

CHINA Y LA SUPERACIÓN DE LA DEFLACIÓN EN JAPÓN*

*Kazumasa Iwata***

Este artículo analiza el problema de la deflación que sufre actualmente Japón y las repercusiones que ésta tiene en las relaciones comerciales con China. En primer lugar, presenta las opiniones que sobre este tema ha expresado la Reserva Federal de Estados Unidos, para estudiar, después, la teoría que explica esta situación deflacionista por «la equiparación de los precios de los factores de producción» japoneses con los de otros países, en particular con China. Revisa los antecedentes históricos y la situación actual, recordando la necesidad de un reajuste estructural productivo. Por último, subraya la importancia de tener en cuenta las enseñanzas que se pueden obtener de las experiencias deflacionistas de otros países en los años treinta, en concreto Suecia, Estados Unidos y el propio Japón, y de las medidas que se adoptaron entonces.

Palabras clave: *deflación, estabilización de los precios, curva IS, curva LM, Japón, China.*

Clasificación JEL: *E31, O53.*

1. Arraigo de la deflación

La deflación, medida por el deflactor del PIB, era una realidad en la economía japonesa a mediados de la década de los noventa. Sin embargo, no fue hasta marzo de 2001, seis años después, cuando el gobierno japonés reconoció que Japón tenía un problema de deflación. En concreto, en un informe del gobierno se expuso que «si la deflación se define como un fenómeno de caída persistente de los precios, la economía de Japón presenta una deflación moderada».

Ha habido voces que criticaban el uso de la palabra deflación, dado que la misma conlleva una connotación de depresión eco-

nómica. Sin embargo, el significado original de la palabra *deflation* en inglés no es depresión, sino una reducción de los precios o de la oferta monetaria.

Durante los años noventa se desarrolló un debate sobre la «bondad» de la deflación, argumentando que para corregir tanto una estructura de precios elevados, como la diferencia de precios entre el interior y el extranjero, era imprescindible una bajada de precios del orden de un 1 por 100. Sin embargo, en el actual proceso deflacionista, la caída drástica de precios se ha registrado sólo en el sector manufacturero y la diferencia de precios internos y externos no se ha reducido.

La verdadera causa de este diferencial de precios se encuentra en la diferencia de productividad entre el sector manufacturero orientado a la exportación y el sector no manufacturero dirigido exclusivamente al mercado interno. Esta diferencia de productividad, bajo un sistema de tipo de cambio fijo, causa la

* Traducción del japonés por Tadao Sawaki y Alberto Estévez. Revisión de Kazuei Tokado y Antonio Carrascosa.

** Subgobernador del Banco de Japón. Profesor de la Universidad de Tokio.

subida paulatina de precios al consumidor y una ligera tendencia bajista (o hacia la estabilidad) de los precios al por mayor; por otro lado, bajo un sistema de tipo de cambio flotante, provoca la diferencia de precios entre el interior y el exterior.

La razón fundamental de la escasa productividad del sector no manufacturero procede de la existencia de regulaciones restrictivas, de la inadecuada asignación de recursos y de su limitada exposición a la competencia extranjera.

¿Por qué la solución al problema de los créditos incobrables sólo avanza moderadamente? Porque el sistema económico japonés, simbolizado por el sistema del «banco principal» (empresas agrupadas en torno a un gran banco con estrechos vínculos financieros), se encuentra en un período de transición, la reforma estructural del sector no manufacturero no avanza y los factores que impulsaron la productividad durante la década de los noventa son todos negativos. La inadecuada asignación de los recursos y el exceso de capacidad productiva provocan la reducción de la rentabilidad sobre el capital real y la presión deflacionista en el mercado interior. Los beneficios medios por acción de las empresas que cotizan en la Bolsa de Tokio se han reducido casi a cero desde 1998. De hecho, se viene acentuando un fenómeno de bipolarización entre empresas que presentan altos beneficios y otras muchas con resultados negativos.

Una vez que la deflación ya se ha arraigado, la solución al problema de los créditos incobrables se hace aún más difícil, lo que, a su vez, acelera la deflación convirtiéndose en un círculo vicioso. La razón fundamental de la recesión económica japonesa, desde comienzos de la década de los noventa, consiste en estos dos problemas «gemelos», que son el problema de los créditos incobrables y la deflación. Para resolver estos problemas «gemelos» hay que adoptar medidas que los solucionen simultáneamente.

Por cierto, ¿qué es lo que ha favorecido que la deflación se haya hecho fuerte en Japón? La principal causa es la demora en detectar la aparición de la deflación y la tardanza en reconocer los riesgos que ésta implica, lo que ha favorecido la adopción de medidas erróneas.

2. Análisis de la Reserva Federal de EE UU

La Reserva Federal ha publicado un documento de trabajo en el que analiza muy detalladamente las causas que han llevado a Japón a la deflación. Resumiendo brevemente, afirma que hay dos causas: una, el insuficiente reconocimiento del riesgo de deflación por parte de las autoridades competentes en Japón en la primera mitad de los noventa; y dos, la falta de consideración del impacto que la deflación puede infligir a la economía japonesa.

