

«La eficacia de las políticas monetaria y fiscal en Japón»*

Desde principios de la década de los 90 Japón registra un bache económico sin precedentes en su historia reciente. Tras haberse adoptado múltiples medidas para favorecer la recuperación de la economía japonesa, la segunda en importancia en el mundo, dicha recuperación no llega. En este contexto de frustración se ha generado la polémica sobre la supuesta ineficacia de las políticas tradicionales de estímulo de la demanda (políticas monetaria y fiscal). El análisis de la citada controversia es, precisamente, el objeto del presente artículo. En el ámbito de la política monetaria se consideran dos períodos de análisis, en función de la aparición en 1995 del primer episodio deflacionista. Las posturas se encuentran enfrentadas. Por un lado, la mayoría de los autores consideran que el estímulo monetario, aunque significativo, ha sido insuficiente. Por otro lado, están los autores que defienden la política ejecutada por el Banco de Japón y realzan los factores estructurales como origen del largo período de estancamiento económico japonés. En el presente artículo se analizan con detalle ambas posturas. En la segunda parte del artículo se aborda la eficacia de la política fiscal durante el mismo periodo. Tras exponer las medidas tomadas se realizan diversas consideraciones sobre la orientación de los impulsos fiscales y la sostenibilidad de la ingente deuda pública generada en estos años.

Laurogeita hamarretako hasieratik Japonia bere historian aurrekaririk ez duen ekonomi atzeraldian dago murgilduta. Japoniako ekonomia, munduko bigarren garrantzitsuena baita, suspertzen laguntzeko neurri asko hartu badira ere susperraldia ez da oraindik iritsi. Frustrazio testuinguru horretan, eskaria bizkortzeko tradiziozko politikak (moneta eta zerga politikak) eraginkorrak ote direlako polemika piztu da. Eztabaida horren analisia da, hain zuzen ere, azterlan honen helburua. Moneta politikaren esparuan, bi epe aztertu dira, 1995. urtean lehen deflazio aldia agertu izanak bereizten dituenak. Iritzi kontrajarriak plazaratu dira. Alde batetik, analisigile gehienek uste dute bultzada monetarioa, nabarmena izan arren, ez dela nahiko izan. Beste aldetik, Japoniako Bankuak ezarritako politika defendatzen duten analisigileak daude. Azken hauek egiturazko faktoreak hartzen dituzte Japoniako ekonomiaren geldialdi luzearen jatorritzat. Azterlan honetan zehatz-mehatz aztertu dira bi jokoera horiek. Artikuluaren bigarren zatian zerga politikaren eraginkortasuna epe berean jorratu da. Hartu diren neurriak azaldu ondoren, zenbait hausnarketa aurkeztu dira zerga bultzaden orientazioaz eta urte hauetan sortu den zor publiko ikaragarriaren jasangarritasunaz.

From the early nineteen-nineties, Japan has registered an unprecedented economic slump in its recent history. After having adopted various measures to favour the recovery of Japanese economy, the second in importance in the world, this recovery does not take place. It is in this context of frustration that there have been polemics on the presumed inefficiency of the traditional policies (monetary and fiscal) to stimulate demand. The analysis of this controversy is, precisely, the object of the present article. In the area of the monetary policy two analysis periods are considered, around the appearance in 1995 of the first deflationist episode. There are confronting positions on the subject. On the one hand, most of the authors consider that the monetary stimulus, though meaningful, was insufficient. On the other hand, there are also authors that defend the policy carried out by the Bank of Japan and underline structural factors as origin of the long period of Japanese economic stagnation. In the present article the author analyses both positions in detail. In the second part of the article, the author approaches the subject of the efficiency of fiscal policy during the same period. After detailing the measures taken, he has various considerations on the direction of fiscal impulses and the sustainability of the enormous public debt generated in these years.

* Artículo entregado a la redacción el día 27 de mayo de 2003.

ÍNDICE

1. Introducción
2. Rasgos básicos y eficacia de la política monetaria en Japón
3. Rasgos básicos y eficacia de la política fiscal en Japón

Referencias bibliográficas

Palabras clave: Política monetaria, política fiscal, crisis, deuda pública, Japón.
Clasificación JEL: E52, E58, E63, E31

1. INTRODUCCIÓN

En plena burbuja especulativa, a comienzos de 1989, el Banco de Japón, al continuar subiendo desorbitadamente los precios inmobiliarios y de las acciones, y recrudecerse las tensiones inflacionistas, comenzó a subir los tipos de interés y así enfriar la economía. La eficacia de la política monetaria, en un escenario económico convencional, fue clara: el Nikkei comenzó a descender a principios de 1990 y la tasa de crecimiento del PIB se ralentizó en 1991. Como los precios inmobiliarios se resistían a la baja, el Banco de Japón siguió subiendo los tipos de intervención hasta agosto de 1991. A partir de ese momento, la economía japonesa, más que un enfriamiento, lo que ha sufrido y sufre todavía es una congelación.

Es en este nuevo contexto, de bajo crecimiento económico, de escaso crecimiento de precios (e incluso deflación en los últimos años) y de tipos de interés muy bajos (cero a muy corto plazo), donde se ha planteado la discusión sobre la eficacia de las políticas monetaria y fiscal y, especialmente, de la primera. A este tema vamos a dedicar el presente artículo.

Comenzaremos con el examen de los rasgos básicos de la política monetaria en el primer quinquenio de los 90 (al final de dicho período, aparece por primera vez la deflación). Al estudio del origen de la deflación dedicamos el siguiente apartado. Posteriormente, analizaremos la evolución de la política monetaria a partir de 1996. En este período se plantea la polémica sobre la trampa de la liquidez y tiene lugar una crisis bancaria muy grave en Japón. A estos dos temas les dedicamos los siguientes apartados. A continuación, anali-

* Consejero Económico.

** Economista.

zaremos la eficacia de la política monetaria en Japón, primero, al considerar sus efectos sobre los precios de los activos y, segundo, con una valoración general de dicha eficacia, resumiendo lo visto en otros apartados anteriores. Por último, estudiaremos una estrategia monetaria que posiblemente se acabe desarrollando en Japón: el «*inflation targeting*».

La segunda parte de este artículo comienza con un repaso a los rasgos básicos de la política fiscal desde el estallido de la burbuja en Japón. A continuación, analizaremos el contexto en el que se ha desarrollado la política fiscal. En el siguiente apartado, veremos en detalle cómo ha evolucionado el impulso fiscal en la economía japonesa. Finalizaremos el artículo con la discusión sobre la eficacia de la política fiscal en Japón y con unas notas sobre el futuro del déficit público japonés.

2. RASGOS BÁSICOS Y EFICACIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN JAPÓN

2.1. Rasgos básicos de la política monetaria (1991-95)

Antes de todo, hay que explicar por qué diferenciamos dos períodos en el análisis de la política monetaria en Japón. La respuesta es doble: por un lado en 1995 se alcanzan prácticamente los tipos cero a corto plazo; por otro lado, en dicho año se da el primer episodio deflacionista de toda la década.

Ya se ha comentado que la burbuja especulativa en el mercado de acciones estalló a principios de 1990 y en el mercado inmobiliario, aproximadamente, un año y medio después. El ajuste duro de la eco-

nomía japonesa provocó que ya a mediados de 1991 el PIB creciera por debajo de su capacidad potencial. No obstante, en ese año se registró todavía un crecimiento económico del 2,5%.

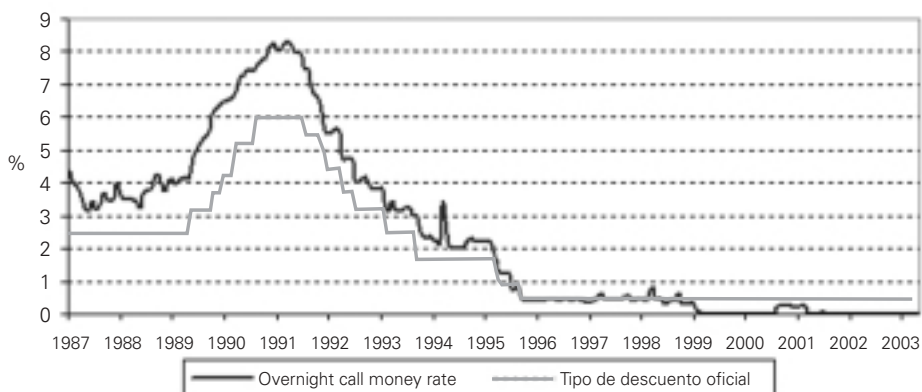
En este contexto, de caída de los precios de los activos y de desaceleración económica, el Banco de Japón comenzó una histórica bajada de los tipos de interés: la tasa oficial de descuento bajó más de cuatro puntos porcentuales entre junio de 1991 y septiembre de 1993. Por su parte, el «*call money rate*» bajó más de cinco puntos porcentuales desde marzo de 1991 a diciembre de 1993. Tras un *impasse* en 1994, en 1995 continuaron las bajadas de los tipos a corto, hasta dejarlos en el 0,5%. Por tanto, desde septiembre de 1995, el Banco de Japón tenía escaso margen de maniobra en su política de reducción de tipos (véase el Gráfico n.º 1).

Si tenemos en cuenta la evolución de los precios, podemos comprobar que los tipos reales también bajaron significativamente en el período 1991-95 (según los tipos de interés que utilizamos, entre 3,5 y 5,5 puntos porcentuales).

Para hacer una primera valoración de la política monetaria desarrollada en el período citado, hay que recordar que en 1995 se registró el primer ejercicio deflacionista de la historia reciente de Japón. La evolución de PIB en el primer quinquenio de los 90 tampoco fue brillante. Por otra parte, los precios de los activos no detuvieron su descenso en dicho período. Es claro, por tanto, que la política monetaria expansiva no modificó las expectativas de los agentes, ni estimuló el gasto privado.

Dejando de lado factores como la sustancial apreciación del yen en este período

Gráfico n.º 1: Tipos de interés de referencia



Fuente: Banco de Japón. Elaboración propia.

do o la aparición de los primeros problemas en el sistema financiero japonés, podemos intentar una primera valoración más detallada de la política monetaria japonesa. Aplicando la regla de Taylor en una versión revisada¹, el resultado que obtienen Ahearne *et alia* (2002) confirma la idea de que la política monetaria, durante el primer quinquenio de los 90, no fue lo suficientemente expansiva. A esa misma conclusión han llegado otros autores, por ejemplo, Bernanke y Gertler (1999). Aunque la política monetaria ejecutada fue adecuada según las expectativas que prevalecían en esos momentos sobre la evolución de la economía japonesa, la realidad (en términos de inflación y crecimiento) no se ajustó a dichas expectativas.

¹ Más adelante puede verse como Ueda (2000) matiza el uso de la regla de Taylor para valorar la evolución de la política monetaria en Japón.

Utilizando un modelo cuantitativo de la Reserva Federal, Ahearne *et alia* (2002) concluyen que si el Banco de Japón hubiera bajado los tipos a corto 200 puntos básicos antes de principios de 1995, se podría haber evitado la deflación en toda la década.

Aunque la conclusión anterior parece demasiado contundente, lo que sí es claro es que, considerando la incapacidad de la política monetaria convencional para estabilizar una economía con deflación, el Banco de Japón debería haber intentado evitar esta última con más ahínco. A pesar de que en 1994 y 1995 la tasa de inflación era muy baja y el *output gap* era negativo, una reducción adicional de los tipos de interés habría sido de utilidad para evitar la deflación. Incluso si se hubieran generado tensiones inflacionistas, ello no habría sido especialmente problemático, ya que la política monetaria tiene armas eficaces contra un episodio

de ese tipo. Todo menos caer en una situación deflacionaria.

Hay que recordar que a posteriori los análisis económicos son más sencillos. Si hay que explicar la postura del Banco de Japón, quizás tengamos que citar la cercanía de la burbuja especulativa de los años 80, asociada a una política monetaria muy expansiva. Más adelante, el Banco ha defendido que una deflación reducida era positiva, ya que reflejaba la importación de productos más baratos y la liberalización de algunos sectores. Asimismo, ha sostenido que los problemas básicos de la economía japonesa son estructurales, por lo que la responsabilidad de la recuperación económica recaería en el gobierno² No sólo el Banco de Japón ignoraba la cercanía de la deflación y sus perniciosos efectos. A finales de 1996, la propia OCDE todavía parecía creer que el peligro que podía acechar a la economía japonesa era el de la inflación, no la deflación³.

2.2. Una digresión: el origen de la deflación japonesa

Ya hemos comentado que la consideración de los efectos beneficiosos de la deflación ha sido uno de los argumentos que

frecuentemente ha esgrimido el Banco de Japón para no impulsar aun más la expansión monetaria. Una deflación reducida, derivada básicamente de la importación de productos de bajo precio desde China y otros países asiáticos y, en menor medida, de la liberalización y desregulación de algunos sectores, sería positiva al reducir el diferencial de los precios japoneses con los de otros países.

