

# ¿ES CONVENIENTE FIJAR UN OBJETIVO DE INFLACIÓN? LA EXPERIENCIA DE JAPÓN CON LAS BURBUJAS EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS\*

*Kunio Okina\*\**  
*Shigenori Shiratsuka\*\*\**

La economía de Japón ha experimentado grandes oscilaciones como consecuencia de la aparición, expansión y explosión de burbujas de los precios de los activos. Tras la explosión de la burbuja, a principios de los años noventa, el crecimiento de la economía japonesa empezó a ralentizarse y continuó así durante toda la década. Por su parte, el Banco de Japón relajó considerablemente las condiciones monetarias, volviendo a una situación hacia tiempo olvidada y que no se había vivido desde los años treinta, a saber, una trampa de liquidez. En este artículo se examina la política monetaria de Japón a lo largo de tres fases sucesivas: la primera corresponde al período en el que se produjeron las burbujas de precios; la segunda, a la explosión de estas burbujas y el subsiguiente ajuste; y la tercera, a aquélla en la que la economía se encontró con una trampa de liquidez.

**Palabras clave:** *política monetaria, inflación, estabilización de los precios, estabilidad monetaria, Japón.*

**Clasificación JEL:** *E52, E64, O53.*

## 1. Introducción

Desde la segunda mitad de los años ochenta, la economía de Japón ha venido experimentando unas oscilaciones extremadamente grandes como consecuencia de la aparición, expansión y

explosión de burbujas de los precios de los activos. Tras ocurrir esto último a principios de los noventa, la tendencia de la tasa de crecimiento de la economía japonesa se desplazó a la baja y el lento crecimiento continuó durante toda la década. Mientras tanto, el Banco de Japón (en lo sucesivo BOJ) relajó considerablemente las condiciones monetarias, volviendo a una situación

---

\* OKINA, K. y SHIRATSUKA, S.: «Is it a Case for Inflation Targeting?: Japan's Experience of Asset Price Bubbles». Traducción de Jaime González-Torres.

Este artículo es una versión revisada y ampliada de otro anterior (OKINA y SHIRATSUKA, 2003) preparado originalmente para los actos de la Conferencia del FED Chicago-Banco Mundial en abril de 2002. Los tres primeros apartados están basados en OKINA y SHIRATSUKA (2003) y el cuarto es nuevo. Los puntos de vista expresados en este artículo son los de los

---

autores y no reflejan necesariamente los del Banco de Japón o los del Instituto de Estudios Monetarios y Económicos.

\*\* Director del Instituto de Estudios Monetarios y Económicos del Banco de Japón.

\*\*\* Economista Senior del Instituto de Estudios Monetarios y Económicos del Banco de Japón.

olvidada hacía largo tiempo y no experimentada desde los años treinta, a saber, una trampa de liquidez; pero lo que Japón experimentó en los años noventa no fue una recesión catastrófica como la Gran Depresión de los años treinta, sino una deceleración gradual del crecimiento económico y, aunque vino acompañada de problemas en el sistema financiero, se la llamó, quizá de una forma en cierta medida elegante y poco acertada, «recesión dorada».

No hay duda de que la explosión de las burbujas de los precios de los activos contribuyó de forma significativa a la consiguiente reducción de la tendencia de la tasa de crecimiento, pero esa no fue la única razón. En un entorno cambiante, con una sociedad en rápido envejecimiento y con la mundialización de la economía, el sistema económico y social de Japón, que había generado un elevado crecimiento económico durante los años sesenta, se convirtió en un obstáculo, por lo que este país se vio inmerso en un fuerte ajuste. Las opiniones que ponen de relieve los problemas estructurales de Japón se centran en este punto.

Generalmente, se espera que los precios de los activos emitan señales que reflejen la evolución de la reestructuración del sistema económico y empresarial pero, debido a un excesivo optimismo, que encubría el verdadero estado de la economía, los precios de los activos crecieron con rapidez y emitieron señales erróneas. Este disparado aumento de los precios de los activos multiplicó ganancias no realizadas en terrenos y acciones, proporcionando a las empresas la errónea percepción de que poseían un enorme colchón frente a los *shocks*, y retrasando así sus reacciones a los cambios en el marco circundante. Cuando la economía llegó a la situación en la que todos percibieron estos cambios, las expectativas excesivamente optimistas que habían apoyado la expansión económica durante el periodo de la burbuja se vieron reemplazadas por otras extremadamente pesimistas que dificultaron el crecimiento. El estancamiento del crecimiento económico en Japón parece haber sido provocado por la conjunción de todos estos factores.

Al examinar la experiencia de Japón desde finales de los años ochenta, hay que considerar la política monetaria en tres fases:

la primera es aquélla en la que se generaron las burbujas de los precios de los activos; la segunda, la de la explosión de estas burbujas y el subsiguiente ajuste; y la tercera, aquélla en la que la economía se encontró con una trampa de liquidez. En este trabajo se examina la política monetaria de Japón a lo largo de estas tres fases, por lo que está articulado de la forma siguiente: en el apartado 2 se verifica la relación entre la gestión de la política monetaria y los precios de los activos durante el proceso de aparición de la burbuja, basándose en un punto de vista estándar de las reglas de la política monetaria. En el apartado 3 se resumen los efectos de la explosión de la burbuja sobre la estabilidad del sistema financiero y se considera su impacto sobre la política monetaria. En el apartado 4 se discuten posibles reacciones de la política monetaria para escapar de una trampa de la liquidez, y en el apartado 5 se completa la discusión y se presentan las conclusiones.