A la hora de ejecutar la política monetaria, es conocida la regla de Taylor. Se trata de una regla de ajuste fino (*fine tuning*) con la que un banco central maneja el tipo de interés a corto plazo teniendo en cuenta el *output gap*, la desviación de los precios con respecto a su nivel óptimo, etcétera. La Reserva Federal considera que la causa fundamental de la deflación es que el Banco de Japón ha mantenido el tipo de interés por encima del tipo indicado por la regla de Taylor. Es decir, argumenta que si el Banco de Japón hubiera adoptado una política monetaria expansiva (con el resultado de una drástica bajada del tipo de interés básico) en la primera mitad de los años noventa, se podría haber prevenido la deflación. Por contra, en la economía americana tras el estallido de la burbuja bursátil del sector de las tecnologías de la información, en la primavera de 2000, la Reserva Federal ha llevado a cabo rebajas del tipo de interés, calificadas de «agresivas», al quedar éste muy por debajo del tipo de interés determinado por la regla de Taylor, consiguiéndose así evitar la repetición del mismo error cometido en la economía japonesa.

3. Causas de la deflación

Entre los argumentos a favor de que la bajada de precios en Japón es una «deflación buena» puede citarse la importación de los productos de bajo precio desde China como causa de la deflación. Por ello, argumentan que no hay medidas para corregirla o que no hay necesidad de subsanarla. En nuestra opinión, la deflación en Japón ha sido causada por tres motivos: 1) el drástico desplome del valor de los activos, 2) la rápida y excesiva apreciación del yen hasta la primera mitad de los años noventa.

ta, y 3) los errores en la política macroeconómica, en especial, en la política monetaria. Sostenemos el mismo punto de vista que la Reserva Federal al considerar los factores monetarios como la causa primordial de la deflación.

Por añadidura, aun con los tipos de interés nominales bajos, se ha arraigado la deflación y la economía ha caído en un «equilibrio deflacionista» con tipos de interés cero. Consideramos que su causa consiste en la reducción de la tasa de rentabilidad del capital real (tipo de interés natural) en un contexto de escasos progresos en la solución al problema de créditos morosos y al de la asignación inadecuada de capital¹. Utilizamos el término «equilibrio deflacionista» porque, aunque ha habido dos fases de recuperación económica durante la segunda mitad de los años noventa, la deflación no se ha resuelto.

Por otra parte, aunque empleamos el término «equilibrio deflacionista», esto no quiere decir que un factor microeconómico como la importación de productos desde China esté afectando directamente al nivel general de precios y que haya producido la deflación².

Si observamos detenidamente la tendencia de la deflación en Japón, sus causas principales se encuentran dentro de Japón. De hecho, antes de registrarse movimientos de precios al consumidor, el deflactor del PIB se ha mostrado continuamente negativo a partir de finales de 1994. Desde 1999, el IPC ha pasado a tener un comportamiento negativo.

El deflactor del PIB es el índice de precios del valor añadido producido en el mercado interior, por esta razón no se ve influido por la importación de productos de bajo precio. Si la importa-

ción de productos baratos desde China hubiera causado la deflación en Japón, el índice de precios al por mayor o el IPC afectados por esta importación deberían haberse mostrado negativos antes que el deflactor del PIB. En este sentido, cabe concluir que la deflación japonesa es una deflación «hecha en casa».

Fue a partir de 1999, tras la crisis económica en Asia, cuando China cayó en la deflación. La causa principal se debe a la política monetaria excesivamente restrictiva adoptada por el Banco Popular de China para evitar la devaluación del yuan, lo que convirtió en negativo el crecimiento de la base monetaria. En Japón también, durante el proceso de apreciación del yen en 1992-1993, el crecimiento de la base monetaria fue negativo, lo que ha provocado el arraigamiento de la deflación desde la segunda mitad de la década de los noventa. Además, con la transición de la economía china hacia la economía de mercado, la excesiva producción y el incremento de existencias en las empresas estatales han provocado la bajada de los precios, y el aumento de la oferta casi ilimitada de la mano de obra ha contenido la subida salarial por debajo del crecimiento de la productividad laboral. De aquí que puedan considerarse éstas como las causas de la deflación en China. Asimismo, la existencia de fuertes créditos incobrables que afectan a las principales empresas estatales ha provocado, al igual que el caso de los problemas en empresas japonesas del sector no manufacturero, la inadecuada asignación de los recursos y ha dificultado la solución al problema de la deflación.

4. Equiparación de los precios de los factores de producción y el problema con China

En Japón, teniendo en cuenta cómo la tendencia deflacionista, medida a través del deflactor del PIB, se ha adelantado, hay opiniones que afirman que los precios de los factores de producción (beneficios y salarios) convergen con dichos precios en China, acelerando la deflación en Japón. Esta es la teoría conocida como la «equiparación de los precios de los factores de producción».

