

La deflación en Japón¹

Lucía Cuadro-Sáez* e Irene Pablos**

La economía japonesa ha atravesado una fase de deflación y crecimiento reducido que ha abarcado desde la segunda mitad de los noventa hasta hace dos años, en los que la adopción de una agresiva expansión monetaria ha permitido el retorno de la inflación a registros positivos. Este episodio no fue una simple corrección de precios para mejorar la competitividad de la economía, sino que se transformó en una espiral deflacionista que lastró el crecimiento potencial del país. En este sentido, una de las lecciones más relevantes que se pueden extraer es que cuando el proceso deflacionario se manifestó claramente, ya se había generado una potente inercia en el sentimiento económico, que limitó notablemente la efectividad de los instrumentos tradicionales de la política monetaria. Por ello, la identificación de los factores capaces de desencadenar un escenario adverso de espiral deflacionista cobra gran relevancia. En la actual situación de ausencia de presiones inflacionistas en las principales economías desarrolladas, a pesar del extraordinario impulso monetario inyectado para combatir el impacto de la crisis financiera internacional, resulta de utilidad la experiencia japonesa. Este artículo repasa los principales hitos en la evolución de la economía japonesa en las dos últimas décadas y, a continuación, analiza las posibles causas de la deflación contempladas en la literatura. Al final, se apuntan algunas lecciones que podrían derivarse de esta experiencia histórica.

Evolución económica en Japón desde 1990

Aunque el IPC de Japón no comenzó a retroceder hasta la segunda mitad de los noventa del

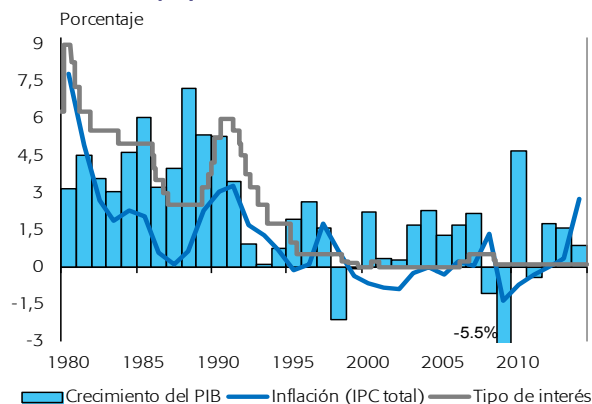
siglo pasado, con frecuencia se ubica el comienzo de la deflación japonesa a inicios de esa década. El fuerte desarrollo económico de Japón en los setenta y ochenta terminó abruptamente cuando ante la insostenibilidad de los desequilibrios gene-

* Banco de España.

** Banco Central Europeo, en el momento de escribir este artículo la autora trabajaba en el Banco de España.

¹ Las autoras agradecen los valiosos comentarios de Enrique Alberola, Juan Carlos Berganza, Ángel Estrada, Ignacio Hernando, Pilar L'Hotellerie-Fallois, Pedro del Río, Daniel Santabárbara y Javier Vallés. Las opiniones expresadas en este artículo son responsabilidad exclusiva de sus autoras, y no tienen por qué coincidir con las del Banco de España o las del Eurosistema.

Gráfico 1
PIB, inflación y tipo de interés



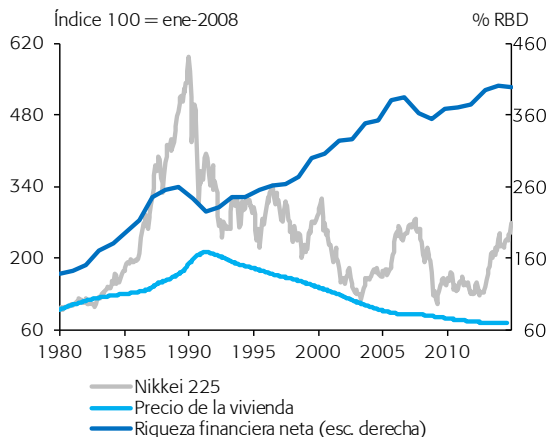
Nota: El dato de 2014 corresponde a la previsión del Fondo Monetario Internacional realizada en octubre de ese mismo año.

Fuentes: Banco de Japón, Gabinete del Gobierno, Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación y Oficina Estadística Nacional.

rados, con una burbuja en los precios de los activos financieros e inmobiliarios, el Banco de Japón (BoJ) aumentó el tipo de interés de referencia en cinco ocasiones entre mayo de 1989 y agosto de 1990, desde el 2,5% hasta el 6% (gráfico 1), con el objetivo de atajar una posible espiral inflacionista y preservar la estabilidad de precios (gráfico 2).

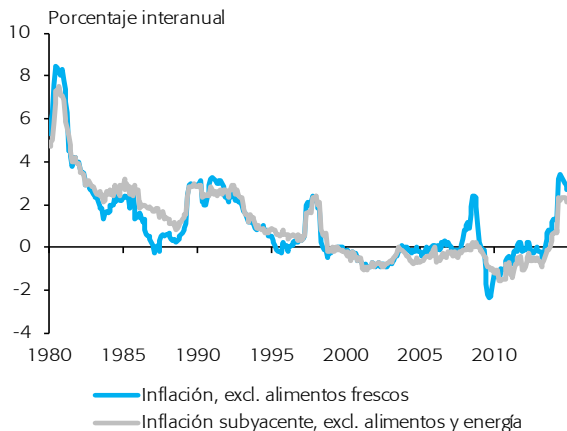
Como resultado, los precios de los activos financieros comenzaron a descender a inicios de 1990, aunque los precios de los activos inmobiliarios tan solo flexionaron entonces, y no comenza-

Gráfico 3
Riqueza financiera y precio de la vivienda



Fuentes: Bolsa de Tokio, Japan Real Estate Institute y OCDE.