## 2. Política monetaria y burbujas de los precios de los activos

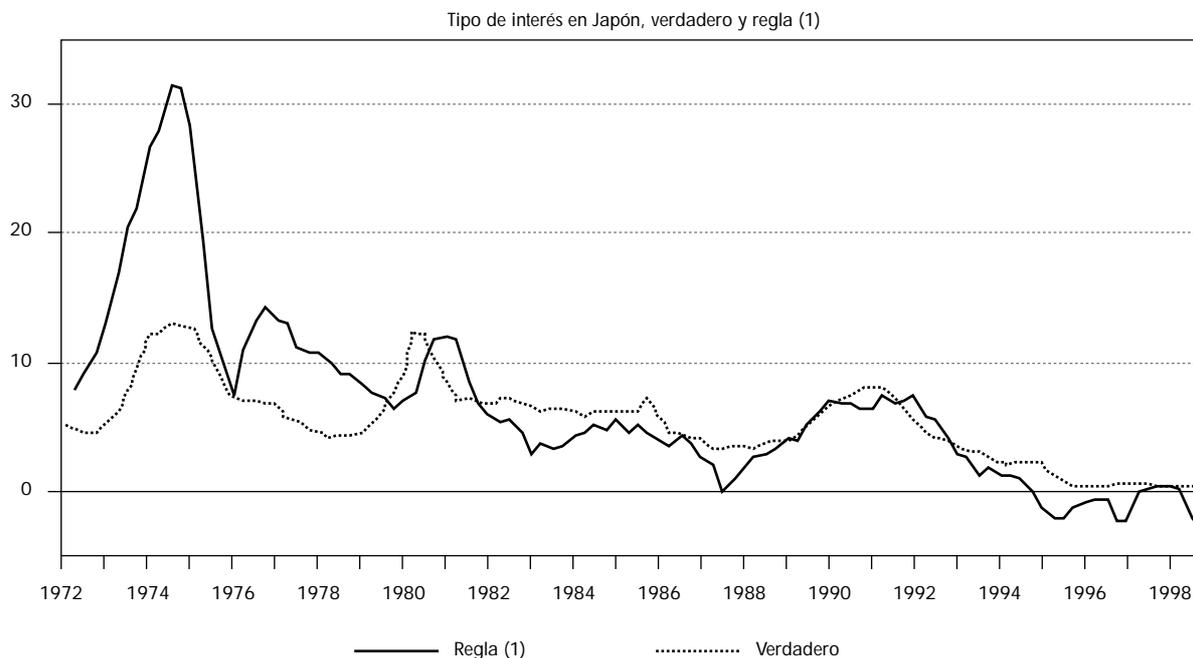
Cuando se analiza la primera fase de la aparición y expansión de las burbujas de los precios de los activos, se critica a menudo al Banco de Japón por haber retrasado supuestamente una relación monetaria, pero para valorar estas críticas hace falta alguna referencia objetiva. A este respecto, lo más interesante es una verificación de la política monetaria de Japón basada en la regla de Taylor y su variante. Escogemos la regla de Taylor como punto de referencia porque en la actualidad es la función de reacción más popular en la política monetaria y existe una abundante bibliografía, tal como Bernanke y Gertler (1999, 2001), que se ocupa de ella en relación con el papel de los precios de los activos en la formulación de la política monetaria.

### **Crítica de la política monetaria de Japón**

Puede encontrarse una típica crítica basada en la regla de Taylor en McCallum (2001), que se muestra en el Gráfico 1. El punto principal de esta crítica es que la política monetaria ha

GRÁFICO 1

REGLA DE POLÍTICA MONETARIA (1): ESTIMACIÓN DE McCALLUM



FUENTE: McCALLUM (2001).

sido, de manera constante, demasiado estricta desde 1993. Al examinar el período de expansión de la burbuja, la regla de política monetaria utilizada por McCallum sugiere que los tipos de interés se reducirían en 1987, y después de la explosión de la burbuja el cambio en la política hacia una relajación monetaria se habría retrasado si se lo compara con la política real<sup>1</sup>.

Sin embargo, estos resultados no encajan con la crítica general acerca de la política del BOJ durante el período de la burbuja: el extenso período de excesiva relajación monetaria y el retraso en levantar la rigidez monetaria después de la explosión de la burbuja. ¿Qué significa esto? Un punto de vista consiste en

afirmar que el BOJ se debería haber centrado más en los precios de los activos<sup>2</sup>.

Frente a este punto de vista, Bernanke y Gertler (1999, 2001) mantienen una opinión negativa acerca de la asignación a la política monetaria del control de las fluctuaciones de los precios de los activos, argumentando que la pretensión de un banco central de estabilizar los precios de los activos es problemática

<sup>1</sup> Esta tendencia retrasada se observa comunmente en la propia estimación de TAYLOR (2001).

<sup>2</sup> Sin embargo, el contenido de información de los precios de los activos no es necesariamente alto en términos de previsión de las tasas de inflación y de crecimiento real del PIB. Pueden verse detalles de lo mismo en OKINA y SHIRATSUKA (2001). Otro punto de vista consiste en insistir en que la misma Regla de Taylor presenta problemas. McCALLUM (2001) presenta también resultados obtenidos por la Regla de McCallum, que utiliza la base monetaria, pero la comparación entre otras reglas de política monetaria y la Regla de Taylor va más allá del tema principal de este artículo.

por varias razones, una de las cuales es que resulta difícil distinguir si las fluctuaciones de los precios de los activos se ven inducidas por causas fundamentales o por otros factores, o por ambos tipos de causas. Basándose en este razonamiento, han presentado los resultados de una simulación en la que puede verse que el BOJ hubiera podido conseguir mejores resultados si hubiese seguido una regla del tipo de Taylor (Gráfico 2). Lo que es especialmente sorprendente e interesante en relación con estos resultados es que, a pesar de centrarse solamente en el *gap* del producto y la inflación, su regla de política monetaria implicaba la necesidad de un ajuste rápido en 1988. En respuesta, el Subgobernador del BOJ, Yamaguchi, afirmó que «no veo cómo puede aumentar un banco central el tipo de interés al 8 ó al 10 por 100 cuando no tenemos inflación» (Yamaguchi, 1999).