Para otros autores, la deflación tiene distintas causas como la sustancial apreciación del yen hasta la primera mitad de los años 90, un *output gap* negativo desde finales de 1992, la caída de los precios de los activos, especialmente, de los inmobiliarios, el proceso de liberalización de ciertos sectores, etc. Finalmente, se entra en un proceso deflacionista con estancamiento de la demanda y la producción. No se trata de una inocua reducción de precios fácilmente reversible. Pronto, los beneficios y las rentas salariales se contraen, el empleo se reduce... La demanda global se vuelve a resentir y así sucesivamente.

Iwata (2003) considera que las causas principales de la deflación se encuentran dentro de Japón. Un argumento para respaldar esta idea es que el deflactor del PIB ha registrado, desde finales de 1994, valores negativos, mientras que el IPC ha tenido un comportamiento negativo sólo desde 1999. Como es sabido, el deflactor del PIB es el índice de precios del valor añadido producido en el mercado interior, sin que le influya la importación de productos a un menor precio. Si esta importación hubiera causado la deflación en Japón, el índice de precios al por mayor o el IPC, a los que sí afecta una importación más barata, habrían comenzado a registrar unas tasas de variación

² Hay múltiples artículos y discursos de altos cargos del Banco de Japón en los que se justifica la política monetaria ejecutada desde 1991, se reconoce la incapacidad de dicha política para conseguir la recuperación sostenida de la economía japonesa y se subraya la necesidad de acometer reformas estructurales para conseguir dicho objetivo. Entre otros, puede verse Yamaguchi (1999) y Okina (1999a). Un buen resumen de todas las críticas que se han venido haciendo estos últimos años al Banco de Japón, puede encontrarse en Posen (2002).

³ Véase OECD (1996), pag. 44.

negativas antes que el deflactor del PIB. Como ya hemos dicho, la realidad ha sido la contraria.

Para Meltzer (2002), la deflación ha sido la variable «de ajuste» de la economía japonesa. Dado el objetivo de tipo de cambio del Ministerio de Finanzas japonés, los precios tenían que caer para reducir variables clave como los salarios reales y el tipo de cambio real. Por otro lado, la deflación ha permitido al público satisfacer su mayor demanda de dinero, derivada ésta de la crisis de solvencia del sistema financiero japonés y del propio beneficio que reporta la deflación a los tenedores de dinero.

2.3. La evolución de la política monetaria entre 1996 y 2003

Este período se caracteriza por la consolidación de una ligera deflación, por un crecimiento económico menor y por una crisis generalizada del sistema bancario japonés. Los primeros años los tipos de referencia se mantuvieron en el 0,5%. No fue hasta septiembre de 1998 cuando se redujo el tipo diario sin cobertura 25 puntos básicos.

Entre febrero de 1999 y agosto de 2000 el Banco de Japón mantuvo la llamada política de tipos cero. En concreto, en febrero de 1999 el Banco de Japón decidió permitir que los tipos interbancarios llegaran prácticamente a cero, comprometiéndose en abril de ese mismo año a mantener esa «política de tipos cero» hasta que desapareciera la amenaza deflacionista. La política monetaria también se flexibilizó para dotar al sistema con la liquidez necesaria para evitar los riesgos del llamado efecto 2000.

En el momento en que se produjo una ligera recuperación económica, el Banco de Japón apretó el freno monetario. De manera sorprendente, aunque acorde al pensamiento oficial del Banco, en agosto de 2000 éste decidió subir los tipos de intervención un 0,25%, lanzando el mensaje de que había finalizado la política de tipos cero.

Ueda (2000) expone los problemas para medir el *output gap*, lo que dificulta los cálculos de indicadores (como, por ejemplo la regla de Taylor), que sean de utilidad para valorar cambios en la política monetaria. En concreto, según su opinión, el abandono de la política de tipos cero en agosto de 2000, una medida que fue criticada unánimemente⁴, no podría ser rechazada o respaldada claramente utilizando la regla de Taylor.

El 28 de febrero de 2001 se comienza a dar marcha atrás y se reducen los tipos a muy corto plazo 10 puntos básicos. En abril de 2001, el objetivo de la política monetaria pasó de ser un objetivo de tipos (el «*uncollateralized overnight interest rate*») a uno de cantidades (el saldo de las cuentas corrientes de los bancos en el Banco de Japón o reservas bancarias no obligatorias). En ese momento, el objetivo concreto que se fijó fue de 5 billones de yenes (por encima de las reservas obligatorias). El Banco de Japón se comprometió a mantener dicho objetivo hasta que el IPC dejara

⁴ Aunque muchos autores han criticado acerbamente la reforma fiscal del Primer Ministro Hashimoto en 1997, estas críticas han sido a posteriori. Las propias organizaciones internacionales parecían congratularse de la medida, antes de su entrada en vigor, ya que suponía el comienzo del proceso de ajuste y consolidación fiscal en Japón. Puede consultarse, por ejemplo, OECD (1996) pp. 58 a 60 y 64 a 66.

los valores negativos. Con posterioridad, ese objetivo se ha ido flexibilizando a pasos agigantados, hasta ser en la actualidad de 27 a 30 billones de yenes.

En cuanto a los instrumentos utilizados para alcanzar este objetivo, cabe destacar que en mayo de 2001 se anunció la aceptación de la compra directa de bonos públicos (JGBs) a dos, cuatro, cinco y seis años. Esto, en principio, no suponía un avance en el camino hacia la monetización del déficit público, ya que tanto en marzo como en agosto de 2001 se limitaban las tenencias de JGBs por el Banco de Japón (en marzo, dichas tenencias no podían superar el valor de los billetes en circulación, y en agosto, se establecía que el aumento en las compras mensuales de JGBs por el Banco no podían superar los 200 millardos de yenes). Este último límite se ha ido suavizando, siendo en la actualidad de 1,2 billones de yenes mensuales. Por otra parte, en estos últimos años se han incluido más activos como elegibles en operaciones de mercado abierto y como garantía de las mismas.

Aunque ya no sea el objetivo intermedio de la política monetaria, hay que recordar que en septiembre de 2001 se redujo el tipo de interés oficial hasta el 0,1%.

Cabe reseñar, por último, en este apartado que las reticencias del Banco de Japón a desarrollar una política monetaria más expansiva ha motivado que, con carácter general (y al menos hasta octubre de 2001), sus intervenciones en los mercados de divisas comprando dólares (para frenar una excesiva apreciación del yen) se esterilizaran, es decir, se neutralizaba el impacto favorable de dichas compras sobre la oferta monetaria doméstica.

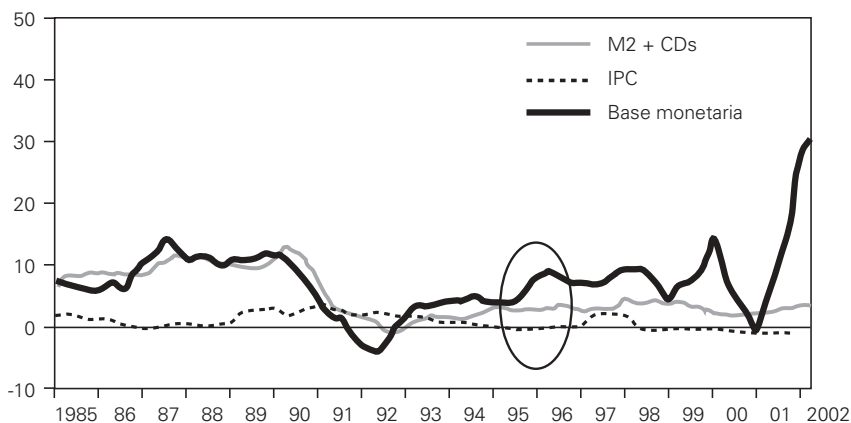
2.4. La pérdida de valor del multiplicador monetario

Como es sabido, los tipos cero o muy cercanos a cero estimulan un aumento de la preferencia por la liquidez (al ser los tipos tan bajos, se espera una subida de éstos, lo que de producirse generaría pérdidas de capital a los tenedores de bonos), lo que reduce el valor del multiplicador monetario. Una consecuencia de lo anterior es que se produce una discrepancia entre el crecimiento de la base monetaria y el de los agregados monetarios más amplios.

Hemos visto que el elemento de conexión entre la base y la oferta monetaria es el multiplicador monetario. Si este multiplicador se mantiene constante todo incremento en la base monetaria desencadena un incremento en la oferta monetaria, siendo este incremento mayor o menor según sea el valor de dicho multiplicador⁵. Este valor depende de dos variables: primero, de la preferencia por la liquidez de los agentes (a mayor preferencia por la liquidez, menor será el multiplicador) y segundo, de la disposición a prestar de los bancos (a mayor disposición, mayor valor tendrá el multiplicador).

Si el multiplicador es inestable y, por ejemplo, reduce su valor, el Banco Central podría incrementar decididamente la base monetaria, pero la oferta monetaria podría incrementarse en bastante menor medida o incluso podría reducirse.

⁵ Una formulación sencilla del multiplicador monetario viene dada por la expresión $mm = \frac{1+e}{r+e}$, donde e es la relación efectivo líquido-depósitos y r la relación reservas bancarias-depósitos.

Gráfico n.º 2: **Evolución principales magnitudes monetarias**

Fuente: Banco de Japón. Elaboración propia.

Nota: El eje de coordenadas indica tasas porcentuales de variación.

Siguiendo una famosa investigación de Friedman y Schwartz (1963), podemos ver como entre agosto de 1929 y marzo de 1933 la oferta monetaria en EE.UU. decreció un 28%, mientras que la base monetaria se había incrementado un 18% en el mismo periodo. La clave estuvo en el descenso del multiplicador en un 38%, como consecuencia de un incremento extraordinario de la preferencia por la liquidez (un 50% en el citado período) y un fortísimo incremento de las reservas bancarias (un 141%).

Las continuas quiebras bancarias (entre 1930 y 1933, más de 9.000 en EE.UU.) explican la fuerte caída del valor del multiplicador. Esta crisis sistémica alteró drásticamente el comportamiento de los bancos y de los ahorradores norteamericanos. Estos preferían la liquidez a los depósitos bancarios y los bancos incre-

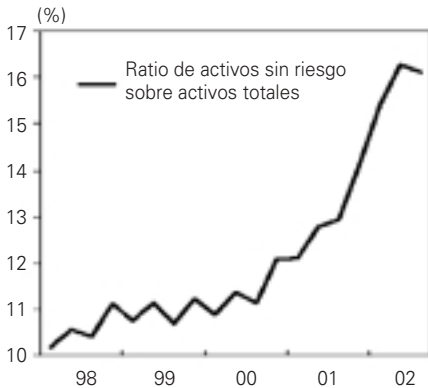
mentaron sus reservas en detrimento de los préstamos.

Como puede apreciarse en el gráfico n.º 2, desde 1992 el crecimiento de la base monetaria en Japón es mayor que el de la oferta monetaria (M2-CD), pero hasta 1995 dicha diferencia no fue demasiado significativa (podría haberse originado en una menor demanda de dinero por motivo transacciones o por un menor valor del multiplicador monetario al descender la actividad crediticia). A partir de 1995 (a excepción de un año) la diferencia citada se ha agrandado, para llegar a ser espectacular a partir del año 2000.

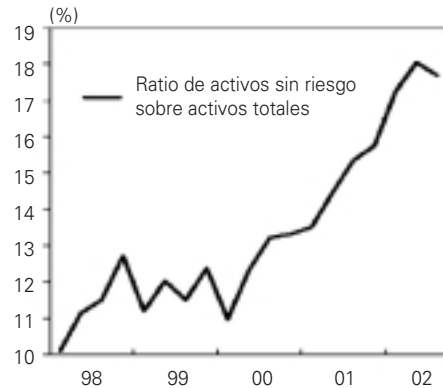
Veamos más datos sobre la evolución de la preferencia de la liquidez y la disposición a prestar de la banca y así poder tener más elementos de juicio para valorar la evolución del multiplica-

Gráfico n.º 3: **Activos sin riesgo en las carteras**

Familias



Empresas no financieras



Fuente: Banco de Japón. Flow of Funds Accounts.

Nota: Activos incluidos en libres de riesgo: líquido, depósitos transferibles y bonos del Gobierno.

dor monetario. En el gráfico n.º 3, mostramos la evolución de los activos sin riesgo en las carteras de las familias y empresas privadas no financieras japonesas.

Como ya se ha señalado anteriormente, la deflación es también un estímulo a la preferencia por la liquidez, ya que el poder adquisitivo del dinero crece.

