 1991, con el desplome del precio del suelo, particularmente intenso en el caso del destinado a fines comerciales. En 1992, el PIB sólo creció un 0,9%.

La materialización de los riesgos latentes en el crecimiento excesivo del cré-

dito terminó por deteriorar significativamente la posición financiera del sector empresarial, como se aprecia en el brusco incremento del número de bancarrotas entre 1991 y 1992 (véase el gráfico n.º 6). El sistema bancario sufrió las consecuencias a través de un aumento sustancial de la morosidad y de los préstamos fallidos, así como de la pérdida de valor del colateral en numerosos casos [Kashyap, 2002]<sup>2</sup>. A esta fragilidad del sistema bancario, se unió la reducción del margen por la caída de los tipos de interés nominales. Ambos factores tuvieron un claro efecto contractivo sobre la oferta de crédito bancario al sector privado, sin que hasta la fecha haya

<sup>2</sup> La falta de dinamismo de la actividad crediticia de la banca extranjera en Japón resaltaría que la crisis del sistema financiero no se debe sólo a las pérdidas patrimoniales generadas por el colapso de la burbuja financiera, sino también a factores macroeconómicos ligados con la atonía de la economía durante los últimos años.

Gráfico n.º 6: **Bancarrotas empresariales**

Fuente: Bloomberg y Data.

habido una revitalización del mismo (véase el gráfico n.º 7). Esta situación contrasta claramente con la de los EE.UU., donde el crédito creció a tasas superiores al 8% en media durante la segunda mitad de los noventa y sigue aumentando en la actualidad, pese a la debilidad del crecimiento y la baja inflación (véase el gráfico n.º 8). La pujanza del mercado inmobiliario en los EE.UU. a pesar de la ralentización de la actividad y el estallido de la burbuja bursátil de los noventa, constituye otra diferencia relevante con Japón, que ha contribuido a sostener el crédito bancario y el consumo privado.

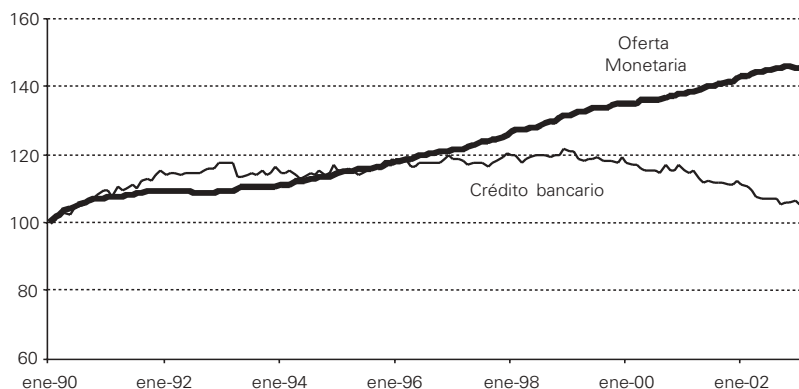
Las consecuencias macroeconómicas de la contracción del crédito bancario en Japón han sido y son muy relevantes, al ser la principal fuente de financiación empresarial, hoy superior al 52% de la financiación total respecto a un 58% existente a principios de los noventa [FMI, 2002]. Aun así, el impacto de dicha contracción ha

sido muy distinto según el sector. La industria tradicional, volcada hacia la demanda interna y con una importante presencia de pequeñas empresas, se ha enfrentado con una fuerte contracción del crédito, mientras que los sectores de transporte, de alta tecnología y de manufacturas destinadas a la exportación han experimentado un sensible repunte del mismo. Paralelamente, ha tenido lugar un proceso de desintermediación bancaria en el caso de las empresas manufactureras medianas y grandes<sup>3</sup>, cuya rentabilidad y tamaño les ha permitido acceder a la financiación directa a través del mercado de capitales.

Así las cosas, Japón y los EE.UU. han seguido durante los noventa unas trayectorias ampliamente divergentes, tanto en

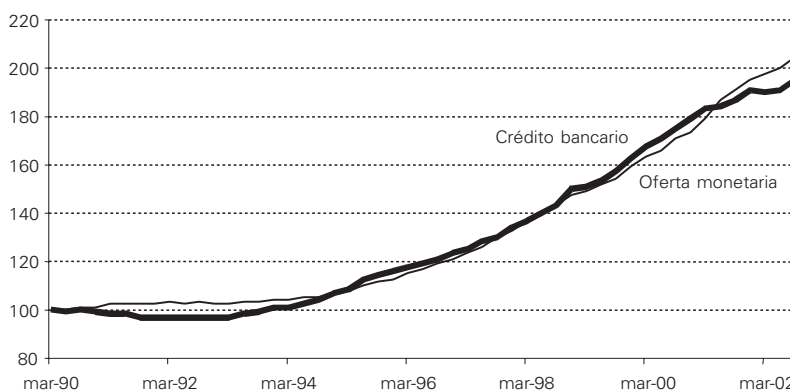
<sup>3</sup> Las empresas de este sector tienen unas *ratios* de deuda total/ventas sensiblemente inferiores a las del resto de la industria, con un nivel por encima de 30% frente al 45% del resto de la industria [OCDE, 2002].

Gráfico n.º 7: **Evolución de la oferta monetaria y del crédito en Japón**  
(enero 1990 = 100)



Fuente: Banco de Japón.

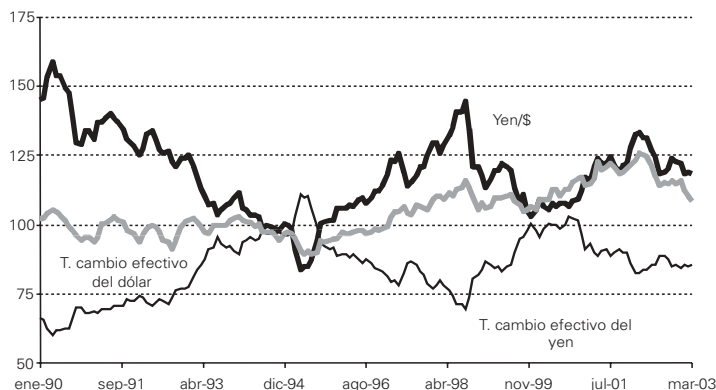
Gráfico n.º 8: **Evolución de la oferta monetaria y del crédito en los EE.UU.**  
(marzo 1990 = 100)



Fuente: WEFA.

el terreno real como en el financiero. En Japón, se ha asistido a una intensa ralentización de la actividad, con una tasa media

de crecimiento durante dicho decenio de sólo el 1,3%, temporalmente interrumpida por la recuperación de 1995-96. Desde

Gráfico n.º 9: **Evolución del tipo de cambio**

En el caso de los índices del tipo de cambio efectivo, un aumento representa una apreciación de la divisa.

Fuente: Datastream.

entonces, una serie de factores internos y externos ha agudizado la debilidad macroeconómica. En primer lugar, en 1997, la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA) y la crisis asiática elevaron la incertidumbre y deprimieron la demanda agregada, perjudicada también por la posterior apreciación del yen (véase el gráfico n.º 9). En 1998, Japón entró claramente en recesión (con un crecimiento de  $-1,1\%$ ), y un año más tarde la inflación ( $-0,3\%$ ), entró en terreno negativo continuando así hasta la actualidad. La reducción del margen financiero inducida por la caída en los tipos de interés nominales agravó la situación del sistema financiero, hasta el punto de bordear la quiebra [Cargill, 2001]. No obstante, en el 2000 tuvo lugar un repunte de la actividad ( $2,8\%$ ), gracias al dinamismo de las exportaciones, que se abortó rápidamente por los efectos contractivos de la deflación y del empeora-

miento del entorno internacional. Por tanto, el balance de los últimos diez años es claramente negativo: el promedio de crecimiento del PIB durante 1998-2002 ha sido sólo un  $0,5\%$  y se ha entrado en una espiral deflacionaria de difícil reversión, que no sólo afecta a los bienes de consumo, sino también a los precios de los activos financieros e inmobiliarios.

