

## LOS DESAFÍOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN JAPÓN

## Los desafíos de la política monetaria en Japón

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Montero, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

Desde el fin de la Segunda Guerra Mundial hasta el inicio de la década de los noventa (véase gráfico 1), la economía de Japón se caracterizó, salvo un paréntesis durante los años setenta, por un elevado crecimiento en un entorno de baja inflación. Sin embargo, la corrección de la burbuja financiera que se había ido formando en los años ochenta supuso el inicio de una prolongada fase de estancamiento económico, que vino acompañada, desde 1998, de deflación de precios. Los problemas económicos se agudizaron por una grave crisis bancaria en la segunda mitad de los noventa. El subsiguiente proceso de reestructuración económica ha llevado mucho más tiempo del esperado, pero desde el año 2002 se ha iniciado una fase de expansión, algo titubeante, que ha permitido registrar tasas de crecimiento promedio algo por encima del 2% anual.

Hacia principios de 2006, se observaron asimismo indicios de que podría estar próximo el final de la deflación, al situarse en terreno positivo la tasa de inflación de los precios de consumo. En consecuencia, el 9 de marzo de 2006 el Banco de Japón (BdJ) anunció un cambio en su política monetaria, caracterizada hasta entonces por unos tipos de interés oficiales cercanos al 0% y que se había venido instrumentando excepcionalmente a través de objetivos cuantitativos sobre las reservas bancarias (lo que se conoce como *quantitative easing*), con el fin de incrementar drásticamente la liquidez. El proceso de normalización de la política monetaria suponía el retorno al instrumento de tipo de interés —en concreto, el interbancario a un día— y el paulatino incremento de este. Posteriormente, el 14 de julio de 2006, el BdJ elevó el tipo de interés oficial hasta el 0,25%, poniendo fin a un período de 5 años de tipos prácticamente nulos.

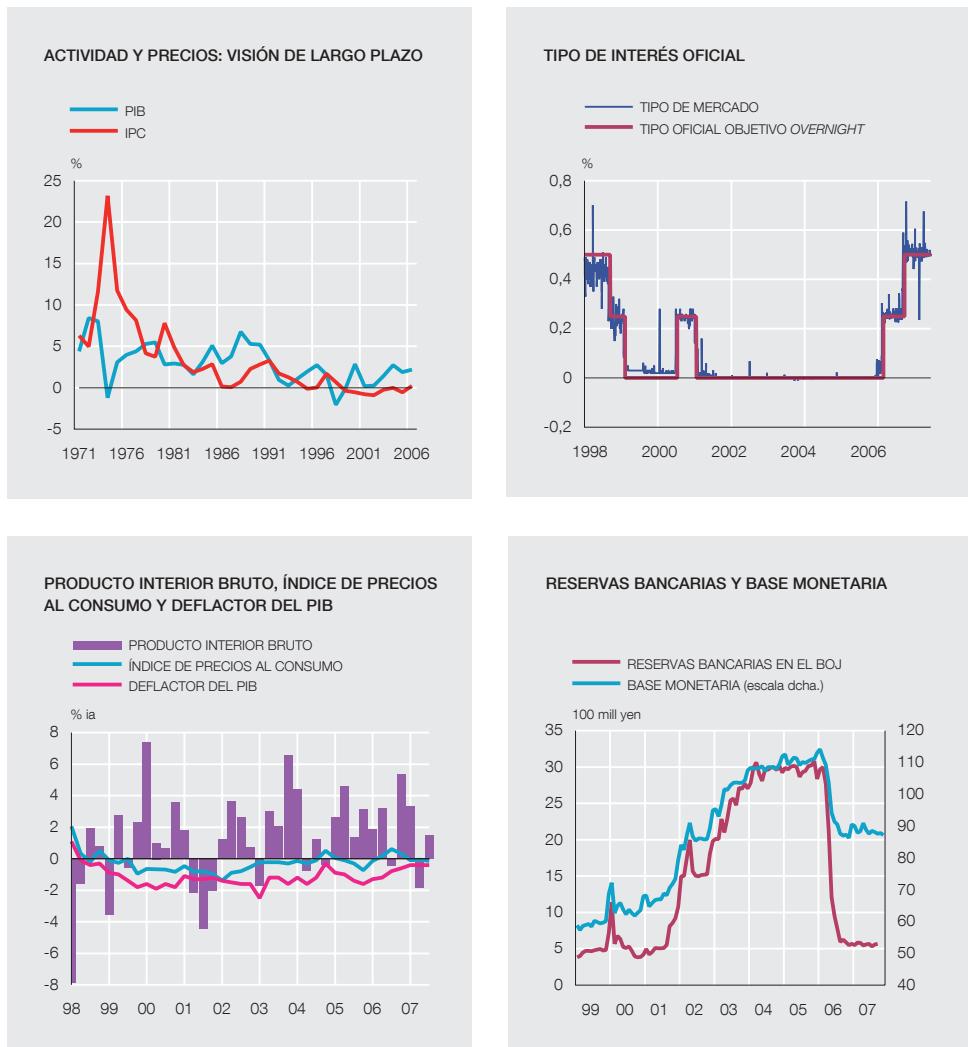
En este artículo se analiza esta nueva fase de la política monetaria y sus dificultades y retos, como los derivados de fijar una meta de inflación o de la revitalización del mercado monetario. También se analizan otras cuestiones relacionadas, como la acumulación de deuda pública por el banco central y el fenómeno del *carry trade* en yenes. En esta fase se espera que los mercados financieros recuperen progresivamente su operativa usual, se abandone definitivamente la deflación y se consolide la expansión económica de forma autónoma. Sin embargo, este escenario favorable no puede darse por sentado y el proceso puede ser largo y no exento de contratiempos, como se está viendo en los últimos meses, en los que la inflación ha retorna al territorio negativo. El éxito de esta normalización tendrá también consecuencias importantes para la economía global. No hay que olvidar que la economía japonesa sigue siendo la tercera mayor del mundo y su consolidación como motor económico global podrá ayudar a equilibrar las fuentes de crecimiento mundial y contribuir, así, a la reducción de los desequilibrios globales.