### Evaluación de la simulación de la regla de política monetaria

En ese caso, ¿por qué los resultados de la estimación de Bernanke y Gertler (1999) que aparecen en el Gráfico 2, a pesar de centrarse sólo en el *gap* en el producto y la inflación parecen implicar un ajuste monetario rápido y temprano, lo que contrasta con los resultados de la estimación obtenidos de la regla estándar de Taylor tal y como aparece en el Gráfico 1?

En primer lugar, observemos la evolución del *output gap* y el índice de precios al consumo de Japón, que forman ambos la base de una regla de política monetaria del tipo de Taylor (Gráfico 3). En conjunto, el IPC muestra oscilaciones suaves, pero creció rápidamente en 1989 y 1997, reflejando respectivamente la introducción de un impuesto al consumo del 3 por 100 y su posterior aumento al 5 por 100. En lo referente al *gap* del producto, hemos utilizado la brecha entre el PIB real y su tendencia obtenida aplicando el filtro de Hodrick-Prescott (en lo sucesivo filtro HP). Más tarde describiremos los problemas que surgen en la estimación del *output gap*<sup>3</sup>.

A continuación, al comparar la fórmula de McCallum y la de Bernanke-Gertler, la mayor diferencia es que aquélla utiliza una regla de Taylor retrospectiva basada en la inflación realizada, mientras que ésta utiliza una regla de Taylor prospectiva que supone una perfecta previsión con respecto a la inflación para el año siguiente; además, la fórmula de Bernanke-Gertler pondera más la inflación y menos el *output gap*. Como resultado, en una simulación que utilice la fórmula de Bernanke-Gertler, las fluctuaciones «futuras» de la inflación afectan en gran medida al valor objetivo del período del tipo de interés fijado por la política monetaria.

Siguiendo las fórmulas de la regla de Taylor que han supuesto McCallum (2001) y Bernanke y Gertler (1999) en sus estimaciones, hemos utilizado el anteriormente citado *output gap* y el IPC e intentado reproducir el tipo objetivo tal y como se muestra en el Gráfico 4. La parte superior del Gráfico 4 muestra nuestros resultados estimados de una regla de Taylor retrospectiva que corresponde a lo estimado por McCallum (Gráfico 1) y la parte inferior nuestros resultados estimados de una regla de Taylor prospectiva que corresponde a la estimación de Bernanke-Gertler (Gráfico 2)<sup>4</sup>. Puede verse que nuestras estimaciones han reproducido resultados cualitativamente similares a los de McCallum y Bernanke-Gertler.

---

real de equilibrio constante (3 por 100), es muy probable que se utilizase la diferencia entre una tendencia lineal logarítmica y el PIB real como *output gap*. BERNANKE y GERTLER (1999) han medido el *output gap* utilizando datos mensuales, a saber, la diferencia entre el índice de producción industrial (producto) y su tendencia cuadrática.

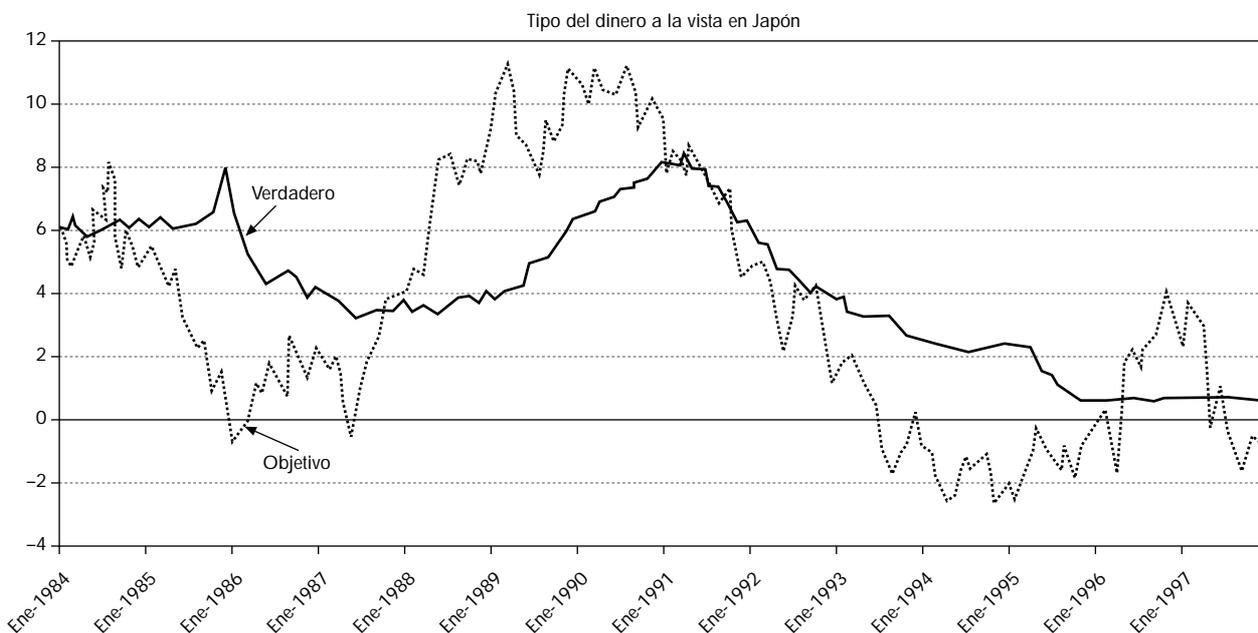
<sup>4</sup> Se han obtenido las reglas de Taylor retrospectiva y prospectiva siguiendo las formulaciones de McCALLUM (2001) y BERNANKE y GERTLER (1999), que utilizaron ponderaciones para la tasa de inflación y en el *gap* del producto de 1,5 y 0,5 y de 2,00 y 0,33, respectivamente. Mientras que McCALLUM (2001) y BERNANKE y GERTLER (1999) hicieron sus estimaciones suponiendo constante el tipo de interés real de equilibrio, este artículo estima el *output gap* utilizando un filtro HP, por lo que, considerando los efectos de una tasa de crecimiento potencial en declive desde el comienzo de los años noventa, hemos considerado que la tasa de crecimiento de la tendencia filtrada HP para el año anterior es el tipo de interés real a la hora de derivar la regla de Taylor.

