

## Resumen

En este artículo se revisa la política monetaria del Banco de Japón (BDJ) desde 1999 con especial atención a las medidas adoptadas después de la quiebra de Lehman. El BDJ comenzó la política del tipo de interés cero en 1999, seguida de la introducción de la expansión cuantitativa de 2001 a 2006. Después de la crisis financiera internacional, introdujo iniciativas de política nuevas; algunas en conjunto con otros bancos centrales, y otras para combatir la deflación. En abril de 2013 empezó con la política de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa y desde entonces ha habido una evolución favorable en la actividad económica y los precios.

*Palabras clave:* política monetaria, tipos de interés, deflación, expansión monetaria cuantitativa y cualitativa.

## Abstract

This article reviews the evolution of the Bank of Japan (BOJ)'s monetary policy since 1999, with particular focus on policy measures adopted after the Lehman shock. The BOJ started the zero interest rate policy in 1999, followed by the introduction of quantitative easing in 2001-06. After the global financial crisis, it introduced a number of new policy initiatives; some of them jointly with other central banks, others to combat deflation. Most recently, it embarked on a new policy framework of quantitative and qualitative monetary easing (QQE) in April 2013, and since then there have been favorable developments in economic activity and prices.

*Key words:* monetary policy, interest rate, deflation, quantitative and qualitative monetary easing.

*JEL classification:* E31, E40, E50.

# LA POLÍTICA MONETARIA DESPUÉS DE LA GRAN RECESIÓN: LA EXPERIENCIA DE JAPÓN

Kazuo MOMMA

Shuji KOBAYAKAWA

*Banco de Japón*

## I. INTRODUCCIÓN

EN este artículo se revisa la evolución de la política monetaria del Banco de Japón (BDJ) desde 1999 con especial atención a las medidas adoptadas después de la quiebra de Lehman. Como ejemplo aventajado de política monetaria no convencional, el BDJ comenzó la política del tipo de interés cero en 1999, seguida de la introducción de la expansión cuantitativa de 2001 a 2006 (gráfico 1). Después de la crisis financiera internacional, introdujo además una serie de iniciativas de política nuevas; algunas de ellas en conjunto con otros bancos centrales, y otras con el único fin de reforzar sus esfuerzos para combatir la deflación. Más recientemente, en abril de 2013, empezó con un nuevo marco de política de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa y desde entonces ha habido una evolución favorable en la actividad económica y los precios.

Para entender dónde se encuentra actualmente el BDJ y lo que se pretende lograr a través de la expansión monetaria agresiva, es importante revisar sus esfuerzos en diversas iniciativas a largo plazo para superar la deflación. Ello se debe a que la experiencia que ha acumulado desde los años noventa establece las bases para las medidas adoptadas después de la Gran Recesión. Basándose en tal motivación,

este artículo se inicia con los primeros años de la política monetaria no convencional hasta la quiebra de Lehman. A continuación, se explica la evolución de la política monetaria en tres etapas: la primera corresponde con las acciones adoptadas poco después y durante la crisis; la segunda es la llamada expansión monetaria exhaustiva de 2010 a 2013 junto con otras medidas en el ámbito del estímulo a los créditos; y la tercera es la nueva fase de la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa desde 2013.

## II. PRELUDIO: LOS PRIMEROS AÑOS DE LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL

El Banco de Japón ya había irrumpido en la política monetaria no convencional a finales de los años noventa, mucho antes de que la quiebra de Lehman afectase a la economía mundial en 2008. En esta sección revisaremos brevemente la experiencia del BDJ en virtud de la política del tipo de interés cero (1999-2000) y la política de la expansión cuantitativa (2001-2006) como un prelude de lo que se describe en las secciones posteriores.

### 1. La política del tipo de interés cero (1999-2000)

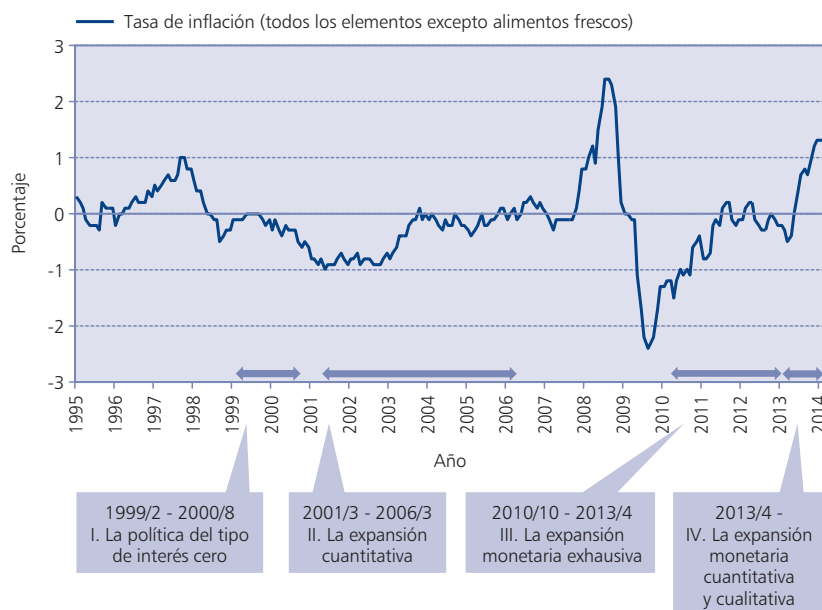
En 1999, la actividad económica seguía siendo tenue y la

confianza del consumidor y del sector empresarial era persistentemente débil. Este fue el periodo en que el sistema financiero de Japón era frágil y la preocupación por la disponibilidad de fondos para los bancos japoneses se extendió al extranjero, lo cual provocó la aparición de la denominada prima de Japón.

En este contexto, el BDJ reconoció la necesidad de contrarrestar la posibilidad de la presión deflacionaria creciente y de prevenir un mayor deterioro de las condiciones económicas. En febrero de 1999 introdujo la «política del tipo de interés cero», que esencialmente consistía en tres características. En primer lugar, alentó a que el tipo a un día sin garantía —el objetivo operativo para las operaciones del mercado monetario— bajara todo lo posible proveyendo amplios fondos. La cantidad de excesos de reservas que el BDJ proporcionó para fomentar que el tipo a un día estuviese cerca del 0 por 100 fue relativamente pequeña —menos de un billón de yenes—, que con las reservas requeridas sumaba un valor cercano a 4 billones de yenes. En segundo lugar, prestó la debida atención a mantener el buen funcionamiento del mercado monetario a corto plazo con el fin de evitar la volatilidad excesiva que podría surgir por los bajos niveles de los tipos de interés sin precedentes. Inicialmente mantuvo el tipo a un día en torno al 0,15 por 100 y después indujo un descenso del tipo que controlaba cuidadosamente la evolución del mercado; para abril de 1999, el tipo de interés interbancario se había reducido hasta un mínimo del 0,03 por 100.

Por último, el BDJ anunció que continuaría con la política del tipo de interés cero «hasta que las preocupaciones defla-

GRÁFICO 1  
LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO DE JAPÓN DESDE 1999



Fuente: Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación.

cionarias desapareciesen». Ello se convirtió en, efectivamente, su primera orientación futura de la política monetaria. Como veremos en breve, desde entonces ha utilizado tales orientaciones en varias ocasiones: una vez durante la expansión cuantitativa monetaria de 2001 a 2006, otra vez durante la expansión monetaria exhaustiva de 2010 a 2013 y, más recientemente, con la cuantitativa y cualitativa desde 2013.

Mientras que la primera generación de la orientación hacia el futuro no se incluyó en la declaración de política monetaria que se emitió poco después de dicha reunión, la intención del BDJ en cuanto al comportamiento de esa política para los periodos venideros fue transmitida al público mediante los discursos del gobernador y las declaraciones de política.

En octubre de 1999, el BDJ introdujo medidas adicionales para reforzar la eficacia de la política recurriendo a una gama más amplia de operaciones del mercado monetario. Estas incluyeron operaciones de venta directa y compras de títulos del Estado a corto plazo (letras del Tesoro y otros instrumentos financieros) y la ampliación de la gama de valores del Estado —añadiendo títulos públicos a dos años— disponibles para operaciones de pactos de recompra.

A raíz de estas acciones en el marco de la política de tipo de interés cero, la economía mostró una mejoría, lo cual se reflejó en la recuperación de la economía global y la disminución de las preocupaciones sobre el sistema financiero japonés. A la luz de estos acontecimientos, el BDJ consideró que las preocupaciones deflacionarias se disiparían y

que se habían cumplido las condiciones para el levantamiento de la política de los tipos de interés cero. En agosto del año 2000 suspendió dicha política, hecho que dio lugar a la subida del tipo a un día hasta alrededor del 0,25 por 100.

## 2. La política monetaria de expansión cuantitativa (2001-2006)

### — *La introducción de la expansión cuantitativa*

La recuperación económica en Japón, sin embargo, llegó a un estancamiento a finales del año 2000 debido en gran parte a una fuerte desaceleración de la economía global. El Banco de Japón reconoció que la economía no había podido volver a un camino de crecimiento sostenible y se enfrentaba a una amenaza de deterioro.