### La política monetaria japonesa en el pasado reciente

#### ANTECEDENTES

La política monetaria de tipo de interés oficial al 0% comenzó en febrero de 1999 (véase gráfico 1, panel superior derecho), como respuesta al persistente estancamiento económico y al surgimiento de tensiones deflacionistas, así como al grave deterioro del sistema financiero, que había resultado en el colapso del crédito bancario. En abril de ese año, el BdJ se comprometió, no sin ciertas reticencias, a mantener tipos oficiales nulos hasta que las tensiones

1. Con la ayuda técnica de Luis Franjo.



FUENTES: Banco de Japón y Datastream.

deflacionarias se disipasen, si bien dejó claro que esta era una política excepcional que sería revertida lo antes posible [Hutchison, Ito y Westermann (2006)]. La economía nipona logró recuperarse hacia finales de 1999 y creció un 3% a lo largo del año 2000 (véase gráfico 1, panel inferior izquierdo). Ello indujo al banco central a abandonar la política del tipo al 0% en agosto de 2000, cuando elevó el tipo oficial en 25 pb, aunque la tasa de inflación permanecía en terreno negativo, lo que supuso una cierta controversia con el Gobierno. A los pocos meses, Japón volvió a sufrir una severa recesión, inducida por la corrección de la burbuja tecnológica y los temores a que el sistema bancario quebrase, lo que agudizó las tendencias deflacionarias.

El BdJ decidió abordar los retos que planteaba la deflación de una forma más decidida en marzo de 2001, cuando introdujo una política monetaria mucho más expansiva —se la ha denominado «ultraexpansiva»—, basada en objetivos cuantitativos sobre las reservas bancarias, ante la ineeficacia de la estrategia previa para solventar el problema de la deflación y de la pertinaz recesión. La nueva estrategia se basaba en dos pilares: la provisión ilimitada de liquidez para mantener los tipos de interés en el 0% y el compromiso de mantener esta política hasta que la inflación subyacente registrase tasas positivas de forma sostenida. Este último compromiso fue reforzado posteriormente, en octubre de 2003, cuando el BdJ se compro-

metió a continuar dotando ampliamente de liquidez el sistema financiero hasta que tanto la inflación corriente como la esperada se mantuieran en terreno positivo de forma sostenida (una condición necesaria, pero no suficiente, pues también se supeditó a la evolución de la actividad económica).

Esta política ultraexpansiva se instrumentó a través de las reservas bancarias que, en el momento de su introducción, se encontraban en torno a 5 billones de yenes, por encima del nivel legal (4 billones de yenes, que en marzo de 2003 se elevó a 6 billones). El BdJ incrementó en 9 ocasiones su meta para las reservas, hasta alcanzar un rango de entre 30 billones y 35 billones de yenes en enero de 2004, seis veces más que el nivel que se estimaba necesario para mantener los tipos en el 0% (véase gráfico 1, panel inferior derecho). El nivel de liquidez se incrementó de forma gradual, principalmente, mediante la adquisición de títulos de deuda pública, puesto que la operativa normal del mercado monetario —a través de repos a muy corto plazo— quedó comprometida por el reducido nivel de los tipos de interés, que no permitía obtener márgenes para cubrir los costes operativos de este mercado. De hecho, este mercado casi desapareció en la práctica y su papel fue asumido por el banco central. Posteriormente, el BdJ también pasó a inyectar liquidez mediante la compra de otros instrumentos, como acciones mantenidas por los bancos comerciales, a partir de noviembre de 2002, e instrumentos asociados a la titulación de activos (*asset-backed securities*)<sup>2</sup>, desde julio de 2003. La contundencia de esta política monetaria ultraexpansiva queda reflejada en la evolución de la base monetaria japonesa, que pasó del 12,8% del PIB en 1998 al 23,2% en 2005, mientras que en Estados Unidos se mantuvo en ese período en el entorno del 6% del PIB.

#### EFFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DE TIPO CERO

Cuando el tipo de interés oficial de corto plazo está próximo al 0%, el instrumento convencional de estímulo monetario —recortar su nivel— se agota. Sin embargo, en la medida en que las decisiones de gasto de los individuos y la valoración de los activos financieros dependen en parte de la senda futura de tipos de interés, el objetivo del nuevo marco monetario era conseguir afectar a todos los tramos de la curva de tipos a través de un suministro amplio de liquidez, con el fin de estimular la actividad económica y financiera. Se esperaba que el mantenimiento de condiciones de liquidez muy holgadas ayudara al banco central a construir una reputación anti-deflacionista, ya que supone un compromiso más visible que una promesa puramente verbal sobre el tipo de interés oficial futuro. Por otro lado, sin tal reputación, sería difícil gestionar, y posteriormente absorber, los desajustes de liquidez sin provocar perturbaciones importantes en los mercados financieros. Si la estrategia funciona y los mercados internalizan las expectativas de mantenimiento de tipos reducidos, la reducción de tipos se trasladaría a los tramos largos de la curva de rendimientos. Baba et ál. (2005) demuestran que, efectivamente, la combinación del exceso de liquidez con la política de tipos nulos tuvo un impacto significativo sobre las expectativas de tipos futuros, así como sobre las primas de riesgo en los mercados monetarios en los plazos de 3 a 5 años.

Estos resultados están en línea con los mecanismos que, según Bernanke y Reinhart (2004), pueden ser efectivos —la evidencia disponible no es concluyente al respecto— para generar estímulos sobre la actividad cuando el límite del 0% para los tipos de interés nominales ha sido alcanzado. Además de alterar las expectativas de tipos de interés y contribuir a la credibilidad del compromiso de los tipos de interés futuros nulos, Bernanke y Reinhart señalan los cam-

2. A marzo de 2006, las tenencias de acciones en el balance del BdJ ascendían a cerca de 2 billones de yenes, es decir, un 1,4% del total de sus activos, mientras que el saldo de instrumentos asociados a la titulización de activos suponía 106 millones de yenes, apenas un 0,07% del activo total. En marzo de 2007, las acciones alcanzaban cerca de 1,8 billones de yenes, y los activos titulizados ya habían desaparecido del balance. Para un análisis más detallado de las operaciones de mercado abierto del Banco de Japón véase Maeda et ál. (2005).

bios en la composición del balance del banco central como otro instrumento potencial de política monetaria<sup>3</sup>. Por ejemplo, la autoridad monetaria podría influir sobre las primas a plazo, y por tanto los rendimientos, de los títulos de deuda pública<sup>4</sup> mediante una mayor adquisición relativa de títulos a largo plazo, al ser un actor importante en el mercado de deuda pública. Argumentos similares podrían emplearse con las compras de otros tipos de activos, como la deuda corporativa o las acciones, aunque los mencionados autores admiten que su eficacia es limitada.