---

<sup>3</sup> No hay explicación en McCALLUM (2001) de cómo se ha medido el PIB potencial o el *output gap*, pero, dado que supone el tipo de interés

GRÁFICO 2

REGLA DE POLÍTICA MONETARIA (2): ESTIMACIÓN DE BERNANKE-GERTLER



FUENTE: BERNANKE y GERTLER (1999).

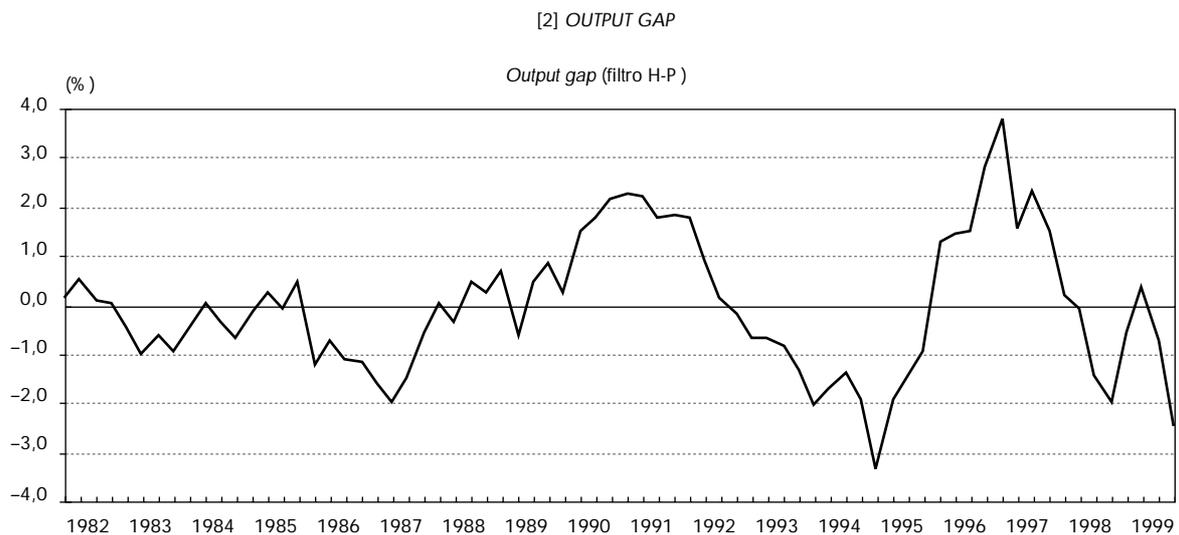
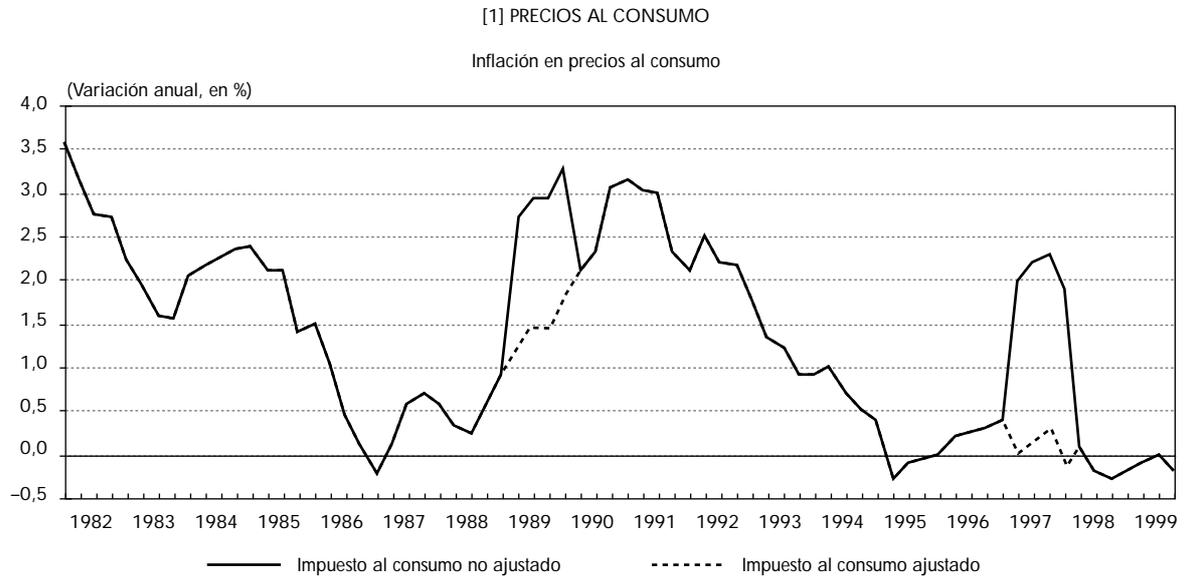
En nuestra regla de Taylor retrospectiva, el tipo objetivo de la política monetaria es, en su conjunto, más alto que el de McCallum, que resulta en un período de tipo de interés cero sustancialmente más corto e implica más bien una política monetaria más estricta en total, pero puede evitar la poco práctica consecuencia de embarcarse en tipos de interés cero en fecha tan temprana como 1987. Por otra parte, nuestra regla de Taylor prospectiva, a pesar de las diferencias trimestrales y mensuales, sigue bastante bien los resultados de la estimación de Bernanke y Gertler en su conjunto.