Es ampliamente reconocido que el desarrollo de la economía china es de una importancia vital para la evolución de la econo-

¹ Para más detalles, véase mi artículo en japonés *Posibilidades de la espiral deflacionista*, en KOMIYA RYUTARO, «Kinyuseisakuron o Meguru Souten» («Debate en torno a la política monetaria» NIKKEI, 2002)

² Por otra parte, está claro que las variaciones en el equilibrio entre la demanda y la oferta mundial, por ejemplo, grandes oscilaciones en los precios de los productos primarios afectan, durante cierto tiempo, a las variaciones de los precios internos en Japón. Buena prueba fue que la fuerte subida de los precios del crudo provocó una aguda inflación en el país. Sin embargo, no hemos de olvidar el hecho de que los efectos de las dos crisis energéticas en la subida de los precios hayan sido muy diferentes según cómo la política monetaria haya respondido en cada caso. En general, bajo el sistema de tipos de cambios flotantes, es posible evitar la importación de inflación o deflación desde el extranjero.

mía japonesa en el futuro. Esto no se limita al problema de la deflación. Desde el inicio de la década de los ochenta, el incremento de la inversión extranjera directa en China ha sido realmente notable. En la década de los noventa, las empresas japonesas prefirieron establecer fábricas en los países asiáticos antes que en Japón. El notable aumento de las inversiones extranjeras directas en China fortaleció su competitividad internacional y fue el motor propulsor del desarrollo económico. Si desglosamos las causas del crecimiento chino, un tercio del mismo, en la década de los noventa, se atribuye a empresas extranjeras (más detalles pueden verse en el Informe sobre la economía mundial, otoño 2002, Cabinet Office, Japan).

A partir de 1998, tras la crisis monetaria de Asia, se ha podido apreciar un cambio significativo en la estructura de las importaciones de Japón. Independientemente de la evolución de la producción en Japón, se ha incrementado la importación desde los países asiáticos, especialmente desde China. Las empresas japonesas establecidas en Asia, al principio, desarrollaron una estrategia de aumento de la exportación a terceros países. Sin embargo, a partir de los años noventa, ha empezado a cambiar la estrategia hacia una mayor exportación al mercado japonés. Estos cambios afectaron a la estructura de las importaciones japonesas. Antes, la importación desde China se centraba, principalmente, en productos intensivos en mano de obra, como los productos textiles; sin embargo, en la década de los noventa, con la introducción de módulos comunes en las partes y componentes, lo que facilita la división del trabajo entre distintos procesos fabriles, se ha incrementado considerablemente la importación de componentes electrónicos y aparatos eléctricos desde China.

5. Consideraciones históricas

El problema que plantea China para la economía japonesa se puede comparar al problema que el Reino Unido tenía con Alemania a finales del siglo XIX o al problema que suponía Japón para EE UU desde la década de los años sesenta hasta la de los ochenta. En la actualidad, hay contenciosos comerciales entre Japón y China sobre algunos productos agrícolas. Es sólo una

cuestión de tiempo que el problema de salvaguardia contra las exportaciones chinas se extienda desde los productos agrícolas a los productos industriales.

El problema de Alemania con el Reino Unido, tras las dos Guerras Mundiales, ha dado como resultado la hegemonía de EE UU y la integración de Europa. Incluso ahora el gobierno del Primer Ministro Blair está considerando el plazo para incluir al Reino Unido en la Unión Monetaria.

El problema que tenía EE UU con Japón fue superado, por un lado, gracias a la espectacular apreciación del yen impulsada por el «Acuerdo del Plaza» en 1985 y la expansión de la revolución de las tecnologías de la información (IT) impulsada por el cambio de la demanda de la industria militar a la industria civil, tras el fin de la Guerra Fría; por otro lado, Japón tomó las medidas equivocadas para frenar la prolongada depresión económica provocada por el estallido de la burbuja especulativa y por la escasa capacidad de adaptación del sistema económico japonés. Para algunos autores, por ejemplo, Masahiko Aoki (del Research Institute of Economy, Trade and Industry), el sistema de grupos empresariales en torno a los grandes bancos, pieza clave del sistema económico tradicional japonés, «se derrumbó en 1997».

¿De qué manera puede Japón superar sus problemas con China? Siguiendo las pautas del «Acuerdo Plaza», una de las propuestas sería una revaluación del yuan chino. Pensamos que la misma China, con su inclusión en la OMC, puede promover la liberalización de las transacciones de capital y adoptar así medidas que busquen la recuperación de la flexibilidad cambiaria plena del yuan o, al menos, una ampliación de sus márgenes de fluctuación. También creemos que Japón, en vez de exigir una revaluación del yuan, podría exigir una conversión de la divisa china a un sistema de tipo de cambio flotante y una completa liberalización de las transacciones de capital.

En el supuesto de que China se orientara a un sistema de tipo de cambio flotante, la presión para la revaluación del yuan nacería del mismo mercado. Esto se debe a que, si comparamos el tipo de cambio actual con la paridad del poder adquisitivo, vemos que el yuan está notablemente infravalorado. Según estimaciones del Banco Mundial está infravalorado en un 500 por

100. En otras palabras, según dicha institución, lo realista no sería el actual 1 dólar = 8,3 yuanes, sino 1 dólar = 1,8 yuanes, según la paridad del poder adquisitivo.

Si tenemos en cuenta las diferencias entre China y Japón en las etapas del desarrollo económico, en su capital humano, etcétera, podemos decir que las relaciones económicas entre ambos países son básicamente complementarias. El crecimiento de Japón a través de la ampliación de sus inversiones en China es posible, ya que puede beneficiarse de la ampliación del mercado interno chino, y puede, asimismo, mantener el crecimiento de las exportaciones a China, que de hecho se ha venido viendo desde el verano de 2002.