La instrumentación excepcional de la política monetaria japonesa tuvo una serie de consecuencias sobre su sistema financiero, algunas de ellas imprevistas. Entre las principales, cabe destacar que las compras de instrumentos asociados a la titulación de activos permitieron desarrollar este mercado, al dotarle de liquidez, al tiempo que las compras de las acciones en el balance de los bancos comerciales redujeron su vulnerabilidad a las oscilaciones de los mercados de renta variable. Este impacto favorable facilitó el proceso de saneamiento del sistema financiero, contribuyendo así a recomponer una pieza clave del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Además, el Banco de Japón reemplazó en sus actividades al mercado monetario, cuya actividad, como ya se ha comentado, se redujo al mínimo. Por último, también hay que destacar que la acusada caída de los tipos de interés eliminó las primas de riesgo en el mercado monetario, lo que se acabó trasladando de forma encadenada a otros segmentos del mercado financiero, como la deuda pública y los bonos corporativos<sup>5</sup>. Se generó así lo que se denominó como «la paradoja de las primas de riesgo»: a pesar del deterioro de la calidad crediticia de las empresas y las entidades financieras, las primas de riesgo se comprimieron en todos los segmentos; sin embargo, esto no impulsó el crédito, debido, precisamente, a la imposibilidad de discriminar por riesgo en un contexto en el que los balances empresariales y bancarios estaban muy deteriorados. En cualquier caso, es improbable que una mayor diferenciación entre buenos y malos deudores a través de las primas de riesgo hubiera permitido una reactivación del crédito, puesto que la salud del sistema financiero estaba muy deteriorada.

### **La transición hacia una política monetaria normalizada**

El abandono de la política monetaria ultraexpansiva en 2006 implicó la absorción del exceso de liquidez existente en la economía mediante la reducción gradual de los saldos de los bancos en las cuentas corrientes del BdJ hasta el nivel de las reservas legales (6 billones de yenes), proceso que parece que culminó en agosto de 2006, sin apenas perturbaciones en los mercados monetarios. Este proceso se tradujo, también, en una notable contracción de la base monetaria, de un 20% entre marzo de 2006 y junio de 2007 (véase gráfico 1, panel inferior derecho). Por su parte, las compras de bonos públicos de largo plazo se están manteniendo por el momento hasta que se recupere la normalidad en el mercado monetario (véase la sección titulada «La normalización del mercado monetario y de las compras de deuda pública»).

Además del cambio en la instrumentación, la autoridad monetaria introdujo un nuevo marco para el manejo de la política monetaria, que, en lo fundamental, consta de dos pilares [Banco

---

3. También se señala otro canal derivado de la expansión de las reservas bancarias. Si el dinero es un sustituto imperfecto del resto de activos financieros, entonces un incremento sustancial de la oferta monetaria puede inducir ajustes de las carteras de los inversores, que resulten en elevaciones de los precios de los activos alternativos (y, por tanto, reducciones de sus tipos de interés). En consecuencia, menores rendimientos de estos activos estimularán la actividad económica. 4. Un requisito indispensable para que esto sea así es que se trate de activos con características de riesgo y liquidez muy distintas, de tal forma que no sean tratados por los inversores como sustitutos perfectos, lo que impediría que cambios en la demanda relativa motivados por un gran comprador alterasen los precios relativos de dichos activos. 5. El desplome de los tipos del mercado monetario provocó la salida de flujos financieros hacia el mercado de deuda pública a largo plazo, que también vio reducidos sus tipos de interés hasta unos niveles que impulsaron a los inversores a buscar rentabilidad en otros mercados, como el de los bonos corporativos. La afluencia de capitales hacia este mercado produjo un fenómeno similar de reducción acusada de tipos y de primas de riesgo.

de Japón (2006a)]. En primer lugar, reafirmó su compromiso con la estabilidad de precios y estableció un rango de referencia (no necesariamente una meta) del 0%-2% para la tasa de inflación, que trata de reflejar la valoración que tienen los miembros del Consejo de Gobierno acerca de la estabilidad de precios y que se revisará anualmente.

El segundo pilar consiste en que el BdJ decidirá el curso de la política monetaria mediante el examen de las previsiones de la actividad económica y de los precios en un horizonte de 1 a 2 años (enfoque *forward looking*), sustituyendo a un enfoque más adaptativo, que hubiese esperado a que las tasas de inflación confirmasen la salida definitiva de la deflación para modificar el rumbo de la política monetaria. El BdJ añadió una consideración importante al señalar que, desde una perspectiva de largo plazo, también se evaluarán los distintos riesgos que sean más relevantes para la ejecución de la política monetaria, aunque su probabilidad sea pequeña. Esto respalda la eventualidad de que la política monetaria pueda reaccionar ante el posible surgimiento de burbujas en los precios de los activos o de procesos de sobreinversión, alentados por unas condiciones monetarias excesivamente laxas o una asignación ineficiente de los recursos.

En definitiva, la nueva estrategia se ha interpretado como consistente con una meta implícita de inflación positiva, pero cercana al 0% a medio plazo, aunque, en las peculiares circunstancias actuales —el inicio de la salida de la deflación—, se establece una referencia en torno al 1% para evitar que los mercados descuenten elevaciones agresivas de tipos de interés en el corto plazo que podrían ser dañinas para la actividad.