Durante el período de expansión de la burbuja, hay dos cimas en la estimación de McCallum, de 1989 a 1990 y en la de Bernanke-Gertler de 1988 a 1989. Si observamos los datos básicos, la primera parece haber sido resultado de la introducción de un impuesto al consumo (del 3 por 100) en abril de 1989 y, si reali-

zamos el ajuste, la cima desaparece tanto para la regla de Taylor retrospectiva como para la prospectiva. Como no se iba a contrarrestar un alza de precios única con una contracción monetaria, no puede decirse que el BOJ retrasase el ajuste, sólo puede decirse que lo hizo si es prácticamente viable una previsión perfecta de las tasas de inflación básicas con un año de anticipación, mientras que podría ser difícil insistir en la consecución de un ajuste monetario rápido como sería subir el tipo de interés del 4 al 8 por 100 en 1988<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Otro problema en lo referente a la fuerte alza en los tipos de interés podría ser los potenciales efectos adversos en el sistema financiero. Por ejemplo, como razón en favor de suavizar el tipo de interés, GOODFRIEND (1991) señala la posibilidad de que las carteras de las instituciones financieras sufrirían enormes pérdidas de capital cuando se aumentase inesperada y sustancialmente el tipo de interés. Puede verse una discusión ulterior sobre este punto en OKINA y SHIRATSUKA (2001).

GRÁFICO 3  
DATOS PARA ESTIMAR LA REGLA DE TAYLOR



NOTAS: <sup>1</sup> Las cifras del IPC están ajustadas teniendo en cuentas los impactos del impuesto al consumo.

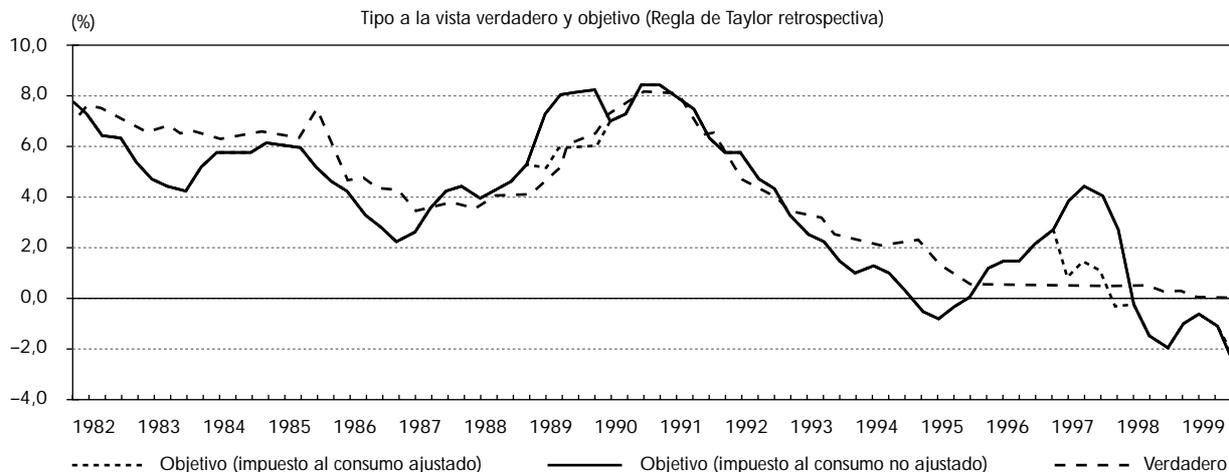
<sup>2</sup> Se calculan los *output gap* como la diferencial entre el PIB real y las series filtradas H-P para el PIB real. Series filtradas H-P calculadas para el periodo de muestra del segundo trimestre de 1955 al cuarto de 2000 con el parámetro suavizante  $\lambda=1.600$ .

FUENTES: Ministerio de Administración Pública, Interior, Correos y Telecomunicaciones, *Consumer Price Index*, Oficina del Gabinete, *Annual Report on Nacional Accounts*.

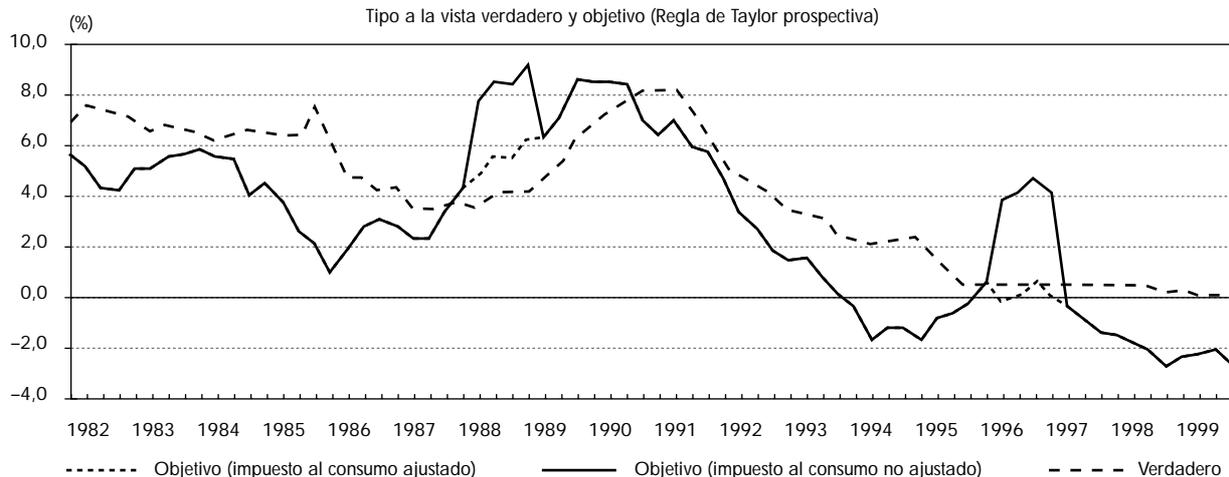
GRÁFICO 4

EXAMEN DE LA REGLA DE TAYLOR

[1] REGLA DE TAYLOR RETROSPECTIVA



[2] REGLA DE TAYLOR PROSPECTIVA



NOTAS: se define la Regla de Taylor de la forma siguiente:

Ecuación básica:  $R_t = r_t^* + \pi_t^* + \alpha(\pi_{t+1} - \pi_t^*) + \beta(Y_t - Y_t^*)$

$r_t^*$ : Tipo de interés a corto plazo real de equilibrio en el periodo  $t$ .