En marzo de 2001 decidió introducir la expansión cuantitativa, cambiando el objetivo operativo del tipo a un día al del saldo de las cuentas corrientes de sus instituciones financieras en el BDJ. Inicialmente tenía como objetivo un saldo de las cuentas corrientes de alrededor de 5 billones de yenes, y con los años elevó ese saldo paso a paso; al final, llegó a entre 30 y 35 billones de yenes. Como referencia, 30 a 35 billones de yenes eran aproximadamente cinco veces más que la cantidad de reservas necesarias y constituían aproximadamente el 7 por 100 del PIB nacional. El BDJ también aumentó la compra directa de títulos del Estado a largo plazo y extendió los plazos de vencimiento de las operaciones de suministro de fondos con el fin de facilitar su capacidad para proporcionar una amplia liquidez en el mercado.

### — *El principio de cantidad en circulación*

Mientras que el Banco de Japón tradicionalmente compraba títulos del gobierno japonés (TGJ) con el propósito de proporcionar una divisa coherente con el desarrollo subyacente de la economía, introdujo el llamado principio de cantidad en circulación cuando comenzó la expansión cuantitativa. Este principio indicaba que las compras de los TGJ —realizadas para facilitar las operaciones del mercado monetario— estaban sujetas a la limitación de que el saldo total de las compras de los TGJ debía limitarse a la cantidad de moneda en circulación. Se dejó claro que tales compras fueron ejecutadas con el propósito de realizar la política monetaria y no con el propósito de financiar el déficit fiscal. El principio impidió incertidumbres asociadas con las acciones del BDJ como la subida de la prima de riesgo y, por lo tanto, la presencia de impactos negativos en la economía.

### — *La orientación futura de la política monetaria*

Además de esto, el BDJ introdujo la segunda generación de la orientación futura de la política monetaria en la que decía que los nuevos procedimientos para las operaciones del mercado monetario se mantendrían hasta que el índice de precios al consumo (excluidos los alimentos frescos a nivel nacional, IPC subyacente de aquí en adelante) se registrase de forma estable en el 0 por 100 o más año tras año. Mientras que la orientación futura de la política monetaria bajo la anterior política de los tipos de interés cero solo contenía una evaluación cualitativa de los precios, esta incluía una especificación numérica

y vinculaba de manera estable la duración de la política directamente a la consecución de, al menos, el 0 por 100 de inflación. Además, el compromiso vinculó al futuro comportamiento de la política monetaria no con una previsión del IPC sino con un IPC real. Con ello se pretendía eliminar la percepción del público de que un banco central tenía un sesgo deflacionario después de que el BDJ había roto con la política de tipos de interés cero anterior, dejando, de tal manera, algo de espacio para una interpretación flexible del compromiso.

Durante el transcurso del aumento del saldo objetivo de las cuentas corrientes, el BDJ tomó medidas importantes para mejorar su transparencia junto a la clarificación de su orientación futura de la política monetaria. En octubre de 2003 decidió emitir su evaluación provisional de la economía en la publicación semestral del Informe de Perspectiva sobre la Actividad Económica y los Precios (*Outlook Report*). Esto, en efecto, ofreció al BDJ la oportunidad de actualizar de forma trimestral sus previsiones del IPC y del PIB real. También decidió celebrar la rueda de prensa del gobernador el mismo día de cada reunión de política monetaria en vez de dos días después de las mismas. Además de estas medidas, el BDJ estableció las dos condiciones siguientes para aclarar lo que se entiende por mantener estable el IPC subyacente en el 0 por 100 año tras año.

En primer lugar, el BDJ requería no solo que los datos de IPC más recientes se fijasen en el 0 por 100 o más, sino que se confirmara esta tendencia a lo largo de unos meses. La segunda condición fue que no se esperaba a que el IPC subyacente fuera inferior al 0 por 100. Más específicamente,

camente, muchos miembros del Consejo tenían que prever que el IPC subyacente se mantendría por encima del 0 por 100 durante el periodo de previsión del *Informe de Perspectiva*.

Mientras que el BDJ también anunció que podría existir un caso en el que se continuaría con la expansión cuantitativa incluso aunque se cumpliesen estas condiciones, la aclaración del significado de la frase «fijarse de manera estable en el 0 por 100 o más año tras año» efectivamente ayudó al BDJ a compartir su pensamiento acerca del compartimiento de la política monetaria de una manera más concreta, aumentando así la comprensión del público de la misma.

#### — *La salida de la expansión cuantitativa*

En marzo de 2006, a la luz de la progresiva recuperación de la economía y la inflación positiva, el BDJ decidió poner fin a la expansión cuantitativa y anunció que iba a cambiar, de nuevo, el objetivo operativo para las operaciones del mercado monetario del saldo de las cuentas corrientes en el BDJ al tipo de interés a un día sin garantía. También decidió orientar el tipo a un día a mantenerse efectivamente en el 0 por 100.

Al levantar la expansión cuantitativa, el BDJ dio plena consideración a las condiciones del mercado monetario a corto plazo, dado que las instituciones financieras se habían acostumbrado a la gestión de la liquidez en virtud de la gran cantidad de sus saldos en las cuentas corrientes, así como las extensas operaciones de fondos suministrados por el BDJ por periodos prolongados.

En este contexto, el BDJ dejó claro que: 1) el saldo de las cuentas corrientes del BDJ se reduciría a un nivel consistente con las reservas requeridas a aproximadamente 6 billones de yenes; 2) la reducción del saldo de las cuentas corrientes se llevaría a cabo durante un periodo de unos meses mientras que las compras de los TGJ continuaran en cantidades y frecuencias iguales durante un tiempo; y 3) el ajuste del tipo de interés interbancario continuaría a un ritmo gradual, lo cual garantizaría que el entorno financiero expansivo pudiese continuar durante un tiempo. La explicación de la trayectoria de la política monetaria durante los meses siguientes fue crucial para evitar un aumento de la tensión en el mercado.

Para el BDJ era necesario reducir el saldo de las cuentas corrientes a un nivel consistente con las reservas requeridas para elevar el tipo a un día en una situación en la que no era capaz de pagar los intereses sobre los excesos de reserva (es decir, «la facilidad del depósito complementario» no estaba disponible en esos momentos). Este proceso se gestionó mediante las operaciones del mercado monetario a corto plazo. Hacia el final del año fiscal (es decir, hacia finales de marzo de 2006), el BDJ llevó a cabo las operaciones del mercado monetario con la debida consideración a la estabilidad del mercado financiero a corto plazo. En concreto, su objetivo era mantener el saldo de las cuentas corrientes en el BDJ en alrededor de 30 billones de yenes y mover el tipo de interés a un día en un nivel bastante bajo, prácticamente igual que el nivel observado bajo la expansión cuantitativa. Después de abril de 2006, el saldo de las cuentas corrientes se redujo de manera gradual al no reinvertir las opera-

ciones del suministro de los fondos de vencimiento (es decir, la absorción de los fondos), mientras que las operaciones de la absorción de los fondos se limitaban a plazos muy cortos. Por último, se redujo a 6 billones de yenes en línea con las reservas requeridas y que la eventual salida de la expansión cuantitativa no causara inestabilidad en los mercados financieros. Ello se debió en gran parte a acciones intencionadas del BDJ y las instituciones financieras que adaptaron la gestión de fondos con el fin de prepararse ante la reducción de los saldos de las cuentas corrientes. Por otra parte, se hizo posible la salida fluida de la expansión cuantitativa sin depender demasiado de las operaciones de absorción de fondos porque la cantidad de participaciones de títulos del gobierno japonés se vio limitada bajo el principio de cantidad en circulación. Para febrero de 2007, el tipo a un día alcanzó el 0,5 por 100 y se mantuvo en ese nivel hasta que el BDJ revisó su política para hacer frente a la quiebra de Lehman.

### III. HACER FRENTE A LA QUIEBRA LEHMAN

Desde el verano de 2007, los mercados financieros mundiales se vieron expuestos a una severa tormenta. La situación se agravó de manera considerable después de que Lehman Brothers se declaró en bancarrota a mediados de septiembre de 2008. Tanto la economía de Japón como las extranjeras comenzaron a disminuir drásticamente.

En este contexto, el Banco de Japón introdujo una serie de medidas para hacer frente a tal dramática situación; algunas fueron coordinadas con los bancos centrales más importantes mientras

que otras fueron adoptadas como parte de sus propias acciones de política monetaria.

### 1. Las acciones coordinadas con los principales bancos centrales

Una de las características sobresalientes en el momento de la quiebra de Lehman fue el grado de coordinación entre los bancos centrales de todo el mundo. Los principales bancos centrales no solo se coordinaron en términos de proporcionar dólares en sus respectivas economías, sino que también hicieron esfuerzos en conjunto para que sus propias monedas estuviesen disponibles en Estados Unidos. Incluso acordaron establecer acuerdos bilaterales de intercambio para proporcionar liquidez en cualquiera de sus monedas en cada jurisdicción. Por otra parte, los bancos centrales decidieron aceptar algunos títulos soberanos emitidos por otros países como garantía de colateral según las operaciones de mercado abierto.

#### — *La provisión de dólares en las principales economías*

Los bancos centrales se esforzaron por estabilizar los mercados financieros proporcionando agresivamente liquidez en sus respectivas monedas. También proporcionaron una enorme cantidad de liquidez en dólares a sus propios mercados. En septiembre de 2008, el BDJ —junto con los cinco principales bancos centrales: el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza— tomó medidas coordinadas para aliviar las presiones en los mercados de financiación a corto plazo en dólares. Más concretamente, el BDJ

concluyó un acuerdo de intercambio de dólares con la Reserva Federal de hasta 60.000 millones e introdujo operaciones de suministro de fondos en dólares. En estas operaciones, los fondos en dólares se ofrecieron a los participantes en el mercado japonés.