#### **Los desafíos de la normalización de la política monetaria**

La transición hacia una política monetaria normalizada no está exenta de desafíos, entre los que destacan las dificultades para que la inflación se consolide en terreno positivo. Cabe añadir, en primer lugar, la elección de una meta (o referencia) para la tasa de inflación que deberán perseguir las autoridades monetarias, tras un largo período deflacionario. Además, el mercado monetario debe recuperar su normal funcionamiento, lo que supone reducir las tenencias de deuda pública en el banco central. También hay que resaltar el reto que presentan las ingentes posiciones de *carry trade* en yenes, acumuladas al abrigo de los reducidos tipos de interés nipones. Todas estas cuestiones se analizan en las siguientes secciones.

#### **LOS SESGOS DE MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN Y UNA «META» DE INFLACIÓN DEMASIADO BAJA**

El BdJ ha justificado el establecimiento de un rango de inflación bajo, en un contexto en el que el objetivo principal de las autoridades monetarias es la salida de la deflación, con que Japón tiene una inflación estructural más baja que la mayoría de economías desarrolladas. Esto supone que las familias y las empresas guían sus acciones en función de unas expectativas de inflación muy reducidas. A modo ilustrativo, la diferencia entre la inflación media nipona y la inflación media del resto de economías del G7 en el período 1983-1994 —es decir, después del *shock* del petróleo de inicios de los años ochenta y antes del inicio de la deflación— fue de 2,4 puntos porcentuales (pp).

La fijación de un objetivo de inflación por encima de cero que sea compatible con la estabilidad de precios ha sido comúnmente aceptada sobre la base de tres razones fundamentales<sup>6</sup>. La primera es que una inflación positiva favorece el ajuste de los precios relativos de la economía; la segunda, que permite un mayor rango de variación en los tipos de interés reales, dado el límite inferior del 0% para los tipos nominales, en particular, cuando se desea situar aquellos en torno o por debajo de cero; y la tercera, que suelen existir sesgos al alza en la

6. Véase Viñals (2001) y las referencias ahí citadas.

medición de la inflación. Este último factor cobra mayor relevancia en el caso de Japón, dada la cercanía de la tasa de inflación al territorio negativo, y ha sido objeto de notable controversia recientemente.

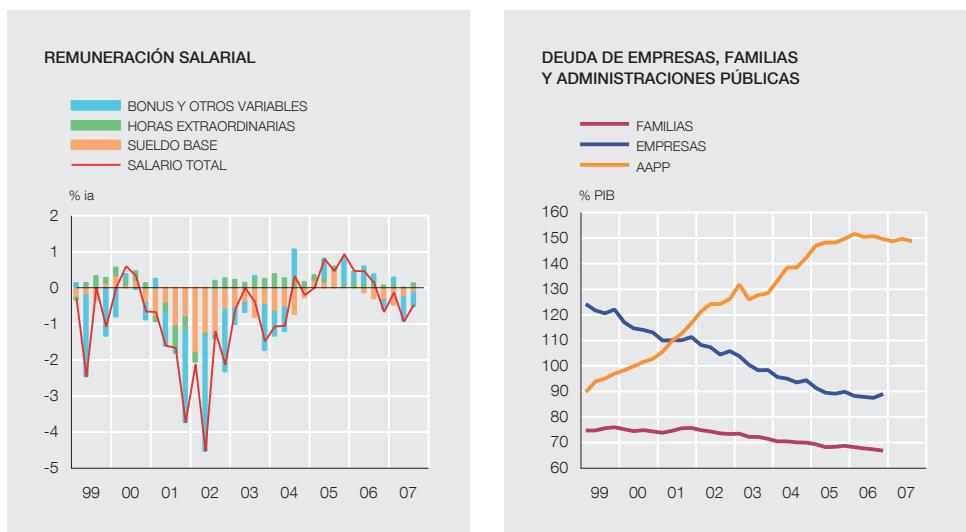
Uno de los sesgos al alza se deriva de que las ponderaciones de los distintos bienes que componen la cesta de consumo son fijas y se actualizan con poca frecuencia<sup>7</sup>. En consecuencia, no se tiene en cuenta el efecto sustitución ante cambios en los precios relativos. Otros factores que introducen distorsiones (al alza) en las medidas del IPC son la aparición de nuevos productos (si presentan tasas de inflación más bajas que la media), que también tardan en incluirse en la cesta de consumo, la aparición de nuevas tiendas o centros comerciales, que afectan a los patrones de consumo o de formación de precios, y las mejoras de calidad en ciertos productos. Según el BdJ, estos sesgos se han reducido sustancialmente en los últimos años mediante una serie de cambios metodológicos<sup>8</sup>, y se situarían entre dos y tres décimas de inflación en el IPC, según Nishimura (2006). En el resto de economías desarrolladas estos sesgos se sitúan entre medio y un punto de inflación. Sin embargo, algunos autores, como Weinstein y Broda (2007), refutan esta valoración oficial del sesgo inflacionista en Japón y estiman que los distintos sesgos de medición del IPC suponen entre 1 pp y 2 pp, cuando se valoran adecuadamente los sesgos de sustitución y por calidad. Más concretamente, sostienen que, si se aplicasen los estándares norteamericanos a la elaboración del IPC nipón, la tasa de deflación media desde 1999 habría sido del 1,4% anual, frente al 0,4% efectivamente medido. Por ello, aunque la revisión del IPC realizada en agosto de 2006 —que supuso, principalmente, el cambio del año base de 2000 a 2005 y la ampliación del número de productos y establecimientos encuestados— implicó una notable reducción de la tasa de inflación, de 0,5 pp de media en el primer semestre de 2006, no cabe excluir que subsistan todavía sesgos elevados en la medición de la inflación.