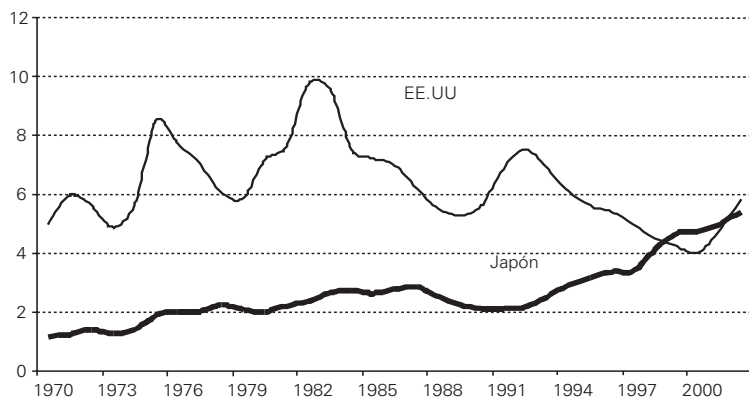
Como ya se ha mencionado, la evolución de la economía norteamericana ha sido muy distinta. De hecho, durante la década de los noventa se asistió a la fase de crecimiento más prolongada desde la Segunda Guerra Mundial, una vez superada la recesión precipitada por la Guerra del Golfo. Entre 1992 y el año 2000, la tasa de crecimiento superó el  $3,6\%$  y fue todavía más elevada en la segunda mitad del decenio ( $4,1\%$ ), en buena parte gracias al *boom* de la Nueva Economía. Aun

así, se puede encontrar alguna similitud con la situación de Japón en los años ochenta: la rápida expansión en los EE.UU. también estuvo acompañada de una duradera estabilidad de precios (la inflación se mantuvo en un rango entre el 1,5% de 1998 y el 3,4% de 2000), y de perspectivas optimistas sobre el crecimiento potencial de la economía. En los EE.UU. también se generó una burbuja financiera, de proporciones incluso superiores a las de Japón (el índice S&P 500 aumentó un 225% entre 1995 y abril de 2000). Del mismo modo, su colapso (entre el segundo trimestre de 2000 y el último de 2002 la cotización bursátil ha caído cerca de un 50%) precipitó a los EE.UU. en una recesión en 2001. Sin embargo, los efectos contractivos del pinchazo de la burbuja sobre la demanda interna estadounidense han sido más reducidos que en el caso japonés por una serie de factores. El desarrollo de los mercados financieros ha permitido diluir el riesgo, el dina-

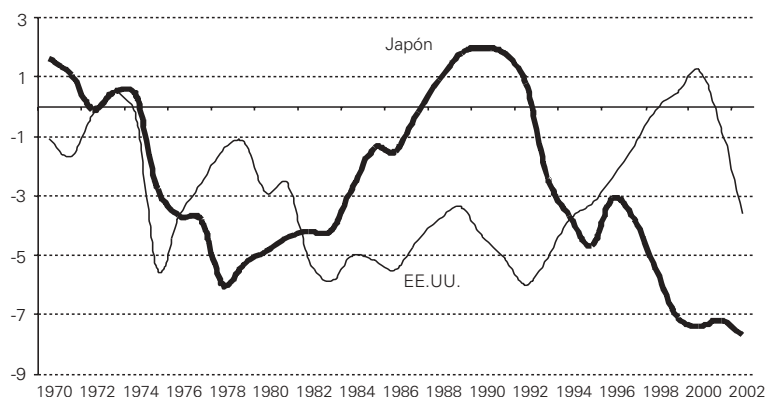
mismo del mercado inmobiliario ha mantenido la riqueza de las familias y las empresas han ajustado sus planes de inversión rápidamente, de modo que no han acumulado desequilibrios excesivos. Además, la productividad ha seguido comportándose de manera mucho más favorable que en Japón. Finalmente, aunque los precios de los bienes duraderos han caído de forma continuada durante los últimos años, no han tenido lugar episodios deflacionistas, gracias a la resistencia a la baja de la demanda interna y al importante peso del sector servicios.

Un rasgo ciertamente interesante del estancamiento nipón es el relativamente lento ascenso del desempleo, situado en el 5,1% de la población activa, nivel inferior al de los EE.UU., a pesar de las diferencias en las tasas de crecimiento (véase el gráfico n.º 10). Ello se debe, en buena parte, al pacto social en torno a la estabilidad del empleo característico de

Gráfico n.º 10: **Desempleo (% población activa)**



Fuente: OCDE, *Economic Outlook*.

Gráfico n.º 11: **Saldo Público (% PIB)**

Fuente: *World Economic Outlook*.

la economía japonesa, que lleva a las empresas a mantener bolsas de trabajo escasamente productivo [OCDE, 2002]. Este hecho tiene un impacto positivo sobre el consumo privado, pero negativo sobre los márgenes empresariales y la inversión, y, en última instancia, sobre el crecimiento potencial.

El estancamiento económico y la instrumentación de políticas fiscales expansivas en Japón han provocado en un claro deterioro de las cuentas públicas. En los últimos años, el déficit público ha superado ampliamente el 7% del PIB (gráfico n.º 11), y la deuda pública bruta ha tenido una trayectoria explosiva, hasta alcanzar el 143% del PIB en 2002<sup>4</sup>. Por el contrario, en los EE.UU. tuvo lugar un saneamiento relevante de las cuentas

públicas, que pasaron de un déficit medio del 4,6% del PIB en la década de los 80 a un superávit del 0,1% del PIB en la segunda mitad de los noventa. Sin embargo, en los últimos tiempos, la desaceleración económica, el aumento de los gastos en seguridad y defensa sobrevenido tras los ataques terroristas del 11-S y las rebajas de impuestos han dado como resultado un brusco deterioro de las finanzas públicas. Así, el déficit público en 2002 alcanzó el 3,6% del PIB y se espera que siga aumentando en los próximos años.

En resumen, durante los últimos años, se ha asistido a una dramática reducción de la tasa de crecimiento potencial de la economía japonesa —que ha pasado del 4% a principios de los noventa, a aproximadamente el 1% en la actualidad [OCDE, 2002]—, lastrada por la trayectoria descendente de la productividad, el elevado endeudamiento público, un entorno excesivamente regulado y los

<sup>4</sup> Sin embargo, la deuda pública neta es mucho más reducida, un 62,7% del PIB según datos de la OCDE.

escasos avances en el saneamiento de los sectores financiero y empresarial. Estas características han configurado una estructura económica dual, dividida en un sector exportador dinámico y productivo que coexiste con un sector interno protegido y cuya productividad es inferior a la media de los países avanzados [OCDE, 2002]. Además, la renuencia del entorno político a realizar las reformas estructurales necesarias ante su posible impacto contractivo a corto plazo agrava aún más las perspectivas de crecimiento. Todo ello, impide una reasignación eficiente de los recursos y limita significativamente la efectividad de las políticas macroeconómicas de demanda agregada.

### 3. LA POLÍTICA MONETARIA EN JAPÓN EN LOS ÚLTIMOS DECENIOS. UNA COMPARACIÓN CON LA RESERVA FEDERAL

A pesar de la burbuja financiera de la segunda mitad de los ochenta, las autoridades monetarias niponas mantuvieron una política relativamente laxa, ya que no se percibían riesgos inflacionarios relevantes, de modo que el tipo de descuento se mantuvo en el 2,5% hasta el segundo trimestre de 1989. Otro factor que pudo contribuir a la tardía respuesta de las autoridades monetarias niponas fue la elevada sensibilidad de los activos bancarios a variaciones en el tipo de interés, por las importantes tenencias de bonos públicos. [Okina y Shiratsuka, 2002]. El tono de la política monetaria japonesa también estuvo vinculado con estrategias de coordinación internacional enfocadas hacia la corrección de los desequilibrios por cuenta corriente de las economías avanzadas. De hecho, en 1987-1989, Japón mantuvo

un superávit por cuenta corriente en torno al 2,7% del PIB, mientras que en los EE.UU. el déficit promedio fue del 2,5% del PIB. Pero, la expansión económica y la pujanza de la demanda interna, realimentadas por la evolución alcista de los precios de los activos, terminó por acelerar la inflación en 1989. Ante ello, el Banco de Japón adoptó sucesivas medidas restrictivas: entre el primer trimestre del 89 y octubre de 1990, el tipo de interés de referencia subió 350 puntos básicos, hasta el 6% (véase el gráfico n.º 3), lo que para muchos analistas precipitó el estallido de la burbuja bursátil. Sin embargo, su moderado impacto sobre la actividad y la inflación, junto con las subidas del precio del suelo, favorecieron la continuación de las medidas monetarias restrictivas, reflejada en la reducción de la base monetaria hasta mediados de 1992 y en los incrementos del tipo de referencia hasta principios de 1991. Probablemente, estas decisiones se vieron también favorecidas por la actitud marcadamente antiinflacionista del Banco de Japón, que parecía dispuesto a aceptar periodos de deflación en términos efectivos<sup>5</sup> [Ahearne *et al.*, 2002].