Veamos ahora la oferta de crédito por los bancos (se exponen más argumentos sobre este punto en el apartado 2.6. de este artículo). En el gráfico n.º 4 se puede observar la percepción de las empresas japonesas (divididas según su tamaño) sobre la facilidad de acceso al crédito y, en concreto, aparecen dos situaciones de fuerte restricción crediticia: la primera, coincide con el estallido de la burbuja al comienzo de la década de los 90; la se-

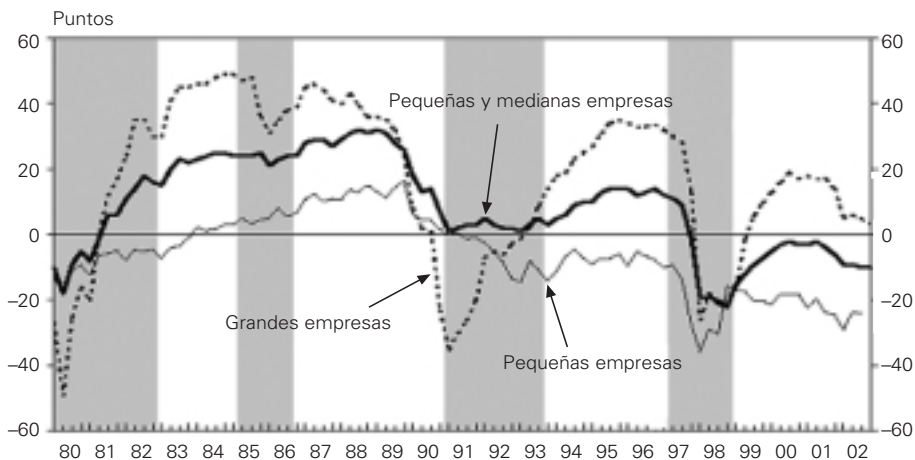
gunda, se registra en 1997-98, en plena crisis asiática, quiebra de importantes bancos y compañías de valores, recesión económica, etc. Aunque la situación ha mejorado, todavía hoy estamos en índices negativos.

Como consecuencia de lo anterior, veremos en el gráfico n.º 5 cómo ha disminuido progresivamente el valor del multiplicador monetario.

2.5. ¿Está Japón inmerso en una trampa de la liquidez?

Como hemos visto, la diferencia entre la base y la oferta monetaria se ha venido agrandando a partir de 1995, haciéndose más factible, por ejemplo para Ahearne *et alia* (2002), la existencia de la trampa de la

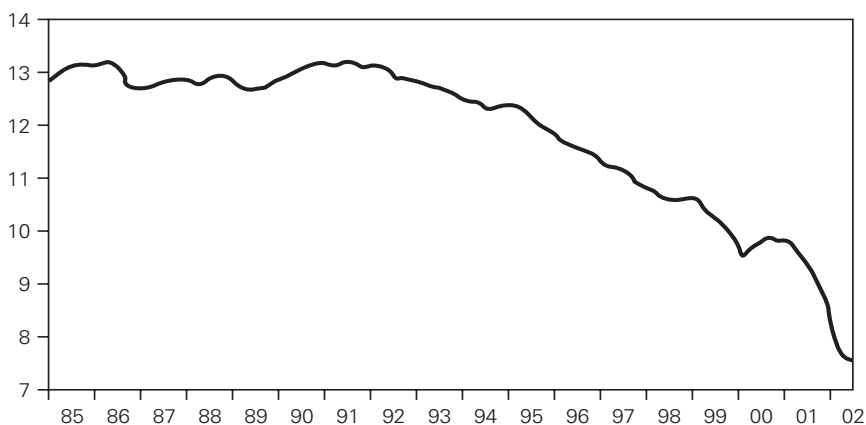
Gráfico n.º 4: **Percepción de la disposición a prestar de los bancos japoneses**



Fuente: Banco de Japón, informe Tankan.

Nota: Las franjas verticales oscuras indican recesión.

Gráfico n.º 5: **El multiplicador monetario**



Fuente: Banco de Japón. Flow of Funds Accounts.

Nota: En el eje de ordenadas se mide el multiplicador, en función del valor de $M2 + CDs / \text{Base monetaria}$ (ajustada por el coeficiente de reservas requeridas).

liquidez. Como es sabido, ésta es una situación en la que los tipos de interés son prácticamente insensibles a los cambios en la oferta monetaria. En este caso, se inutilizan los intentos de la política monetaria de afectar positivamente a la producción nacional.

Krugman (1998) considera que la economía japonesa está inmersa en una trampa de la liquidez, ya que la demanda agregada está por debajo, desde comienzos de los años noventa, de la capacidad productiva, a pesar de que los tipos de interés a corto plazo son prácticamente cero desde 1995. Dicho autor cree que hay diversos factores estructurales, entre los que destaca el acelerado envejecimiento de la población, que hacen que Japón muestre carencias por el lado de la demanda. Por tanto, las reformas estructurales no deberían concentrarse en el lado de la oferta (lo que agravaría a corto plazo el desempleo y la deflación) sino en el de la demanda (orientadas a un mayor gasto de los agentes).

No todos los autores respaldan la hipótesis de la existencia de la trampa de la liquidez en Japón. Según Meltzer (2002), la evidencia de las deflaciones en EE.UU. en 1937 y 1938 ó en 1948 no avala la hipótesis de la trampa de la liquidez. Los datos sugieren que, durante esos años, con una política monetaria deflacionaria y unos tipos a corto plazo cercanos a cero, el nivel de precios continuó bajando. Esa caída fue similar a la registrada en 1920-1921, bajo una política monetaria deflacionaria, pero con tipos distintos de cero. La reducción de precios incrementa el valor real del dinero, produciendo un efecto positivo, aunque reducido, sobre el gasto. Un efecto más amplio se deriva de los cambios en

los precios relativos de los activos y de la producción, en los precios relativos de los activos y de la producción, en los tipos reales a largo plazo y en el tipo de cambio. Todo lo que se requiere para que esos efectos sean relevantes es que los mercados de activos no alcancen un equilibrio consistente con el tipo de interés cero. La evidencia que muestran muchos estudios, según Meltzer, es que ese equilibrio no se produce.

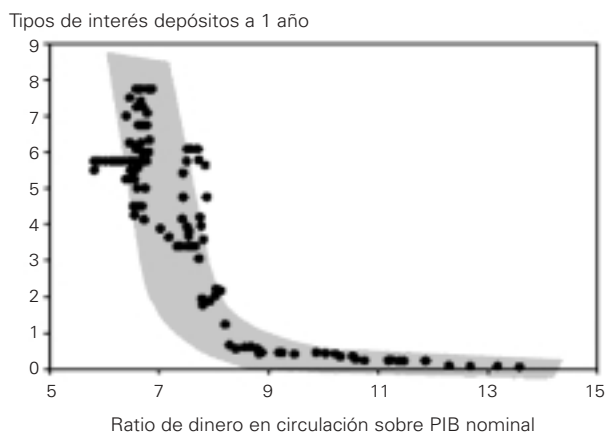
En el gráfico n.º 6 se observa como a medida que los tipos de interés se acercan a cero, la demanda de dinero en Japón se ha hecho mayor y completamente elástica.

Aunque sea difícil ser concluyente, todo hace indicar que en Japón se están dando las condiciones para la existencia de una trampa de la liquidez.

2.6. La crisis bancaria y la política monetaria

Todo el mundo coincide en que la banca japonesa padece un muy grave problema de morosidad, lo que está desembocando en una crisis de solvencia de dichas entidades⁶. El origen histórico de esta explosión de morosidad está en el estallido de la burbuja especulativa de los años 80, pero para explicar el nivel de morosidad alcanzado hoy en día si cabe son más relevantes tanto la larga recesión económica que vive el país (especialmente desde 1998) como la deflación que sacude a la economía japonesa. Parece claro que el saneamiento de

⁶ Pocos días antes de la entrega de este artículo, el Gobierno japonés ha tenido que intervenir el quinto grupo bancario del país, Resona Holding, resultado de la fusión de Asahi Bank Ltd. y Daiwa Bank Ltd.

Gráfico n.º 6: **Relación entre el tipo de interés y la liquidez en Japón**

Fuente: Banco de Japón.

Nota: Datos desde 1970 hasta 2002.

entidades con un grave problema de morosidad es muy complicado en un escenario macroeconómico depresivo. En ese contexto, se comprueba que la morosidad es un fenómeno dinámico que se re-actualiza según crecen las suspensiones de pagos y las quiebras.

Aunque a veces se han publicado datos muy dispares, debido a la existencia de diferentes métodos de valoración, en este artículo seguiremos los datos suministrados por la Agencia de Servicios Financieros. Según dicha Agencia, los préstamos de dudoso cobro alcanzan los 40,1 billones de yenes (final de septiembre de 2002). Dado que los importes del PIB japonés y de los créditos totales de la banca son muy parecidos, la proporción entre, por un lado, los préstamos morosos y, por otro lado, el PIB y los créditos bancarios totales alcanza un 8,8%.

Pocas comparaciones hay que hacer para darse cuenta de la magnitud del problema: la ratio préstamos morosos/PIB más alto registrado en EE.UU. alcanzó en 1991 el 2,1%.

Un nivel tan alto de morosidad acaba minando la solvencia de las entidades bancarias. Y eso que, como es sabido, el concepto de capital que utilizan los bancos japoneses es bastante laxo, ya que incluye los fondos reembolsables que el Estado ha venido inyectando en los mismos, impuestos diferidos, revalorizaciones contables de sus tenencias de inmuebles, etc. Utilizando el criterio contable norteamericano, el coeficiente de solvencia de los bancos japoneses estaría muy por debajo del estándar acordado por el BIS.

Todo ello sin considerar las pérdidas latentes producidas por el prolongado y

severo descenso del Nikkei y que empezaron a ser registradas contablemente por primera vez al cierre del primer semestre del año fiscal 2001 (30 de septiembre). Estas pérdidas no se han detenido hasta el momento.

Hay otro hecho que agrava la situación: los préstamos a algunas de las grandes compañías que han quebrado en los últimos años no estaban clasificados en las categorías de mayor riesgo (y, por tanto, de mayor consumo de recursos propios), lo que supone una escasa prudencia valorativa de las entidades.

Otro punto: el refuerzo de las medidas prudenciales y supervisoras empeora a corto plazo las estadísticas de morosidad, ya que tiende a hacerse más estricta la clasificación de los activos de riesgo. Un ejemplo de efecto «perverso» de una medida prudencial positiva lo tenemos en la citada aplicación desde septiembre de 2001 de la contabilización según el precio de mercado de las acciones de las que son titulares los bancos (justo en un período de fuerte caída del Nikkei).

¿Cómo está respondiendo la banca en este contexto de crisis? La crisis de morosidad/solvencia obliga a las entidades a mantener una política crediticia e inversora acorde a dicha situación patrimonial. En un contexto de saneamiento bancario, es lógico que la ratio préstamos/activos se reduzca y que aumente la participación de los bonos públicos en los activos bancarios. Por ejemplo, en EE.UU. entre 1989 y 1996, el primer ratio se redujo un 4% y el segundo aumentó un 7%.

En Japón, desde 1998 la ratio préstamos/activos ha caído un 8%, mientras que la proporción de los bonos en los activos

ha aumentado un 7%. No obstante, ha habido algunas diferencias con respecto al «modelo» norteamericano: primero, el cambio en la composición de activos no ha sido simultáneo. Sólo cuando el compromiso del Banco de Japón en el mantenimiento de la política monetaria expansiva ha sido firme, el aumento de bonos ha sido claro. Segundo, en Japón la política de tipos cero ha sido de tipos nominales, no reales. Tercero, desde el comienzo de la política de tipos cero en Japón, el diferencial entre los tipos a corto y a largo ha sido, como media, poco más del 50% del citado diferencial norteamericano (es decir, *ceteris paribus*, se favorece una menor rentabilidad para la banca japonesa).

¿Podemos inferir de todo lo anterior que en Japón se registra hoy un «*crédito crunch*» como el registrado en 1997-98? Aunque la situación dista mucho de ser positiva, no estamos como en las fechas citadas, ya que ha habido una clara mejora de la actitud prestamista de las instituciones financieras, que ha pasado de negativa en 1997-98 a acomodaticia o positiva en la actualidad (el índice de difusión recogido en el informe Tankan ha mejorado más de 15 puntos como media desde 1998). La banca ha sido conservadora en su gestión de activos en estos 5 últimos años (lógico en un proceso de saneamiento de las entidades) y su preferencia por los bonos públicos se ha visto reforzada por la escasa demanda de crédito de las empresas (que también están inmersas en un proceso de saneamiento financiero y reestructuración productiva). De aquí que, tanto por el lado de la demanda como de la oferta de crédito, el valor del multiplicador monetario se reduzca, disminuyendo la eficacia de la política monetaria.

Makin (2002) es más radical y considera que todos los esfuerzos realizados con el objetivo de recuperar el ritmo de la economía japonesa han sido materializados a través de los canales monetarios tradicionales, que son apropiados para una economía con un sistema bancario funcionando con normalidad, justo lo contrario de lo que sucede en Japón donde los bancos son incapaces de cumplir su función de intermediación financiera.