A medida que continuaban las tensiones en los mercados financieros, el BDJ aumentó la cantidad total de la facilidad de intercambio (*swap*) de 60.000 a 120.000 millones de dólares tan solo unas pocas semanas después de que se presentase el mecanismo, y en octubre de 2008 decidió proporcionar fondos a un tipo fijo de una cantidad ilimitada a cambio de garantía compartida. La facilidad de intercambio terminó a principios de febrero de 2010 gracias a las mejoras en el funcionamiento del mercado financiero, y a su vez las operaciones de suministro de fondos en dólares del BDJ culminaron de acuerdo con otros bancos centrales que también terminaron con este tipo de operaciones. No obstante, el acuerdo de intercambio y las operaciones en dólares se reintrodujeron en mayo de 2010 en medio de los problemas de la deuda soberana europea.

#### — *La provisión de monedas extranjeras en Estados Unidos*

Junto con los esfuerzos de los seis principales bancos centrales para aliviar las tensiones mediante los fondos de financiación en dólares, algunos tomaron medidas adicionales para permitir que la Reserva Federal proporcionase liquidez en monedas extranjeras a las instituciones financieras de Estados Unidos. En abril de 2009, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Japón anunciaron

acuerdos de intercambio financiero (*swaps*) en los que las libras esterlinas, los euros, los francos suizos y los yenes se proporcionarían a la Reserva Federal a través de estos acuerdos en caso de necesidad. En el caso del BDJ, el acuerdo permitió que la Reserva Federal extendiese la liquidez del yen hasta 10 billones de yenes.

#### — *La red de convenios bilaterales de provisión de liquidez mediante línea swap*

En noviembre de 2011, los seis principales bancos centrales acordaron establecer acuerdos bilaterales temporales de provisión de liquidez (*línea swap*) como medida de contingencia. Estos acuerdos permitían proporcionar liquidez en cada jurisdicción en cualquiera de sus monedas en caso de que las condiciones del mercado lo justificasen. Los bancos centrales consideraron que estos acuerdos fueron prudentes para que las operaciones de apoyo de liquidez pudiesen ponerse en marcha cuanto antes, si fuera necesario. Esas líneas de intercambio se autorizaron inicialmente hasta febrero de 2013 y después extendidas hasta febrero de 2014. En octubre de 2013, los bancos centrales acordaron convertir en permanentes los acuerdos; es decir, los convirtieron en acuerdos que permanecerían hasta nuevo aviso.

#### — *La aceptación de las garantías transfronterizas*

Los bancos centrales también actuaron de manera coordinada para garantizar la estabilidad de los respectivos mercados financieros. En mayo de 2009 el BDJ decidió aceptar los títulos emitidos por los gobiernos de Estados Unidos, Reino Unido, Alemania y

Francia como garantías reales admisibles. Ello permitió que las instituciones financieras administrasen sus colaterales de manera más eficiente, contribuyendo así a facilitar las operaciones de mercado del BDJ.

## 2. Las acciones de política monetaria

Junto con la acción coordinada de los bancos centrales, el Banco de Japón adoptó diversas medidas de política monetaria. Estas fueron principalmente en tres áreas: la política de reducción del tipo de interés, asegurar la estabilidad de los mercados financieros y facilitar la financiación de las empresas.

### 2.1. La política de reducción del tipo de interés

En el momento de la quiebra de Lehman, el objetivo operativo del Banco de Japón para las operaciones del mercado monetario —el tipo a un día sin garantía— ya era muy bajo situándose en el 0,5 por 100, pero decidió rebajar su objetivo aún más en dos etapas: la primera del 0,5 al 0,3 por 100 en octubre de 2008, y la segunda del 0,3 al 0,1 por 100 en diciembre de 2008.

En diciembre de 2009 el BDJ decidió introducir un nuevo tipo de operación de suministro de fondos (es decir, una operación de suministro de fondos de tipo fijo a cambio de un *pool de colateral*). Antes de la introducción de esta operación, los tipos de interés a aplicar se determinaban mediante una subasta competitiva de múltiples tipos de interés. El objetivo de esta nueva operación era fomentar una mayor disminución de los tipos de interés en los instrumentos de plazos,

proporcionando fondos amplios a largo plazo con intereses muy bajos. El tipo de interés se fijó en el 0,1 por 100, equivalente al tipo de interés objetivo de la política en ese momento, con una duración de tres meses. El importe total de los préstamos se inició con 10 billones de yenes y se amplió a 20 billones en marzo de 2010.

### 2.2. Las medidas para asegurar la estabilidad del mercado

Al tiempo que el Banco de Japón introducía dólares mediante las operaciones del suministro de fondos, como parte de la coordinación de los esfuerzos internacionales lo que podía considerarse como una medida para asegurar la estabilidad del mercado, también adoptó simultáneamente una serie de medidas por cuenta propia.

En octubre de 2008 decidió tomar las siguientes medidas: 1) mejorar la liquidez en el mercado de recompras, haciendo una serie de TGJ elegibles para pactos de recompra y relajando los términos y las condiciones para su línea de crédito de seguridad; 2) proporcionar una amplia liquidez en el cierre del ejercicio, y 3) introducir la «facilidad de depósito complementario», en virtud del cual el BDJ pagaba un tipo de interés del 0,1 por 100 sobre el exceso de reservas.

Entre esas medidas, se pretendía que la facilidad del depósito complementario permitiese la provisión fluida y suficiente de fondos, particularmente hacia el final del año y el cierre del ejercicio cuando la demanda de liquidez aumentaba. Se esperaba también que este mecanismo aumentase la flexibilidad de las operaciones de mercado del BDJ mientras impedía una caída brus-

ca por debajo del objetivo de la política del tipo.

A la luz de la tensión continuada en los mercados financieros, el BDJ consideró importante continuar ofreciendo una amplia liquidez a fin de garantizar la estabilidad en esos mercados. Para poner esto en marcha, aumentó las compras directas de los TGJ suministrando fondos a más largo plazo. En diciembre de 2008, el importe de dichas compras se incrementó de 14,4 a 16,8 billones de yenes por año. Esto se corresponde con un aumento de las compras mensuales de 1,2 a 1,4 billones de yenes. Lo que es más, en marzo de 2009, la cantidad se incrementó de 16,8 a 21,6 billones de yenes por año (es decir, de 1,4 a 1,8 billones de yenes al mes).

Debido a estas acciones por parte del BDJ, aunque los mercados financieros de Japón se vieron influidos por la evolución de los mercados financieros globales, se mantuvieron relativamente estables en comparación con los mercados de Estados Unidos y Europa, en los que la intensificación de las tensiones continuó a pesar de las medidas adoptadas por sus respectivas autoridades.

### 2.3. Las medidas para facilitar la financiación empresarial

Aunque los mercados financieros japoneses se mantuvieron relativamente estables en comparación con los demás, las tensiones —tales como las creadas por las grandes fluctuaciones en los precios de las acciones y la ampliación de los diferenciales de crédito en los mercados de títulos cooperativos— inevitablemente también surgieron en Japón. Las posiciones financieras de las pequeñas empresas se deterioraron

y un número cada vez mayor de grandes empresas se enfrentó el empeoramiento de las condiciones de financiación en los mercados. Las condiciones financieras en su conjunto se deterioraron, y el BDJ detectó el riesgo de que los tipos de interés bajos no ejerciesen el impacto deseado en la economía.

Fue en ese contexto cuando el BDJ adoptó una serie de medidas para facilitar la financiación de las empresas: en primer lugar, mediante el uso de la deuda corporativa como garantía; y en segundo lugar, mediante la compra de la misma por completo. Cabe señalar que el papel de un banco central hasta entonces era apoyar indirectamente la extensión del crédito a las empresas a través de la adopción de la deuda corporativa como garantía admisible para la extensión de crédito a las instituciones financieras privadas. Si bien la compra directa de deuda corporativa era, en ese momento, una medida poco ortodoxa y sin precedentes, se hizo cada vez más difícil durante la crisis financiera mundial trazar una línea clara entre el papel tradicional del banco central (es decir, proporcionar liquidez) y su papel durante la crisis (es decir, asumir directamente los riesgos de crédito). El BDJ siguió asumiendo los riesgos de crédito de varias maneras incluyendo su corresponsabilidad con el gobierno, manteniendo su solidez financiera y preservando la confianza en su moneda. Tales puntos de vista parecen ser aún válidos y legítimos cuando un banco central toma medidas sin precedentes.

#### — *La deuda corporativa como garantía*

En octubre de 2008, el BDJ decidió aumentar la frecuencia y

magnitud de las operaciones de recompra de los pagarés de empresas y ampliar la elegibilidad de los pagarés de empresas respaldados por activos (*asset-backed commercial paper*, ABCP). En diciembre, se amplió el rango de deuda corporativa como garantía admisible. Por ejemplo, el rango de los títulos y préstamos corporativos en títulos aceptados como *colateral* admisible se amplió para aquellos con una calificación BBB.