Incluso tras el desplome del precio del suelo en el tercer trimestre de 1991 (véase el gráfico n.º 5), las autoridades monetarias niponas no se decidieron a reaccionar rápidamente con medidas expansivas de carácter preventivo. Dicha actitud, que muchos han considerado excesivamente cautelosa, se aprecia en la lenta bajada del tipo de descuento (véase el gráfico n.º 3), que sólo retornó en abril

---

<sup>5</sup> Dado el sesgo al alza en la medición de la inflación, tasas inferiores al 1% probablemente implican que, de hecho, los precios experimentan un crecimiento negativo.

de 1993 al mismo nivel anterior a las medidas restrictivas adoptadas cuatro años antes (2,5%). El tipo de interés de referencia siguió bajando de forma continuada, hasta que en septiembre de 1995 se situó en el 0,5%, pero las presiones deflacionistas ya estaban consolidadas, por lo que la relajación monetaria apenas tuvo efectos expansivos. La excepción fue 1997, cuando la inflación retornó —de manera transitoria— a niveles positivos por el impacto de la subida del IVA.

En resumen, la evidencia apunta a que la política monetaria en Japón habría sido excesivamente laxa antes del colapso de la burbuja financiera y demasiado cautelosa después [Okina y Shiratsuka, 2002; McCallum, 2003; Ahearne *et al.*, 2002]. No obstante, esta valoración está sujeta a una serie de matizaciones, algunas de ellas relevantes para la experiencia estadounidense reciente. En primer lugar, la posición cíclica de la economía nipona tras el estallido de la burbuja era aún favorable, como se aprecia en la evolución del PIB. Además, en un entorno de cambio tecnológico, crecimiento y baja inflación resulta difícil diagnosticar si se está ante una burbuja financiera irracional o ante una actualización de los precios de los activos por un aumento del crecimiento potencial<sup>6</sup>. La evidencia disponible muestra que las

previsiones de analistas e instituciones multilaterales no habían incorporado los riesgos de deflación derivados de la corrección de los precios de los activos<sup>7</sup>. Así, diversas estimaciones basadas en la regla de Taylor<sup>8</sup> encuentran que el tono de la política monetaria nipona durante la etapa anterior a la burbuja no fue laxo cuando se considera la información disponible para las autoridades en aquel entonces, pero sí con la información *ex post*, ya que las expectativas de inflación de los agentes estaban sesgadas al alza de forma sistemática [Ahearne *et al.*, 2002].

En cualquier caso, la dificultad de predicción de la deflación ofrecería un argumento adicional a favor de la adopción de medidas expansivas preventivas. Las simulaciones sobre el caso japonés realizadas por diversas instituciones apoyan dicha idea, al mostrar que la combinación de políticas monetarias y fiscales sufi-

<sup>7</sup> Por ejemplo, en 1994 tuvo lugar un sensible incremento del tramo largo de la curva de tipos, como consecuencia del efecto combinado del repunte de la actividad y del aumento del déficit público. Un año más tarde, la inflación anual fue del -0,1%.

<sup>8</sup> La regla de Taylor define las desviaciones de los tipos de interés a corto plazo respecto a su nivel de equilibrio en función de dos factores: la situación cíclica de la economía y las desviaciones de la inflación respecto al objetivo del banco central. Viene recogida por la siguiente expresión:

$$i_t = i_t^* + \frac{Y_t - Y_t^*}{Y_t^*} + (\pi_t - \pi_t^*)$$

donde  $i_t$  es el tipo de interés nominal a corto plazo que la autoridad monetaria establece al aplicar la regla,  $i_t^*$  el tipo de interés de equilibrio,  $Y_t - Y_t^*$  es el output gap —con  $Y_t$  como el PIB corriente y  $Y_t^*$  como el PIB potencial en dicho periodo—,  $\pi_t - \pi_t^*$  es la desviación de la inflación ( $\pi_t$ ) respecto al nivel objetivo del banco central ( $\pi_t^*$ ). Finalmente,  $\alpha$  y  $\beta$  son parámetros positivos cuya magnitud depende del peso que la autoridad monetaria concede al crecimiento económico o al control de la inflación. Más información sobre este tema se puede encontrar en Svensson (2003).

<sup>6</sup> En esta cuestión, en la literatura se tiende a descartar la inclusión de los precios de los activos en el conjunto de objetivos de la política económica por una serie de factores: i) los modelos macroeconómicos la integración de los aspectos reales y financieros aún es incompleta, lo que dificulta la estimación de las implicaciones económicas de las variaciones de los precios de los activos, ii) la capacidad de control por parte de la autoridad monetaria en la cotización de los activos es muy reducida y iii) las medidas que podría adoptar un BC están sujetas a grandes riesgos. Por ejemplo, corregir una burbuja en el mercado bursátil podría generar otra en el inmobiliario.

cientemente expansivas a principios de la década podría haber evitado la caída en la deflación en 1995, y de manera similar en 1997<sup>9</sup> [Ahearne *et al.*, 2002; Barrell y Kazuyoshi, 2001].

El panorama anterior contrasta con la actitud de la Reserva Federal ante sucesos similares acaecidos en las últimas décadas en los EE.UU. El primero de ellos es el colapso bursátil de octubre de 1987, en el que se registraron las mayores caídas de cotización desde octubre de 1929, y ante el cual la Reserva Federal reaccionó de manera preventiva con prontitud, a la luz de la experiencia de la Gran Depresión [Goodfriend, 2002]. Así, se rebajó rápidamente el tipo de interés de referencia, en tres cuartos de punto, y se acomodó plenamente el incremento de la demanda de dinero y de las reservas bancarias mediante operaciones de mercado abierto. Posteriormente, para evitar la aparición de presiones inflacionistas, la Reserva Federal elevó bruscamente los tipos de interés, que alcanzaron el 9,8% en mayo de 1989 (véase el gráfico n.º 3). Por otro lado, en los últimos tiempos, la Reserva Federal ha procedido a relajar de forma agresiva su política monetaria a través de múltiples reducciones del tipo de interés de referencia durante 2001 y 2002, hasta mínimos históricos (actualmente alrededor del 1,4%), ante el estallido de la burbuja bursátil en el año 2000 y la fragilidad de la recuperación<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> En cuanto a la política fiscal, la mejoría en el crecimiento del PIB y el mantenimiento de tasas positivas de inflación hubieran evitado un deterioro significativo de la sostenibilidad de la Deuda Pública.

<sup>10</sup> En el tercer trimestre de 2000, la cotización bursátil inició una caída dramática tras un periodo de crecimiento sostenido e intenso que se mantuvo durante toda la segunda mitad de los noventa. Así, entre septiembre de 2000 y abril de 2003, el índice *Standard & Poor's 500* ha retrocedido cerca de un 53%.

Además, la Reserva Federal ha anunciado de forma expresa su disposición a emplear un amplio conjunto de medidas preventivas para evitar la caída en una espiral deflacionaria, cuyas consecuencias negativas se han hecho patentes a raíz de la experiencia japonesa. La actitud de la Reserva Federal también se ha visto favorecida por la posición cíclica de la economía norteamericana, que ya estaba desacelerándose cuando estalló la burbuja bursátil, a diferencia de Japón a inicios de los noventa.

Retornando a Japón, el 1 de abril de 1998 se concedió la independencia al banco central, cuya credibilidad podía ponerse en entredicho a raíz del incremento explosivo de la deuda pública<sup>11</sup>. El mandato que se estableció para el Banco de Japón es el de «contribuir a un sano desarrollo de la economía nacional a través de la estabilidad de precios». Este esquema se sitúa en una posición intermedia entre el objetivo del BCE, basado en una definición explícita de la estabilidad de precios, y el esquema de la Reserva Federal, que contempla no sólo el control de la inflación, sino también apoyar la actividad y el empleo. Adicionalmente, se procedió a mejorar la transparencia de la instrumentación de la política monetaria en Japón, con la publicación de un informe mensual y de las minutas de las reuniones de la Comisión Ejecutiva. Aun así, hay quien opina que la falta de un objetivo explícito de inflación podría estar reduciendo la transparencia de la política monetaria, aminorando su impacto sobre las expectativas de los agentes.

<sup>11</sup> Al menos hasta ese momento, la falta de independencia no había supuesto pérdidas importantes de credibilidad, dada la consolidada reputación antiinflacionista del Banco de Japón.