Por el contrario, para Meltzer (2002) no sólo la reducción del crédito bancario no puede ser un factor explicativo relevante de la recesión japonesa, sino que no cree fundado teóricamente que una entidad bancaria en crisis reduzca su actividad crediticia. ¿Por qué? En primer lugar, Japón es una economía abierta y las empresas pueden endeudarse en el extranjero. Por otra parte, el crédito al consumo ha sido muy reducido tradicionalmente en Japón. Por último, la teoría predice un aumento del crédito si las entidades son insolventes («*moral hazard*»).

2.7. La política monetaria y los precios de los activos

La reducción drástica y continuada de los precios inmobiliarios y del Nikkei ha afectado seriamente a los balances y patrimonios de familias y empresas. En el caso de éstas, las emisiones de acciones nuevas se dificultan con la caída de la Bolsa y la desvalorización de su patrimonio mobiliario e inmobiliario limita su financiación mediante créditos bancarios al reducirse el valor de las garantías que pueden ofrecer. Los propios bancos se han visto afectados por el estallido de la burbuja. Los préstamos morosos no han

parado de crecer, lo que ha reducido la disposición a prestar por parte de los bancos. El multiplicador monetario, en este contexto, claramente ve reducido su valor. Veamos cuál ha sido la respuesta del precio de los activos (bonos públicos, acciones e inmuebles) a la política monetaria desarrollada por el Banco de Japón, un claro indicador de la eficacia de ésta.

Como veremos en el próximo capítulo, las finanzas públicas se han deteriorado extraordinariamente en Japón en los últimos años. En este contexto, la teoría nos dice que *los tipos de interés de los bonos públicos* deberían haberse elevado en consonancia al fuerte aumento de la emisión de dicha deuda. Pues bien, la realidad es bien distinta, ya que los rendimientos a largo plazo (bonos a 10 años) son cada vez más bajos, llegando incluso en el mes de mayo de 2003 al 0,5%. ¿Cómo puede explicarse esta paradoja? Fácilmente: la enorme liquidez creada por el Banco de Japón está siendo canalizada a la compra de deuda pública japonesa, sin que haya alternativas rentables a dicha inversión, dado que el mercado bursátil no acaba de tocar fondo y el crédito bancario no despega en un ambiente de escaso crecimiento y deflación. Se ha llegado incluso a decir que el mercado de bonos públicos parece estar atravesando una burbuja especulativa.

En los últimos años sólo ha habido un período en que el rendimiento de los bonos públicos a 10 años haya sido inferior al 1%: el cuarto trimestre de 1998, llegando dicho rendimiento al 0,75%. Cabe señalar que en el primer trimestre de 2001 el rendimiento se acercó mucho al 1% (en concreto, llegó al 1,045%). Si recordamos los hechos económicos básicos que se registraban en los dos períodos citados, hay una clara coinci-

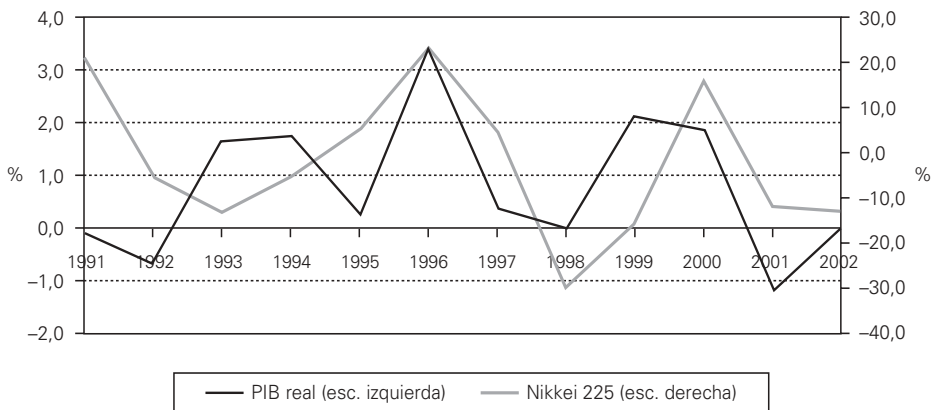
dencia en ambos: se vivían momentos de especial incertidumbre. En 1998, los mercados estaban encajando la crisis de la deuda rusa y la quiebra del LTCM y en Japón la crisis de su sistema financiero estaba induciendo una espiral deflacionista. En 2001, comenzaba en EE.UU. el final de la burbuja bursátil impulsada por los valores de IT y en Japón las perspectivas económicas se ensombrecían y se esperaba que el Banco de Japón introdujera la política de tipos cero. El escenario que prevalece en las economías mundial y japonesa desde el segundo semestre de 2002 no es tampoco muy favorable.

Como puede verse, la política monetaria del Banco de Japón está facilitando una extraordinaria demanda de bonos públicos, lo que reduce sus rendimientos hasta niveles anormalmente bajos. Obviamente, la abundante liquidez en el sistema es condición necesaria, pero no sufi-

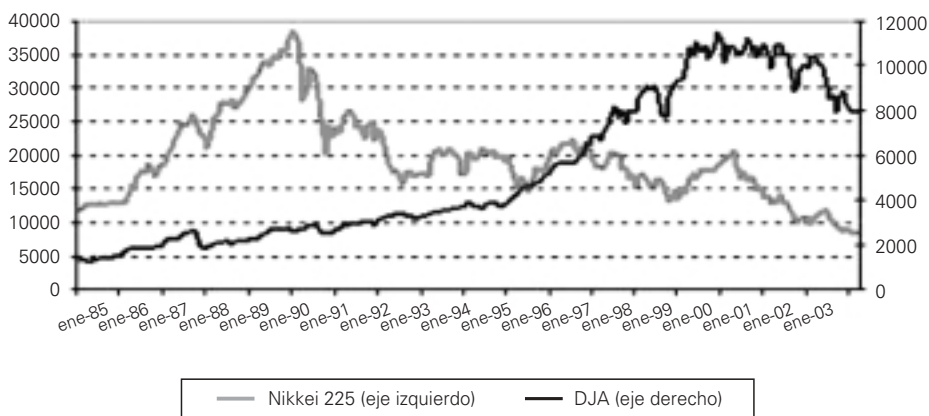
ciente para el incremento de la citada demanda. También será preciso recordar la importancia de la crisis bancaria japonesa, del hundimiento del Nikkei y de los precios inmobiliarios, las perspectivas poco favorables para una pronta recuperación económica, etc.

¿Qué puede provocar a corto plazo una subida de tipos? Básicamente, una salida intensa de capital, que podría derivarse de varios hechos: un colapso bursátil, la pérdida de credibilidad de la deuda japonesa (incremento drástico de la monetización del déficit público, aumento desorbitado de la emisión neta de bonos, etc.), un cambio en la estrategia inversora de las instituciones financieras públicas, cada vez más independientes (reduciendo la proporción mantenida en deuda pública japonesa), etc. Por otro lado, es claro que en cualquier escenario de recuperación económica sólida los tipos a largo repunta-

Gráfico n.º 7: **Relación entre el PIB y la bolsa japonesa**



Fuente: Ministerio de Finanzas y Bolsa de Tokio. Elaboración propia.

Gráfico n.º 8: **Relación entre el Nikkei y el Dow Jones**

Fuente: Bolsa de Tokio y Nueva York. Elaboración propia.

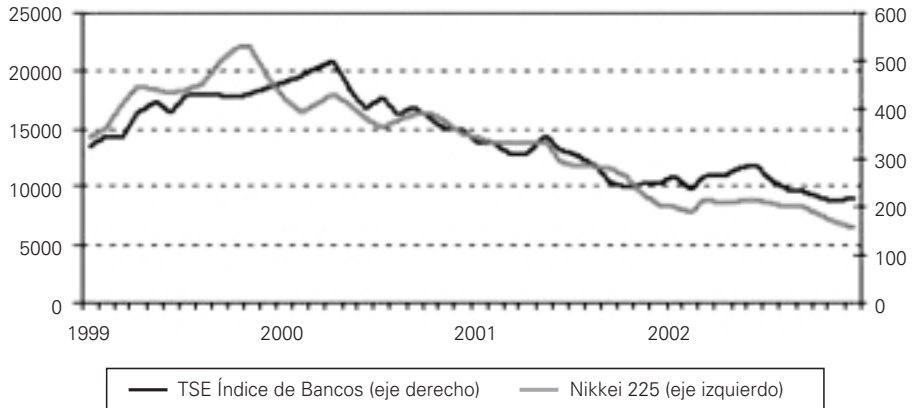
rían. Esta subida de tipos sería, pues, un síntoma de la revitalización de la demanda de crédito y de la pérdida de protagonismo de los bonos públicos japoneses. Aunque en un contexto de recuperación parezca inevitable y, hasta cierto punto, deseable una subida de tipos, no hay que olvidar que dicha subida generaría pérdidas de capital en los tenedores de los bonos públicos en circulación y entre ellos hay que destacar a los bancos japoneses y al Banco de Japón.

Tal y como se observa en el gráfico n.º 7, la correlación entre las cotizaciones bursátiles y la actividad económica general ha sido relativamente estrecha. El estallido de la burbuja supuso un espectacular descenso del Nikkei y el comienzo de un período de bajo crecimiento del PIB. La Bolsa ha registrado desde entonces dos ligeras recuperaciones, acordes con un mayor crecimiento del PIB en 1996 y 2000.

Si examinamos el gráfico n.º 8, podemos concluir que en la actualidad la Bolsa japonesa acompaña en su atonía a las Bolsas occidentales y, en concreto, a Wall Street. No obstante, desde el estallido de la burbuja en Japón en 1990 hasta el año 2000, la evolución de la Bolsa japonesa ha sido muy diferente a lo vivido en las Bolsas occidentales: tendencia decreciente en Japón y muy positiva en estas últimas, especialmente desde 1995.

Los bancos que juegan, como hemos visto, un papel fundamental en el mecanismo de transmisión monetaria, también han tenido un papel protagonista en la Bolsa japonesa. Por una parte, los bancos han sido tradicionalmente grandes tenedores de acciones de otras compañías, por lo que un descenso prolongado del precio de dichas acciones (tal como el que se ha registrado en Japón) supone un serio deterioro patrimonial.

Gráfico n.º 9: **Relación entre el índice general y el de los bancos en la Bolsa de Tokio**



Fuente: Bolsa de Tokio. Elaboración propia.

nial para los bancos. Por otra parte, el peso de los bancos en la capitalización bursátil japonesa es muy significativo, por lo que una caída del precio de las acciones de los bancos cotizados provocará, *ceteris paribus*, un descenso significativo en el índice bursátil general. En el gráfico n.º 9, puede apreciarse el alto grado de correlación (un 0,91) entre el índice bursátil de los bancos cotizados y el índice general.

Una conclusión parece clara: el descenso de los tipos de interés derivado de la política monetaria ejecutada por el Banco de Japón desde 1991 no ha coadyuvado a la recuperación bursátil.

Desde 1991 se ha producido una caída continua de los precios de los activos inmobiliarios. En el gráfico n.º 10 se expone dicha tendencia en los últimos cinco años (diferenciando entre terrenos co-

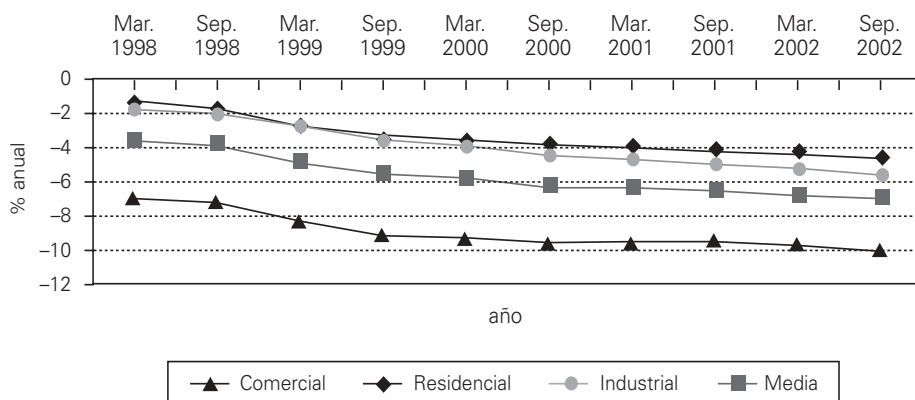
merciales, residenciales, industriales y la media de los anteriores).

La caída de los precios inmobiliarios ha dañado la solvencia de empresas y bancos, lo que ha favorecido un significativo descenso de la oferta y de la demanda de crédito bancario.

Al igual que hemos visto con la Bolsa, puede decirse que la política monetaria tampoco ha favorecido la recuperación de los precios de los activos inmobiliarios.