La probable presencia de importantes sesgos al alza en la medición del IPC y el establecimiento de una referencia de inflación reducida (en torno al 1%) exponen a la economía japonesa al riesgo de que una perturbación negativa de cierta entidad y persistencia introduzca a la economía en una nueva senda deflacionaria. Las autoridades japonesas argumentan que la posibilidad de caer en una nueva fase de estancamiento económico y deflación es muy remota. Tanto los bancos como las empresas no financieras parecen haber superado los excesos acumulados durante los años ochenta: i) el exceso de capacidad derivado de la sobreinversión, inducida tanto por el elevado crecimiento económico como por unas condiciones monetarias excesivamente laxas; ii) el exceso de empleo, generado por un nivel extraordinario de contratación que acompañó a la sobreinversión, y iii) el excesivo endeudamiento, que deterioró los balances de las compañías niponas. De hecho, la economía se encuentra en una fase de expansión que ya dura cinco años, en la cual el crédito bancario ha vuelto a crecer, la inversión es robusta, el empleo se muestra dinámico y el contexto internacional, de momento, es favorable, a pesar de las recientes turbulencias financieras.

Las autoridades japonesas también argumentan que los problemas de caer en una espiral deflacionaria serían ahora menores [Banco de Japón (2006b)]. En primer lugar, los salarios nominales exhiben mayor flexibilidad a la baja que en otras economías, debido a que los com-

---

7. Cada 5 años en el caso japonés, aunque se revisan a mitad de lustro (la primera revisión intermedia fue en 2003). 8. Entre otras mejoras, destaca que algunos productos, como los PC y las cámaras digitales, se ajustan con el método de los precios hedónicos para tener en cuenta los cambios en su calidad; también se ha ampliado el número de establecimientos encuestados y la frecuencia de revisión de los productos incluidos en la cesta de consumo.

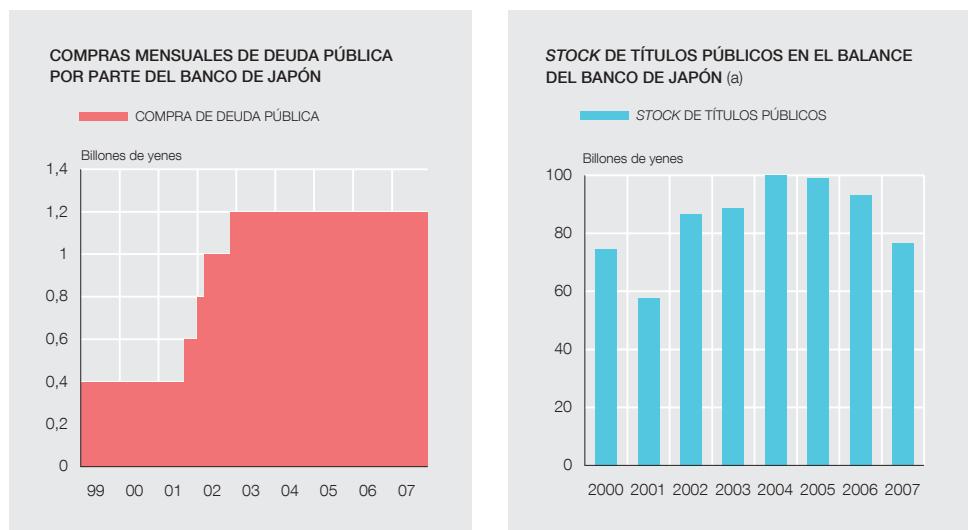


plementos variables suponen en torno a un 20% del salario total y las empresas los tienden a ajustar en función de la productividad (véase gráfico 2, panel izquierdo). También se ha producido un ajuste en las demandas de los sindicatos, que se han mostrado dispuestos a ajustar los salarios a cambio de preservar el empleo.

En segundo lugar, fruto del intenso proceso de reestructuración atravesado por la economía nipona en los últimos años, el nivel de endeudamiento tanto de las familias como de las empresas se ha reducido (véase gráfico 2, panel derecho). En consecuencia, el impacto de una eventual deflación sobre la riqueza neta de los agentes sería más reducido que en el pasado, contribuyendo a mitigar sus costes. Sin embargo, esta visión positiva de la salud financiera del sector privado se ve en parte compensada por el notable incremento de la deuda pública desde los años noventa. En este caso, el retorno de la deflación contribuiría a inflar aún más el stock de pasivos públicos, que ya suponen un porcentaje muy elevado del PIB (150%).

En cualquier caso, aunque los riesgos de deflación fueran reducidos —lo que no es tan evidente, dada la evolución reciente de la inflación—, la experiencia japonesa subraya los costes que tiene un período prolongado de reducción de precios, las dificultades de salir de él y los desafíos estratégicos que implica para la política monetaria. Conscientes de ello, las autoridades monetarias han manifestado la necesidad de disponer de un margen de maniobra en términos de una «referencia» positiva para la tasa de inflación, en función de 5 factores: i) el grado de rigidez nominal de los salarios; ii) el nivel de crecimiento potencial; iii) la salud del sistema financiero; iv) la flexibilidad de la política fiscal, y v) la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En conclusión, los fundamentos de la economía japonesa son más sólidos que hace una década: la salud financiera de las familias y de las empresas ha mejorado sustancialmente, se ha avanzado en la liberalización y desregulación de la economía y la expansión económica parece estar consolidándose, pues la demanda interna contribuye al crecimiento de una forma más decidida. Sin embargo, la amenaza de la deflación aún no ha desaparecido del todo, como lo confirma el hecho de que los últimos datos de inflación todavía permanezcan muy cercanos al territorio negativo. Si bien en parte la actual atonía de los precios puede ser



FUENTE: Banco de Japón.

a. Los datos hacen referencia al año fiscal de Japón, que va desde el 1 de abril hasta el 31 de marzo del siguiente año.

catalogada como benigna, puesto que está determinada por factores estructurales, como la introducción de las nuevas tecnologías de la información, la globalización y la desregulación de algunos sectores, esta situación incrementa la probabilidad de que una perturbación negativa de cierta intensidad sobre la actividad (y/o los precios) acabe afectando a las expectativas de inflación y resulte en un nuevo período de estancamiento económico y deflación moderada —más, si cabe, si se tienen en cuenta los sesgos del IPC estimados por algunos autores—.