$\pi_t^*$ : Objetivo de inflación.

$R_t$ : Tipo a la vista de un día a otro no colateralizado en el periodo  $t$ .

$\pi_{t+1}$ : Tasa de inflación en el IPC en el periodo  $t+1$ .

$Y_t - Y_t^*$ : Output gap en el periodo  $t$ .

La tasa de inflación en el segundo término del segundo miembro corresponde al periodo actual ( $T=0$ ) y para el año próximo ( $T=1$ ), respectivamente.

FUENTES: BANCO DE JAPÓN, *Financial and Economic Statistics Monthly*; Ministerio de Administración Pública, Interior, Correos y Telecomunicaciones, *Consumer Price Index*; OFICINA DEL GABINETE, *Annual Report on National Accounts*.

## La medición del *output gap* y las burbujas de los precios de los activos

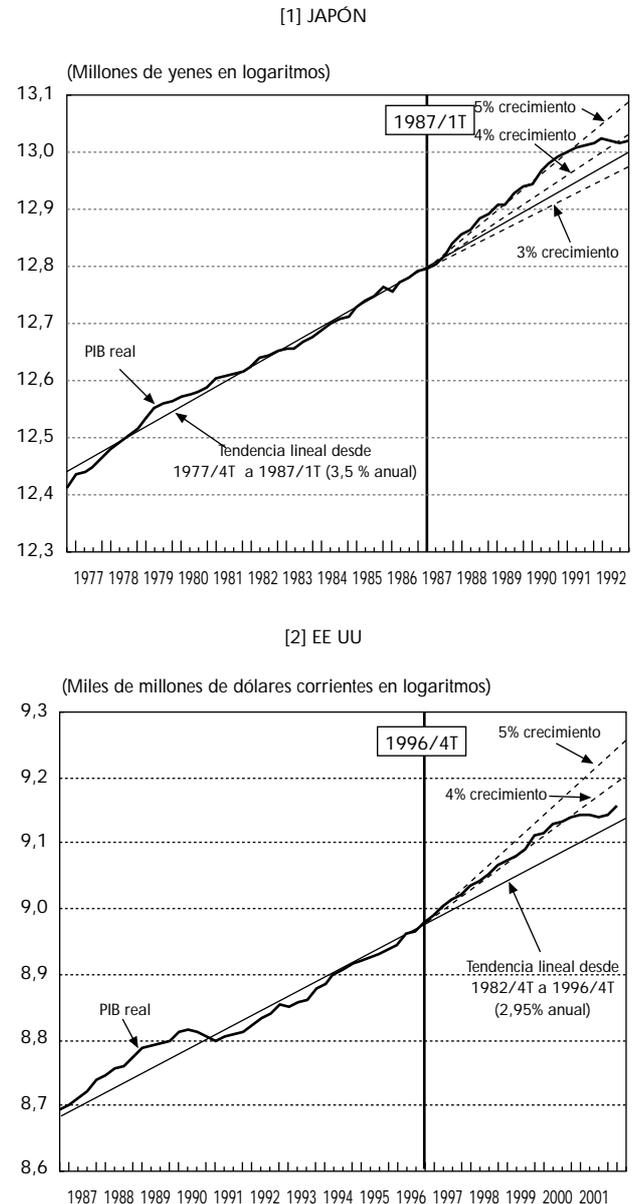
La discusión anterior revela que para valorar con exactitud el manejo de la política monetaria es crucial calibrar la presión inflacionista examinando cuidadosamente sus datos básicos de precios y PIB real. Al hacerlo, aparece un grave problema que consiste en que, como el nivel del *output gap* variará según las estimaciones del PIB potencial, la tasa objetivo óptima así obtenida podría diferir, incluso de los mismos PIB real e inflación observados. La senda de tipos de interés óptimos diferirá según se adopten las expectativas optimistas en el momento de revisar la senda de crecimiento potencial hacia arriba, o se acepte la tasa de crecimiento potencial basada en la opinión retrospectiva de que estas expectativas no eran sino mera euforia.

Lo que esto suele mostrar es la evaluación de la senda de crecimiento del PIB real sobre una base en tiempo real (la parte superior del Gráfico 5). El primer trimestre de 1987 es el suelo previo al período de la burbuja y una línea de tendencia lineal desde el cuarto trimestre de 1977 hasta el primer trimestre de 1987 casi corresponde a la senda de crecimiento del 3,5 por 100, pero desde el primer trimestre de 1987 hasta mediados de 1991, el PIB real aumentó siguiendo la tendencia de crecimiento del 5 por 100. Mirando en retrospectiva, la mayor parte del desplazamiento de la tendencia fue temporal y no se debería haber realizado una acomodación. Debería señalarse que la continua expansión económica hace difícil descomponer una tasa de crecimiento creciente en los componentes de tendencia y cíclico.