Si observamos el desarrollo económico en Asia tras la Segunda Guerra Mundial desde el punto de vista de la geografía económica, hay que empezar recordando que en la prolongación de la zona del Pacífico japonés se encuentran algunas importantes metrópolis en Corea, China, Singapur, etcétera. Esto ha sido denominado por algunas personas como «la línea de las 4 S», con Sapporo, Shangai, Singapur y Seúl. Pues bien, tras la Segunda Guerra Mundial, podemos ver que los beneficios de las economías externas derivadas de la concentración económica se han extendido desde la zona del Pacífico japonés a las regiones costeras de la península coreana y China hasta llegar a Singapur e Indonesia. La productividad de Asia ha crecido vertiginosamente siguiendo la línea costera del Pacífico oeste. Será cada vez más fuerte la competencia entre estas regiones y zonas, que no serán necesariamente divididas por fronteras nacionales, por liderar este proceso en lugar de quedarse marginadas en un papel periférico, buscando, así, los beneficios derivados de la concentración económica. Es muy probable que la tesis simplista que considera a Japón y China como rivales será inadecuada en un plazo mucho menor de lo que se imagina.

6. Tesis de la equiparación de los precios de los factores de producción y la deflación

Partiendo de la idea de que las fronteras entre países desaparecen, existe una teoría que afirma que gracias a la ampliación

del libre comercio entre Japón y China, no sólo se puede provocar una disminución del valor de los bienes comerciables hasta el nivel de los de China sino que, además, los salarios también tenderían a equipararse a largo plazo, lo que supondría una amplia reducción de los salarios de los obreros en Japón, lo que contribuiría a reforzar las presiones deflacionistas. Sin embargo, existe un problema con esta teoría, y es que, al igual que Japón, existen grandes economías (EE UU, Canadá, Australia) que comparten un alto porcentaje de la cuota de exportación china y no muestran síntomas de deflación.

Además, llegar a la conclusión de que la ampliación del libre comercio puede provocar la igualación del precio de los factores de producción es demasiado apresurado. Aunque se dé el caso de que los factores de producción se desplacen libremente entre diferentes países, es ampliamente conocido que la tasa de rentabilidad del capital no alcanza un nivel homogéneo entre países.

Por ejemplo, como ya argumentó convincentemente Robert Lucas, la causa de que los tipos de interés reales no se equiparen entre EE UU e India, se debe, entre otros, a factores tales como la desigualdad en la dotación de capital humano, el riesgo país y las diferencias en los niveles de desarrollo tecnológico. Si a la hora de decidir los salarios contrastáramos las diferencias de los niveles de productividad laboral basándonos en las diferencias del capital humano acumulado, no sería inmediatamente necesario igualar la media salarial de Japón y China. Suponiendo que entre los dos países perdurara, en general, una diferencia de los niveles de capital humano y de productividad laboral, no sería nada sorprendente que subsistiera una marcada diferencia entre la media salarial japonesa y la china.

7. Acumulación de capital humano y paridad del poder adquisitivo

Si se quiere comparar el nivel salarial entre Japón y China en relación con la productividad laboral, se debería tener en cuenta la paridad del poder adquisitivo y no los tipos de cambio nominales. De la misma forma, habría que teorizar sobre la equipara-

ción del precio de los factores de producción tomando como base la paridad del poder adquisitivo. Dicha paridad para Japón, según el Banco Mundial, es de 1 dólar = 145 yenes, y según la OCDE es de 1 dólar = 152 yenes. Suponiendo que la paridad del poder adquisitivo del yuan chino fuera mucho más alta que los tipos de cambio actuales, y que el yen se mantuviera por encima de la paridad del poder adquisitivo, la diferencia salarial de unas 20 a 30 veces existente entre los dos países, calculada a partir de los tipos de cambio actuales, se reduciría considerablemente a una diferencia salarial de 3 a 5 veces, si tomáramos como base la paridad del poder adquisitivo. Se debería estudiar a fondo si toda esta disparidad corresponde o no a la diferencia de capital humano acumulado pero, desde un punto de vista general, no sería nada sorprendente una diferencia salarial de 3 a 5 veces.

Considerar que la ampliación del libre comercio con China puede provocar en Japón un descenso del nivel de vida y del nivel salarial es prematuro. Normalmente, la ampliación del libre comercio ayuda a subir el nivel de vida de los países implicados. Además, si en China la acumulación de capital humano avanza y también aumenta la productividad, Japón a nivel macroeconómico se beneficia de las ventajas del comercio exterior. Esto es debido a que los consumidores japoneses pueden adquirir bienes a bajo precio.

Sin embargo, a medida que aumenta el comercio exterior, habrá variaciones en la distribución de la renta nacional, y siempre hay gente que sale beneficiada y gente que no. Por ejemplo, existe la posibilidad de que los salarios de la mano de obra no especializada bajen. Esto es por la misma razón que la liberalización de la agricultura ha causado pérdidas a los propietarios de tierras. Por otra parte, los beneficios percibidos por los propietarios del capital tenderán a aumentar. Todo esto nos indica que en un futuro existe la posibilidad de que aumenten las diferencias de rentas en Japón.