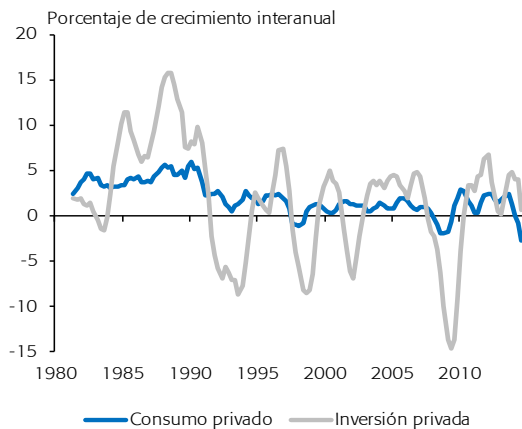
Gráfico 2
Inflación total y subyacente



Fuentes: Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación y Oficina Estadística Nacional.

ron a caer hasta comienzos de 1992 (gráfico 3). En este contexto, la evolución económica se resintió notablemente desde finales de 1991. El consumo privado, aunque de forma volátil, continuó aumentando mientras se producían las alzas de tipos, y también la inversión privada, llegando a repuntar hasta el 8% y 9,8% en el segundo y tercer trimestre de 1990 respectivamente (gráfico 4). Entonces se produjo la última subida de tipos y ambas variables flexionaron. La presión sobre la economía no se hizo esperar y un año más tarde, a finales de 1991, el crecimiento del PIB no alcan-

Gráfico 4
Consumo e inversión



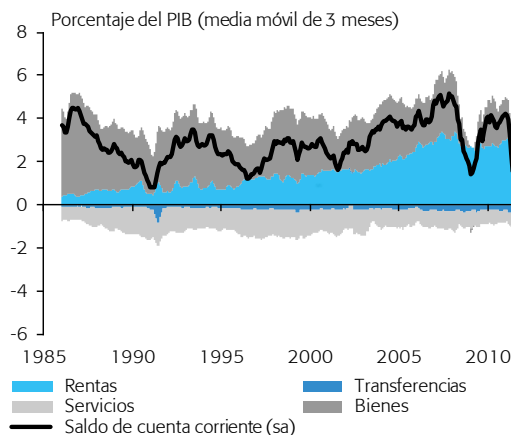
Fuente: Gabinete del Gobierno.

zaba el 2% interanual, inmerso en una senda descendente, mientras que la inflación cerraba el año en el 2,2% con un tipo de interés de referencia para la economía en el entorno del 5%.

Ante la intensidad de la desaceleración, entre agosto de 1992 y septiembre de 1993 se implementaron tres grandes *paquetes de estímulo fiscal*, equivalentes –en conjunto y según lo anunciado– al 9,3% del PIB, a la par que ya en julio de 1991 se inició una *senda de relajación monetaria* que, hasta septiembre de 1993, redujo el tipo de interés de referencia hasta el 1,75%. Entonces el crecimiento rondaba el 0% y el IPC aún aumentaba por encima del 1%. Sin embargo, a pesar de las medidas extraordinarias el crecimiento se recuperó tan solo temporalmente. En el plano fiscal, los paquetes de estímulo finalmente ejecutados resultaron ser menores de lo anunciado y no estuvieron bien orientados (se dirigieron en gran parte hacia inversión pública no productiva y a créditos a pequeñas empresas ya inviables). Al mismo tiempo, la caída de los precios de los activos redujo la riqueza de los hogares, y dio lugar también a una fuerte restricción de crédito dada la gran exposición de la banca al sector inmobiliario comercial, lo que resultó aún más nocivo teniendo en cuenta la elevada dependencia que el sector corporativo tiene del crédito bancario en esta economía.

Gráfico 5

Balanza por cuenta corriente



Fuentes: Banco de Japón y Ministerio de Finanzas.

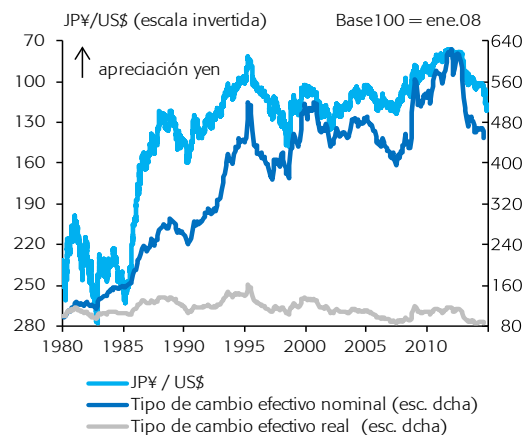
Además, en un entorno de apreciación sostenida del yen que dañaba la competitividad de la economía, la deslocalización productiva aumentó. La tendencia apreciatoria del yen se explica, al menos en parte, por la cesión frente a la presión internacional sobre su posición externa, con un notable superávit corriente (gráfico 5), que contrapesaba –junto con el superávit alemán– el déficit estadounidense, y que terminó dando lugar a la firma del Acuerdo Plaza en 1985. Dicha apreciación se frenó con la firma del Acuerdo Louvre (1987) (gráfico 6). Sin embargo, la presión internacional no desapareció y el yen continuó mostrando