Un año más tarde, ante la debilidad económica se intensificó el tono expansivo de la política monetaria mediante la adopción de una política de tipos de interés nominales cero en febrero de 1999<sup>12</sup>, que se mantendría, según declaraciones del Banco de Japón, hasta que finalizasen las preocupaciones deflacionarias. Sin embargo, esta estrategia no logró revertir la espiral deflacionaria. Así, el Banco de Japón decidió en marzo de 2001 instrumentar un conjunto de medidas alternativas ante el agotamiento de las reducciones de los tipos de interés, una vez alcanzados tipos nominales nulos. El esquema operativo del Banco de Japón pasó a basarse en una meta cuantitativa intermedia, consistente en el saldo de las cuentas corrientes mantenidas en el Banco de Japón<sup>13</sup>. Dicha estrategia tiene la finalidad de inyectar liquidez más allá de lo posibilitado por la política de tipos de interés cero. Hay que señalar que, a diferencia de lo que ocurre en el caso de la Reserva Federal y del BCE, el conjunto de instituciones que mantienen cuentas en el Banco de Japón no se limita sólo a la banca privada, sino que también incluye compañías de seguros e intermediarios del mercado de dinero, por lo que el mecanismo de transmisión de tal medida cuantitativa es más amplio<sup>14</sup>.

Al introducir el esquema cuantitativo, la autoridad monetaria nipona se comprometió a mantener dicha política hasta que

la inflación subyacente se sitúe de manera estable en el 0%, o por encima del mismo. Este anuncio ha supuesto una mayor transparencia frente a la situación anterior, pues se ha precisado más lo que se entiende por finalización de la deflación. Simultáneamente, la autoridad monetaria afirmó su compromiso de proporcionar liquidez por encima del objetivo de reservas en el caso de episodios de inestabilidad o incertidumbre de los mercados, para evitar subidas bruscas de los tipos de interés. Ejemplo de esta actitud han sido las últimas ampliaciones del objetivo cuantitativo de cuentas corrientes y reservas del Banco de Japón, motivadas por la incertidumbre económica y las dudas sobre la situación patrimonial de algunos bancos<sup>15</sup>. Una medida adicional encaminada a inyectar liquidez suplementaria, ha sido la creación de la Facilidad de Préstamo Complementaria, que tiene como objetivo proporcionar grandes fondos a entidades específicas que lo demanden<sup>16</sup>.

Por su lado, y aunque no sea una medida de la misma amplitud, la Reserva Federal también ha modificado su ventanilla de descuento para hacerla más transparente y accesible. En otro orden de cosas, cabría citar la acción coordinada de los principales bancos centrales

<sup>12</sup> Además, el tipo de referencia pasó a ser el *overnight*.

<sup>13</sup> En la actualidad, el objetivo se sitúa en un rango de 27-32 billones de yenes.

<sup>14</sup> No obstante, sólo las entidades depositarias son miembros de los sistemas de compensación y están sujetos a los requerimientos de reservas [Blenck, 2000].

<sup>15</sup> En mayo de 2003, las autoridades tomaron el control del banco Resona, quinta entidad financiera privada de Japón, tras la notificación de que su ratio de capital había caído hasta el 2%. Se evitaron posibles episodios de contagio financiero gracias a la acción combinada de las autoridades. El Seguro de Depósitos inyectó 2,5 billones de yenes para recapitalizar la entidad, y el Banco de Japón elevó el objetivo de reservas de un rango de 17-22 billones de yenes a 27-30.

<sup>16</sup> Anteriormente, la autoridad monetaria concedía financiación discrecionalmente, respaldada con los colaterales correspondientes.

ante eventos como el cambio de siglo o los ataques terroristas del 11-S.

La provisión de liquidez por parte del Banco de Japón se ha instrumentado mediante un programa de compras de mercado abierto de bonos públicos, cuya magnitud ha aumentado progresivamente hasta elevarse a los 1,2 billones yenes/mes, lo que supone más del 40% del total de las nuevas emisiones de bonos. Las tenencias totales de bonos públicos del Banco de Japón superan el 85% de los billetes en circulación, por lo que la continuación de esta política a medio plazo requerirá la modificación del marco legal actual, pues no pueden superar el de billetes en circulación.

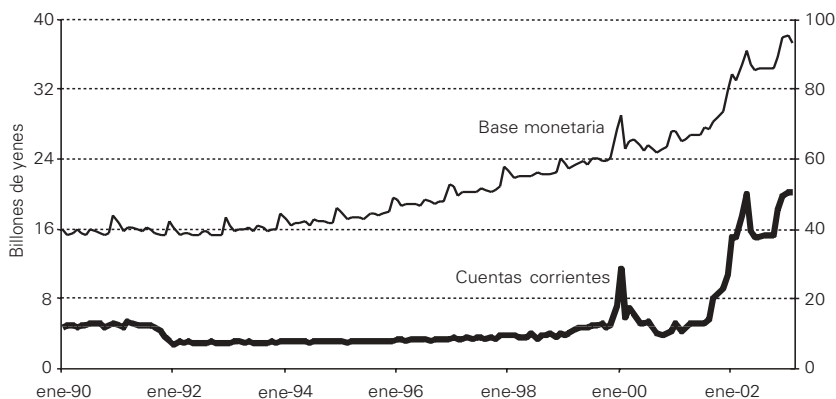
En resumen, el esquema del Banco de Japón se ha distanciado progresivamente del enfoque de la Reserva Federal, cuya meta intermedia es el nivel del tipo de los fondos federales determinado en cada una de sus reuniones. La instrumentación de la política monetaria de ambas instituciones también presenta diferencias relevantes en aspectos más operativos, entre las que cabría mencionar las siguientes: (i) el Banco de Japón se muestra habitualmente bastante activo en el manejo de la liquidez, ya que suele realizar más de una operación de mercado abierto al día, frente a la diaria de la Reserva Federal y la semanal del BCE; (ii) el colateral elegible es más amplio que en el caso de la Reserva Federal, ya que no sólo incluye activos de (o plenamente garantizados por) agencias públicas, sino también bonos corporativos, papel comercial y préstamos titulizados; (iii) en Japón, los mercados están más segmentados y son menos líquidos, por lo que la autoridad nipona debe intervenir en varios mercados simultánea-

mente, entre los que destacan el de bonos públicos de corto plazo y el de operaciones *repo* con papel comercial. Por el contrario, en los Estados Unidos, las operaciones de mercado abierto se centralizan en el mercado de fondos federales, lo que mejora la efectividad de la política monetaria tradicional, como se ha reseñado anteriormente. Otra diferencia sustancial es la política activa de intervención en el mercado de cambios que ha llevado acabo el Banco de Japón en los últimos años, y que no han realizado ni la Reserva Federal ni el BCE, excepto en ocasiones muy excepcionales.

#### **4. UNA VALORACIÓN DE LA POLÍTICA ACTUAL DEL BANCO DE JAPÓN**

A la hora de evaluar la eficacia de la política monetaria japonesa, es importante pasar revista a los objetivos que se querían alcanzar con los cambios en la estrategia de política monetaria que han tenido lugar en los últimos años. El esquema cuantitativo se introdujo con el objetivo de incrementar la oferta de dinero y lograr reducir los tipos de interés a largo plazo (Spiegel, 2001; y Oda y Okina, 2001), a través de varios canales, entre los que destacarían los siguientes: (i) una recomposición de las carteras que produzca un aumento de la demanda de otros activos financieros, como las acciones; (ii) la reducción de las expectativas sobre la prima de riesgo. Esto último es especialmente importante en un país como Japón, donde los mercados monetarios están más segmentados que en otras economías avanzadas, como los EE.UU, y los movimientos de los tipos de interés a corto plazo no se transmiten en ocasiones con suficiente eficacia median-

Gráfico n.º 12: **Evolución de las cuenta corrientes mantenidas en el Banco de Japón**



Fuente: Banco de Japón.

te el mecanismo de expectativas<sup>17</sup> hacia los tramos más largos y las condiciones de financiación empresarial.

A resultados de la política cuantitativa, se ha producido un fuerte crecimiento de las cuentas corrientes en el Banco de Japón (véase el gráfico n.º 12), que han pasado de 5 a alrededor de 30 billones de yenes, pero la oferta monetaria sólo ha aumentado un 5,5%. A pesar de ello, el crédito bancario al sector privado se ha contraído un 9,3% durante el mismo periodo. Por ello, aunque la curva de tipos experimentó una reducción significativa

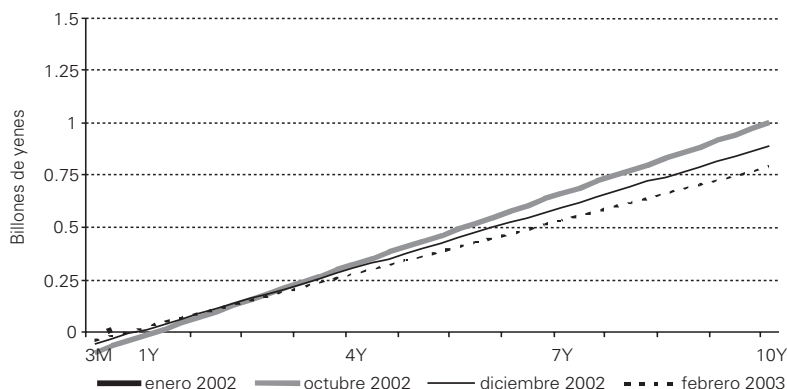
en su tramo largo tras la introducción del esquema cuantitativo (véase el gráfico n.º 13), el éxito de la nueva estrategia parece muy escaso en cuanto a la expansión del crédito y de la actividad económica<sup>18</sup>.