8. Necesidad de un reajuste estructural

En el caso de que, debido al auge de China, se produjera un cambio en la distribución mundial de la industria, esta redistri-

bución conllevaría unos costes de reajuste. Para Japón, la clave del problema con China reside en su capacidad de adaptación a esta redistribución mundial de la industria a través de un reajuste estructural. Desafortunadamente, la continua depresión económica (llamada la «recesión por el ajuste de los balances de las empresas durante los años noventa») ha impedido a Japón desplegar su excelente capacidad de adaptación. El problema de los créditos incobrables muchas veces se trata como si fuera únicamente un problema financiero, pero su solución depende de si la estructura de la propia industria japonesa es capaz o no de adaptarse a los profundos cambios dinámicos que se están produciendo en la economía mundial: la globalización, el avance en las tecnologías de la información, la producción basada en módulos homogéneos etcétera. Esta adaptación supone también promover el desarrollo de nuevos negocios y la entrada de nuevos competidores en Japón.

Desplegar esta capacidad de adaptación no es otra cosa que rectificar lo más rápidamente posible el problema de la inadecuada asignación de los recursos. Por supuesto, durante este proceso se podrá determinar el coste final de la solución al problema de los créditos incobrables. Como resultado de este reajuste estructural, la tasa de beneficio respecto al capital real y la productividad laboral subirían, y las expectativas de crecimiento económico, ahora muy próximas a cero, también mejorarían, y con esto podríamos observar un crecimiento sostenido de la demanda en el sector privado. En ese momento, la economía japonesa sería capaz de salir de la deflación y podría registrar una sólida recuperación económica.

9. La receta de Wicksell

El economista sueco Wicksell, que estudió el período de crisis económica de la última parte del siglo XIX hasta principios del siglo XX, definió la crisis económica como el *gap* temporal existente hasta que las empresas asumen las ondas irregulares de innovaciones tecnológicas, integrándolas en la actividad empresarial. Además, afirmó que la aceleración de la inflación o de la deflación se podría explicar por la diferencia entre el tipo de inte-

rés a largo plazo del mercado y la tasa de beneficio (tasa de interés natural) con respecto al capital real. La mejora de la tasa de beneficio (tasa de interés natural) con respecto al capital real se puede conseguir promoviendo reformas estructurales, en el sentido más amplio de la palabra, que englobe, en especial, distintos aspectos del sistema económico y de la organización empresarial, y una reasignación de los recursos mediante una aceleración en la solución del problema de los créditos incobrables.

Por otra parte, aunque sea imposible bajar los tipos de interés a corto plazo, ya que están casi a cero, existe la posibilidad de que el tipo de cambio se vea afectado por una política monetaria más agresiva. Si nos basamos en la experiencia de las medidas adoptadas por el Ministro de Finanzas japonés Takahashi y el presidente norteamericano Roosevelt, tras la Gran Depresión, creemos que la operación de compra directa de bonos del Estado a largo plazo que, a marzo del año 2003, alcanza 1,2 billones mensuales de yenes, si es reforzada para aumentar considerablemente su cantidad cada mes podría alterar el tipo de cambio como resultado de esta política monetaria expansiva. No obstante, los efectos que generará el aumento de la base monetaria mediante el aumento del saldo de cuentas bancarias en el Banco de Japón tienen su propio límite, puesto que se trata de operaciones de compra directa de bonos del Estado a corto plazo o de operaciones «repo» sobre los mismos, que son sustitutivos muy próximos del dinero y sin las características de los activos financieros.

Desde mayo de 2002, el gobierno japonés ha inyectado un total de 40.000 millones de dólares para frenar la subida del yen. Si el Banco de Japón no hubiera esterilizado los fondos inyectados y hubiera subido el límite de sus cuentas bancarias (esta medida de esterilización monetaria sería equivalente a comprar bonos extranjeros) el efecto sobre el tipo de cambio hubiera sido mucho mayor. Por otra parte, un eventual cobro de intereses sobre las cuentas bancarias en el Banco de Japón (esto supone aplicar un tipo de interés negativo en la oferta crediticia del Banco de Japón) y la continua ampliación de la base monetaria podrían ser de utilidad para mejorar la cartera de activos financieros de los bancos, desplazándolos hacia otros más sólidos y estables (Hiromichi Shirakawa).

Por otra parte, hay opiniones que preconizan la adopción de medidas que vayan más allá de la política monetaria tradicional. He aquí algunos ejemplos: 1) emisión, por parte del Ministerio de Finanzas una sola vez, de dinero por un importe de varias decenas de billones de yenes para destinatarios a financiar la rebaja impositiva (profesor Eisuke Sakakibara de la Universidad de Keio); 2) creación del Banco de Reconstrucción de Heisei, que compraría los créditos de dudoso cobro y bienes inmobiliarios que constituyen la garantía de los mismos, aprovechando los recursos financieros directamente canalizados por el Banco de Japón (diputado Yoshimi Watanabe); 3) fijación del tipo de cambio del yen en un nivel bajo (profesor Robert Mundell de la Universidad de Columbia) o depreciar sustancialmente y de una sola vez el tipo de cambio del yen (profesor Svenson de la Universidad de Estocolmo); 4) compra por parte del Banco de Japón de ETF (*Exchange-traded funds*) y REIT (*real estate investment trusts*).