Además, se puso en marcha una nueva operación (a saber, una operación especial de suministro de fondos para facilitar la financiación de las empresas) en la que se proporcionaron fondos más allá del cierre del año fiscal por una cantidad ilimitada contra el valor de la deuda corporativa tomada como garantía. Esta operación se amplió en febrero de 2009 mediante el aumento de la frecuencia (de «dos veces al mes» a «una vez por semana»), la ampliación de la duración del préstamo (de menos de tres meses a tres meses) y la ampliación de la oferta de los seis meses hasta finales de septiembre de 2009 (y luego se extendió nuevamente hasta finales de marzo de 2010).

#### — *La compra directa de la deuda corporativa*

Además de las medidas que utilizaban la deuda corporativa como garantía, el BDJ tomó medidas sin precedentes para su compra; es decir, las compras directas de pagarés de empresas y de deuda corporativa. En esencia, esto significaba que el riesgo de crédito de las empresas emisoras de deuda corporativa fue asumido por el BDJ.

En enero de 2009 se iniciaron las compras directas de pagarés

de empresas (incluyendo los ABCP) hasta 3 billones como medida temporal hasta finales de marzo de 2009. Más tarde se llevaron a cabo estas compras durante un periodo prolongado.

Además, el BDJ inició las compras directas de títulos corporativos en febrero de 2009. La cantidad máxima a comprar se estableció en un billón de yenes. Las compras originalmente se programaron para durar hasta finales de septiembre, pero más tarde se extendieron hasta finales de diciembre.

Esas compras se consideraron como medidas extraordinarias y temporales. Dado que las condiciones financieras comenzaron a mostrar signos de estabilización, tales como la mejora de las condiciones de la emisión de los pagarés de empresas y los mercados de títulos, el BDJ decidió terminarlas a finales de diciembre de 2009. Sin embargo, como veremos en breve, las reiniciaron bajo el programa de compra de activos, lo cual continúa en el marco de la política actual de la expansión cuantitativa y cualitativa.

### 3. La aclaración de la estabilidad de precios

Durante esos años, el Banco de Japón también hizo esfuerzos para aclarar lo que se entiende por la estabilidad de precios. Ya en marzo de 2006 introdujo el «entendimiento sobre la estabilidad de precios a medio y largo plazo». Este entendimiento se refería al nivel de inflación que cada miembro del Consejo entendía por estabilidad de precios a medio y largo plazo en el comportamiento de la política monetaria. En la reunión se acordó que, haciendo uso del tipo inte-

ranual de variación del IPC para describir la estabilidad de precios, un rango aproximado entre 0 y 2 por 100 era, en general, consistente con la diferente percepción de cada miembro, y la media de la mayoría de los miembros fue alrededor del 1 por 100.

No obstante, esta expresión con referencia al «rango aproximado» dio al público la impresión que la tasa de inflación podría estar por debajo del 0 por 100, posiblemente dejando espacio para un malentendido en el que el BDJ tolerase un tipo de inflación negativa.

En diciembre de 2009, el Consejo trató nuevamente esa interpretación y llegó a la conclusión de que era apropiado emplear palabras más claras para expresar su propio pensamiento sobre la estabilidad de precios. Como consecuencia, el BDJ afirmó: 1) que la percepción caería en un rango positivo del 2 por 100 o menos en base a una tasa de variación interanual del IPC y el BDJ no toleraría una tasa de variación interanual igual o inferior al 0 por 100, y 2) que los puntos medios de la percepción de la mayoría de los miembros del Consejo estaría alrededor del 1 por 100. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta las lecciones aprendidas de la explosión de la burbuja crediticia global, el BDJ dejó clara la necesidad de prestar atención a la posible acumulación de desequilibrios financieros, por ejemplo, en el precio de los activos y los agregados crediticios.

#### 4. Recapitulación

Como hemos visto hasta ahora, el Banco de Japón ha puesto en marcha una amplia gama de medidas de política —algunas de ellas en colaboración con los

bancos centrales de otros países— para hacer frente a la adversidad tras la quiebra de Lehman.

Considerando que el tipo oficial ya era cercano al 0 por 100 antes de que la quiebra de Lehman afectara a la economía global, el BDJ hizo enormes esfuerzos para idear formas en las que la liquidez efectivamente se proporcionara a los mercados financieros y penetrara en los sectores adecuados de la economía. Se recurrió a una serie de medidas sin precedentes como, por ejemplo, asumir el riesgo crediticio del sector empresarial directamente en su balance.

#### IV. LA PROLONGADA LUCHA CONTRA LA DEFLACIÓN (2010-2013)

Al comienzo de 2010, las tensiones en la financiación en dólares volvieron a surgir en el contexto de los problemas con la deuda soberana europea. A la luz de esta evolución, en mayo de 2010, seis de los principales bancos centrales restablecieron el marco para proporcionar liquidez en dólares mediante la reintroducción de la facilidad de intercambio (*swaps*) para mejorar las condiciones de liquidez en los mercados y evitar la propagación de tensiones a otros mercados y centros financieros. El Banco de Japón también reanudó sus operaciones en dólares de los fondos de suministro. En noviembre de 2011, en coordinación con los otros bancos centrales, tomó medidas adicionales para proporcionar liquidez en dólares a final del año y aliviar así tensiones en los mercados. Los bancos centrales también bajaron el precio en las facilidades de intercambio (*swap*) en 50 puntos básicos para que el nuevo tipo interbancario coincidie-

ra con la tasa de los *swaps* sobre los índices a un día (*overnight index swap*, OIS) en dólares americanos más 50 puntos básicos.

En cuanto a la economía de Japón, los signos de mejora se desvanecieron y su ritmo de avance seguía lento. En estas circunstancias, el BDJ estimó que era más probable retrasar el momento en que la economía saldría de la deflación y retornara a un camino de crecimiento con estabilidad de precios. Sobre la base de dicha estimación, en octubre de 2010, el BDJ decidió introducir la expansión monetaria amplia, que supuso la adopción de una amplia gama de medidas de política que iban más allá que las herramientas anteriores.

#### — El enfoque de tres vertientes para la política monetaria

Al explicar su política general, el BDJ utiliza ampliamente la noción del «enfoque de tres vertientes». Esto pone de relieve la búsqueda de la expansión monetaria exhaustiva bajo la expansión monetaria integral, lo cual garantiza la estabilidad del mercado financiero y la prestación de apoyo para el fortalecimiento de las bases del crecimiento económico.

El BDJ hizo hincapié en que seguiría haciendo sus mayores contribuciones a la economía de Japón para superar la deflación y regresar a un camino de crecimiento sostenible gracias a la estabilidad de precios.

#### 1. La expansión monetaria exhaustiva (*comprehensive monetary easing*, CME)

Respecto a la potente expansión monetaria, la CME consistió



principalmente en tres pilares: la reducción del tipo de interés oficial, la aclaración del horizonte temporal de las políticas y el establecimiento de un programa de compra de activos. Estas medidas tenían como objetivo fomentar una mayor disminución de los tipos de interés a largo plazo, así como la reducción de la prima de riesgo.

### 1.1. *La estructura básica de la expansión monetaria exhaustiva*

#### — *La reducción del tipo de interés oficial*

En primer lugar, aunque hubo poco margen para bajar aún más los tipos de interés a corto plazo, el Banco de Japón cambió sus líneas directrices para el tipo oficial (es decir, el tipo de interés a un día sin garantía) de «alrededor del 0,1 por 100» a «entre el 0 y el 0,1 por 100». Con ello se pretendía cumplir con el propósito de reducir los tipos a largo plazo al permitir que el tipo a un día estuviese sustancialmente más bajo que el 0,1 por 100. Además, aclaró su intención de adoptar la política de tipos de interés prácticamente cero.

#### — *Aclarar el horizonte temporal de la política: la orientación futura de la política monetaria*

En segundo lugar, el BDJ afirmó claramente que iba a continuar con la política de tipos de interés prácticamente cero hasta que considerase que la estabilidad de precios estuviese cercana, a condición de que problemas como la acumulación de desequilibrios financieros no se materializasen. La clarificación de la intención del BDJ respecto a

la futura política tuvo influencia en la formación de los tipos a largo plazo.

Otro aspecto de esta orientación futura de la política monetaria era que estaba claramente relacionada con la definición de la estabilidad de los precios del BDJ, en ese momento. La «previsión» fue utilizada como criterio para determinar si la estabilidad de precios estaba a la vista.

#### — *El establecimiento de un programa de compra de activos*

Por último, el BDJ estableció un programa para la realización de compras de activos en el que decidieron comprar una variedad de activos financieros incluidos los títulos del Estado, pagarés de empresas y títulos de empresas, así como los fondos cotizados en bolsa (*exchanged-traded funds*, ETF) y los fondos de inversión inmobiliarios de Japón (*Japan real estate investment trusts*, J-REIT) y llevar a cabo la operación de oferta de fondos a tipo fijo frente a un *pool* de *colateral*. El tamaño completo del programa incluyendo la operación a tipo fijo se fijó en cerca de 35 billones de yenes.

La compra de títulos del Estado —TGJ con vencimiento residual de hasta dos años— tuvo como objetivo la reducción de los tipos de interés del mercado a un plazo más largo, y que los activos de riesgo, como los ETF y J-REIT tendieran a disminuir la prima de riesgo. A través de la compra de los TGJ con vencimientos relativamente cortos, el programa intentaba ejercer una fuerte presión hacia abajo en el extremo más corto de la curva de rendimientos. Fue conceptualmente diferente a las compras de los TGJ a fin de suministrar dinero a la economía.