Una serie de factores de diversa índole explicaría la insensibilidad del crédito bancario ante las distintas medidas monetarias expansivas que se han adoptado durante los últimos años: (i) la deflación eleva la carga real de la deuda y aumenta la morosidad [Fisher, 1933a]; (ii) unos niveles de tipos de interés extremadamente reducidos dañan la rentabilidad de las entidades bancarias, a través de la reducción de los márgenes; (iii) también

<sup>17</sup> Entre las diversas hipótesis que explican la formación de la curva de tipos, destaca la teoría de las expectativas, que establece mediante argumentos de ausencia de arbitraje que la rentabilidad de un bono a  $n$  años es aproximadamente igual a la media de los tipos de interés a corto plazo actuales y esperados de esos  $n$  años. Esta hipótesis depende de que la segmentación entre los diversos mercados no sea excesiva [Marín y Rubio, 2001].

<sup>18</sup> Además, en los últimos tiempos se ha asistido a un incremento significativo de los tipos nominales a largo, que, tras llegar a bajar del medio punto porcentual, han retornado a niveles superiores al 1%.

Gráfico n.º 13: **Curva de tipos de la Deuda Pública de Japón (estimado a partir del método de Svensson)**



Fuente: Banco de Japón y elaboración propia.

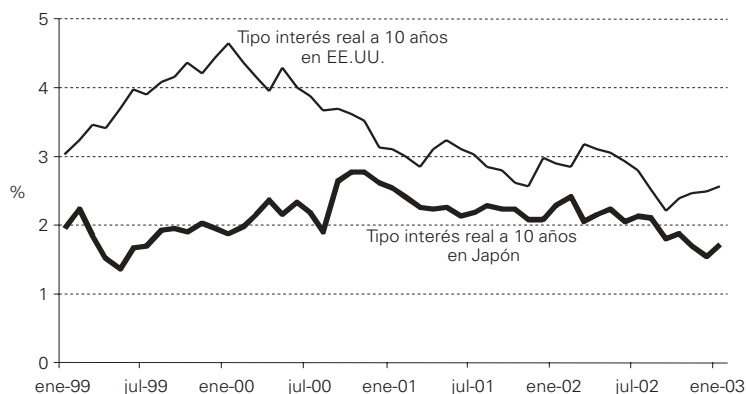
dificultan un seguimiento correcto del riesgo de crédito por parte del banco al inducirle el mantenimiento de préstamos fallidos no reconocidos<sup>19</sup> [Kashyap, 2002]; (iii) la debilidad de la economía obstaculiza que una masa crítica de planes de inversión supere el umbral de rentabilidad y mantiene en una posición frágil a buena parte del sector empresarial (en especial el dirigido hacia el mercado interior); (iv) la baja capitalización del sistema bancario dificulta la concesión de créditos nuevos; y, por último, (v) existe una «trampa estructural» que obstaculiza

el saneamiento de los sectores financiero y empresarial por la confluencia de un sistema productivo poco adaptado al nuevo entorno global, y de intereses de grupo, tanto políticos como financieros y empresariales, preocupados por la competencia y el mantenimiento del reparto de poder industrial y bancario [Hayashi y Prescott, 2000; Dugger y Ubide, 2003].

Como resultado de todo ello, la financiación bancaria está en buena medida bloqueada en actividades de baja rentabilidad, lo que deprime aún más el crecimiento potencial de la economía y reaviva el círculo vicioso deflación-recesión.

Además, las condiciones monetarias no se han relajado de forma sustancial en los últimos tiempos, como uno esperaría a la vista de la evolución de los tipos de interés nominales (véase el gráfico n.º 14). La persistencia de la deflación limita la reducción de los tipos de

<sup>19</sup> La valoración de las provisiones por insolvencia se basa en Japón en criterios históricos y se anticipa mediante el impago del servicio de la deuda, en lugar de en provisiones sobre la capacidad de pago futura del prestatario. En un entorno de tipos de interés tan reducido, el servicio de la deuda es muy reducido, por lo que se subestima el riesgo de insolvencia y se incentiva la prórroga de los préstamos con la finalidad de no reconocer nuevos fallidos, dada la frágil situación del activo bancario.

Gráfico n.º 14: **Tipos de interés reales a largo plazo**

Fuente: Data Stream y elaboración propia.

interés reales a largo plazo, situados sólo moderadamente por debajo de los niveles de los EE.UU. Si a eso le añadimos la estabilidad del tipo de cambio efectivo del yen (véase el gráfico n.º 9), tenemos como resultado que las condiciones monetarias en los EE.UU. y en Japón serían en la actualidad relativamente similares, gracias a la relajación preventiva que ha llevado a cabo la Reserva Federal y la relativa debilidad del dólar. La política cuantitativa tampoco ha propiciado la recuperación de la bolsa o de los precios del suelo, a través de la recomposición de las carteras de los agentes, aunque la caída habría sido probablemente mayor sin las recompras de títulos realizadas por el Banco de Japón [FMI, 2002].

Con relativa frecuencia, se ha criticado la insuficiente coordinación e incluso la aparición de tensiones significativas entre el Banco de Japón y el resto de autorida-

des económicas<sup>20</sup>. Estas últimas se muestran renuentes a avanzar de forma decidida en las reformas estructurales, y, en cambio, subrayan la necesidad de intensificar el tono expansivo de la política monetaria. En los EE.UU., en cambio, no se han vivido episodios significativos de este tipo, lo que ha facilitado la labor de la Reserva Federal ante problemas tan delicados como el pinchazo de la burbuja bursátil o la reciente recesión.

Los impedimentos de carácter institucional para avanzar de forma efectiva en la reestructuración de los sistemas financieros y

<sup>20</sup> En cierto modo, el Gobierno y el Banco de Japón habrían entrado en un juego no cooperativo. La autoridad monetaria ha argüido frecuentemente que no adopta medidas más expansivas para forzar el saneamiento bancario. En la medida que la deflación se consolida por falta de credibilidad en la instrumentación de políticas más expansivas, resulta superior un equilibrio en el que se coordinen las autoridades monetaria y fiscal [Eggertsson, 2003].

empresariales han contribuido a difuminar la frontera entre las políticas monetaria y prudencial, con la instrumentación de una serie de medidas heterodoxas destinadas a sostener el sistema bancario y a potenciar canales de financiación alternativos al crédito bancario. Así, ante el desplome de la cotización de la banca privada en 2002, se concedió al Banco de Japón la facultad de comprar, durante dos años, prorrogado uno más recientemente, paquetes de acciones en manos de los bancos por un total de 7 billones de yenes (equivalentes al 5,4% del balance actual del Banco de Japón). El plan es que el Banco de Japón mantenga dichas acciones en su balance durante un periodo máximo de 10 años, y que el precio de adquisición refleje el de mercado. Por otro lado, el Banco de Japón ha desarrollado recientemente un plan para adquirir papel comercial y títulos de medianas y pequeñas empresas, para potenciar el mercado de titulización crediticia. Este conjunto de medidas se caracteriza por una escasa transparencia respecto de los criterios de elección de las entidades que participan en dichos programas y de valoración del precio de adquisición de los títulos, por lo que presentan importantes problemas de riesgo moral y de prácticas discriminatorias. Adicionalmente, dichas medidas tendrían que alcanzar una magnitud realmente significativa para lograr un impacto relevante, a pesar del escaso margen de maniobra del Banco de Japón debido a los elevados riesgos ya acumulados en su balance. En este sentido, la renuncia de buena parte de la dirección del Banco de Japón a adoptar un esquema de objetivos directos de inflación podría estar relacionada con los riesgos asociados a una subida sustancial de los tipos de interés nominales, que podría re-

sultar de un incremento de las expectativas de inflación.