No obstante, al guiar el tipo de cambio del yen hacia el nivel que desea la autoridad competente, hay que tener en cuenta las circunstancias de otros países. Por lo tanto, hará falta un «Acuerdo del Plaza a la inversa»³. Por otra parte, la emisión de dinero por el Gobierno (la propuesta del profesor Sakakibara), con la que se pretende aligerar la deuda pública y, así, superar la deflación, puede provocar una pérdida de confianza de los agentes y un deterioro de la credibilidad de la moneda y del banco central. Hay que evitar tajantemente el riesgo de alcanzar una crisis «sistémica» como la fuga del yen hacia el dólar o la quiebra del sistema financiero y crediticio, tal y como ocurrió en Argentina tras la emisión de dinero por los gobiernos regionales.

³ Hay opiniones en contra de las medidas para guiar al yen a la baja, puesto que este tipo de política frenaría el proceso de reajuste de la estructura industrial (NOGUCHI, YUKIO, «*Nihon Keizai: Kigyo kara Kakumei*» – «Economía japonesa: Revolución desde las empresas», NIKKEI, 2002). No obstante, no hemos de ignorar que hay dos cuestiones distintas. Por una parte, se trata de la prioridad de las medidas para salir del círculo vicioso de la deflación y para evitar la espiral deflacionista. Por otra parte, se trata de un tipo de cambio adecuado para lograr el equilibrio macroeconómico de un país.

El argumento del profesor Noguchi también se desarrolla en su artículo en este mismo monográfico (nota del traductor).

Cuando un gobierno se ve obligado a recetar un medicamento fortísimo tiene que ponerse en el peor de los casos, por lo que hay que tener previamente preparados los frenos a los eventuales desplomes en la confianza hacia el sistema monetario. Si no hacemos eso, estos medicamentos poderosos podrían matar al paciente antes de curar la enfermedad.

10. Superación de la deflación: experiencias de la década de 1930 y fijación de un objetivo numérico para la estabilidad de precios

Japón tiene planteada una problemática dual, la deflación y los créditos morosos, en un contexto en el que hay poco margen de maniobra en la política monetaria al registrarse ya un tipo de interés igual a cero. Esta situación hace más difícil la superación de la deflación.

No obstante, es importante señalar algunas experiencias de otros países en la década de 1930 que tuvieron éxito en la lucha contra la deflación. Creo que es posible sacar tres lecciones de esos hechos.

En primer lugar, el Banco Central de Suecia adoptó el «objetivo de estabilización de los precios» como eje de su política y logró el objetivo de inflación cero, teniendo en cuenta la variación de los precios, de los tipos de interés en distintos mercados, del tipo de cambio, etcétera. No se puede observar el tipo de interés natural, pero sí los tipos reales de interés del mercado y la variación de precios, por lo cual es viable suponer cuál es más elevado, si el tipo de interés natural o el tipo de interés real a largo plazo. Si el primero es mayor que el segundo, se aplica una política monetaria restrictiva y, en caso contrario, se adopta una política monetaria expansiva. Con estas medidas se puede conseguir la inflación cero.

Bajo el sistema del patrón oro, el valor de una moneda se ligaba con el valor del oro. Sin embargo, dentro del marco del «objetivo de estabilización de precios», el valor de una moneda dependía del poder adquisitivo de la misma moneda. Irving Fisher alababa estas medidas como la «renovación de la política monetaria» en su libro *Moneda estable* de 1934.

En segundo lugar, a partir de 1933, se aplicó en EE UU, bajo la presidencia de Roosevelt, una política de compra sin límite de los bonos del Estado con el fin de mantener estable el tipo de interés a largo plazo. Como consecuencia de esta política, los bonos del Estado en manos de la Reserva Federal se multiplicaron por más de dos en el plazo de un año, acabando enseguida con la deflación superior al -10 por 100. El Consejo de la Reserva Federal se encontraba en una situación parecida a la que vive Japón hoy, ya que el tipo de interés a corto plazo en EE UU era del 0,04 por 100 a finales de 1932.

En tercer lugar, en julio de 1932 el entonces Ministro de Finanzas japonés, Korekiyo Takahashi, adoptó el «sistema de precios estándar para los bonos del Estado» como medida excepcional del Código de Comercio, permitiendo la valoración de los bonos en una cartera a los precios de adquisición o a los precios «estándar» que fijó el gobierno, en lugar de expresarlos según los precios del mercado. Por consiguiente, el gobierno de entonces pudo superar la deflación sin generar alzas en los tipos de interés de los bonos.

Para el Japón de hoy, es menester aprender las lecciones del establecimiento de objetivos numéricos de estabilización de precios, del mantenimiento de los tipos de interés a largo plazo, de la estabilización de los precios de los bonos y, asimismo, es importante aplicar estas medidas adaptándolas a las circunstancias actuales. El Banco de Japón ha manifestado, desde marzo de 2001, su voluntad de «continuar con la política monetaria expansiva hasta que la tasa de variación de los precios deje de ser negativa». Esta política puede entenderse, en términos amplios, como una modalidad de fijación de un «objeto de estabilización de precios», pero ni se fija el límite superior de la tasa de variación de precios deseada, ni el plazo para alcanzar dicho objetivo.