Por esta razón el BDJ trazó una línea clara entre las compras de títulos japoneses en el marco del programa y las sujetas al principio de cantidad en circulación (es decir, el saldo pendiente de las participaciones de TGJ del BDJ debía limitarse al de los billetes en circulación). El primero fue segregado de los activos obtenidos a través de otras operaciones de mercado. Esto continuó hasta que la expansión cuantitativa a cualitativa se introdujo en abril de 2013, cuando el BDJ decidió sintetizar los métodos de la compra de los TGJ mediante la finalización del programa de compra de activos.

Mientras, el BDJ era consciente de que asumir el riesgo de crédito podría dar lugar a una carga para los contribuyentes y que ampliar su participación en la asignación de recursos tenía un cierto carácter de política fiscal, por lo que consideró que el beneficio de la nueva política superaría sus posibles costes.

En los próximos años, hasta que la expansión cuantitativa y cualitativa fue introducida en abril de 2013, el tamaño objetivo total del programa de compra de activos se incrementó poco a poco, y con el tiempo llegó a 101 billones de yenes a finales de 2013, casi tres veces más grande que su tamaño original. Durante la ampliación del tamaño del programa, el BDJ aumentó sus compras de títulos japoneses desde 1,5 hasta 44 billones de yenes. También se amplió el rango de los TGJ admisibles para ser comprados desde aquellos que tenían un plazo de vencimiento de hasta dos años a aquellos que lo tenían de tres años.

#### — *La compra de activos con vencimiento indeterminado*

En enero de 2013, se anunció que el programa de compra de

activos se llevaría a cabo sobre la base de la compra de una cierta cantidad de activos financieros cada mes sin fecha de vencimiento. Como resultado de ello, se previó incrementar el tamaño total del programa en cerca de 10 billones de yenes en el 2014. Fue anulado después de que el BDJ comenzó una nueva fase de expansión monetaria bajo la expansión cuantitativa y cualitativa.

### 1.2. *El mecanismo de transmisión de la expansión monetaria exhaustiva*

En virtud a la expansión monetaria exhaustiva, el BDJ hizo hincapié en tres canales mediante los cuales el efecto de la misma apoyaría la recuperación económica.

El primer canal fue reducir los costes de financiación para las empresas y los hogares. El BDJ pretendía conseguir condiciones financieras acomodaticias a través de la disminución de los tipos de interés. Por otra parte, mediante la compra de activos de riesgo, actuó como catalizador para ayudar a los participantes en los mercados a invertir más activamente en ellos, por lo que su función de intermediario podría mejorar aún más.

El segundo canal fue el efecto de la duración de la política. Con el anuncio de que la política de los tipos de interés prácticamente cero se mantendría hasta que el BDJ considerase que la estabilidad de precios estuviera cercana, con ello pretendía conseguir efectos significativos de expansión, sobre todo en momentos en los que la recuperación económica avanzaba, incentivando a los participantes en el mercado a formar proyecciones estables acerca de los tipos de interés futuros.

El tercer canal fue el efecto que tuvo en la confianza de las empresas y los hogares. Para aliviar la preocupación por una posible recesión económica debida a la desaceleración de las economías extranjeras y la apreciación del yen, el BDJ esperaba que la nueva política respaldase la confianza de los ciudadanos e impulsase una recuperación autosostenida.

Como veremos más adelante, los canales de transmisión en el marco de la expansión cuantitativa y cualitativa pusieron más énfasis en las expectativas de inflación.

## 2. Las facilidades de crédito

En la búsqueda de la expansión monetaria exhaustiva, el Banco de Japón implementó varias medidas destinadas a reforzar el canal de transmisión de la política monetaria. En concreto, introdujo dos tipos de facilidades de crédito: una se denominó Medida de Aprovisionamiento de Fondos para Apoyar el Fortalecimiento de las Bases del Crecimiento Económico (de aquí en adelante, fondo para la financiación del estímulo al crecimiento); y la otra, Medida de Aprovisionamiento de Fondos para Estimular los Créditos de la Banca (de aquí en adelante, mecanismo de estímulo del crédito bancario). Establecieron esas medidas para los préstamos contra un *pool* de *collateral* con el objetivo de apoyar los esfuerzos de las instituciones financieras privadas en la concesión de créditos de tal manera que contribuirían específicamente al fortalecimiento de las bases del crecimiento económico.

Esencialmente, las dos medidas son complementarias entre sí. La primera presenta un enfoque micro en el que se fomentan

los préstamos en áreas de negocio específicas que contribuyen a fortalecer las bases del crecimiento de la economía. La segunda presenta un enfoque macro en el que se fomenta un aumento en el total de préstamos sobre una base neta. La estructura básica de estos mecanismos es la siguiente.

### 2.1. *El fondo para la financiación de estímulos al crecimiento: el enfoque micro*

El Banco de Japón reconoció que el reto fundamental para la economía de su país era elevar el crecimiento potencial y la productividad y que, por tanto, debía realizar más esfuerzos por alentar a las instituciones financieras privadas que proporcionasen fondos a los sectores empresariales con potencial de crecimiento.

El fondo para la financiación de estímulos al crecimiento se introdujo en junio de 2010 sobre la base de ese reconocimiento. Bajo esta línea, el BDJ concedía préstamos a las instituciones financieras privadas con una duración de un año; sin embargo, podrían refinanciarse hasta tres veces, de manera que la duración máxima era efectivamente de cuatro años. El tipo de interés se fijó en el 0,1 por 100 anual. El importe total de los préstamos se fijó inicialmente en 3 billones de yenes.

Este instrumento de financiación permite a las instituciones financieras acceder a fondos a largo plazo a un tipo de interés bajo, siempre y cuando los utilizaran para préstamos e inversiones que contribuyeran a fortalecer las bases del crecimiento económico.

En el proceso de preparación de los detalles del mecanismo, el

BDJ aseguró que no se involucraría directamente en la asignación de créditos a las respectivas empresas e industrias. Hizo una lista de 18 áreas amplias de negocio como ejemplos de dónde sus fondos contribuirían al fortalecimiento de las bases del crecimiento. En particular, incluyó áreas tales como: 1) la investigación y el desarrollo, 2) la inversión y el despliegue de negocios en el extranjero, 3) las empresas de energía y medioambiental, y 4) la asistencia médica, los cuidados de enfermería y otros asuntos relacionados con la salud.

Después de su introducción, el tamaño del programa del mecanismo de crédito se amplió y se añadieron subservicios con fines especiales. Más recientemente, en febrero de 2014, el BDJ decidió duplicar la cantidad máxima de recaudación de aprovisionamiento bajo la cantidad principal de 3,5 a 7 billones de yenes. Además, decidió proporcionar fondos a las instituciones financieras privadas a un tipo fijo del 0,1 por 100 anual durante cuatro años, en lugar de uno a tres años.

En el momento de escribir estas líneas, el importe de los préstamos pendientes en el marco del fondo de financiación de estímulos al crecimiento había llegado a los 4.116.000 millones de yenes. En cuanto a la distribución de las actividades de préstamo de las instituciones financieras, los sectores energético y medioambiental recibieron aproximadamente 1.743.000 millones de yenes, lo que representa más del 25 por 100 del total de préstamos, por mucho el sector más importante en cuanto a los préstamos recibidos, seguido por el de las empresas médicas, las de los cuidados de enfermería y otras actividades relacionadas con la salud, que recibieron alrededor

de 1.185.000 millones de yenes, lo que representa casi el 20 por 100 del total de los préstamos.

## *2.2. El mecanismo de estímulo del crédito bancario: el enfoque macro*

En diciembre de 2012, el Banco de Japón estableció un nuevo mecanismo de crédito. Bajo esta línea, proporcionó fondos de hasta lo equivalente al incremento neto en sus préstamos a las instituciones financieras que los solicitasen.

No se estableció ningún límite en la cantidad total de fondos aportados por el BDJ, y el tipo de interés aplicado se fijó en el 0,1 por 100 anual. A diferencia del fondo para la financiación de estímulos al crecimiento, no hubo áreas específicas en las que se tenían que utilizar los fondos. Mientras los bancos logran aumentar sus préstamos en términos netos, mantendrían el derecho a recibir retrofinanciación del BDJ. Por otra parte, los préstamos del BDJ se podrían prorrogar durante un periodo máximo de cuatro años a instancias de las instituciones financieras. Ello garantizó que esas instituciones tenían acceso a financiación estable a largo plazo a un coste bajo a través del BDJ.

En febrero de 2014, el BDJ decidió mejorar este servicio al permitir a las instituciones financieras pedir fondos por una cantidad hasta dos veces superior al aumento neto en sus préstamos. Asimismo, decidió proporcionar fondos a las instituciones financieras a un tipo fijo del 0,1 por 100 al año durante cuatro años.

En el momento de escribir estas líneas, la cantidad de los préstamos pendientes en el

marco del mecanismo de estímulo al crédito bancario alcanzaba los 8.549.000 millones de yenes. Dentro de un periodo relativamente corto de tiempo, esto se ha convertido en más del doble de la cantidad de préstamos destinados en el fondo para la financiación de estímulos al crecimiento (es decir, 4.116.000 millones de yenes).