#### LA NORMALIZACIÓN DEL MERCADO MONETARIO Y DE LAS COMPRAS DE DEUDA PÚBLICA

La reducción de los tipos de interés hasta niveles cercanos al 0% implicó, como se ha mencionado, el bloqueo del mercado monetario, cuyo papel fue asumido por el banco central. En este nuevo contexto, las compras de deuda pública contribuyeron decisivamente a incrementar la liquidez del sistema, bajo unas circunstancias en las cuales las instituciones financieras no tenían incentivos para mantener cuantías excedentes de reservas bancarias —que no se remuneran—. Con unos tipos tan reducidos era difícil obtener márgenes en la gestión de la liquidez, así que la operativa con títulos públicos de largo plazo, con rendimientos positivos, ofrecía un claro atractivo, al que había que añadir el hecho de que el Banco de Japón garantizaba la liquidez en muchos segmentos de este mercado. La operativa con estos instrumentos permitió mitigar el riesgo de mercado del balance de los bancos, en un período en el que estaban sufriendo tensiones como consecuencia de la crisis bancaria, puesto que las entidades podían contener las pérdidas asociadas a las oscilaciones en los precios de sus tenencias de deuda pública mediante la venta de estos activos al banco central.

Las compras periódicas de títulos públicos en el mercado secundario comenzaron en 1995. Inicialmente suponían en torno a 0,4 billones de yenes mensuales. Posteriormente, con la introducción de la política monetaria ultraexpansiva, estas cantidades fueron incrementándose gradualmente, hasta 1,2 billones, en noviembre de 2002, cifra que se ha mantenido hasta hoy día (véase gráfico 3). En todo caso, las compras de deuda pública de largo plazo están sujetas a la limitación de que el saldo en su balance no puede superar el stock de efectivo en circulación [Maeda et ál. 2005]).

Desde marzo de 2005, el stock de títulos públicos en el balance del Banco de Japón ha presentado una trayectoria descendente, pues se está amortizando más deuda de la que se adquiere (véase gráfico 3, panel derecho), y a finales de junio de 2007 se situó en 70,5 billones de yenes (49 billones en deuda a medio y largo plazo y 21,5 billones en deuda a corto plazo), es decir, unos 590.000 millones de dólares. A diciembre de 2006, estos títulos suponían un 11,2% del total de bonos públicos, que sumaban 676,3 billones de yenes (unos 5,7 billones de dólares), aproximadamente un 18,5% del PIB<sup>9</sup>.

A medida que se reactive el funcionamiento del mercado monetario, se espera que el Banco de Japón limite sus compras periódicas de deuda de largo plazo, para dar más peso a otros instrumentos más apropiados, como los *repos*<sup>10</sup>. Además, no es conveniente depender en exceso de las compras directas de deuda pública para lograr los objetivos de oferta monetaria por otros dos motivos [Maeda et ál. (2005)]. En primer lugar, porque resta flexibilidad a la autoridad monetaria, ya que son activos que permanecen en su balance por muchos años y podría haber problemas en el futuro para deshacer estas posiciones sin distorsionar el mercado de deuda pública. Y, en segundo lugar, para evitar la percepción de que se está actuando como sostén de los precios de los bonos públicos o financiando al Gobierno, por las distorsiones que ello implica sobre la curva de tipos. De hecho, el mantenimiento del objetivo mensual de compras de títulos públicos por el BdJ se ha interpretado como una «concesión» al Gobierno, por haber terminado la política ultraexpansiva antes de lo que este hubiera deseado<sup>11</sup>.

ENDEUDAMIENTO EN YENES  
PARA INVERTIR EN DIVISAS  
DE MAYOR RENTABILIDAD:  
LOS CARRY TRADES EN YENES

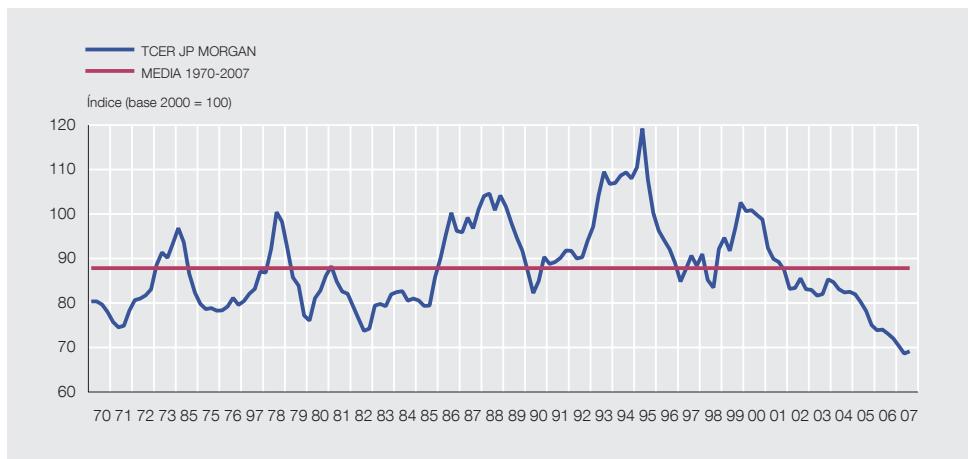
Una de las principales consecuencias de los reducidos tipos de interés nipones ha sido la pérdida de atractivo como inversión de algunos de los activos denominados en yenes, resultado de lo cual la divisa japonesa ha tendido a depreciarse en los últimos años, tanto en términos reales como nominales. De hecho, la depreciación ha sido tan acusada que el tipo de cambio real se ha situado en niveles mínimos desde los años setenta, un 20% por debajo de su media histórica (véase gráfico 4). A medida que se consolide la recuperación económica y se normalice la política monetaria, cabe esperar una apreciación de la divisa japonesa hacia niveles más coherentes con el nuevo contexto económico.

El menor deseo de invertir en yenes tiene su contrapartida en el mayor atractivo de las denominadas estrategias de *carry trade* en esta moneda. En el caso que nos ocupa, esta estrategia consiste en que un inversor adopta una posición corta en yenes, aprovechando su reducido coste, y larga en activos denominados en otras divisas, que ofrecen un rendimiento mayor, típicamente mediante el mercado de derivados financieros. Estas inversiones suelen ser rentables en tanto que las ganancias derivadas de los diferenciales de tipos de interés no son compensadas por los movimientos del tipo de cambio. En consecuencia, el atractivo de estas operaciones depende inversamente de los incrementos en la volatilidad cambiaria y de las reducciones súbitas en las expectativas de diferenciales de tipos de interés.