En este contexto, los agentes económicos que participan en el mercado entienden que la deflación perdurará, por lo cual el tipo de interés, a largo plazo, continúa descendiendo (*time duration effect*). En el supuesto de que el tipo de interés a largo plazo descendiera sólo en la misma proporción, o incluso en menor proporción, a las expectativas deflacionistas, el tipo de interés

real a largo plazo no variaría o subiría. Como más adelante veremos, en el modelo de Mundell, a medida que van intensificándose las expectativas deflacionistas, descienden los tipos nominales de interés, pero los tipos reales de interés se elevarían. En estas circunstancias resulta difícil esbozar escenarios para superar la deflación.

Con un objetivo numérico para la estabilización de los precios, el banco central sería más responsable de sus tareas y cometidos. Esto incrementaría el grado de transparencia, cara a los ciudadanos, del proceso íntegro de la implementación de las medidas monetarias. La reforma de la gerencia del sector público pasa por dotar a los responsables de las distintas secciones de las Administraciones públicas de un mayor grado de competencias y facultades y, al mismo tiempo, por exigirles una mayor responsabilidad. Todo ello impulsando el concepto que considera a los ciudadanos como clientes y a los responsables del sector público como gestores.

Esto implica que las Administraciones públicas deberían asumir la responsabilidad de establecer objetivos cuantitativos para los servicios públicos a favor de los ciudadanos y de alcanzarlos con los menores costes. En el caso de un banco central, la última finalidad de sus servicios en favor de los ciudadanos es la estabilidad de precios, o sea, el mantenimiento del poder adquisitivo de una moneda. Más en concreto, la responsabilidad de un banco central sería señalar los objetivos cuantitativos de la estabilización de precios y lograrlos en el plazo indicado, mediante las medidas más eficaces. En este sentido, la independencia y la responsabilidad de un banco central forman las dos caras de una misma moneda. Sólo con el establecimiento de objetivos monetarios concretos, la transparencia del proceso de ejecución de la política monetaria quedaría asegurada y ello haría factible la evaluación de dichas medidas. Como analizaremos más adelante, en Japón para superar la deflación sería positivo y útil establecer el citado marco básico de actuación, por ejemplo, para intentar conseguir el objetivo de inflación entre el 0 y el 2 por 100, en el plazo de dos años.

Las líneas básicas de la política monetaria desde marzo de 2001 consisten en una combinación de medidas que, por un

lado, persiguen unos objetivos instrumentales, como el nivel de las reservas bancarias y, por otro lado, procuran alcanzar la meta de la estabilización de precios. De modo que para que los agentes económicos participantes en los mercados puedan mejorar sus previsiones respecto al futuro de la situación financiera y de la evolución de los precios y los tipos de interés, así como para hacer factible la evaluación de las medidas de política monetaria, hemos de introducir distintas medidas de relajación cuantitativa y nuevos instrumentos, y así poder conseguir el objetivo de estabilización de precios.

11. Expectativas deflacionistas y tipos de interés reales a largo plazo

Si se establece el marco de la política monetaria para conseguir un objetivo cuantitativo de estabilización de precios, entre los agentes participantes en los mercados algunos pronosticarían que la deflación será superada dentro de dos años y sería muy probable que éstos vendan bonos del Estado. A medida que se generalizasen las ventas de bonos del Estado, los tipos de interés a largo plazo subirían. Al mismo tiempo, si el Banco de Japón aumenta sus compras de bonos del Estado y mantiene estable el tipo de interés a largo plazo, el crecimiento de la base monetaria se traduciría en un mayor crecimiento de la oferta monetaria.

Cuando los agentes económicos observen que, efectivamente, la oferta monetaria va en aumento, estarán más convencidos de que el objetivo de estabilización de precios del Banco de Japón puede ser logrado, lo cual acelerará la venta de bonos del Estado. En este proceso, resulta viable guiar las expectativas deflacionistas de los agentes económicos hacia el nivel cero.

Como consecuencia de ello, aunque el tipo de interés nominal a largo plazo se mantenga inalterable, el tipo de interés real a largo plazo sí que se reducirá. Este descenso estimulará la inversión privada y la creación de nuevos negocios, acelerando por ende la liquidación definitiva de los créditos morosos.