En resumen, la experiencia japonesa muestra que los riesgos asociados a una espiral deflacionista en un contexto de debilidad financiera y económica son asimétricos, ya que, una vez que se alcancen tipos de interés nominales nulos, el margen de maniobra de la autoridad monetaria se ve ostensiblemente reducido. La deflación por sí misma genera mecanismos que exacerban las presiones deflacionarias mediante la subida de los tipos de interés reales, la reducción de los márgenes empresariales, la reducción de los salarios nominales y la postergación de las decisiones de consumo [OCDE, 2002]. En este contexto, como veremos en la siguiente sección, resulta crucial que la autoridad monetaria adopte de forma expresa una actitud anti-deflacionista, con el fin de evitar la consolidación de expectativas deflacionistas, que posteriormente resultan muy difíciles de revertir.

## **5. POSIBLES OPCIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA JAPÓN**

Dado el escaso éxito de las políticas llevadas a cabo por las autoridades japonesas, y, en particular, de su estrategia de política monetaria, parece apropiado pasar revista a las propuestas —en algunos casos alternativas y en otros no— que se han realizado en foros académicos e instituciones internacionales para afrontar el problema de la deflación. Estas incluyen no sólo la política monetaria sino también la fiscal y la política cambiaria. Algunas de ellas se refieren específicamente al caso de Japón y otras son más generales.

## Política monetaria

Las propuestas varían en función de la gravedad de los riesgos deflacionistas o de la profundidad de la espiral deflacionaria en la que se encuentre el país. Cuando las presiones deflacionistas son incipientes, la literatura ofrece soluciones relativamente convencionales, concentradas en acciones de política monetaria, ya que se piensa que ésta puede atajar por sí sola la situación [Goodfriend, 2001]. Si el banco central dispone de una credibilidad elevada, los riesgos se deberían poder atajar sin llevar a cabo una política demasiado activa [Orphanides, 2003]. Además, se corre el peligro de que los mercados interpreten que la autoridad monetaria está actuando como soporte de la valoración de los activos financieros.

Cuando ya se aprecian riesgos claros de deflación, la literatura apoya la adopción de medidas más agresivas, traducidas en reducciones sustanciales de los tipos de interés<sup>21</sup> y en la disposición explícita de adoptar medidas adicionales, de corte relativamente heterodoxo en el caso de que se llegue a tipos de interés nominal nulos [Ahearne *et al.*, 2002]. En este caso, también resulta crucial diseñar cuidadosamente la política de comunicación, para así evitar fluctuaciones imprevistas en los mercados financieros, fruto de expectativas erróneas de los agentes sobre la entidad de los riesgos deflacionistas y el curso de la política monetaria en un futuro próximo.

Cuando el país entra en deflación, las medidas anteriores pueden resultar insuficientes para revertir las expectativas por lo que se aconsejan dos posibles opciones, complementarias más que sustitutivas, relativas al diseño del esquema de política monetaria. La primera, planteada para países en los que aún los tipos de interés son positivos [King, 2002], es el compromiso de mantener los tipos de interés a un nivel muy bajo por un plazo predeterminado. El hecho de informar a los agentes anticipadamente del plazo en el que los tipos de mantendrán a niveles muy bajos debería reducir los tipos a largo a través del canal de las expectativas, siempre que la caída esperada de los tipos a corto sea superior al aumento del riesgo percibido por un aumento de la inflación en el futuro. Esta opción puede ir acompañada o no de una meta explícita de inflación. La ventaja principal de esta estrategia es la transparencia, que facilita enormemente el funcionamiento del canal de las expectativas, siempre que el banco central sea creíble. Así, es de esperar que una reducción de los tipos de interés tenga un impacto expansivo sobre el crédito al sector privado. Pero su desventaja es la escasa flexibilidad, ya que los tipos de interés a corto deberán permanecer al nivel establecido durante el plazo anunciado, aunque haya un cambio sustancial en la situación.

Por otro lado, cuando ya se ha llegado a tipos de interés nulos, se puede continuar la política de reducción de tipos a largo mediante programas de compras de bonos públicos a largo plazo en el mercado secundario. Además, se pueden introducir cambios más profundos del esquema de política monetaria para anclar las expectativas de precios a los

---

<sup>21</sup> No obstante, en las cercanías de tipos de interés nominales nulos, sería más prudente efectuar rebajas moderadas, para mantener cierto margen de maniobra a la autoridad monetaria en el caso de que se agraven las tensiones deflacionistas.

agentes. En este sentido, muchos autores optan por la adopción de metas explícitas de inflación [Krugman, 1998] o de niveles de precios [Svensson, 2001, 2003]. Ambas propuestas son similares hasta que la economía empieza a crecer, pero, desde ese momento, una meta de precios sería probablemente más expansiva, ya que permitiría mantener un tono relajado hasta alcanzar el nivel de precios anterior al proceso de deflación [Bernanke, 2003]. De hecho, durante la Gran Depresión, los países nórdicos utilizaron metas de precios para salir de la deflación y tuvieron una recesión menos intensa que el resto de países afectados [Berg y Jonung, 1999]. El éxito de esta estrategia depende de la credibilidad del banco central en sus esfuerzos por eliminar la deflación, credibilidad que puede fortalecerse con medidas encaminadas a facilitar el cumplimiento de los objetivos de inflación o de nivel de precios. Una de las más efectivas es la depreciación, especialmente en economías con una escasa reacción de la demanda interna a políticas expansivas, como es el caso de Japón. Así, la conocida propuesta de Svensson incluye, además del objetivo explícito de precios, la depreciación de la divisa y la fijación posterior del tipo de cambio en un nivel suficientemente depreciado en términos reales que permita utilizar la demanda externa para relanzar la economía. Una vez alcanzada la meta de precios, Svensson recomienda pasar a un régimen de flotación cambiaria y objetivos directos de inflación.

Como cualquier otra, esta estrategia no está exenta de riesgos. El más relevante, asociado con la estrategia de objetivos directos de inflación, es la posibilidad de aumentos bruscos de los tipos de interés

nominales si la meta es creíble. Este riesgo es especialmente preocupante cuando el clima económico es muy débil o el balance del banco central esté sujeto a riesgos relevantes, como ocurre en Japón. Además, el riesgo será aun mayor en la medida que no haya disciplina fiscal y el endeudamiento público sea elevado. Para evitar este problema potencial, algunos autores proponen que el objetivo de inflación puede basarse en una media histórica en lugar de la inflación esperada [Eggertsson y Woodford, 2003].

Conforme la espiral deflacionaria se profundiza, las medidas de carácter heterodoxo adquieren más protagonismo. Las propuestas incluyen la extensión de los títulos susceptibles de adquisición por parte del banco central a activos del sector privado con riesgo, como acciones, papel comercial e incluso hipotecas. Ciertamente, estas medidas aumentan ulteriormente los riesgos para el balance del banco central. Otra posibilidad es la creación de dinero por parte del banco central a través de la monetización del déficit público o incluso del sector privado, al estilo de la conocida imagen del helicóptero de Friedman [Eggertsson, 2003]. Por último, una estrategia extrema para salir del límite cero en los tipos nominales a corto es introducir un impuesto sobre el efectivo, lo que permitiría alcanzar tipos de interés nominales negativos [Fisher, 1933b; Goodfriend, 2000]. Evidentemente, esta propuesta resulta muy difícil de aplicar administrativamente.

Finalmente, hay que resaltar la importancia de la supervisión y regulación bancarias en la prevención y corrección de la deflación. La experiencia histórica muestra el riesgo que reside en la interacción entre una corrección brusca de la valora-

ción de los activos y situaciones de fragilidad financiera de las entidades bancarias y de las empresas. El bloqueo del canal de transmisión bancario puede diluir los efectos de las políticas monetarias expansivas. Sin embargo, la acción de las autoridades en este terreno debe estar cuidadosamente diseñada para evitar problemas de riesgo moral que pueden terminar por elevar los costes de recapitalización del sistema bancario.

Como hemos visto en la sección anterior, Japón ha utilizado prácticamente todos los instrumentos convencionales con escaso éxito y, en general, con retraso respecto a la gravedad de la situación. En concreto, la reducción de tipos de interés empezó bastante después de que se pinchara la burbuja y la meta de reservas bancarias se introdujo cuando ya se habían alcanzado tipos de interés de intervención muy cercanos al cero. Por su parte, aunque la compra de bonos del gobierno a medio y largo plazo ha conseguido una reducción de los tipos a largo, no se ha traducido en un reequilibrio de las carteras de los bancos a favor del crédito al sector privado, por los motivos anteriormente mencionados. Además, la efectividad de esta política depende, en buena medida, de la sostenibilidad de las cuentas públicas, pues, en caso contrario, los agentes la percibirán como una operación de monetización de la deuda, y no se reducirán los tipos [Oda y Okina, 2001].