La caída del precio de los activos redujo la riqueza de los hogares y dio lugar también a una fuerte restricción de crédito, dada la gran exposición de la banca al sector inmobiliario, lo que resultó aún más nocivo teniendo en cuenta la elevada dependencia que el sector corporativo tiene del crédito bancario.

una tendencia apreciatoria cuasi permanente, que motivó que los empresarios fueran cada vez más cautos para aumentar los salarios, evitando lastrar los resultados de las empresas ante la posibilidad

Gráfico 6

Tipo de cambio del yen



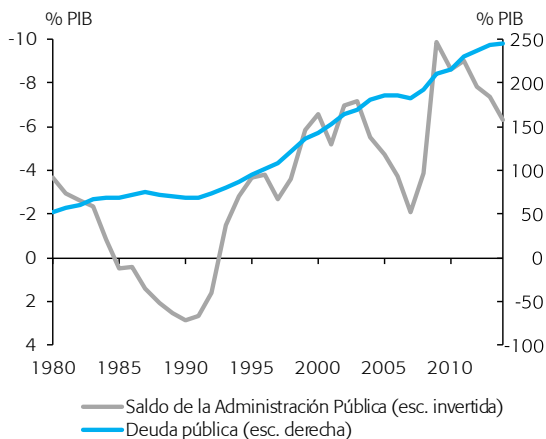
Fuentes: Banco de Japón, Reserva Federal de los Estados Unidos y JP Morgan.

de que futuras apreciaciones frente al dólar dañaran la competitividad de sus productos.

En este contexto, la confianza se quebró tras el terremoto de Kobe en 1995, lo que se tradujo en una mayor preferencia por la liquidez de los hogares y las empresas. A ello se unió el temor por el contagio de la crisis Tequila a Estados Unidos, lo que elevó notablemente la demanda de bonos del Gobierno japonés, como activo refugio, y presionó todavía más al tipo de cambio. Así, la fuerte apreciación del yen a principios de 1995 propició intervenciones conjuntas con la Reserva Federal y el Bundesbank para tratar de mitigarla. Además, las autoridades recortaron otros 125 puntos básicos el tipo de interés, hasta el 0,5% en septiembre de ese año, y lanzaron un nuevo impulso fiscal equivalente al 2,8% del PIB, lo que ayudó a sostener una recuperación del crecimiento hasta 1997. Entonces, la situación fiscal ya era un elemento de preocupación, al haberse incrementado la ratio de deuda pública sobre PIB en más de 20 puntos porcentuales desde 1991, hasta el 68% (gráfico 7), por lo que el Gobierno elevó, en abril de 1997, el tipo del impuesto sobre el consumo del 3% al 5% y canceló un recorte del impuesto sobre la renta, lo que supuso una merma adicional para la confianza, que quedó aún más socavada con el inicio de la crisis asiática en agosto de ese mismo año.

Gráfico 7

Posición fiscal



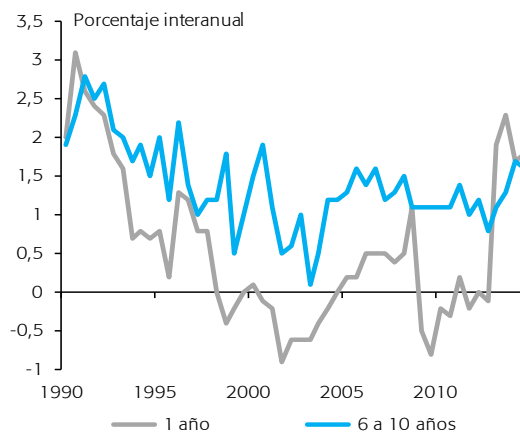
Fuente: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*).

Los datos disponibles sobre expectativas de inflación muestran un agudo descenso en las de corto plazo (a 1 año), que se situaron en terreno deflacionario en 1998, mientras que las de largo plazo (a 10 años) se redujeron pero permanecieron en territorio positivo durante todo el proceso (gráfico 8). La evolución de los salarios, en consonancia con la debilidad de la actividad y la trayectoria de la inflación, mostró una acusada desaceleración y posterior caída en la segunda mitad de los noventa, cuando, de hecho, se perdió la rigidez a la baja observada anteriormente (gráfico 9). El colapso económico hizo que la tasa de crecimiento nominal fuera negativa en cuatro de los cinco años posteriores a 1997, si bien en términos reales solo fue negativa en 1998 y en 1999, debido al crecimiento negativo del deflactor del PIB. En ese período, se implementaron nuevos paquetes fiscales que, en conjunto, se elevaron hasta el 15,3% del PIB. Además, en 1999 el Banco de Japón inició la política de tipo de interés cero, por la que situaba el tipo oficial en el 0% y se comprometía a mantener los tipos de interés en niveles muy próximos a cero hasta que el riesgo de deflación quedara conjurado.