Al mirar el flujo trimestral del desembolso de préstamos del BDJ, se ve que los del marco de la financiación de estímulos al crecimiento han sido alrededor de 200.000 millones de yenes para los últimos años y que la demanda de crédito viene constantemente de los bancos regionales (2). Por el contrario, los préstamos del mecanismo de estímulo al crédito bancario han ascendido a más de 3.400.000 millones de yenes en los últimos tiempos, con una demanda significativa de créditos procedente de los bancos de mayor tamaño.

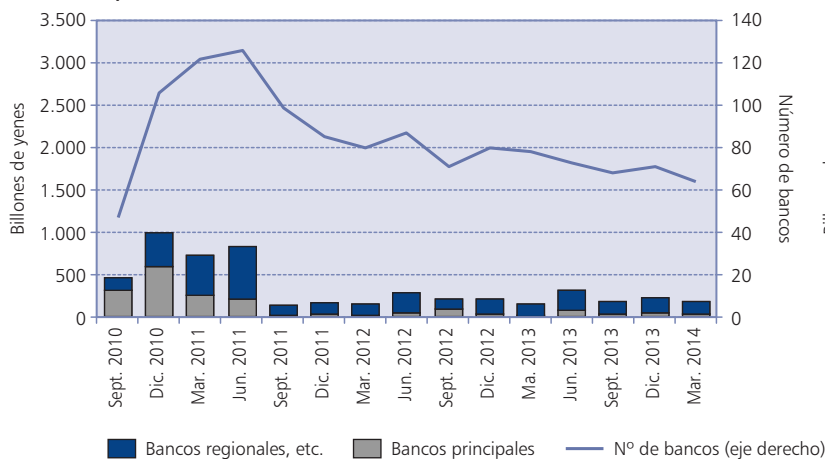
El BDJ espera que estos instrumentos promuevan aún más las acciones de estas instituciones financieras a la vez que estimulen la demanda de créditos por parte de las empresas y los hogares.

### *— Dos etapas del mecanismo de transmisión*

Con el fin de explicar el objetivo de estos mecanismos (es decir, para fortalecer aún más el efecto de la expansión monetaria) y para facilitar una mejor comprensión por parte del público, el BDJ utilizó una noción de «dos etapas» en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En cuanto a la primera etapa en la que ocurre la transmisión de los efectos de la expansión monetaria desde la esfera de la política monetaria hasta el en-

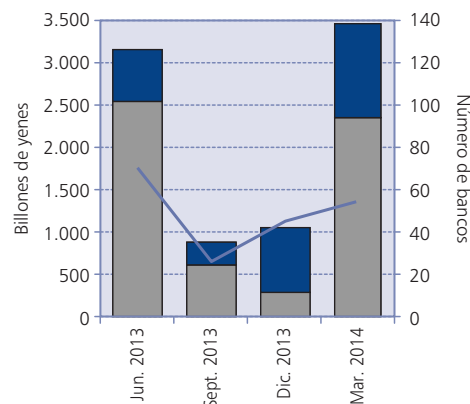
GRÁFICO 2  
LOS MECANISMOS DE CRÉDITO

A) El fondo para la financiación de estímulos al crecimiento



Nota: (\*) Créditos solo bajo las normas principales.  
Fuente: Banco de Japón.

B) Mecanismo de estímulo de los créditos bancarios



torno financiero, el BDJ hizo hincapié en la idea que esos efectos habían impregnado a fondo el entorno financiero. En cuanto a la segunda etapa, el BDJ hizo hincapié en la opinión de que había posibilidad de que una amplia gama de entidades económicas se beneficiaran de estas condiciones financieras más flexibles; por lo tanto, para el BDJ estaba justificado la introducción de dichas facilidades de préstamo que podía representar un papel catalizador en la mejora de esta segunda etapa de transmisión.

### 2.3. Las medidas de apoyo a las instituciones financieras situadas en zonas de desastre

Además de estas facilidades de crédito, el BDJ introdujo una operación de suministro de fondos a largo plazo a las instituciones financieras situadas en las zonas de desastre que se vieron afectadas por el gran terremoto

en Japón oriental. El objetivo era dar apoyo financiero a las instituciones para satisfacer las necesidades de fondos para la restauración y la reconstrucción. Por otra parte, amplió la gama de activos admitidos como garantía en las operaciones del mercado monetario con el fin de que las instituciones en esas áreas llegasen a tener suficiente capacidad de financiación. Estas se introdujeron en abril de 2011, poco después del terremoto, y se ampliaron en tres ocasiones. En febrero de 2014, el BDJ los amplió un año, por cuarta vez.

### 3. Aclaración adicional sobre la estabilidad de precios

Junto con las mejoras de los mecanismos de préstamo, en 2012 el Banco de Japón tomó decisiones importantes en dos frentes: una fue la introducción del objetivo de estabilidad de precios, y la otra fue la emisión

de un comunicado en conjunto con el gobierno japonés.

#### — La introducción del objetivo de estabilidad de precios a medio y largo plazo

En los últimos años, tal y como hemos visto en la sección III.3 sobre la aclaración de la estabilidad de precios, el BDJ ha seguido realizando esfuerzos para explicar y clarificar el sentido de la estabilidad de precios.

En febrero de 2012, como parte de sus esfuerzos para aclarar aún más su determinación para superar la deflación y alcanzar un crecimiento sostenible con precios estables, el BDJ decidió introducir «el objetivo de estabilidad de precios a medio y largo plazo». Este objetivo era coherente con la tasa de inflación que el BDJ consideró consistente con la estabilidad de precios sostenible a medio y largo plazo y que se estableció en un rango positivo del

2 por 100 o menos en términos de la tasa de variación interanual del IPC. En concreto, por el momento, el BDJ ha fijado el objetivo en un 1 por 100.

A diferencia del anterior «entendimiento sobre la estabilidad de precios a medio y largo plazo», que mostró un rango de tasas de inflación que cada miembro del Consejo entendía como la estabilidad de precios a medio y largo plazo, por el momento, el objetivo de estabilidad de precios se ha fijado en el 1 por 100 para aclarar la tasa de inflación que pretendía conseguir la política monetaria del BDJ.

#### 4. La coordinación con el gobierno

En octubre de 2012 el gobierno de Japón y el Banco de Japón emitieron un comunicado titulado «Medidas encaminadas a superar la deflación». En este documento, el BDJ afirmó que, por el momento, su intención era lograr la estabilidad de precios en el 1 por 100 a través de la búsqueda de la poderosa expansión monetaria, y que continuaría con dicho objetivo hasta que considerase que estaba cercano. Al mismo tiempo, el gobierno declaró que formularía sin demora medidas de política económica para contrarrestar los riesgos de una recesión económica y para acelerar las medidas de revitalización económica.

### V. LA NUEVA FASE DE EXPANSIÓN MONETARIA (2013-PRESENTE)

#### 1. Con anterioridad a la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa

En el contexto de la introducción del objetivo de estabilidad de precios y el lanzamiento de la

declaración con el gobierno, el Banco de Japón tomó nuevas decisiones en 2013 antes de que se implementara la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa.

#### — La introducción del objetivo de estabilidad de precios

En enero de 2013, el Consejo de política monetaria revisó el «objetivo de la estabilidad de precios a medio y largo plazo» aprobado en febrero de 2012 y reevaluó sus ideas acerca de la estabilidad de precios. El BDJ decidió entonces presentar «la meta de estabilidad de precios». Si bien destacó que la tasa de inflación consistente con la estabilidad de precios de manera sostenible aumentaría a medida que avanzaran tanto los esfuerzos por una amplia gama de entidades hacia el fortalecimiento de la competitividad como el potencial de crecimiento. En un primer momento, fijó dicha meta en un 2 por 100 de la tasa de variación interanual del IPC.

El cambio de «un objetivo (*goal*)» a «una meta (*target*)» refleja en parte una conciencia pública creciente de que la política monetaria debería ser lo suficiente flexible incluso en una meta de inflación. Esa conciencia pública se vio facilitada por el hecho de que los principales bancos centrales llegaron a enfatizar la importancia de la expansión en su esquema de objetivos de inflación, basándose en la experiencia de la crisis financiera global. Bajo tales circunstancias, el BDJ consideró apropiado utilizar la palabra «meta» con el fin de explicar sus ideas sobre la estabilidad de precios.

#### — La declaración conjunta con el gobierno

Al mismo tiempo, el BDJ dio a conocer un comunicado conjun-

to con el gobierno y anunció que iban a reforzar la coordinación de sus políticas. En concreto, señaló que buscaría la expansión monetaria y tratar de lograr la finalidad de la estabilidad de precios a la mayor brevedad posible. Por su parte, el gobierno dejó claro que promovería de manera constante las medidas destinadas a establecer una estructura fiscal sostenible, así como la formulación de medidas para el fortalecimiento de la competitividad y el potencial de crecimiento de la economía japonesa.

### 2. La expansión monetaria cuantitativa y cualitativa (*quantitative and qualitative monetary easing, QQME*)

En abril de 2013, el Banco de Japón introdujo la expansión cuantitativa y cualitativa en la primera reunión sobre la política monetaria a la que asistieron el gobernador y los diputados recién nombrados. Las principales características de la expansión cuantitativa y cualitativa se pueden resumir de la siguiente manera.