A pesar de la importancia de estas estrategias, no existe una medida precisa de su cuantía. Sin embargo, se puede obtener una aproximación indirecta analizando varios tipos de estadísticas. Por el lado de la financiación, una parte de las operaciones de *carry trade* en yenes debería quedar reflejada en las estadísticas de los activos bancarios en yenes de las entidades

---

9. A modo de comparación, la Reserva Federal posee en torno al 9% del total de deuda pública, es decir, un 5,5% del PIB. 10. Los *repos* se prefieren a las compras directas [Borio (2001)] porque i) no requieren un mercado líquido para el subyacente, ii) tienen un impacto indirecto sobre el precio del activo intercambiado, y iii) rompen el vínculo entre el plazo de vencimiento del título y de la transacción. 11. En cualquier caso, el Banco de Japón tiene prohibido por ley la extensión de crédito a las Administraciones Públicas.



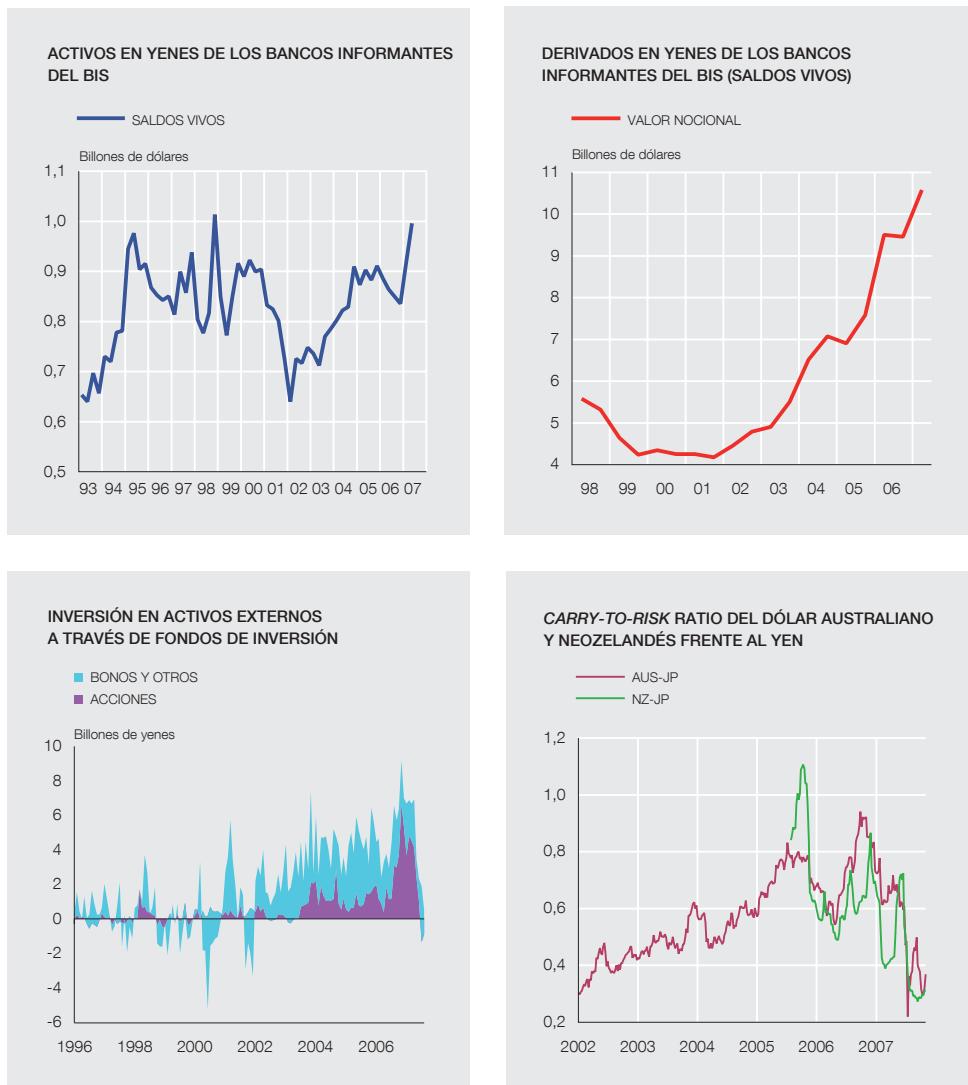
FUENTE: JP Morgan.

que informan al BIS (véase gráfico 5, panel superior izquierdo), que muestran que las posiciones en yenes han aumentado considerablemente desde 2002, situándose cerca de los niveles de 1998<sup>12</sup>. Asimismo, según datos del BIS, el valor nocial de los contratos sobre los derivados de divisas en yenes ha crecido exponencialmente en los últimos años, multiplicándose por dos desde 2003, hasta cerca de 10 billones de dólares (véase gráfico 5, panel superior derecho), aunque como porcentaje del total de derivados en divisas pasó de un 30% a finales de 1998 a un 25% a finales de 2006.

Por el lado de la inversión, se puede obtener una aproximación indirecta al valor de los *carry trade* a través de los flujos de inversión exterior japonesa canalizados mediante fondos de inversión (véase gráfico 5, panel inferior izquierdo). Como se puede apreciar, estos flujos han aumentado notablemente en los últimos años. También es interesante analizar el atractivo de estas inversiones, en términos de su rentabilidad ajustada por el riesgo. Una medida de esto es la ratio *carry-to-risk*, que mide la rentabilidad relativa ajustada por la volatilidad del tipo de cambio bilateral (véase gráfico 5, panel inferior derecho). La ratio calculada para el dólar australiano y el neozelandés muestra que las estrategias de *carry trade* financiadas en yenes e invertidas en estas divisas se beneficiaron de un contexto muy favorable de diferenciales de tipos de interés y de reducida volatilidad cambiaria, sobre todo a lo largo de 2005 y 2006.