En 2001, y tras una salida en falso del estímulo monetario, el Banco de Japón inició una política de expansión cuantitativa (gráfico 10) y cambió el objetivo intermedio al crecimiento de

Gráfico 8

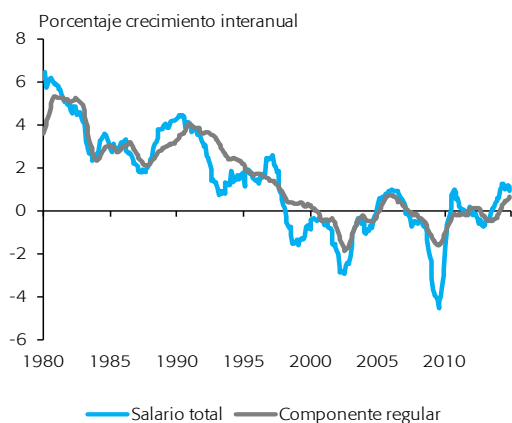
Expectativas de inflación



Fuente: Consensus Economics.

Gráfico 9

Salarios nominales



Nota: Media móvil centrada de 12 meses.

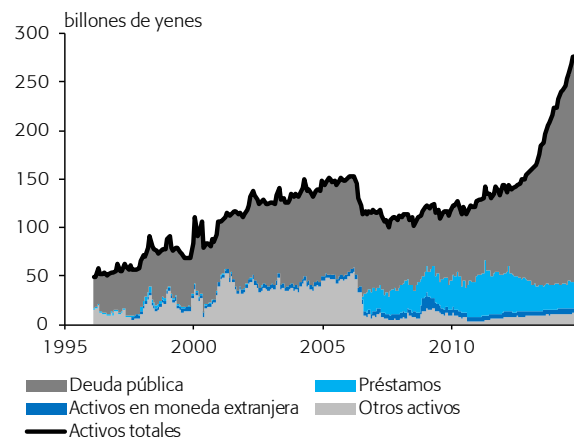
Fuente: Ministerio de Salud, Trabajo y Bienestar.

la oferta monetaria en lugar del tipo de interés. A su vez se adoptaron medidas para recapitalizar los bancos japoneses, en situación precaria desde la crisis financiera del 1997-1998, con un ratio de créditos dudosos sobre el PIB de entre el 20% y el 25%, sin que los fondos públicos puestos a disposición de la banca desde 1999 hubieran tenido éxito, pues el posible estigma y el temor a la reacción de los inversores fomentaron la falta de transparencia y postergaron indefinidamente el ajuste, favoreciendo a su vez la retroalimentación de la deflación. Como resultado, desde 2003 el crecimiento económico se situó alrededor del 1,8% interanual al tiempo que se moderaba la deflación, que solo retornó a territorio positivo en 2006. Entonces, el Banco de Japón finalizó su programa de expansión cuantitativa y aumentó el tipo de interés de referencia en julio de 2006 hasta el 0,25%, y otros 25 puntos básicos más en febrero de 2007, cuando la economía crecía al 2,2% y los precios parecían muy próximos a la estabilización. Sin embargo, esta mejora no tuvo oportunidad de consolidarse.

La crisis financiera mundial determinó el inicio de una nueva fase. En 2008 se redujo el tipo de interés en dos ocasiones hasta el 0,1%, y en 2009 se extendieron las compras de activos, para incluir bonos corporativos y papel comercial, al tiempo

Gráfico 10

Balance del Banco de Japón. Activos



Fuente: Banco de Japón.

que se amplió el objetivo de compras de bonos del Gobierno, se estableció la aplicación de un tipo fijo para las operaciones de financiación, y se activó una facilidad de préstamo para dar apoyo al crecimiento, lo que contribuyó a moderar el impacto de la crisis. Con todo, la recuperación económica comenzó a debilitarse a finales de 2010, por lo que se activó una nueva estrategia de expansión cuantitativa denominada *Comprehensive Monetary Easing* articulada sobre tres elementos: (i) una política de “tipo de interés virtualmente en cero”, (ii) el compromiso de mantener los tipos de interés a cero hasta lograr la estabilidad de precios a medio y largo plazo, y (iii) un nuevo programa de compra de activos, que incluyó bonos corporativos, papel comercial, fondos cotizados (ETFs) y fondos de inversión inmobiliaria, además de títulos públicos, en un esfuerzo por reducir el plazo y las primas de riesgo. Tras el terremoto de 2011, se duplicó el objetivo máximo de las compras de activos hasta los 10 billones de yenes, por lo que el balance del Banco de Japón se expandió, entre finales de 2010 y junio de 2011, del 25% al 31% del PIB. Como resultado de los paquetes fiscales de reconstrucción, y en un contexto de laxitud en el tono de la política monetaria, el crecimiento mostró una caída moderada, aunque el objetivo de eliminar la deflación parecía lejos de alcanzarse.