Además, estas estrategias suponen riesgos para el balance del Banco de Japón, a raíz de las pérdidas potenciales de capital que puede soportar, fruto de caídas significativas de la cotización bursátil o de incrementos súbitos de los tipos de interés a largo plazo que, de hecho, han empezado a producirse muy re-

cientemente. Para cubrir estos riesgos de mercado, algunos autores proponen la compra de futuros, por ejemplo sobre el tipo de interés, que permitirían compensar las pérdidas de capital mencionadas anteriormente. Otra medida posible para reducir dicho riesgo sería canjear con el Gobierno las tenencias de bonos a largo a tipos de interés fijo con bonos del Tesoro a tipo de interés flotante. Ambas medidas requerirían un diseño y una estrategia de información adecuadas, para evitar incertidumbre entre los agentes. La última medida convencional que se ha utilizado es la intervención en el mercado de cambios para contribuir a la depreciación de la divisa cada vez que el yen superara un límite determinado. Aun así, existen opciones de política cambiaria mucho más agresivas.

### *Política fiscal*

Las propuestas de política fiscal para atajar la deflación adquieren un papel preponderante en la literatura cuando los tipos nominales de intervención están próximos a cero, o ya han alcanzado dicho suelo. Las medidas van desde la reducción de impuestos o el aumento del gasto financiado con un mayor endeudamiento, en función de las circunstancias del país. Dentro del primer grupo de propuestas, ha adquirido especial relevancia la reducción del impuesto sobre el valor añadido (IVA), acompañada del anuncio expreso de un aumento futuro [Feldstein, 2002]. Resulta una opción interesante para países con problemas fiscales como Japón, ya que tendría un impacto sustancial sobre el consumo si la sustitución intertemporal del consumo es alta, sin afectar necesariamente a las cuentas públicas a medio plazo. Por su parte, las

propuestas de aumento del gasto público tienen como objetivo elevar el crecimiento potencial de la economía, gracias a una mayor inversión en infraestructura o en capital humano [Rogoff, 1998]. No obstante, diversos estudios apuntan el riesgo de que el aumento del gasto público en infraestructuras pueda no estar bien diseñado o se utilice para sostener sectores ineficientes, como ha ocurrido en Japón en diversas ocasiones [OCDE, 2002].

Antes de la consolidación de las presiones deflacionistas, parece más conveniente adoptar un tono relativamente prudente y apoyarse básicamente en el impulso de los estabilizadores automáticos, para evitar agotar el margen de maniobra de la política fiscal de forma precipitada. En el caso de Japón, el nivel insuficiente de los estabilizadores automáticos explica parcialmente el protagonismo de los paquetes discrecionales, cuya efectividad es más reducida a causa de los retardos en su aplicación. Finalmente, la efectividad de la política fiscal puede verse limitada por fenómenos relacionados con la equivalencia ricardiana<sup>22</sup>, tanto más probables cuanto más deteriorada sea la posición de las finanzas públicas o cuando el envejecimiento de la población genere serias dudas sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones.

En el caso de Japón, muchos autores opinan que la política fiscal reaccionó tarde, al igual que la política monetaria. Una reducción de impuestos en los primeros compases de riesgos deflacionistas en

1994, habría proporcionado un margen de maniobra a la política monetaria más amplio, y probablemente no se habría llegado tan rápidamente a tipos de interés nominal nulos [Ahearne *et al.*, 2002].

### *El tipo de cambio*

Muchos autores consideran que el tipo de cambio es la mejor opción para salir de la deflación en países que sufren un estancamiento de la demanda interna, como Japón [Bernanke, 2000; Coenen y Wieland, 2003; McCallum, 2000; Meltzer, 1999; Svensson, 2001]. La depreciación permitiría relajar las condiciones monetarias y mejorar la competitividad del país, al tiempo que incidiría sobre las expectativas de inflación de los agentes al aumentar el precio de los bienes importados. Sin embargo, otros consideran que el uso de la política cambiaria no está exenta de riesgos. En el caso de una economía relativamente cerrada, como ocurre en Japón, la magnitud necesaria para que la depreciación tenga efectos significativos sobre las expectativas de los agentes tendría que ser elevada. Un reajuste de tal calibre plantea riesgos de estabilidad financiera por la recomposición de activos internacionales que provocaría. Además, podría afectar negativamente al consumo, por la pérdida de capacidad adquisitiva derivada de la depreciación. En el caso de una corrección brusca del yen, las consecuencias podrían afectar incluso a la estabilidad monetaria internacional, habida cuenta de que Japón es el primer prestamista mundial. Si a esto se le añade el impacto negativo sobre la competitividad externa del resto del mundo, parece probable que una fuerte depreciación del yen perjudique las relaciones comerciales, particu-

<sup>22</sup> La reciente recuperación de la propensión marginal a consumir se debe, en buena medida, a factores demográficos ligados con el envejecimiento de la población, que, de acuerdo con la teoría del ciclo vital, induce una reducción de la tasa de ahorro [Mineshima, 2003].

larmente con los EE.UU. y los países asiáticos [Okina, 1999; McKinnon, 1999]. Por todo ello, esta estrategia requeriría un nivel de coordinación internacional significativo, que presupone una confluencia de intereses entre las principales economías avanzadas difícil de alcanzar.

## 6. LECCIONES A EXTRAER

La primera lección de la evolución en los últimos años de Japón es la asimetría de los costes entre la inflación y la deflación. Las consecuencias de esta última son potencialmente más graves, especialmente cuando se origina por motivos ligados con insuficiencias de demanda [FMI, 2003]. Diversas razones explican este resultado. La distribución de riqueza de los deudores a los acreedores que conlleva la deflación es más perjudicial para la actividad —a través del aumento de la morosidad y del número de fallidos—, que la reasignación de recursos asociada con la inflación, que beneficia a los deudores [Fisher, 1933a]. Además, con tipos de interés nominales de intervención cercanos a cero, se dificulta gravemente el manejo de la política monetaria por la casi perfecta sustituibilidad entre bonos a corto plazo y la base monetaria [Buitier, 2003]. Asimismo, los salarios nominales presentan, en general, una rigidez mayor a la baja que al alza, por lo que, en un entorno de deflación de los precios, es bastante probable que se asista a una contracción significativa de los márgenes empresariales. En consecuencia, la *ratio* de sacrificio, es decir, el impacto de la reducción de la inflación sobre el output o el empleo, se presenta más elevada cuando hay deflación. Finalmente, la deflación por sí misma genera mecanismos que

exacerban las presiones deflacionistas mediante la subida de los tipos de interés reales, la reducción de los márgenes empresariales, la disminución de la renta nominal de las economías domésticas y la postergación de las decisiones de consumo [OCDE, 2002].

En segundo lugar, la experiencia japonesa muestra los efectos perniciosos derivados de una excesiva confianza en la capacidad de las autoridades monetarias para mantener la estabilidad de precios [Goodfriend, 2001]. Una política monetaria excesivamente laxa puede alimentar una burbuja en los precios de los activos [Okina y Shiratsuka, 2002], cuya probabilidad de aparición es más elevada si se produce durante un proceso de desregulación financiera sin mejoras relevantes de supervisión. Así, cuando explota dicha burbuja, la deflación podría producirse si las políticas económicas no reaccionan rápida y agresivamente. En tercer lugar, el caso de Japón evidencia la dificultad de anticipar la deflación, por lo que la política monetaria japonesa acabó siendo restrictiva *ex post* aunque se considerara laxa *ex ante*. En este sentido, en la lucha contra la deflación también parece apropiado hablar de «*policy mix*», en la medida que una política fiscal expansiva puede aliviar la presión para instrumentar políticas monetarias expansivas.

En cuarto lugar, el caso japonés también ejemplifica las consecuencias que puede acarrear una regulación ineficiente del sistema financiero, cuya crisis puede terminar por desembocar en una espiral deflacionaria.

En cuanto a los instrumentos para atajar el problema de la deflación, la experiencia muestra que la elección depende-

rá de la gravedad del problema, del funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, de la evolución del tipo de cambio respecto a su valor de equilibrio y de la situación de solvencia del gobierno general respecto al banco central. En cualquier caso, parece claro que, una vez alcanzado el límite cero en los tipos de interés, se abre el paso a medidas más heterodoxas, a pesar de los costes potenciales que puedan suponer. Por tanto, se vuelve a subrayar la importancia de la acción preventiva y de la capacidad de anticipación de situaciones deflacionistas. Además, la transparencia en el manejo de la política monetaria parece clave, especialmente si se pretende utilizar el canal de las expectativas para reducir las presiones deflacionistas.