A este respecto, Bernanke y Gertler (2001) afirman que «hay que reconocer que el *output gap* es difícil de medir, pero tenemos más confianza en la capacidad de los economistas para medir el *output gap* que el componente fundamental de los precios de las acciones» y «además, el comportamiento de la inflación proporciona un indicador en tiempo real de la magnitud del *output gap*, mientras que no existe un indicador análogo que nos dé una confirmación de los fundamentos de las cotiza-

GRÁFICO 5

### IMPACTO DEL DESPLAZAMIENTO EN LA TENDENCIA DEL PIB REAL



FUENTES: OFICINA DEL GABINETE DE JAPÓN. *Annual Report on National Accounts*. USA: Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce (<http://www.bea.gov>)

ciones. Sin embargo, la experiencia de Japón muestra que es poco probable que los bancos centrales evalúen la presión inflacionista potencial a partir de las fluctuaciones de los precios de los activos «sin meterse a decidir qué es una variable fundamental y qué no lo es» (Bernanke y Gertler, 1999), de forma que su argumento parece ser demasiado optimista. En primer lugar, la propia tasa de inflación no debería ser necesariamente un indicador predominante en tiempo real de la magnitud del *output gap*. En segundo lugar y en consecuencia, no se podría haber estimado una senda de crecimiento potencial correcta sin identificar si las expectativas que prevalecían eran o no mera euforia.

Argumentos similares parecen aplicables a la reciente experiencia de Estados Unidos (la parte inferior del Gráfico 5). Meyer (2000) afirma que constituyó un desafío importante para la política monetaria de Estados Unidos en marzo de 2000 determinar cómo «permitir que la economía obtuviese los beneficios totales de las nuevas posibilidades al mismo tiempo que evitaba un excesivo recalentamiento». El mismo autor pone también de relieve la importancia de evaluar el nivel del PIB potencial a la hora de evaluar la presión inflacionista, sobre el telón de fondo de los enormes cambios en la estructura económica (a saber, la «nueva economía») detrás del alza del precio de las acciones en Estados Unidos.

### 3. La política monetaria durante la explosión de la burbuja

Pasaremos ahora a examinar la política monetaria japonesa en la segunda fase, que abarca el periodo posterior al estallido de las burbujas de los precios de los activos.

#### La burbuja y el sistema financiero japonés

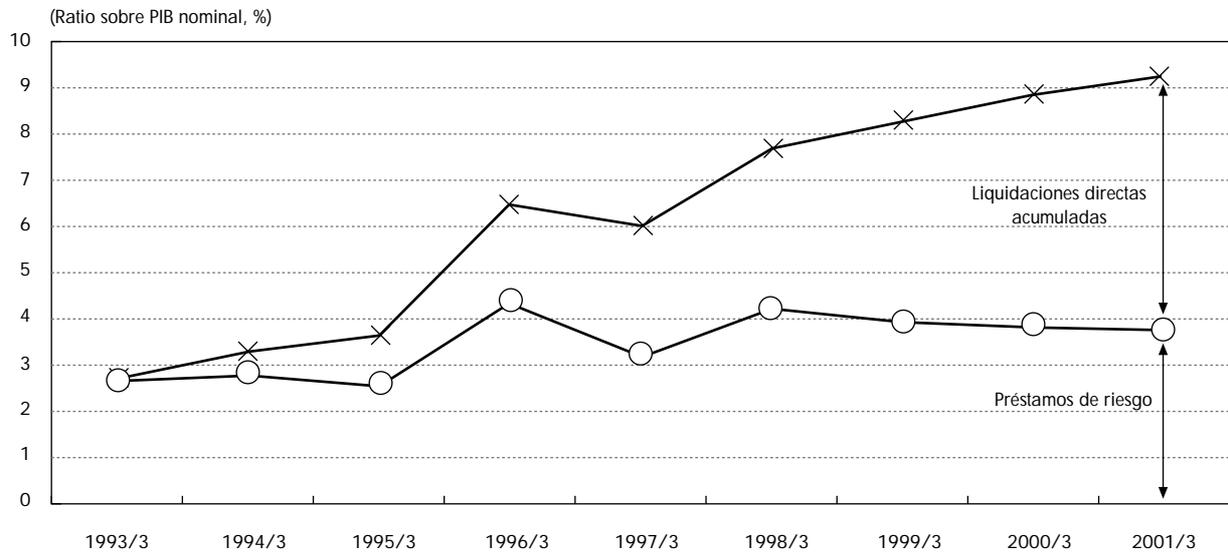
Volviendo la vista a la experiencia japonesa del período en el que estalló la burbuja, puede caracterizarse por el hecho de que se intensificase la inestabilidad del sistema financiero, pareciendo así que amplificaba los efectos negativos de dicho estalli-

do. Hubo una recuperación económica temporal hasta aproximadamente 1997 a pesar de que la economía cargase con los efectos adversos sobre el sistema financiero derivados de las reducciones en los precios de los activos. La recuperación económica a partir de finales de 1995 fue relativamente intensa y el crecimiento de la inversión empresarial en particular se hizo positivo en el año fiscal de 1995 después de un intervalo de tres años, encabezado principalmente por las inversiones relacionadas con las telecomunicaciones y la electrónica. Los precios de las acciones también se recuperaron rápidamente desde mediados de julio y recuperaron el nivel de 20.000 en el Nikkei 225 a finales de año. En el año fiscal de 1996, además de la inversión pública, un funcionamiento favorable del sector privado impulsó fuertemente la economía, dando lugar a una alta tasa de crecimiento del 5 por 100.

Como reflejo de estos acontecimientos en la economía real, el tipo de interés objetivo, de acuerdo con la regla de Taylor de tipo retrospectivo (Gráfico 4), que había alcanzado el nivel cero a principios de 1995, creció rápidamente hasta 1997. Por otra parte, la tasa de la política real del BOJ se había reducido rápidamente desde 1995 y atravesado la tasa objetivo. Los motivos de esta divergencia parecen ser la preocupación sobre el grave ajuste de los balances de las empresas, que pesaba sobre la recuperación económica. De hecho, aunque la economía se había estado recuperando a un ritmo bastante rápido, los créditos de dudoso cobro de las instituciones financieras habían estado aumentando (Gráfico 6), indicando así que el ajuste de los balances de las empresas no habían progresado suficientemente durante el período de esta recuperación.