A finales de 2012, la elección de Abe como primer ministro supuso un cambio de rumbo significativo en un contexto en el que la economía caía en recesión por quinta vez en 15 años, la deuda pública excedía el 200% del PIB (gráfico 11) y el

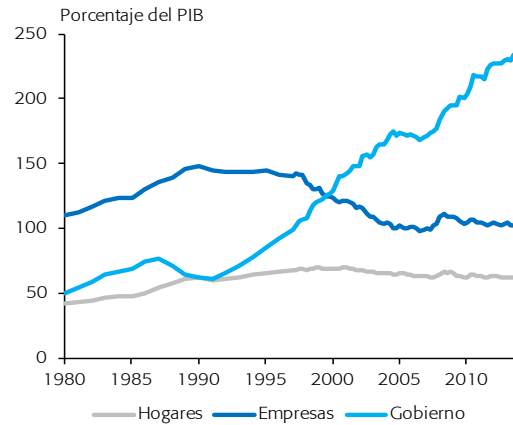
A finales de 2012, la estrategia impulsada por el nuevo primer ministro, y conocida como Abenomics, supuso un cambio de rumbo significativo en la política económica sobre la base de tres pilares principales, monetario, fiscal y estructural, cuyo objetivo último era cambiar las expectativas de los agentes tras dos décadas de deflación y crecimiento reducido.

persistente descenso de los precios deprimía el consumo, la confianza y la inversión corporativa. Estableció una estrategia, conocida como *Abenomics*, estructurada sobre tres pilares —monetario, fiscal y estructural—, que se reforzarían mutuamente y que tenían como objetivo último cambiar las expectativas de los agentes tras dos décadas de deflación y crecimiento reducido. El primer pilar, monetario, se activó con la aprobación en abril de 2013 de un ambicioso programa de expansión (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing*) con el objetivo de promover un crecimiento estable de los precios, fijado en una inflación interanual del 2% que debería alcanzarse en el transcurso de los dos años siguientes (en marzo de 2015). Para ello, el Banco de Japón anunció que duplicaría el tamaño de su balance mediante compras de bonos del Gobierno (de mayor plazo que en anteriores programas) por importe de entre 60 y 70 billones de yenes anuales, no siendo descartable la adopción de medidas adicionales si no se alcanzasen los objetivos, como ha demostrado en octubre de 2014 al ampliar el ritmo de compras hasta los 80 billones de yenes durante un período indefinido y al alargar nuevamente la duración de los bonos del Gobierno en su cartera.

Esta estrategia monetaria ha incidido positivamente en la actividad económica por dos vías principales: el estímulo del consumo por el efecto riqueza asociado a la subida de la bolsa y

Gráfico 11

Endeudamiento



Fuentes: Banco de Japón y Gabinete del Gobierno.

el impacto de la depreciación sobre las exportaciones. No obstante, el primero se ha retraído tras la subida impositiva (por primera vez desde 1997) en el tipo de gravamen del impuesto sobre consumo, y el efecto positivo de la depreciación sobre las exportaciones ha sido más que compensado por el encarecimiento de las importaciones de productos energéticos y el aumento de la dependencia energética del exterior. En todo caso, los avances de la inversión parecen algo más consistentes, a la par que la inflación se sitúa en territorio positivo (en paralelo con avances favorables en los principales indicadores de precios) y los salarios han reaccionado, aunque tan solo recientemente en el componente regular, por lo que el soporte para un mayor consumo no está asegurado, especialmente teniendo pendiente una importante consolidación fiscal a medio y largo plazo.

Causas apuntadas en la literatura

Como ya se ha mencionado, el estallido de la burbuja financiera e inmobiliaria a inicios de los noventa se utiliza frecuentemente como punto de partida de la deflación japonesa; sin embargo, los precios, medidos por el IPC, no comenzaron a caer hasta la segunda mitad de esa década. Entre medias, diversos factores contribuyeron al proceso deflacionario, a la vez que determinadas circuns-

tancias dificultaron la gestión de política económica. Como resultado, no hay un consenso sobre los determinantes de la deflación japonesa. En todo caso, parece claro que no existe una causa única sino que más bien fue el resultado de un conjunto de factores y circunstancias interrelacionados entre sí. Estos factores se exponen a continuación agrupados en cuatro categorías: los de carácter real, los de tipo monetario y financiero, los de política económica y otros factores exógenos.

Factores de carácter real

Respecto a la *brecha de producción*, hay consenso en que ha sido negativa durante ya más de veinte años, con excepción de dos períodos relativamente breves a mediados de los noventa y de los dos mil (gráfico 12). Sin embargo, no hay acuerdo sobre los motivos que explican que haya permanecido en negativo por un período tan prolongado, por lo que a continuación se presentan los principales factores mencionados en la literatura, que no son excluyentes, y que posiblemente hayan interactuado entre ellos. Una corriente de pensamiento defiende la presencia de una *tasa natural de interés negativa* que habría sumido a la economía en un equilibrio de *trampa de la liquidez*, pues la tasa de interés nominal habría sido excesiva, al igual que sucede con la tesis de

las expectativas deflacionarias. Entre los motivos que podrían explicar esta tasa natural de interés negativa se citan las expectativas de permanente apreciación cambiaria, que podrían haber resultado suficientemente fuertes como para presionar al tipo de interés hacia la cota cero, inhabilitando el instrumento principal de la política monetaria.

La brecha de producción ha sido negativa durante más de veinte años, con excepción de dos períodos relativamente breves. Tras ello se encuentra la permanencia de una tasa natural de interés negativa, así como las cada vez menores expectativas de crecimiento a largo plazo en un contexto de envejecimiento de la población.