Si las acciones preventivas llegaran demasiado tarde, serán necesarias medidas de política fiscal y/o una política agresiva de depreciación de tipo de cambio, así como reformas estructurales para aumentar el rendimiento del capital. Dadas las interrelaciones entre las políticas fiscal y monetaria, sería necesaria

una estrecha coordinación entre ambas autoridades, de modo que la autonomía del banco central no suponga un obstáculo a la coordinación misma. Esto es especialmente importante en un país como Japón, donde numerosas trabas institucionales reducen la flexibilidad y la eficiencia de la economía.

En resumen, la experiencia japonesa muestra que los riesgos asociados a una espiral deflacionaria en un contexto de debilidad financiera y económica son asimétricos. Por ello, resulta fundamental que la autoridad monetaria adopte de forma expresa una actitud anti-deflacionista, con el fin de evitar la consolidación de expectativas deflacionistas. Una vez que se ha caído en una espiral deflacionista, la reactivación de la economía deberá pasar por la adopción de un programa económico complejo, no exento de tensiones potenciales, que englobaría aspectos monetarios, fiscales y estructurales. Parece crucial restaurar la rentabilidad y solvencia de los sectores financiero y empresarial, con la finalidad de restituir la efectividad del canal bancario de la política monetaria.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AHEARNE, Alan; GAGNON, Joseph; HALTRNAIER, Jane; KARNIN, Steve (2002): «Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s», *International Finance Discussion Papers*, n.º 729. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BARRELL, Ray y NAKATA, Kazuyoshi (2001): *Liquidity, Monetary Policy and the Japanese Economy: An Evaluation of the 1990s in Japan*. National Institute of Economic and Social Research.
- BERG, Claes y JONUNG, Lars (1999): «Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-1937», *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43.
- BERNANKE, Ben S. (2000): «Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?», in Ryoichi Mikitani and Adam S. Posen, eds. *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, Institute for International Economics, Septiembre de 2000.
- (2003): *Some thoughts on monetary policy in Japan*. Discurso ante la Sociedad Japonesa de Economía Monetaria, 31 de Mayo. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BLENCK, Denis (2000): *Main Features of the Monetary Policy Frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem*. Banco Central Europeo.
- BLINDER, A.S. (2000): «Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Balancing the Risks: Summary Panel», *Journal of Money Credit and Banking*, 32, 1093-1099.
- BUITER, Willem H. (2003): «Deflation: Prevention and Cure», *Documento de Trabajo 9623*. NBER.
- CARGILL, Thomas (2001): «Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan», *Monetary and Economic Studies*. Banco de Japón.
- COENEN, Günter y WIELAND, Volker (2003): «The Zero-Interest-Rate Bound and the Role of the Exchange Rate for Monetary Policy in Japan», *Documento de Trabajo* n.º 218. Banco Central Europeo.
- DUGGER, Robert y UBIDE, Ángel (2003): «Structural Traps, Politics and Monetary Policy», de próxima aparición en *International Finance*.
- EGGERTSSON, Gauti y WOODFORD, Michael (2003): *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*. Mimeo.
- EGGERTSSON, Gauti (2003): «How to Fight Deflation in a Liquidity Trap: Committing to Being Irresponsible», *Documento de Trabajo del FMI*, 03/64.
- FELDSTEIN, Martin (2002): «The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment», *Documento de Trabajo 9203*. NBER.
- FINANCIAL TIMES (2003), «A Case for Inflation Transparency», *Comments and Analysis*. 23 de Abril.
- FISHER, Irving (1933a): *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*. Econometrica.
- (1933b): *Stamp Scrip*. Adelphi Company. Nueva York.
- FMI (2002): *Japan: 2002 Article IV Consultation*.
- (2002): *World Economic Outlook*, Washington, DC. Mayo.
- FRIEDMAN, Milton (1973): *Money and Economic Development*. Praeger, Nueva York.
- GOODFRIEND, Marvin (2002): «The Phases of U.S. Monetary Policy: 1987 to 2001», *Quarterly Volume 88/4*. Banco de la Reserva Federal de Richmond.
- (2001): «The Financial Stability, Deflation, and Monetary Policy», *Monetary and Economic Studies* (special edition), Banco de la Reserva Federal de Richmond.
- (2000): «Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.32 n.º4.
- HAYASHI, Fumio y PRESCOTT, Edward C. (2000): «The 1990s in Japan: A Lost Decade», *Documento de Trabajo 607*. Banco de la Reserva Federal de Minneapolis.
- HUNT, Benjamin y LAXTON, Douglas (2001): «The Zero Interest Rate Floor (ZIF) and its Implications for Monetary Policy in Japan», *Documento de Trabajo WP/01/186*. FMI.
- KING, Mervyn (2002): «The Inflation Target Ten Years on», *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 42, n.º 4. Banco de Inglaterra.
- KASHYAP, Anil K (2002): «Sorting out Japan's Financial Crisis», *Economic Perspectives* 4Q/2002. Banco de la Reserva Federal de Chicago.
- KRUEGER, Anne (2003): «Statement by IMF First Deputy Managing Director, Anne Krueger, in Tokyo», *FMI, Press Release* N.º 03/77, 4 de junio.
- KRUGMAN, Paul R. (1998): «It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap», *Brooking Papers on Economic Activity*, 2:1998.
- MARÍN, M. José y RUBIO, Gonzalo (2001): *Economía Financiera*. Antoni Bosch, editor.
- MCCALLUM, Bennett T. (2003): «Japanese Monetary Policy, 1991-2001», *Economic Quarterly Volume 89/1*. Banco de la Reserva Federal de Richmond.

- (2001): «Inflation Targeting and the Liquidity Trap», *Fourth Annual Monetary Policy Conference of the Central Bank of Chile*.
- (2000): «Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates», *NBER Working Paper Series*, Documento de Trabajo 7677, National Bureau of Economic Research.
- MCKINNON, Ronald (1999): «Comments on Monetary Policy Under Zero Inflation», *Monetary and Economics Studies*, 17 (3). Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1999, pp. 183-188.
- MCKINNON, Ronald y OHNO, Kenichi (1999): «The Foreign Exchange Origins of Japan's Economic Slump in the 1990s: The Interest Rate Trap», *Mimeo*. Banco de Inglaterra.
- MELTZER, A. (1999): *Monetary Policy at Zero Inflation*.
- MINESHIMA, Aiko (2003): «Will Private Consumption Maintain Its Firmness?», *Economic Commentary*. Banco de Japón, marzo de 2003.
- «Comments: What More Can the Bank of Japan Do?», *Monetary and Economics Studies*, 17 (3). Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1999, pp. 189-191.
- OCDE (2002): *Economic Surveys. Japan*.
- ODA, Nobuyuki y OKINA, Kunio (2001): «Further Monetary Easing Policies under the Non-Negativity Constraints of Nominal Interest Rates: Summary of the Discussion Based on Japan's Experience», *Monetary and Economics Studies*. Banco de Japón.
- OKINA, Kunio (1999): «Monetary Policy under Zero Inflation: A Response to Criticism and Questions Regarding Monetary Policy», *Monetary and Economics Studies*. Banco de Japón.
- OKINA, Kunio y SHIRATSUKA, Shigenori (2002): «Asset Price Bubbles, Price Stability and Monetary Policy: Japan's Experience», *Monetary and Economics Studies*. Banco de Japón.
- ORPHANIDES, Athanasios (2003): «The Quest for Prosperity without inflation», *Journal of Monetary Economics*, n.º 50.
- POSEN, Adam S. (2003): «Is Germany Turning Japanese?», *Documento de Trabajo* 03-2. Institute for International Economics.
- REIFSCHNEIDER, D. y WILLIAMS, J.C. (2000): «Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era», *Journal of Money Credit and Banking*, 32, 936-966.
- ROGOFF, Ken (1998): «It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap: Comment», *Brooking Papers on Economic Activity*, 2:1998.
- SPIEGEL, Mark (2001): «Quantitative Easing by the Bank of Japan», *Pacific Basin Notes*, n.º 2001-31. Banco de la Reserva Federal de San Francisco.
- STEVENS, Ed (2001): *Beyond Zero: Transparency in the Bank of Japan's Monetary Policy*. Banco de la Reserva Federal de Cleveland.
- SVENSSON, L.E.O. (2003): «What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules», *Journal of Economic Literature*. Vol. XLI, junio de 2003, pp. 426-477.
- (2003): «Monetary Policy and Real Stabilization», *NBER Working Paper Series*, Documento de Trabajo 9486, National Bureau of Economic Research.
- (2000): «The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap», *Monetary and Economics Studies* 19(S-1), Banco de Japón, pp. 277-312.
- (1999), «How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?», *CEPR Discussion Paper* No. 2342. Diciembre.
- WOODFORD, Michael (1999): «Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?», in *New Challenges for Monetary Policy*. Banco de la Reserva Federal de Kansas City.