2.8. La política monetaria y el tipo de cambio

El tipo de cambio juega un papel relevante en la transmisión de los efectos de la variación de la base monetaria a la economía real. Por ejemplo, un aumento de la base monetaria tiende a depreciar

Gráfico n.º 10: **Evolución del precio del terreno**

Fuente: Japan Real Estate Institute. Elaboración propia.

el tipo de cambio. El tamaño de esta respuesta, según Meltzer (2002), dependerá, entre otros factores, de la transparencia y credibilidad del Banco Central⁷. Por otra parte, en el caso de Japón hay que recordar que el Ministerio de Finanzas es el responsable de la política de tipo de cambio y el Banco de Japón, de la política monetaria, por lo que podría haber (y, de hecho, ha habido) disparidad de criterios en la ejecución de las mismas e incluso podrían llegar a ser inconsistentes.

Pues bien, la realidad no se ha ajustado a la predicción mencionada, ya que el crecimiento monetario no ha podido evitar la apreciación nominal y real del yen durante casi toda la década de los 90, especial-

mente en momentos delicados, como los años 1998 y 99.

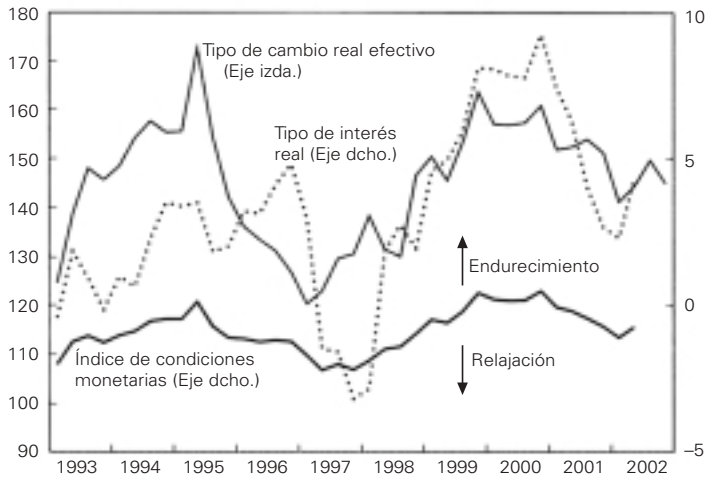
De esta forma, si tenemos en cuenta la evolución del tipo de cambio del yen, las condiciones monetarias de la economía japonesa han sido más restrictivas de lo que cabría pensar del crecimiento de la base monetaria. En el gráfico n.º 11, se ve la evolución del índice de condiciones monetarias de la OCDE⁸ en los últimos diez años y puede apreciarse que éstas son hoy en día más restrictivas que tras el estallido de la burbuja en 1991.

Como es sabido, la política monetaria no puede generalmente alcanzar, al mismo tiempo, un objetivo de tipo de cambio y la

⁷ Un Consejero del Banco de Japón, Taya (2003) considera que el tamaño de dicha respuesta es débil, aunque evidentemente no explica dicha debilidad por la falta de transparencia y credibilidad del Banco de Japón.

⁸ El índice recoge la variación del tipo de interés de los depósitos a tres meses ajustado por la variación porcentual en el deflactor del PIB más la variación porcentual ponderada del tipo de cambio efectivo real del yen contra más de 40 divisas. Puede verse OECD (2002).

Gráfico n.º 11: **Índice de condiciones monetarias**



estabilidad de precios. En el caso de Japón, el objetivo de tipo de cambio ha acarreado, entre otros factores, la deflación.

Para otros autores resulta arriesgado establecer una relación directa entre la política monetaria y el tipo de cambio por la influencia de las políticas ejecutadas por los Bancos Centrales del resto de los países y por otros factores que pueden afectar al tipo de cambio (por ejemplo, las repatriaciones de capitales por parte de empresas japonesas para compensar pérdidas en Japón ha sido un factor apreciado del yen en numerosos momentos).

2.9. Una valoración global de la eficacia de la política monetaria en Japón

Antes de todo, hay que recordar que la capacidad de previsión de una situación recesiva y deflacionista es fundamental

para que las políticas monetaria o fiscal sean eficaces. Pues bien, Ahearne *et alia* (2002) nos han mostrado claramente que ni las analistas ni los propios mercados financieros anticiparon la reducción del crecimiento económico o la deflación⁹.

Resumiendo lo visto en apartados anteriores, podemos decir que:

- La política monetaria ha mantenido una presión bajista sobre los tipos de interés a corto y a largo plazo, por lo que cabría calificarla como expansiva. A pesar de ello, con indicadores más completos de la evolución de la

⁹ En el caso de los mercados financieros, por ejemplo, los tipos de los bonos públicos a largo plazo permanecieron en torno al 5% (4,7%) hasta comienzos de 1995, cuando ese año hubo deflación y los tipos a corto eran casi cero. La pendiente de la curva de rendimientos se supone que debe anticipar la futura evolución de la inflación y del crecimiento. En este caso, lo anticipado no tuvo nada que ver con la realidad.

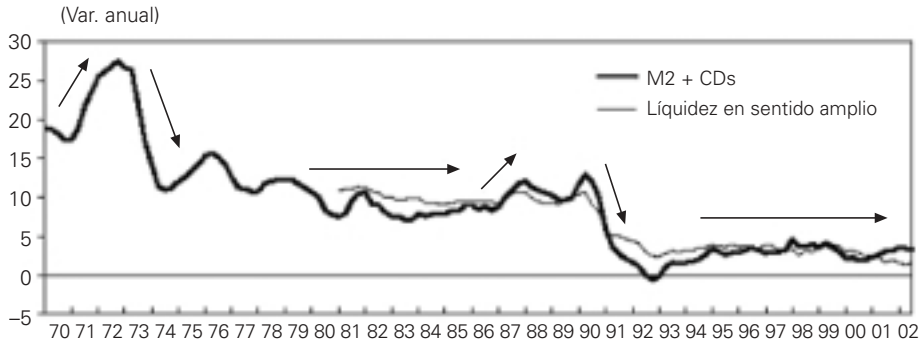
- política monetaria se concluye que ésta ha sido restrictiva durante los años 90¹⁰.
- La política monetaria ha suministrado la liquidez necesaria en los momentos de mayor incertidumbre que ha vivido la economía japonesa (años de crecimiento negativo y crisis bancaria) o la economía mundial (crisis asiática, atentados del 11 de septiembre, etc).
 - La política monetaria no ha conseguido hacer crecer la oferta monetaria (M2 + CD) al ritmo de crecimiento de la base monetaria, tanto por una escasa demanda de crédito, por un exceso de capacidad y de endeudamiento de las empresas, como por una menor oferta de crédito, derivada de los problemas de solvencia de la banca por el elevado nivel de los créditos de dudoso cobro.
 - La política monetaria ha fracasado en el intento de modificar las expectativas de los agentes (empresas y consumidores) y así estimular la demanda agregada privada. De esta forma, se ha caído (desde 1995, según el deflactor del PIB y desde 1999, según el IPC) en una ligera deflación. Por contra, el Banco de Japón considera que sí ha conseguido evitar la deflación. Por ejemplo, Yamaguchi (1999) y Okina (1999a) comparan la evolución de la economía japonesa durante la década de los 90, con la norteamericana durante los años 30 y concluyen que el Banco ha conseguido evitar la deflación. Tomando como punto de partida de la comparación el primer trimestre de 1991, para Japón, y el primer trimestre de 1929, para EE.UU., el índice de precios al consumo en EE.UU. llegó a un mínimo, en dicha década, del 74% del valor inicial, en cambio, en Japón, al final de la década, no había bajado del 107%. Para la oferta monetaria, el mínimo llegó a ser en EE.UU. del 65% y en Japón no bajó del 124%. Algo similar se observa para el PIB, llegando al 67% en EE.UU., y siendo el 109% en Japón.
 - La política monetaria no ha evitado el desplome de los precios inmobiliarios y de la Bolsa durante la mayor parte del período 1991-2003. Por otra parte, la política monetaria ha favorecido un aumento extraordinario de la demanda de bonos públicos a largo plazo, especialmente por la banca, lo que ha supuesto alcanzar un nivel extraordinariamente bajo, hasta el momento inédito, del rendimiento de dichos bonos.
 - La política monetaria no ha podido evitar la apreciación nominal y real del yen durante casi toda la década de los 90, lo que ha sido un factor impulsor del endurecimiento de las condiciones monetarias de la economía japonesa y, por ende, de la deflación.

¹⁰ Por ejemplo, Japan Center for Economic Research (2001) utiliza un indicador definido como un tipo de interés real ponderado con tipos del mercado monetario y tipos de préstamos bancarios, menos el crecimiento del PIB potencial (usado como proxy del rendimiento del capital). Ya se ha citado anteriormente el índice de condiciones monetarias, OECD (varios años), que incluye, además de los tipos de interés reales a corto plazo, la variación del tipo de cambio.

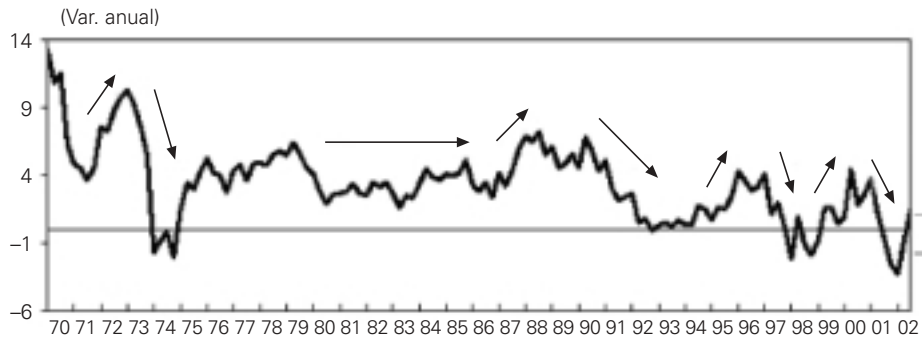
En una valoración de la política monetaria, cabe reseñar los cambios registrados en la relación entre tres variables fundamentales: la oferta monetaria, el PIB y el índice de precios al consumo. En un estudio reciente del Banco de Japón (2002),

Gráfico n.º 12: **Evolución de la oferta monetaria y del PIB real**

(1) Oferta monetaria



(2) PIB real



Fuente: Banco de Japón y Ministerio de Finanzas.

se respalda la estabilidad en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, pero no se encuentra conexión con las otras dos variables citadas. La reducción de la velocidad del dinero y la drástica caída de los precios de los activos, entre otros factores, podrían haber truncado la relación entre oferta monetaria y actividad económica. De esta forma, no sólo hay una quiebra en la relación entre los agregados monetarios (base y oferta monetaria), sino entre la oferta monetaria y las variables fi-

nales que pretende afectar la política monetaria: PIB y los precios

Para los partidarios de la hipótesis estructural como causa de la recesión y deflación japonesas, la política monetaria no juega un papel relevante en la solución de dichos problemas. Yamaguchi (1999) expone los problemas estructurales de la economía japonesa: los créditos de dudoso cobro de la banca (que han restringido la oferta de crédito); la ineficiente

«infraestructura» económica japonesa (leyes, regulaciones, sistema fiscal, etc.); la inadecuada cultura empresarial japonesa (en lo relativo a empleo y gestión y control empresarial); etc. Yamaguchi considera dichos factores estructurales como «requisitos previos» de la política monetaria. Sin que se cumplan dichos requisitos, lo único que puede hacer la política monetaria es «comprar tiempo».

Aceptando la línea de argumentación anterior, el Banco de Japón no ha apoyado acciones más decididas para aumentar la liquidez en el sistema ¿Para qué dicho aumento si los fondos del mercado interbancario han permanecido mucho tiempo en las cuentas de los «*brokers*» de dicho mercado en el Banco de Japón?

2.10. Un objetivo de inflación para Japón

Tras una larga controversia¹¹ parece que poco a poco se está formando un amplio consenso sobre una cuestión hasta ahora controvertida: la necesidad de establecer un objetivo de inflación («*inflation targeting*») para Japón. Veamos los siguientes rasgos básicos de esta estrategia monetaria, así como los argumentos a favor y en contra de la misma.

¿Qué supone el establecimiento de un objetivo de inflación? En principio, algo muy sencillo: el Banco de Japón hace público el objetivo concreto deseado de tasa de inflación (generalmente se ha hablado de una tasa alrededor del 2%) que deberá alcan-

zarse en un plazo dado (unos 3 años). Con ello se pretende sacar a una economía atrapada en una deflación que dura ya un lustro y que está erosionando la situación patrimonial de los deudores, los activos de las entidades financieras, la rentabilidad de las empresas y, por ende, las posibilidades de recuperación sólida del PIB japonés.