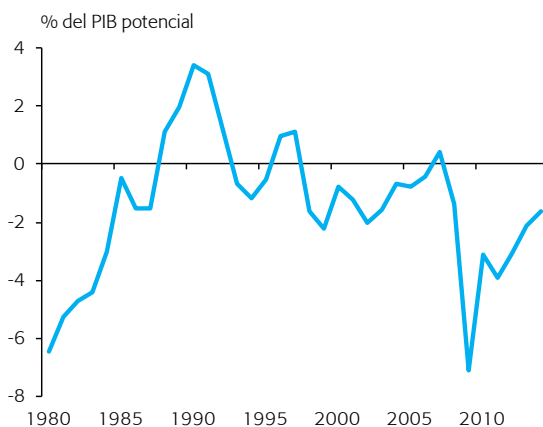
En segunda instancia, se relaciona el menor crecimiento potencial con unas cada vez *menores expectativas de crecimiento en el largo plazo*, que habrían comprimido la demanda más que la oferta, y que sería consistente con la percepción de un *shock* de oferta permanente, ante el cual, la demanda habría reaccionado en anticipación a futuras caídas de la renta. En este contexto, el *envejecimiento de la población* también se considera entre los depresores de la demanda, no solo porque desde mediados de los noventa la población en edad de trabajar comenzó a descender, sino porque la severa regulación de los servicios de atención a la tercera edad limitaba la cantidad y precio de los mismos, de modo que la oferta era incapaz de satisfacer su creciente demanda, y habría motivado un incremento del ahorro —en detrimento del consumo— en los hogares para asegurarse una atención adecuada en el momento necesario.

Factores monetarios y financieros

Otra línea de pensamiento sugiere que la *ineficiencia del sistema financiero* como resultado de la situación precaria de las entidades bancarias tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y financiera a inicios de los noventa, llevó a una escasez de crédito para la actividad que deprimió aún más

Gráfico 12

Brecha de producción



Fuente: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*).

la inversión y el consumo. La política financiera y regulatoria, como se describe más adelante, habría desempeñado un papel relevante en este punto.

Asimismo, la *apreciación del yen* posiblemente también contribuyó al proceso deflacionario, en tanto que provocó el encarecimiento de las exportaciones que, junto con los menores costes de producción y transporte en el exterior —especialmente en algunas economías emergentes de la región, y en concreto, China—, motivó un movimiento de *deslocalización de la producción* que probablemente también influyó sobre el crecimiento potencial. Asimismo, hay estudios que demuestran que la rigidez del tipo de cambio del renminbi podría haber afectado con mayor intensidad a Japón, en tanto que la infravaloración de la moneda china y su elevada interrelación comercial agudizaban el impacto del *shock* de productividad en esta economía, pues China seguiría importando productos intermedios de Japón, y proveyendo de productos finales a cada vez menores precios en yenes, lo que habría acentuado la deflación. A la par, como ya se ha apuntado, las expectativas de casi permanente apreciación cambiaria influyeron en la determinación de unos salarios cada vez menores hasta que, de hecho, en 1998 desapareció la rigidez a la baja de los mismos.

El papel de la política económica

Como se mencionó en la primera sección, la reacción de la política económica también pudo tener un papel relevante en el proceso. En el *plano monetario*, además de la ruptura del canal de transmisión monetaria —vía tipos de interés— ya mencionado, cabe destacar la presencia de unas condiciones financieras más estrictas de lo que habría sido deseable (de acuerdo con lo apuntado por una regla de Taylor estándar) y una reacción tardía de la autoridad monetaria, al minusvalorar la caída de las expectativas de inflación a corto plazo por mantenerse relativamente ancladas las de largo plazo. De hecho, la experiencia japonesa ha revelado la potente inercia de los procesos deflacionarios, contra la que resulta muy complicado luchar. Por tanto, conviene tener presente que la tolerancia de bajos niveles de inflación puede

tener costes demasiado elevados si la situación se escapa del control de las autoridades.

En el plano monetario, cabe destacar la presencia de unas condiciones financieras más estrictas de lo que habría sido deseable y una reacción tardía de la autoridad monetaria, al minusvalorar la caída de expectativas de inflación a corto plazo por mantenerse relativamente ancladas las de largo plazo.

A la par, *la política fiscal* no estuvo acompasada con la monetaria, y a ello se añade que el modo en que trató de dar soporte a la economía no resultó acertado, fundamentalmente por dos motivos: los paquetes fiscales habilitados quedaron lejos de cumplir la conocida triple T para garantizar su eficiencia (*timely, targeted and temporary*), y más aún, el deterioro fiscal ocasionado por tales medidas motivó un incremento en el impuesto sobre el consumo en 1997 del 3% al 5% cuando el crecimiento nominal resultaba aún anémico.

La política regulatoria posiblemente desempeñó un papel relevante para explicar la prolongada debilidad del sistema financiero. En este sentido, con frecuencia se menciona la elevada preferencia de los bancos japoneses por los bonos del Gobierno, resultado de los requerimientos de capital en una situación de elevada morosidad (que, en muchos casos, ocultaba simplemente un elevado volumen de préstamos incobrables) y de una marcada aversión al riesgo. Además, la escasez de crédito se agudizó por la falta de transparencia sobre la situación de los balances bancarios, la indulgencia con la que se consideraron los créditos morosos y la lentitud con la que se eliminaron de los balances de las entidades crediticias, lo que resultó todavía más dañino dada la elevada dependencia que el sector corporativo japonés tiene de la financiación bancaria. Como resultado, la inversión quedó comprimida y los salarios inicialmente se ralentizaron y posteriormente comenzaron a descender en términos nominales, lo que también contribuyó a la moderación del consumo.