#### 2.1. Principales características de la expansión cuantitativa y cualitativa

##### — El compromiso: la orientación futura de la política monetaria

La primera característica está relacionada con el compromiso. El Banco de Japón planteó un compromiso firme y claro para lograr la meta de estabilidad de precios en el 2 por 100. En su comunicado emitido el 4 de abril, después de la reunión de política monetaria, dijo que iba a lograr esta meta en términos de la tasa

de variación interanual del IPC a la mayor brevedad posible, con un tiempo previsto de aproximadamente dos años. Por otra parte, a fin de aclarar su intención con respecto a la continuación de la expansión cuantitativa y cualitativa, afirmó que continuaría con dicha política, intentando lograr la meta de estabilidad de precios en el 2 por 100 y siempre que fuera necesario para mantener dicho objetivo de manera estable.

Bien puede entenderse que estas dos frases de la declaración constituyen una nueva orientación futura de la política monetaria. Sin embargo, estos dos pilares de la orientación futura de la política monetaria son complementarios. Dicho de otra manera, la expansión cuantitativa y cualitativa por su naturaleza es abierta y está enraizada en la sociedad, y no es apropiado decir que se dará por terminada de forma automática en dos años, independientemente de la evolución económica. El BDJ continuará con la expansión cuantitativa y cualitativa si lo considera necesario con el fin de mantener dicha meta estacionaria. El objetivo es establecer profundamente en la mentalidad del público el nivel del 2 por 100 y asegurarse de que la tasa de inflación fluctúe en torno a este valor. En términos de la curva Phillips, esto significa que la tasa de inflación del 2 por 100 debería ser consistente con el estado estacionario de la economía; es decir, cuando la brecha de producción es igual a cero.

— *La nueva fase de la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa*

La segunda característica es que la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa se ha embarcado en una nueva fase

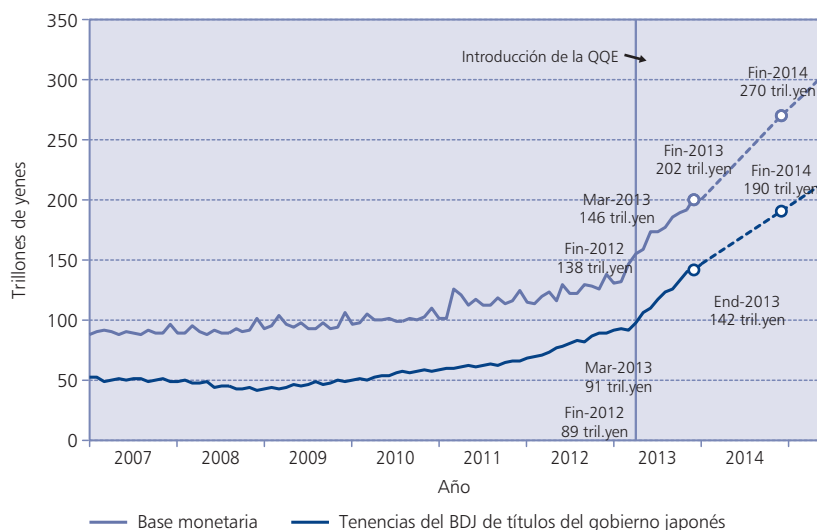
cuyo fin es respaldar el compromiso especificado anteriormente.

En términos de cantidad, el BDJ cambió primero su objetivo operativo principal para las operaciones del mercado monetario del tipo a un día sin garantía (es decir, el tipo de interés) a la base monetaria (es decir, la cantidad). A continuación se han estado llevando a cabo operaciones en el mercado de manera que esa base monetaria aumenta a un ritmo anual de alrededor de 60 a 70 billones de yenes. La base monetaria era 138 billones de yenes a finales de 2012, llegó a los 202 billones de yenes a finales de 2013 y se espera que alcance los 270 billones de yenes a finales de 2014; con lo cual, en un periodo de dos años se habrá duplicado (gráfico 3). En comparación con otras economías, la proporción de la base monetaria en relación con el PIB nominal al cierre de 2012 fue del 27,4 por 100 en

Japón, mientras que fue del 16,1 por 100 en Estados Unidos y del 17,7 por 100 en la zona del euro. A finales de 2013, llegó al 40 por 100 en Japón, el 21,4 por 100 en Estados Unidos y el 12,7 por 100 en la zona del euro. Esto pone de manifiesto cuán extensa ha llegado a ser la cantidad de dinero que el BDJ ha proporcionado en un año (gráfico 4).

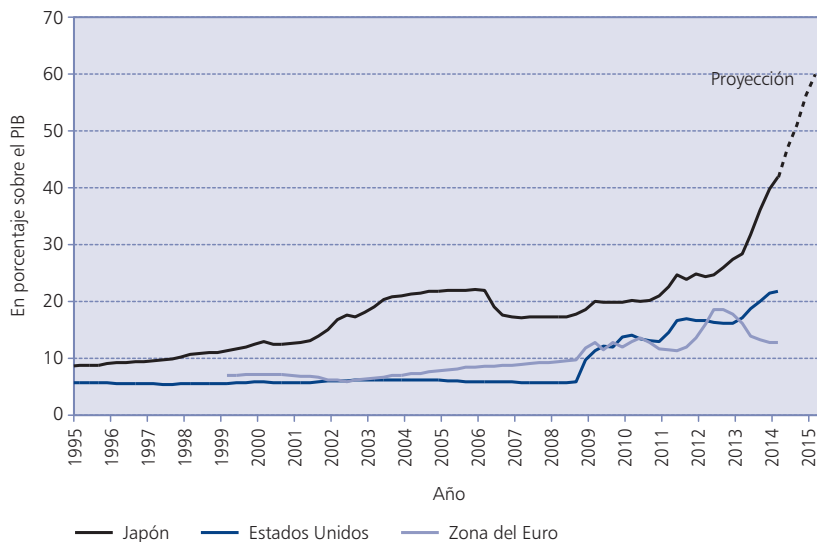
Como medio para aumentar la base monetaria, el BDJ compró títulos del gobierno japonés de modo que el saldo pendiente en su balance aumentó a un ritmo cercano a los 50 billones de yenes por año. A finales de 2012, el saldo pendiente de las participaciones de estos títulos fue de 89 billones de yenes; *a posteriori*, alcanzó los 142 billones de yenes y se espera que llegue a los 190 billones de yenes a finales de 2014, duplicando de nuevo las tenencias de estos títulos en un periodo de dos años.

GRÁFICO 3  
LA BASE MONETARIA Y LAS TENENCIAS DE TÍTULOS DEL GOBIERNO JAPONÉS



Fuente: Banco de Japón.

GRÁFICO 4  
LA BASE MONETARIA EN RELACIÓN CON EL PIB



Nota: Todas las cifras posteriores al cuarto trimestre de 2013 se calculan con el PIB nominal de dicho trimestre.  
Fuentes: Oficina del Gabinete; Banco de Japón; FRB; BEA; ECB; Eurostat.

En términos de calidad, el BDJ comenzó a comprar los títulos del gobierno japonés con todos los vencimientos, incluidos los títulos a cuarenta años. Como resultado, el vencimiento residual medio de estas compras se ha más que duplicado, pasando de aproximadamente tres años a cerca de los siete años. Esto es casi equivalente al vencimiento medio de los títulos del gobierno japonés emitidos.

Por otra parte, la compra de los ETF y J-REIT por parte del BDJ explica que sus saldos pendientes en el balance aumenten a un ritmo anual de alrededor de 1 billón y 30.000 millones de yenes, respectivamente. A finales de 2013, alcanzaron 2,5 billones y 140.000 millones al finalizar 2014. Además de esto, el BDJ también compra pagarés de empresas y títulos corporativos; en la actualidad, sus saldos penden-

tes han llegado a cerca de 2,2 y 3,2 billones de yenes, respectivamente, y se espera que se mantengan en esos niveles.

#### — Mejorar la comunicación

Bajo la expansión cuantitativa y cualitativa, en BDJ hizo una serie de esfuerzos para que la política monetaria fuera más fácil de entender para el público.

En primer lugar, como veremos en breve y dado que uno de los canales de transmisión más importantes bajo la expansión cuantitativa y cualitativa es un cambio de expectativas, se consideraba crucial demostrar la firme determinación del BDJ de apuntalar su compromiso a través de acciones audaces.

En segundo lugar, el BDJ se centró en transmitir un mensaje

sencillo y claro. Por ejemplo, la expansión cuantitativa y cualitativa fue diseñada para que fuera fácil de recordar como un enfoque «2-2-2»: es decir, el Banco «dobla» la base monetaria para alcanzar la meta de estabilidad de precios en el «2 por 100» en un periodo de «dos años».

Además, el BDJ eligió la base monetaria —la cantidad de dinero que suministra a la economía en su conjunto— como la meta operativa para la expansión cuantitativa y cualitativa. En parte, esto se debió a que dicha base monetaria era mucho más familiar para el público que el saldo de las cuentas corrientes, que había sido la meta operativa adoptada por el BDJ durante la expansión cuantitativa de 2001 a 2006.