El éxito de este nuevo marco para el manejo de la política monetaria descansa sobre un hecho básico: las expectativas de los agentes deben modificarse (de deflacionistas a inflacionistas) tras el anuncio de la medida, así como en el curso de la ejecución de la misma. Esto provocará un descenso de los tipos de interés reales, lo que debería estimular el consumo privado y, especialmente, la inversión privada (desde principios de los años 90, el consumo ha tenido un comportamiento más estable que la inversión). En este contexto, el mecanismo de transmisión monetaria se restablecerá progresivamente y la oferta monetaria crecerá más enérgicamente que hasta ahora. Con todo esto, el *output gap* se reducirá progresivamente y la tasa de variación de los precios volverá a valores positivos hasta alcanzar el objetivo fijado.

La primera pregunta que surge es por qué la oferta monetaria va a crecer más enérgicamente tras establecer el objetivo de inflación, máxime cuando en los últimos años se ha ejecutado una política monetaria relativamente expansiva. Baste recordar que desde 1995 los tipos a muy corto plazo están por debajo del 1% (un 0,002% en los 2 últimos años). Asimismo, con el objetivo de aumentar el crédito de los bancos, los depósitos de la banca en el Banco de Japón han pasado de 5 billones de yenes en marzo de 2001 a la horquilla actual de 27 a 30 billones. Por último, el Banco de Japón desde marzo de 2000 tiene el com-

¹¹ La controversia entre el Ministerio de Finanzas japonés y el Banco de Japón sobre el «*inflation targeting*» y en general, sobre la política monetaria desarrollada por este último llegó en 1999 hasta la prensa económica internacional, tal y como puede verse en Ito (1999) y Okina (1999b).

promiso de mantener el signo de su política monetaria hasta que la tasa de variación interanual de la inflación subyacente se estabilice en valores no negativos.

¿Qué hace diferente al «*inflación targeting*» de la situación actual, de política monetaria expansiva? En primer lugar, vamos a suponer que se va a optar por una tasa de inflación deseada en torno al 2%, a conseguir en un plazo máximo de 3 años. Dicho con otras palabras, se trata básicamente de cuantificar un objetivo, que es más concreto y, sobre todo, más ambicioso que el actual de retorno del IPC a valores no negativos. Asimismo, se establece un plazo relativamente corto para alcanzar la tasa de inflación deseada, lo que hasta ahora no ha considerado el Banco de Japón. Aunque parezca que son diferencias nimias, creemos que el nuevo marco puede suponer un verdadero cambio en la gestión monetaria y económica en Japón.

Parece claro que si se quiere que el nuevo marco de política monetaria sea un éxito habrá que estar dispuesto a «todo» y esto significa que el Banco de Japón tendrá que ser todavía más agresivo con los instrumentos que ya está utilizando (compras directas de bonos públicos, inyecciones de liquidez a la banca, etc.) y lo más conflictivo: tendrá que utilizar nuevos instrumentos poco «ortodoxos» (incluso la compra de acciones, inmuebles, etc.).

Una variante del «*inflation targeting*» ha sido propuesta por Svensson (2001). En concreto, se trata de fijar un objetivo de nivel de precios a conseguir a través de un yen depreciado. Este objetivo puede ser conseguido por Japón en solitario, ya que se trata de imprimir yenes a cambio de las divisas adquiridas. Una vez que se

alcance el nivel de precios fijado como objetivo, Japón podría adoptar un objetivo de inflación «convencional».

Evidentemente, esta estrategia monetaria tiene sus detractores. En primer lugar, si el objetivo de inflación es relativamente reducido, el cambio producido en las expectativas de los agentes podría no ser suficiente para estimular las decisiones de consumo y, sobre todo, de inversión de los agentes. En segundo lugar, para que se pueda restablecer el mecanismo de transmisión monetaria, se requiere que, por un lado, la demanda y la oferta de crédito se restablezcan tras el anuncio del objetivo de inflación (y el consiguiente cambio en las expectativas de los agentes) y, por otro lado, que la economía opere cerca de la capacidad plena. Pues bien, dichos supuestos no se corresponden con la realidad económica japonesa: debilidad extrema del sistema financiero, elevado endeudamiento y abundante capacidad indeseada de las empresas, así como un amplio *output gap* (el mayor de los países de la OCDE).

Se han oído algunas críticas más acerbas al «*inflation targeting*», pero hay que señalar claramente que dichas críticas dan por supuesto que va a prevalecer el escenario más negativo de la ejecución de esta estrategia monetaria, aquél en el que se pierde el control de la situación (crisis fiscal, espiral inflacionista, etc.). En este escenario, el balance de las entidades de crédito y del Banco de Japón puede verse seriamente dañado, dado el elevadísimo volumen de bonos en su poder y la previsible reducción del precio de los mismos. Asimismo, el tipo de cambio del yen podría depreciarse drásticamente, lo que podría desencadenar una reacción en contra por parte de otros países asiáticos y de

EE.UU. Para no llegar a este escenario negativo, parece claro que sería necesario respetar unas «reglas del juego» durante la ejecución de esta estrategia monetaria, entre las que cabe destacar el mantenimiento del principio de independencia del Banco de Japón y el compromiso del Gobierno de ejecutar una política fiscal apropiada (y consistente con la política monetaria desarrollada).

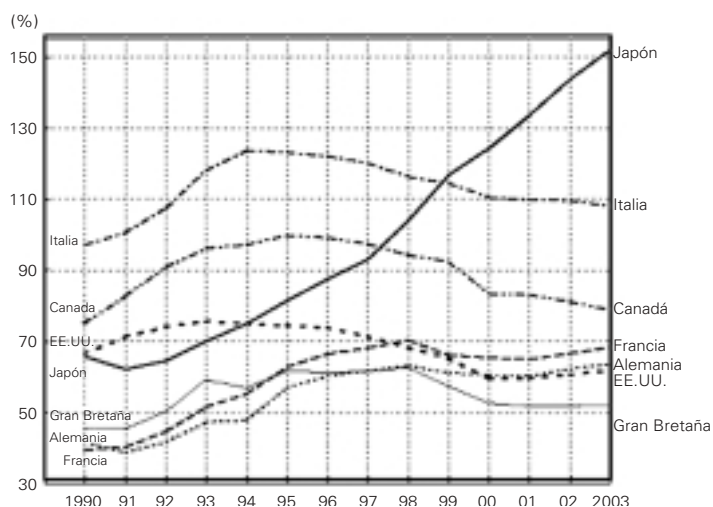
La discusión sobre el «*inflation targeting*», en el marco de las lecciones para otras economías desarrolladas de la deflación japonesa, ya ha sido planteada en otros ámbitos. Por ejemplo, Rogoff (2003) ha propuesto unos objetivos específicos y públicos de inflación a largo plazo por los bancos centrales, para así facilitar a los mercados la interpretación de su política monetaria.

3. RASGOS BÁSICOS Y EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL EN JAPÓN

3.1. Rasgos básicos de la política fiscal desde 1990

La eficacia de la política fiscal en Japón durante los años 90 ha sido un tema de gran controversia entre los economistas. Es innegable que el déficit y la deuda acumulada por el gobierno japonés han registrado incrementos no vistos en ningún otro país de la OCDE. En el gráfico n.º 13 se puede apreciar la trayectoria completamente diferente de Japón en comparación con el resto de países de la OCDE, no en vano, el ajuste fiscal y la búsqueda del equilibrio presupuestario ha sido uno de los grandes objetivos económicos internacionales en la última década.

Gráfico n.º 13: **Deuda Bruta con relación al PIB**



Fuente: OECD (2002).

Veamos los aspectos más destacados de la política fiscal llevada a cabo por el gobierno japonés en los últimos 13 años.

Como ya hemos comentado, a principios de los años 90, Japón experimenta una seria desaceleración económica y el gobierno ve cómo sus ingresos disminuyen, pero no reacciona intentando compensar esta desaceleración mediante el uso de medidas de política fiscal. No es hasta agosto de 1992 cuando se aprueba el primer paquete de relanzamiento. Ya en 1993 el gobierno aprueba un presupuesto expansivo e incluso lanza uno suplementario financiado a través de una fuerte emisión de bonos (5,6 billones de yenes adicionales).

Entre 1994 y 1996 se aprueban recortes fiscales temporales y permanentes por importe de 11 billones de yenes y paralelamente se aprueban varios paquetes de relanzamiento económico. Como resultado, en los tres ejercicios citados, se emitió nueva deuda pública por un importe cercano a 50 billones de yenes. En este período, los factores estructurales explican un 65% del empeoramiento del déficit público japonés (un 35% los factores cíclicos). Dentro de los factores estructurales, los paquetes de relanzamiento están detrás del 50% del deterioro del déficit en ese período.

Las preocupaciones por el aumento de la deuda en circulación llevaron al gobierno Hashimoto a aprobar, en 1997, un aumento del Impuesto sobre el Consumo del 3% al 5%. También en ese ejercicio fiscal comienzan a examinarse más a fondo las distintas partidas de gasto público, como consecuencia de la creciente polémica sobre la orientación del mismo y su eficacia.

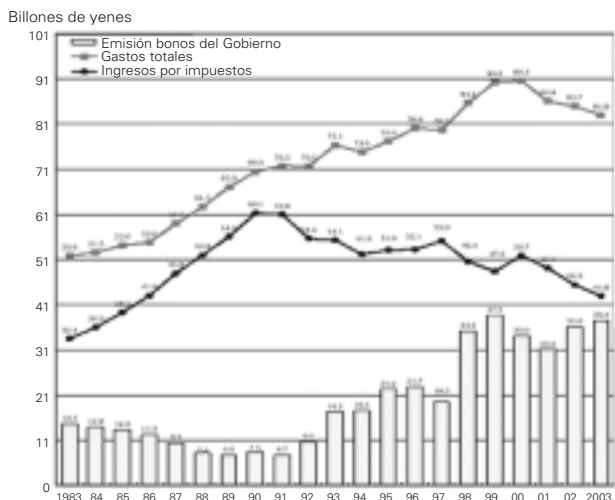
El empeoramiento de la coyuntura económica japonesa, como resultado de la crisis financiera asiática y del propio sistema bancario japonés, obligó al mantenimiento de la política fiscal expansiva, a través de la aprobación de varios Presupuestos suplementarios en 1998 y 1999. En el año fiscal 2000 se redujo la tasa de crecimiento de la emisión de bonos públicos, tanto por la preocupación existente sobre la situación fiscal como por la incipiente recuperación registrada ese año.

En 2001 es nombrado Primer Ministro Junichiro Koizumi. De su programa electoral, cabe destacar, por un lado, la necesidad de profundizar las reformas estructurales para conseguir una recuperación sostenida, aunque ello redunde en recesión («*no pain, no gain*»). Dentro de estas reformas, se incluyen la privatización de empresas públicas y la reforma fiscal. Por otro lado, el establecimiento de un techo a la emisión de deuda neta en 30 billones de yenes anuales. Dos años después de su nombramiento, las reformas avanzan lentamente y el techo citado se ha tenido que flexibilizar.

El gráfico n.º 14 muestra la evolución histórica de los ingresos y gastos del sector público y de la emisión total de bonos.

En dicho gráfico se condensa la evolución expuesta en los párrafos anteriores:

- Las cuentas públicas japonesas han pasado de un superávit de un 1,9% del PIB en 1990 a un déficit del 7,9% en 2002.
- El deterioro de las cuentas públicas se debe, básicamente, a dos factores: primero, el elevado output gap que se ha ido generando en la economía japonesa (hoy en día, el más alto

Gráfico n.º 14: **Ingresos, gastos y emisión de bonos**

Fuente: Ministerio de Finanzas.

Nota: Años fiscales 1983-2001, presupuesto definitivo; año 2002, provisional; año 2003, estimación.

- de la OCDE), lo que ha reducido la recaudación tributaria; segundo, el aumento del gasto público contracíclico.
- El gasto público se mantiene estable en los años fiscales 1990-92 y comienza su ascenso en 1993. Desde 1990 a 2002, el aumento del gasto público es de un 20,7% (en términos del PIB nominal, el aumento fue del 1,04%).
- La tónica de los ingresos fiscales es descendente durante toda la década, excepto los años 1997 y 2000 (coincidiendo con la subida del Impuesto sobre el Consumo en 1997 y la recuperación económica registrada en 2000). En el período 1990-2002 la reducción de la recaudación impositiva ha sido del 26,2% (en términos del PIB nominal dicha reducción ha alcanzado un 4,85%).

- Sobre la emisión de bonos, cabe destacar los incrementos registrados en 1993, 1995 y 1998. El record de emisión anual se produjo en 1999. También puede apreciarse cómo la promesa electoral del Primer Ministro Koizumi sobre la limitación de la emisión de bonos sólo se mantuvo el año fiscal 2001.