Factores externos

En estas dos décadas de la historia económica de Japón, diversas perturbaciones exógenas—tanto catástrofes naturales como crisis externas—contribuyeron a deprimir la actividad y los precios en la economía japonesa. El terremoto de Kobe en 1995, los desórdenes de los mercados financieros internacionales por la crisis rusa en 1998 y la asiática entre 1997 y 1999, la crisis dot.com en el año 2000, la crisis financiera mundial desde 2008 o el terremoto y tsunami de 2011 también merecen especial mención. Todos estos episodios afectaron sustancialmente la evolución de esta economía, complicando el análisis de las tendencias subyacentes, y por ende, las decisiones de política económica.

Las *expectativas de inflación* merecen un trato separado al de las categorías mencionadas, en tanto que la diferencia entre que sean causa o reflejo de la deflación no está claramente definida, pues inicialmente pueden ser una simple muestra de los factores anteriormente mencionados, aunque numerosos estudios apuntan a la retroalimentación de expectativas deflacionarias como factor de persistencia en el proceso japonés. Sobre este punto, además, surge la discusión de si es más relevante la señal de las expectativas a largo plazo que a corto plazo. Respecto a las primeras, se argumenta que posiblemente reflejen en mayor medida la credibilidad de la autoridad monetaria, pues en tanto esta se mantenga, las expectativas se situarán relativamente próximas al objetivo en el medio y largo plazo. En cuanto a las expectativas de corto plazo, se argumenta que pueden ser más un reflejo de la inflación actual que una previsión certera. De hecho, la experiencia japonesa demuestra que las expectativas a largo plazo pueden mantenerse relativamente ancladas en un proceso deflacionario, mientras que son las de corto plazo las que ofrecen una señal más parecida a la deseable. Así, existe consenso en que la moderación de las expectativas a largo plazo, desde el 3% a inicios de los noventa hasta casi el 0% en los dos mil ha desempeñado un papel relevante en el proceso deflacionario, pero no hay acuerdo sobre el grado en el que llegaron a afectar al mismo. En efecto, medidas por el *Consensus*

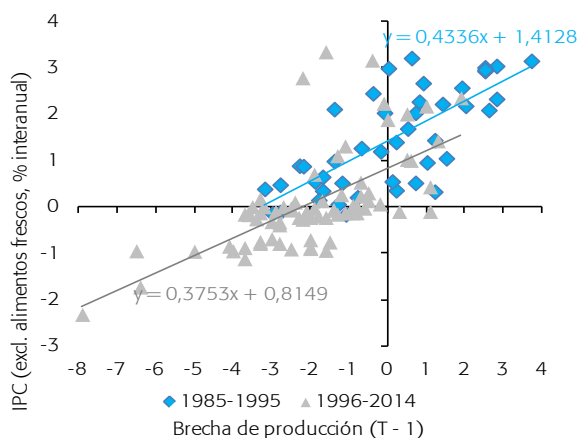
Forecast, las expectativas a largo plazo se mantuvieron en terreno positivo (0,5%-1%), aunque las de corto plazo sí se tornaron negativas en la segunda mitad de los noventa y primera de los dos mil. La cuestión es relevante en tanto en cuanto unas expectativas negativas pueden llevar a un equilibrio en la trampa de la liquidez ante la limitación de la cota cero en el tipo de interés nominal, siempre que la tasa natural de interés sea positiva.

Entre los motivos que explican el descenso de las expectativas, se citan dos: en primer término, la reducción del objetivo de inflación del banco central o (equivalentemente) la desconfianza de los agentes sobre que pudieran alcanzarlo; en este sentido, la estrategia de comunicación del Banco de Japón habría contribuido negativamente, pues sus reiteradas—aunque certeras—previsiones de inflación cada vez menores habrían influido en las expectativas de los agentes. Adicionalmente, en presencia de la fortaleza del yen, en los años noventa prevalecía cierta sensación de que los precios en Japón eran excesivamente elevados en comparación a los de otras economías desarrolladas. Esta impresión habría estado alimentada en buena medida por la actitud de los medios y del propio Gobierno, pues en aquel momento, de las declaraciones de unos y otros resultaba evidente el mensaje de que los precios necesitaban corregirse, y posiblemente se reforzó con la relativa mayor tolerancia a tasas de inflación reducidas que se observa en la economía japonesa en décadas recientes.

En síntesis, la discusión sobre las causas de la deflación sigue abierta. Con todo, y aunque posiblemente todas ellas tienen capacidad para explicar una parte del proceso, el BIS (2013) otorga un cierto mayor papel a la presencia de un *output gap* negativo. Sin embargo, en los últimos años numerosos analistas llaman la atención sobre un menor impacto del *output gap* en la inflación, basado en la traslación (según los datos nacionales de Japón) o el aplanamiento (según los datos del FMI) en la curva de ajuste de un gráfico de dispersión de la inflación frente a la brecha de producción (gráficos 13 y 14).

Gráfico 13

Inflación y brecha de producción (datos nacionales)



Fuentes: Gabinete del Gobierno, Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación, y Oficina Estadística Nacional.