En definitiva, existe una elevada incertidumbre con respecto al tamaño y el alcance de estas inversiones —aunque es probable que ronden varios cientos de miles de millones de dólares—, lo que genera inquietud acerca del posible impacto que una reversión súbita de este tipo de operaciones puede tener sobre los precios de los activos financieros y, en consecuencia, sobre la actividad y la estabilidad financiera. El hecho de que los principales inversores —los institucionales— suelen estar muy apalancados implica que podrían verse forzados a deshacer sus posiciones rápidamente en respuesta a cambios en las condiciones de mercado, generando fuertes oscilaciones en los tipos de cambio, a pesar de que hoy en día cuenten con un mayor contrapeso de los inversores minoristas domésticos<sup>13</sup>. Durante el

12. Aunque no todos estos activos tienen por qué estar vinculados a las operaciones de *carry trade*. Probablemente, una parte de estas inversiones estén vinculadas a la expansión de las bolsas japonesas en 2005 y parte de 2006. 13. Estos inversores tienen un horizonte de inversión más largo y suelen perseguir la diversificación de sus carteras, lo que dota de cierta estabilidad a sus inversiones y contribuye a moderar la volatilidad cambiaria.



FUENTES: Ministerio de Finanzas de Japón, BIS y Bloomberg.

a. La ratio frente al dólar neozelandés se calcula con la volatilidad realizada.

período de turbulencia financiera de agosto, como ya ocurriera, por ejemplo, en 1998 (crisis rusa y LTCM), la reversión de los *carry trades* en yenes resultó en una notable apreciación de la divisa nipona frente al dólar —de un 6% frente al dólar—, y aún más acusada, en torno al 15%, frente a las monedas de destino de los *carry trades*, como el dólar neozelandés o el australiano.

Aunque el *pass-through* de los tipos de cambio a los precios internos se ha reducido notablemente en la última década, una apreciación súbita del yen podría tener un impacto depresivo sobre los precios<sup>14</sup> y, a través del canal comercial, sobre la actividad. Además, reverisiones súbitas de numerosas posiciones de *carry trade* pueden afectar severamente a las magnitudes y variables financieras. Todos estos elementos pondrían en riesgo la sostenibilidad de la expansión actual.

14. Véanse, entre otros, Ihrig, Marazzi y Rothenberg (2006), que estiman que una apreciación real del 10% tendría un impacto aproximado de -0,5 pp sobre la tasa de inflación.

## Conclusiones

La situación económica previa a la actual fase de expansión, caracterizada por el estancamiento económico, una deflación moderada y una grave crisis bancaria, ha determinado el curso de la política monetaria de la última década y media. Una de las características de esta política ha sido la coexistencia, durante un período de tiempo prolongado, de unos tipos de interés oficiales nulos y una sustancial expansión de la liquidez interna. Tras superar buena parte de los problemas estructurales que desencadenaron la fase de estancamiento económico, la normalización monetaria de la economía —entendida como la absorción del exceso de liquidez, la recuperación del tipo de interés como instrumento de la política monetaria y el establecimiento de unos tipos de interés más acordes con los fundamentos— ha de hacer frente a una serie de desafíos.

El primero de ellos es la implementación de una política monetaria compatible con una referencia para la tasa de inflación relativamente baja, comparada con otras economías desarrolladas. En vista de los sesgos (al alza) en la medición del IPC y de los riesgos que entraña para la economía el mantenimiento de tasas de inflación reducidas, en caso de sufrir perturbaciones significativas, esta opción no está exenta de riesgos. El episodio de volatilidad financiera global, la cercanía de la inflación a tasas negativas y las incertidumbres remanentes sobre la fortaleza de la recuperación subrayan estos riesgos, que se han reflejado recientemente en la interrupción del proceso de subidas de tipos oficiales.

En cuanto al resto de cuestiones y desafíos analizados en este artículo —es decir, la normalización del mercado monetario y, en particular, de las compras de deuda pública, así como la atención a los acontecimientos del mercado cambiario y, más en concreto, a la evolución de las estrategias de *carry trade*—, llevará tiempo acomodarlos. No obstante, el enfoque graduista adoptado por el banco central nipón parece prudente y adecuado.

17.12.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- BABA, N., S. NISHIOKA, N. ODA, M. SHIRAKAWA, K. UEDA y H. UGAI (2005). *Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy*, BIS Working Papers, n.º 188.
- BANCO DE JAPÓN (2006a). *The Introduction of a New Framework in the Conduct of Monetary Policy*.
- (2006b). «The Bank's Thinking on Price Stability», nota de referencia para *The Introduction of a New Framework in the Conduct of Monetary Policy*.
- BERNANKE, B., y V. REINHART (2004). *Conducting monetary policy at very low short-term interest rates*, AER Papers and Proceedings, vol. 94, n.º 2.
- BORIO, C. (2001). «A hundred ways to skin a cat: comparing monetary policy procedures in the United States, Japan and the euro area», documento preparado para la conferencia organizada por el BCE *The operational framework of the Eurosystem and financial markets*, Fráncfort, 5-6 de mayo de 2000.
- BRODA, C., y D. WEINSTEIN (2007). *Defining price stability in Japan: A view from America*, mimeo.
- HUTCHISON, M., T. ITO y F. WESTERMANN (2006). «Introduction», en *The Great Japanese Stagnation: Financial and monetary Policy Lessons for Advanced Economies*, MIT Press, pp. 1-32.
- IHRIG, J., M. MARAZZI y A. ROTHENBERG (2006). *Exchange-Rate Pass-Through in the G-7 Countries*, FRB International Finance Discussion Paper n.º 851.
- MAEDA, E., B. FUJIWARA, A. MINESHIMA y K. TANIGUCHI (2005). *Japan's open market operations under the quantitative easing policy*, Bank of Japan Working Paper n.º 05-E-3.
- NISHIMURA, K. (2006). *The new policy framework of the Bank of Japan: central banking in an uncertain world*, discurso en la Universidad de Uppsala.
- VIÑALS, J. M. (2001). *Monetary policy issues in a low inflation environment*, Documento de Trabajo 0107, Banco de España.