El tercer aspecto para facilitar la comunicación consiste en simplificar el marco de la política monetaria, en particular, con respecto a las compras de títulos del gobierno japonés por parte del BDJ. Antes de la expansión cuantitativa y cualitativa, las compras de estos títulos se realizaban en dos tipos de operaciones diferentes: uno realizado en el marco del programa de compra de activos de la expansión monetaria exhaustiva introducido en octubre de 2010 y el otro para facilitar las operaciones del mercado abierto. Aunque conceptualmente estas operaciones son diferentes, se puede argumentar que enfatizar el tamaño total de las compras de estos títulos sería una manera mucho más fácil de comunicar la intención de política del BDJ. Por lo tanto, los sintetizó juntos al introducir la expansión cuantitativa y cualitativa.

Por último, con el fin de implementar una cantidad de compras de títulos del gobierno

japonés excepcionalmente elevada y suministrar base monetaria de manera fluida, el BDJ estableció foros en los que se reforzaba el diálogo con los participantes en el mercado en relación con las operaciones y las condiciones generales del mismo. Además, los miembros del Consejo de Política Monetaria habían dado discursos en varios lugares, tanto en casa como en el extranjero, para facilitar una mejor comprensión y transmitir la intención del BDJ para superar la deflación.

## 2.2. El mecanismo de transmisión de la expansión cuantitativa y cualitativa

Hay básicamente tres canales mediante los cuales la expansión cuantitativa y cualitativa afecta a la economía y los precios (gráfico 5).

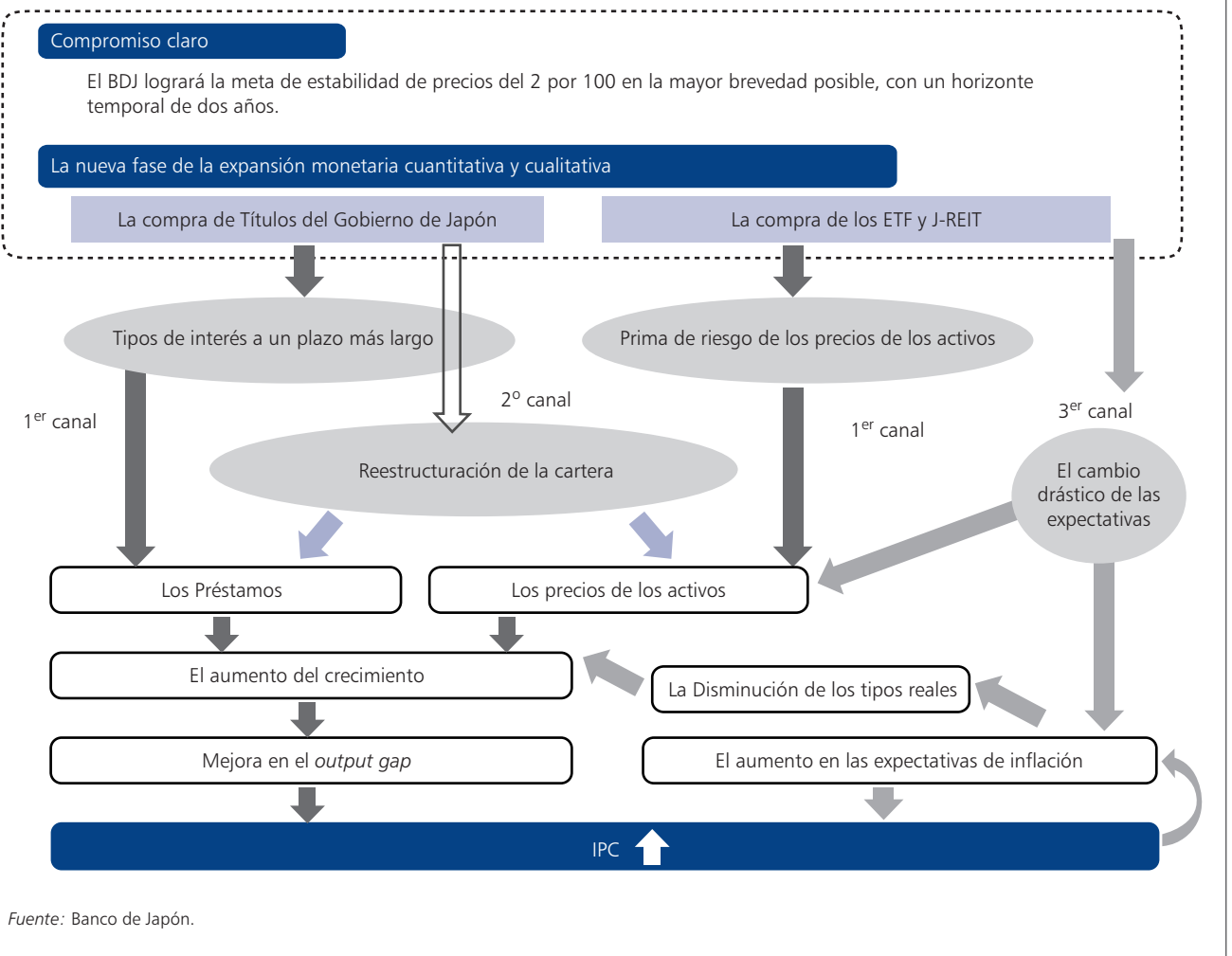
En primer lugar, las compras de los títulos del gobierno japonés, los ETC y los J-REIT contemplan tipos de interés por encima de la curva de tipos de interés y por debajo de las primas de ries-

go de los activos. Ello estimulará la demanda de créditos a través de una disminución en los costes de financiación.

En segundo lugar está el llamado efecto de reestructuración de la cartera de valores. Las compras masivas de los títulos del gobierno japonés por parte del BDJ alientan a los bancos e inversores institucionales a cambiar sus carteras de valores hacia menos de esos títulos y más hacia activos financieros de riesgo incluyendo préstamos.

GRÁFICO 5

### EL CANAL DE TRANSMISIÓN DE LA EXPANSIÓN MONETARIA CUANTITATIVA Y CUALITATIVA





En tercer lugar está el cambio en las expectativas. El compromiso claro del BDJ para la consecución de la meta de estabilidad de precios en el 2 por 100 a la mayor brevedad posible, apuntado por una dramática expansión de su balance, debe cambiar las expectativas de los mercados, las empresas y los hogares. En la formulación de las expectativas de inflación, lo que importa no es solo el elemento del futuro sino también un elemento de adaptación retrospectivo. El primero se basa en el compromiso y las acciones del BDJ, y el segundo se ve reforzado por la serie temporal de los incrementos en la tasa de inflación observada durante la progresión de la expansión monetaria agresiva.

La comparación de estos canales con los explicados anteriormente en la expansión monetaria exhaustiva, la cuantitativa y cualitativa tiene la intención de ejercer mayores efectos en el canal de las expectativas. Este énfasis en un cambio de las expectativas es uno de los elementos más importantes que diferencia fundamentalmente esta última expansión a las anteriores políticas del BDJ. En una situación en la que la inflación sigue aumentando, las expectativas de inflación mantienen su tendencia alcista debido tanto a un elemento retrospectivo como a uno hacia el futuro.

Por último, como se ha comentado en la sección IV.2 sobre

los mecanismos de crédito, el BDJ los amplió en febrero de 2014 para apoyar las iniciativas de las instituciones financieras y aumentar los préstamos. Mientras el motor principal de política monetaria del BDJ es la expansión cuantitativa y cualitativa, estos instrumentos están diseñados para reforzar el mecanismo de transmisión de dicha política.

## VI. RETOS FUTUROS

Después de la crisis financiera mundial, el Banco de Japón mantuvo la estabilidad financiera recurriendo a una serie de instrumentos políticos. Algunos fueron ejecutados en conjunto con otros bancos centrales, mientras que otros se llevaron a cabo por su propia iniciativa para combatir la deflación. Más recientemente, en abril de 2013, el BDJ comenzó la expansión cuantitativa y cualitativa. Desde entonces se ha observado una evolución favorable de la actividad económica y los precios; es justo decir que ha avanzado con la aproximación del desafío a largo plazo de superar la deflación corrosiva que había arraigado en la economía de Japón a lo largo de casi quince años. Sin embargo, todavía existen retos.

En primer lugar, el desafío sin precedentes del BDJ para lograr la finalidad de la estabilidad de precios en el 2 por 100 está por cumplir a día de hoy. Se está a la mitad del camino y se busca

constantemente la expansión cuantitativa y cualitativa, que es de suma importancia para cumplir el reto de superar la deflación. El BDJ seguiría estando fuertemente comprometido con la eliminación de la deflación de una vez por todas. En este sentido, examinará los riesgos tanto al alza como a la baja de la actividad económica y los precios, y hará los ajustes que correspondan. Se seguirá adoptando la postura de hacer cuanto se pueda para lograr la estabilidad de precios en el 2 por 100.

En segundo lugar, hace falta una salida de las políticas no convencionales. En esta coyuntura, es prematuro hablar de cuándo y cómo el BDJ debe salir de la expansión cuantitativa y cualitativa, pero una cosa que sí es segura es que cuenta con una gran variedad de herramientas y muchas maneras de salir de ella. Por ejemplo, el reembolso de la cartera de los títulos del gobierno japonés y el ascenso del tipo de interés sobre el exceso de reservas se podrían considerar como posibles instrumentos. No obstante, la combinación real y la secuencia de estas herramientas dependerá sin duda alguna de la evolución de la economía, los precios y los mercados financieros en el momento de la salida. En cualquier caso, el BDJ está equipado con una amplia gama de instrumentos operativos y realizará sus máximos esfuerzos para cumplir con el mandato de la meta de estabilidad de precios.