La deflación medida en términos del deflactor del PIB durante el último trimestre de 2002 es del orden del -2 por 100 (hay esti-

GRÁFICO 1

EFFECTOS SOBRE LA DEFLACIÓN DE EXPECTATIVAS DEFLACIONISTAS ALTAS

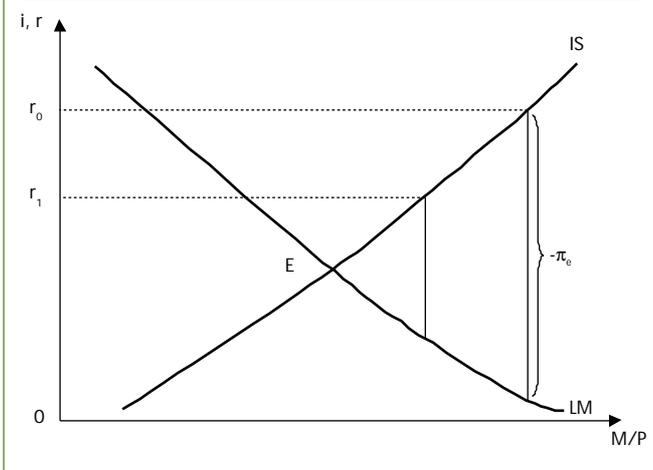
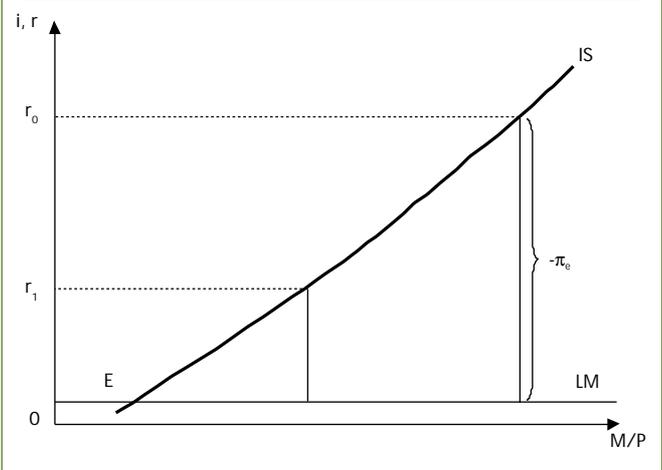


GRÁFICO 2

EFFECTOS SOBRE LA DEFLACIÓN DE EXPECTATIVAS DEFLACIONISTAS BAJAS



maciones de algunas entidades privadas que señalan un $-3,6$ por 100 como expectativas deflacionistas de las empresas).

Cuando se aproximen a cero estas expectativas, el tipo de interés a largo plazo será reducido en 2 puntos porcentuales. Valga la redundancia señalar el hecho de que fue Mundell quien por vez primera analizó cómo la variación de las expectativas inflacionistas afectaría a los tipos de interés, tanto nominales como reales⁴.

Mundell argumentó que, cuando las expectativas inflacionistas aumentan, los tipos nominales de interés suben y, por el contrario, los tipos de interés reales descienden. En este caso, la curva LM tendría la pendiente descendente a la derecha porque con el incremento de la oferta monetaria el tipo nominal de interés desciende. Por el contrario, la curva IS tendría la pendiente creciente a la derecha mientras funcione el efecto Pigou o efecto riqueza. Ahora bien, en el supuesto de que las expectativas inflacionistas se acentúen, la subida en los tipos nominales de interés será de menor proporción que la subida

de las expectativas inflacionistas, puesto que el descenso del tipo de interés real absorbe, en parte, la variación de las expectativas inflacionistas.

El Gráfico 1 indica que cuando las expectativas deflacionistas sean mayores, el tipo de interés nominal descenderá y el tipo de interés real subirá. El *time duration effect* (efecto de duración temporal) no reduce el tipo de interés real sino que lo eleva, por lo cual este efecto no contribuye a superar la deflación.

Por el contrario, cuando las expectativas deflacionistas sean menores, el tipo de interés nominal ascenderá y el tipo de interés real descenderá. No obstante, cuando se mantiene en un determinado nivel el tipo de interés a largo plazo, los descensos en el tipo de interés real generados por la alteración de las expectativas deflacionistas serán de la misma proporción que el descenso en dichas expectativas (véase el Gráfico 2). Por consiguiente, si se adopta un marco de actuación para lograr el objetivo de estabilización de precios en un plazo explícitamente señalado, el tipo de interés a largo plazo se estabilizará, lo cual tenderá a rebajar las expectativas deflacionistas y así hará posible una reducción sustancial del tipo de interés real.

⁴ «Inflation and Real Interest», *The Journal of Political Economy*, junio 1963.

Como último punto, creemos que no resulta adecuado aplicar el «sistema de los precios estándar para los bonos del Estado» en Japón porque el criterio de valoración de los activos a precios de mercado es cada vez más predominante en los sistemas de contabilidad del mundo. No obstante, hay medidas viables para lograr unos efectos parecidos al «sistema de los precios estándar para los bonos del Estado». Por ejemplo, si se crea la opción de canje libre en cualquier momento entre los bonos del Estado ya emitidos y unos bonos indexados, sería factible disponer de mecanismos de

estabilización automática integrados frente a variaciones en los tipos de interés a largo plazo. El secreto de este mecanismo estriba en que los costes de opción para la conversión en bonos indexados sean variables. Estos elementos contrarrestarían las oscilaciones en los tipos de interés de los bonos del Estado.

En definitiva, si aprovechamos las tres lecciones de la década de 1930 aludidas arriba, adaptándolas a las circunstancias actuales de la economía japonesa, ésta podría superar el proceso deflacionista en el que se encuentra sumida.



INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA en INTERNET



www.revistasICE.com