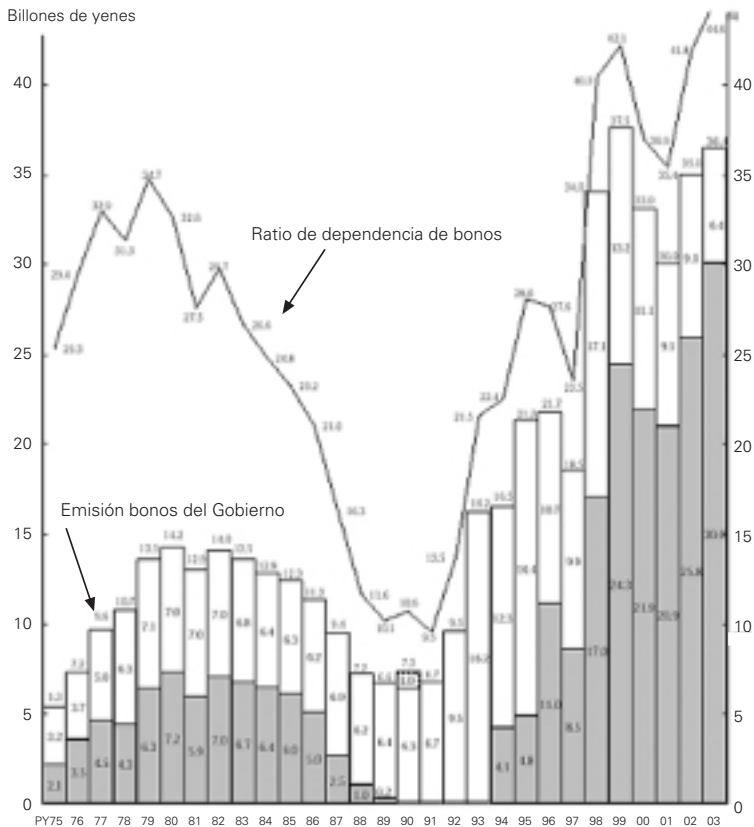
Para el análisis de la emisión de bonos, utilizaremos un nuevo gráfico donde se pueden observar la clasificación de éstos en función de su orientación. Existen dos tipos principales de bonos, los denominados «*Construction bonds*», utilizados para la financiación de obras públicas y los «*Deficit financing bonds*», destinados al pago de los intereses creados por la acumulación de deuda pública y al incre-

mento del gasto por presupuestos suplementarios o por el lanzamiento de paquetes expansivos.

Puede apreciarse en el gráfico n.º 15, que el año fiscal 1990 supone un punto de inflexión evidente; por una parte, el gobierno deja de emitir bonos destinados al

pago de intereses y la ratio de dependencia de los bonos (entendido como emisión total de bonos dividida por los gastos totales) alcanzó una mínima cuota del 9,5%. No es hasta 1994 cuando el gobierno se ve forzado a emitir deuda con el objetivo de pagar intereses. Otra característica reciente de la política fiscal (una menor

Gráfico n.º 15: **Bonos públicos en circulación**



Fuente: Ministerio de Finanzas.

Nota: Años fiscales 1975-2001, presupuesto definitivo; año 2002 provisional; año 2003, estimación.

Nota: Ratio de dependencia de bonos = emisión bonos del gobierno/ gasto total.

Nota: □ «Construction bonds»

■ «Déficit financing bonds»

orientación al gasto y más a la reforma) se ve reflejada en la cuantía de los «*construction bonds*», ya que éstos han descendido desde el año fiscal 2000.

3.2. El contexto de la política fiscal en Japón

Es conocido el relativamente escaso valor de los estabilizadores automáticos en Japón, lo que se deriva de una «*safety net*» menos desarrollada que en otros países occidentales. Esto supone que hay una mayor necesidad de acciones discrecionales para estimular fiscalmente la economía. De aquí que, como ya hemos señalado, la variación del componente estructural explique en mayor medida que el componente cíclico el deterioro del déficit público en Japón.

Por otra parte, al igual que el Banco de Japón ha sido reticente a aumentar el estímulo monetario, el Ministerio de Finanzas siempre se ha opuesto a un estímulo fiscal mayor, por los efectos perniciosos que tendría una crisis fiscal sobre la economía japonesa (especialmente sobre los ahorradores). Como era imposible resistir la presión para un mayor gasto público, con el objeto de contrarrestar en parte la atonía del sector privado, el Ministerio ha respaldado la adopción de medidas de estímulo fácilmente reversibles ante un cambio de la coyuntura, es decir, obras públicas frente a reducción de impuestos. Asimismo, la sobrevaloración de las posibilidades de recuperación de la economía en algunos momentos sirvió de justificación al Ministerio de Finanzas para frenar las medidas de estímulo (por ejemplo, desde la segunda mitad de 1994 hasta el final de 1996).

Asimismo, esta preocupación excesiva del Ministerio de Finanzas sobre la esta-

bilización fiscal motivó el incremento del Impuesto sobre el Consumo en 1997, en un contexto recesivo y deflacionista.

3.3. El impulso fiscal y el crecimiento del PIB

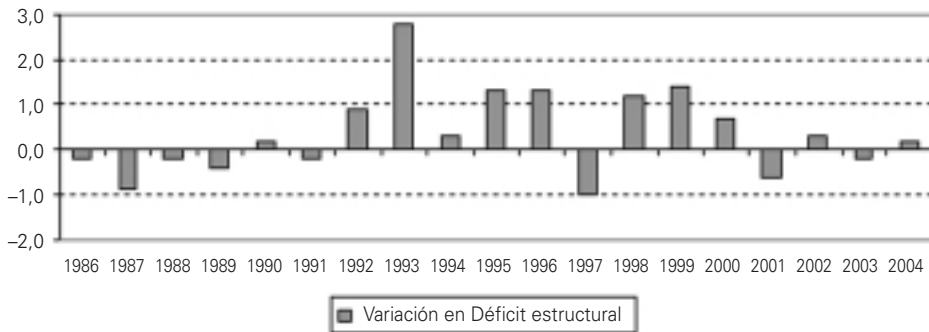
Aunque, como hemos visto, el gasto público ha crecido fuertemente a lo largo de la década de los 90, la economía japonesa no ha salido de la recesión.

Antes de avanzar en este apartado, hay que recordar que según la OCDE y otras instituciones, el 80% del déficit público japonés es estructural, no cíclico. Esto significa que incluso con una recuperación económica sólida, gran parte del déficit no se reduciría.

Aparentemente el impulso fiscal fue muy poderoso antes de la aparición de la deflación (se pasó de un superávit estructural del 2,1% en 1991 a un déficit de casi el 4,5% en 1996), pero veamos con mayor precisión si dicho impulso fue suficiente.

En el gráfico n.º 16 se aprecia como en 1992, un año de fuerte descenso en el crecimiento del PIB, el impulso fiscal (medido por la variación en el déficit estructural) fue muy poco expansivo. Según la OCDE, dicho impulso fue mayor en 1993, neutral en 1994 y, de nuevo, expansivo en 1995 y 1996. En 1997, por las conocidas medidas impositivas que se aprobaron, fue negativo. En el período 1998-2000, el impulso fue expansivo, especialmente, los dos primeros años. De nuevo en 2001 la variación del déficit estructural es negativa. Los últimos datos disponibles, referentes al año 2002, indican que el impulso fiscal será ligeramente expansivo, para volver a ser negativo en 2003.

Gráfico n.º 16: **Variación en déficit estructural**



Fuente: OECD (varios años). Elaboración propia.

Nota: Años 2002, 2003, 2004 son estimaciones y proyecciones.

Ahearne *et alia* (2002) comparan el estímulo fiscal en Japón y en otros países con una recesión anterior. En los años 1992-1993 el déficit estructural se incrementó 2 puntos y medio porcentuales, más o menos similar al incremento registrado en EE.UU. entre 1982 y 1984, y superior al de la recesión en EE.UU. de 1990-91. Comparando este impulso fiscal al de otros países, es inferior al registrado en Canadá en 1982-1984 y en el Reino Unido en 1992-1993. Posteriormente, el déficit estructural primario (en% del PIB) en Japón en 2000 era superior (un 4,5%) al registrado por otros países en momentos de alto endeudamiento público: EEUU en 1986 (un 1,9%), Reino Unido en 1993-94 (un 4%), Canadá en 1985 (un 3,5%) e Italia en 1990 (un 2,8%).

Según un modelo de la Reserva Federal, con un estímulo fiscal adicional de un 0,5-1%, entre 1993 y 95, se hubiera llegado a un *output gap* igual a cero y la

inflación hubiera aumentado entre 0,5 y un 1%, permaneciendo en positivo. Incluso suponiendo un valor muy inferior del multiplicador del gasto público habría que haber llegado en el período 1993-95 a un déficit público del 6% del PIB, cifra inferior a la alcanzada posteriormente.

3.4. **La controversia sobre la eficacia de la política fiscal**

Aunque, a veces, algunos analistas parecen negarlo, es indudable que el aumento del gasto público ha generado un aumento relevante de la demanda global, evitando así una recesión más grave. Por ejemplo, entre 1992 y 2000 el deterioro del déficit estructural (un 8,5% del PIB) era ligeramente superior al total de crecimiento del PIB real registrado en dicho período. Una cosa distinta es el escaso

valor del multiplicador de este gasto público, ya que no ha estimulado el gasto privado como hubiera sido deseable. Ello se ha debido, en parte, al tipo de gasto público en el que se han materializado los múltiples presupuestos extraordinarios y paquetes de relanzamiento aprobados desde 1992 (básicamente, obras públicas poco productivas). Hubiera sido deseable un gasto público orientado a reforzar la «*safety net*», lo que hubiera facilitado un trasvase más rápido de recursos humanos de las industrias en decadencia a los nuevos sectores de crecimiento. Lo mismo puede decirse de la bajada de impuestos, que podrían haber estimulado más significativamente las decisiones privadas de gasto.

En línea con la anterior, Krugman (1998) defiende que el consumo privado actual es independiente del gasto actual del gobierno, pudiendo ser el valor del multiplicador del gasto público igual a uno. Asimismo considera que el esfuerzo fiscal llevado a cabo por el Gobierno japonés de año en año ha generado un stock de deuda muy elevada y, como hemos visto, sin que el gasto público tenga un efecto multiplicador, lo que va socavando progresivamente la eficacia de la política fiscal.

Diversos estudios, Hori *et alia* (1998), muestra que el valor del multiplicador fiscal se ha reducido desde mediados de los 70, aunque su valor, durante los tres años que se estima que tiene efectos una medida fiscal, era todavía mayor que uno en 1997 (1,21; 1,31; y 1,24, en cada uno de los tres años citados).

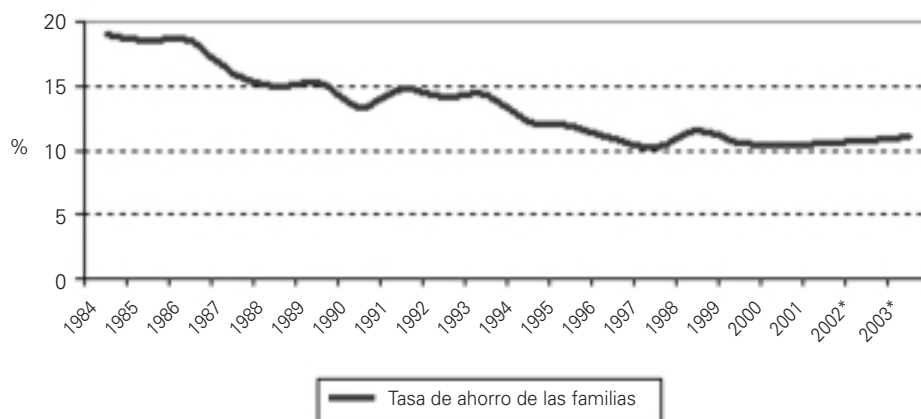
Otros autores creen que el gasto público ha originado un descenso del gasto privado. Este enfoque ricardiano nos dice que las familias aumentan su propensión a aho-

rrar al anticipar el aumento de impuestos que será necesario para hacer frente a la deuda pública acumulada. Meltzer (1998) ha afirmado que «no existe vía de financiación de la deuda pública presente y futura que no conlleve futuros incrementos de los tipos impositivos». Este contra-efecto de los esfuerzos fiscales se vería reforzado por el envejecimiento de la población japonesa y sus consecuencias sobre el futuro del gasto de la Seguridad Social y del Estado. Pues bien, no hay evidencia empírica que respalde la hipótesis ricardiana, ya que durante los años 90 la propensión a ahorrar ha descendido ligeramente.

Examinando los flujos financieros de los distintos agentes durante los años 90, puede observarse que el superávit financiero de las familias se ha mantenido relativamente constante, mientras que las empresas no financieras han pasado de tener un déficit del 10% del PIB en 1990 a un superávit del 4% en 1999. La crisis patrimonial de muchas empresas japonesas les ha llevado a invertir menos y a disminuir su endeudamiento. Las familias, por contra, han mantenido su consumo relativamente estable durante la crisis. Más concretamente, a principios de la década de los 90 el consumo se mantuvo sólido a pesar del menor crecimiento de las rentas y de las cuantiosas pérdidas de capital registradas.