Algunas lecciones de la deflación japonesa

Aunque no existe consenso entre los académicos ni tampoco entre las autoridades sobre las

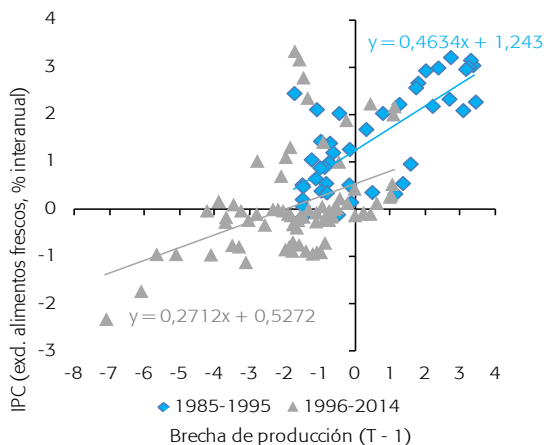
Existe cierto consenso sobre la conveniencia de una actuación temprana, decidida y efectiva de la política monetaria y de la política fiscal cuando la inflación y los tipos de interés se encuentran en niveles reducidos y el riesgo de deflación es elevado.

causas de la deflación en la economía japonesa, los análisis sobre la gestación y desarrollo de este episodio sí permiten derivar algunas recomendaciones para atenuar la probabilidad de ocurrencia de nuevas espirales deflacionistas.

En primer lugar, dada la pérdida de eficacia de los instrumentos de política monetaria una vez que el proceso deflacionario se ha activado, existe cierto consenso sobre la conveniencia de una *actuación temprana, decidida y efectiva de la política monetaria y de la política fiscal* cuando la inflación y los tipos de interés se encuentran en niveles reducidos y el riesgo de deflación es

Gráfico 14

Inflación y brecha de producción (FMI)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*), Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación y Oficina Estadística Nacional.

elevado. Así, Ahearne *et al.* (2002) sugiere que el estímulo monetario y el fiscal deberían ser muy superiores a los necesarios bajo escenarios de crecimiento e inflación típicos.

En mayor profundidad, la deflación es un síntoma de la debilidad económica subyacente que debe corregirse para que la salida del proceso deflacionario pueda perdurar; así, las *reformas estructurales que amplíen el potencial de crecimiento* son fundamentales para atajar el proceso deflacionario. En este sentido, Andrés *et al.* (2014) señalan que el impacto deflacionista de las reformas estructurales a corto plazo, se ve más que compensado por el efecto que induce sobre las expectativas, lo que justifica las mayores dudas sobre las posibilidades de Japón para salir de la deflación, dadas las reformas estructurales pendientes de implementar.

De esta forma, conviene notar que *la política regulatoria también tiene un papel fundamental para incrementar el potencial de crecimiento*, en tanto que puede corregir un sistema financiero disfuncional derivado de balances bancarios sobrecargados de préstamos no rentables. De hecho, es posible que la experiencia japonesa haya servido de lección para la limpieza relativamente ágil de los balances de las entidades estadounidenses tras la última crisis financiera.

Un punto adicional es la *importancia de una opinión pública bien informada sobre la deflación*. En una sociedad en proceso de envejecimiento, la deflación puede ser positiva para aquellos sobre los que aumenta la capacidad adquisitiva, la población de mayor edad, sin embargo, dificulta la situación financiera de los más jóvenes, especialmente si el endeudamiento es elevado. En Japón, domina el segmento de población de edad avanzada en la elección de representantes políticos, por lo que suele estar sesgada hacia sus intereses, lo que exige una determinación quizás mayor para comunicar y combatir el proceso deflacionario.

Además, los procesos de formación de precios y salarios, en los que influyen componentes culturales de fuerte arraigo, suponen un factor adicional al que prestar notable atención, no solo por el peso sobre la inflación a corto plazo, sino por la influencia que desempeñan sobre las expectativas futuras de precios.

Finalmente, en cuanto a la *formación de expectativas de inflación*, la experiencia japonesa ha demostrado que las de largo plazo pueden mantenerse relativamente ancladas no solo durante la gestación del proceso deflacionario, sino a lo largo de su evolución, por lo que conviene mantenerse alerta de la información proporcionada por las expectativas de corto plazo.

Referencias

AHEARNE, A.; GAGNON, J.; HALTMAIER, J., y KAMIN, S. (2002), "Preventing deflation: Lessons from Japan's experiences in the 1990s", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance *Discussion Paper* Núm. 729, junio.

AKIBA, T., *et al.* (2010), "Deflation: Lessons from Japan", Golman Sachs, *Japan: Portfolio Strategy*, septiembre.

ANDRÉS, J.; ARCE, O., y THOMAS C. (2014), "Structural reforms in a debt overhang", Banco de España, *Working Paper* Núm 1421.

MANKIN, J. (2008), "Japan's Lost Decade: Lessons for the United States in 2008", American Enterprise Institute for Public Policy Research, *Economic Outlook*: 1-5, marzo.

NISHIZAKI, K.; SEKINE, T., y UENO Y. (2013), "Chronic Deflation in Japan", Bank for International Settlements *Working Papers* Núm. 70, abril.

SHIRAKAWA, M. (2012), *The Bank of Japan's Efforts toward Overcoming Deflation*, Discurso de Mr. Masaaki Shirakawa, Gobernador del Banco de Japón en el Japan National Press Club, Tokyo, 17 febrero 2012.