Tampoco hay evidencia de que haya habido un efecto «*crowding out*» del gasto privado, ya que lo que se ha producido es un descenso, no un aumento, de los tipos de interés en todos los plazos. Por otra parte, durante todo el período ha predominado la capacidad ociosa en la industria, por lo que se hace más inverosímil el efecto «*crowding-out*». Con respecto a un posible efecto «*crowding-out*» a través de la apreciación del tipo de

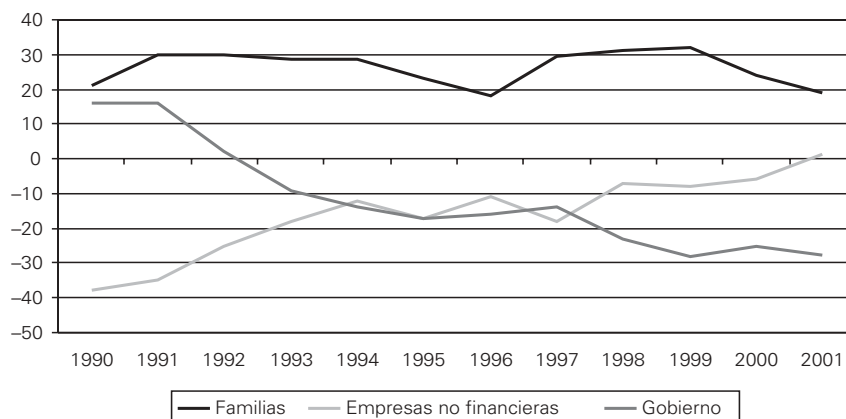
Gráfico n.º 17: **Tasa de ahorro de las familias**



Fuente: OECD. Elaboración propia.

Nota: Los años 2002 y 2003 son estimaciones.

Gráfico n.º 18: **Flujos financieros por sectores**



Fuente: Cabinet Office.

Nota: El eje de coordenadas muestra el balance entre ahorro e inversión, excluidas transferencias de capital y compras de terreno. Billones de yenes.

Nota: Los años son fiscales.

cambio, Hori *et alia* (1998) no han encontrado evidencia del mismo.

Algunos autores, Posen y Kuttner (2002) señalan, tras un estudio de la relación a largo plazo entre el ahorro privado, los impuestos y el gasto público, que cualquier efecto ricardiano de los aumentos del gasto público han sido insuficientes a la hora de contrarrestar los efectos directos sobre la demanda global de la reducción de impuestos y de dicho gasto. La pasividad de los ahorradores japoneses parece haber contribuido a la eficacia de la política fiscal. De otra manera, alguna combinación de aumento del ahorro, salida de capitales o mayores tipos de interés habrían debilitado el citado impacto favorable sobre la demanda.

Watanabe (2003) nos recuerda que las políticas fiscales expansivas sólo son eficaces cuando la posición fiscal del país es favorable. Más aún, si dicha posición es negativa, el resultado es una profundización de la recesión (algunos ejemplos son: Suecia en 1990-93 y Francia en 1977-80). En cambio, las reformas fiscales sí han sido eficaces en esas coyunturas (como lo demuestran la experiencia de Dinamarca, en 1983-86; Irlanda, en 1986-89; e Italia, en 1995-2000).

Como conclusión de los puntos anteriores, creemos que es realista pensar que el gasto público ha venido a sustituir o reemplazar el gasto privado, especialmente el gasto en inversión, que se ha reducido por el estallido de la burbuja y la subsiguiente crisis patrimonial de las empresas japonesas. Lamentablemente para la economía japonesa, los efectos multiplicadores del gasto público sobre las decisiones de gastos privados han sido relativamente reducidos.

3.5. La sostenibilidad del déficit público japonés a medio plazo

Muchos autores reconocen la necesidad de mantener un nivel de gasto público como el actual y así evitar una recesión y una deflación aun mayores. Incluso reconociendo la sensatez de la conclusión anterior, no está de más examinar brevemente la sostenibilidad del déficit público japonés.

Wolf (2001) expone con crudeza el problema. Suponiendo que la economía japonesa crece al 1,5% anualmente, el nivel de precios cae un 2% en 2003 (un 3% en 2005 y un 4% en 2010), la ratio deuda pública neta/PIB (es decir excluyendo la Seguridad Social) alcanzaría el 150% en 2007 y un 250% en 2015. En esos mismos años, la ratio deuda bruta/PIB alcanzaría, respectivamente, el 185% y el 310%. Una situación de este tipo es difícilmente sostenible a largo plazo.

Las proyecciones que hemos recogido de Wolf (2001) pueden parecer exageradas, pero hay muchos ejemplos de proyecciones que se han quedado cortas con respecto a la realidad. Por ejemplo, OECD (1996) recogía unas proyecciones del Ministerio de Finanzas para el año fiscal 2006, que en realidad se alcanzaron pocos años después; un déficit público del 5% con respecto al PIB y una deuda/PIB del 73%.

Si queremos detener el crecimiento de la ratio deuda/PIB, dado que los tipos de interés de los bonos públicos son mayores que la tasa del crecimiento del PIB nominal, hay que generar un superávit primario significativo. Watanabe (2003) lo calcula, suponiendo que el déficit primario (excluyendo la seguridad social) es en la actualidad de un 4%; que la diferencia entre el tipo de interés de los bonos públicos

a 10 años y la tasa del crecimiento del PIB nominal es de un 2%; y que la ratio deuda bruta/PIB es del 130%. El resultado es que de aquí al año 2010 hay que reducir el déficit público en un 6,6%, es decir, casi un 1% anual (o lo que es lo mismo, 3,5 billones de yenes cada año).

Cálculos similares ha realizado la OECD (1999 y 2001). Como punto de partida hay que recordar que la mera eliminación del déficit no será suficiente para hacer sostenible el déficit, a menos que la tasa de crecimiento del PIB real iguale la tasa de interés real de los bonos públicos. Dado que tradicionalmente la última tasa ha sido superior a la primera, es necesario generar un superávit primario. Si se quiere estabilizar la deuda bruta/PIB alrededor del 180%, se requiere un superávit primario del 1,75% del PIB (con una tasa de crecimiento del PIB del 1% y un tipo de interés nominal del 2%).

En OECD (2000) se compara el superávit primario que requiere Japón para hacer sostenible su déficit con el de otros países y se concluye que éste es mayor que el que se requirió en EE.UU. en 1986, Reino Unido en 1993/94 y Canadá en 1985.

En este contexto, parece claro que lo prioritario es restablecer un crecimiento económico más vigoroso, que se plasmará en una reducción automática del déficit público y progresivamente permitirá un ajuste fiscal (aumento de determinados impuestos o reducción del gasto público).

No obstante lo anterior y aunque es claro que el déficit público japonés es el más alto de los países más desarrollados y que la deuda pública en circulación excede la media de dichos países, no hay que olvidar que: por un lado, los tipos de interés reales japoneses a largo plazo están entre los más bajos del mundo desarrollado, haciendo que el pago de intereses con respecto al gasto público total esté por debajo del correspondiente a países con una deuda pública/PIB claramente inferior, como Canadá, Bélgica, Italia o Estados Unidos. Por otro lado, la ingente deuda pública poseída por instituciones públicas japonesas, aunque reduce la liquidez del mercado, es un factor «estabilizador» del mismo. Lo mismo puede decirse del escaso papel de los no residentes en el mercado de bonos públicos (poseen alrededor del 6%).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BENITO, Fernando y CARRASCOSA, Antonio (2003): «El hundimiento del Nikkei», *Información Comercial Española*, n.º 807, Mayo-Junio.

BERNANKE, Ben (2000): «Japanese monetary policy: A case of self-induced paralysis?» in Miki-tani, Ryoichi and S. Adam Posen, eds., *Japan's financial crisis and its parallels to U.S. experiences*, Institute for International Economics, Washington, D.C.

BERNANKE, Ben and GERTLER, Mark (1999): «Monetary policy and asset price volatility», in *New*

challenges for monetary policy: A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City.

CARGILL, Thomas; HUTCHISON, Michael & ITO, Takatoshi (2001): *Financial policy and central banking in Japan*, The Mit Press.

CARRASCOSA, Antonio (2002): «La larga crisis de la banca japonesa», *El País*, Negocios, 3 de febrero.

— (2003): «Un imperio con el sol poniente», *El País*, Negocios, 2 de marzo.

- FINANCIAL SERVICES AGENCY (2002): *The status of non performing loans as the end of september 2002*.
- FRIEDMAN, Milton & SCHWARTZ, Anna (1963): *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press
- GOODFRIEND, Marvin (2001): «Financial stability, deflation, and monetary policy», *Monetary and Economic Studies*, February, Bank of Japan.
- WATANABE, Hiroyasu (2003): «Economía japonesa y reforma fiscal», *Información comercial española*, n.º 807, Mayo-Junio.
- HORI, Masahiro; SUZUKI, Susumu and KAYASONO, Masaru (1998): *The EPA short-run macroeconomic model of Japanese economy: Basic structure, multipliers, and economic policy analyses*, Economic Analysis, Economic Research Institution, Economic Planning Agency, Tokio.
- ITO, Takatoshi (1999): «A target for the Bank of Japan», *Financial Times*, October 19.
- IWATA, Kazumasa (2003): «China y la superación de la deflación en Japón», *Información Comercial Española*, n.º 807, Mayo-Junio.
- JAPAN CENTER FOR ECONOMIC RESEARCH (2001): «Manipulation of monetary policy under deflationary economy: a strategy to revive the Japanese economy» *Japan Research Financial Review*, No 4, March.
- KUTTNER, Kenneth N. and POSEN, Adam S. (2002): *Passive savers and fiscal policy effectiveness in Japan*, Institute for International Economics, April.
- KRUGMAN, Paul (1998): *Japan's trap*, mimeo.
- (1998): *Further notes on Japan's liquidity trap*, mimeo.
- MINISTRY OF FINANCE (2002): *Highlights of the budget for 2003*. December.
- MAKIN, John H. (2002): «Japan in depression», *Economic Outlook*, American Enterprise Institute for Policy Research, Economic.
- MELTZER, Allan H. (2001): «Monetary transmission at low inflation: some clues from Japan in the 1990s», *Monetary and Economic Studies* (special edition), February, Bank of Japan.
- NAKAHARA, Shin (2002): *State of Japan's economy and policy measures*, (speech given by the author, Member of the Policy Board, to the EU Financial Counsellors at the Spanish Embassy in Tokyo, February 20, 2002), Bank of Japan.
- OKINA, Kunio (1999a): «A risky prescription», *Financial Times*, August 12.
- (1999b): «The risks of single-minded targeting», *Financial Times*, November 10.
- BANK OF JAPAN'S POLICY PLANNING OFFICE (2002): «How should the recent increase in Japan's monetary base be understood», *Quarterly Bulletin*, Bank of Japan, November.
- (2003): «The role of the money stock in conducting monetary policy», *Research Papers*, Bank of Japan.
- POSEN, Adam (2002): «Deflation and the Bank of Japan», *The Japan Times*, September 23.
- ROGOFF, Kenneth (2003): «A case for inflation transparency», *Financial Times*, April 23.
- SHIRAKAWA, Masaaki (2000): «Monetary policy cannot substitute for structural policy», *Research Papers*, Bank of Japan.
- SVENSSON, Lars E. O. (2001): «The zero bound in an open economy: a foolproof way of escaping from a liquidity trap», *Monetary and Economic Studies*, February, Bank of Japan.
- TAYA, Teizo (2003): *Recent developments and monetary policy* (speech given by the author, member of the Policy Board, at a seminar held by the Tokyo International Financial Futures Exchange in Tokyo, on April 17), Bank of Japan.
- UEDA, Kazuo (2000): *The Transmission mechanism of monetary policy near zero interest rates: the Japanese experience 1998-2000* (speech given by the author, member of the Policy Board, at a Conference held at Swedish Embassy in Tokyo on September, 22, 2000), Bank of Japan.
- WOLF, Martin (1999): «Japan's monetary dilemmas», *Financial Times*, October 27.
- (2001): «Japan on the brink», *Financial Times*, November 14.
- YAMAGUCHI, Yutaka (1999): *Monetary policy and structural policy: a Japanese perspective* (speech written by the author, Deputy Governor of the Bank of Japan before the «Colloquy Monétaire International» at Banque de France, Octobre 8-9, 1999), Bank of Japan.
- YAMAMOTO, Tadashi (2002): «What diagnosis for declining land prices?», *Tokyo-Mitsubishi Review*, June 14.
- OECD (various años): *Economic Survey. Japan*, OECD, Paris.