¿Por qué hubo movimientos contrapuestos entre la actividad económica real y el sistema financiero? Una posible respuesta es que el sistema financiero de Japón se había apoyado históricamente de forma predominante en una financiación basada en los bancos (Cuadro 1). En un sistema financiero basado en los bancos, éstos acumulan reservas internas cuando la economía está sana y absorben las pérdidas procedentes de las empresas con un mal funcionamiento o en quiebra durante la recesión, por lo que la intermediación financiera juega un papel amortiguador

GRÁFICO 6  
CRÉDITOS DE DUDOSO COBRO



NOTAS: <sup>1</sup> Las cifras son sumas de los bancos de la city, bancos de crédito a largo plazo y bancos *trust* (es imposible retrotraer las cifras para todos los bancos y todas las instituciones de depósito antes del año 1995).

<sup>2</sup> Los préstamos de riesgo son las sumas de los créditos a los prestatarios en quiebra legal, créditos con pagos atrasados de seis meses o más y créditos con pagos atrasados de tres meses o más y menos de seis meses.

FUENTE: AGENCIA DE SERVICIOS FINANCIEROS (<http://www.fsa.go.jp>); Oficina del Gabinete, *Annual Report on National Accounts*.

frente a los *shocks* a corto plazo<sup>6</sup>; pero esta función del sistema financiero de suavizar los riesgos se evaporará repentinamente si el sistema se encuentra con un *shock* que erosione el capital neto de los bancos hasta el punto de que amenace su situación, por lo que los efectos del estallido de la burbuja sobre el sistema financiero parecen ser un viento contrario e invisible hasta un cierto «punto crítico» tras el cual se materializan repentinamente<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> BABA e HISADA (2002) discuten en detalle las características del sistema financiero japonés.

<sup>7</sup> De hecho, en otoño de 1997, cuando la economía experimentó una deceleración paralela a las medidas del gobierno dirigidas a la consolidación fiscal y coincidió con la crisis económica del Este de Asia, se produjo una inestabilidad financiera desencadenada por el colapso de instituciones financieras tan importantes como Sanyo Securities, Hokkaido-Takushoku Bank y Yamaichi Securities. Esta inestabilidad financiera, junto con otros factores, parece haber ejercido una presión deflacionista extremadamente fuerte sobre

Hay una característica intrínseca al sistema financiero basado en los bancos que provocó que los efectos financieros procedentes de la explosión de la burbuja se desbordaran rápidamente más allá de un cierto punto crítico, lo que unido a la falta de transparencia y la fragilidad de la red de seguridad, hizo que fuera mucho más difícil enfrentarse con rapidez al problema de los créditos de dudoso cobro. Pero, hasta que se materializaron los efectos de la inestabilidad financiera, las autoridades supervisoras se habían preocupado de la posibilidad de una crisis de esta naturaleza desencadenada por la revelación de las verdaderas condiciones financieras del sector bancario. La citada falta

la economía. Como consecuencia, Japón experimentó una grave recesión en la que el PIB real (base 68 SNA) se redujo durante cinco trimestres consecutivos a partir del cuarto trimestre de 1997.

CUADRO 1  
**ESTRUCTURA FINANCIERA**  
(En %)

| [1] Pasivos financieros mantenidos por corporaciones no financieras (ratio con respecto al total de los pasivos financieros) |       |       |          |
|--|-------|-------|----------|
|  | Japón | EE UU | Alemania |
| Préstamos .....  | 38,8  | 12,1  | 33,3     |
| Bonos .....  | 9,3   | 8,2   | 1,3      |
| Acciones y capital .....   | 33,8  | 66,6  | 54,3     |
| Otros.....   | 18,1  | 13,0  | 11,0     |

| [2] Activos financieros mantenidos por las economías domésticas (ratio con respecto al total de activos financieros) |       |       |          |
|--|-------|-------|----------|
|  | Japón | EE UU | Alemania |
| Efectivo y depósitos .....   | 54,0  | 9,6   | 35,2     |
| Bonos .....  | 5,3   | 9,5   | 10,1     |
| Fondos de inversiones.....   | 2,3   | 10,9  | 10,5     |
| Acciones y capital .....   | 8,1   | 37,3  | 16,8     |
| Seguros y pensiones .....  | 26,4  | 30,5  | 26,4     |
| Otros.....   | 3,9   | 2,2   | 1,1      |

NOTAS: 1 Las cifras corresponden al final de 1999.

2 En lo referente a la deuda financiera de las empresas, se calcula el capital al valor de mercado, por lo que no corresponde necesariamente con los fondos acumulados por las empresas. Además, las cifras de EE UU incluyen sólo las de las propiedades y consideran su valor neto como el capital de los propietarios en el sector de las economías domésticas, por lo que habría que señalar que es probable que el ratio de capital a activos totales sea más alto comparado con el de los otros países. Véase los detalles en el Banco de Japón, Departamento de Estadística e Investigación, 2001.

FUENTE: BANCO DE JAPÓN, Departamento de Estadística e Investigación (2001).

de transparencia hizo que el público reaccionase de forma apática a la inyección de fondos públicos y, en consecuencia, se pasó por alto el problema del sistema financiero. Fue entre 1997 y 1998, cuando el sistema financiero llegó hasta el borde del mal funcionamiento, cuando cambió la actitud pública, pero, a esas alturas, la magnitud del problema se había hecho tan enorme que cada vez era más difícil adoptar medidas drásticas.

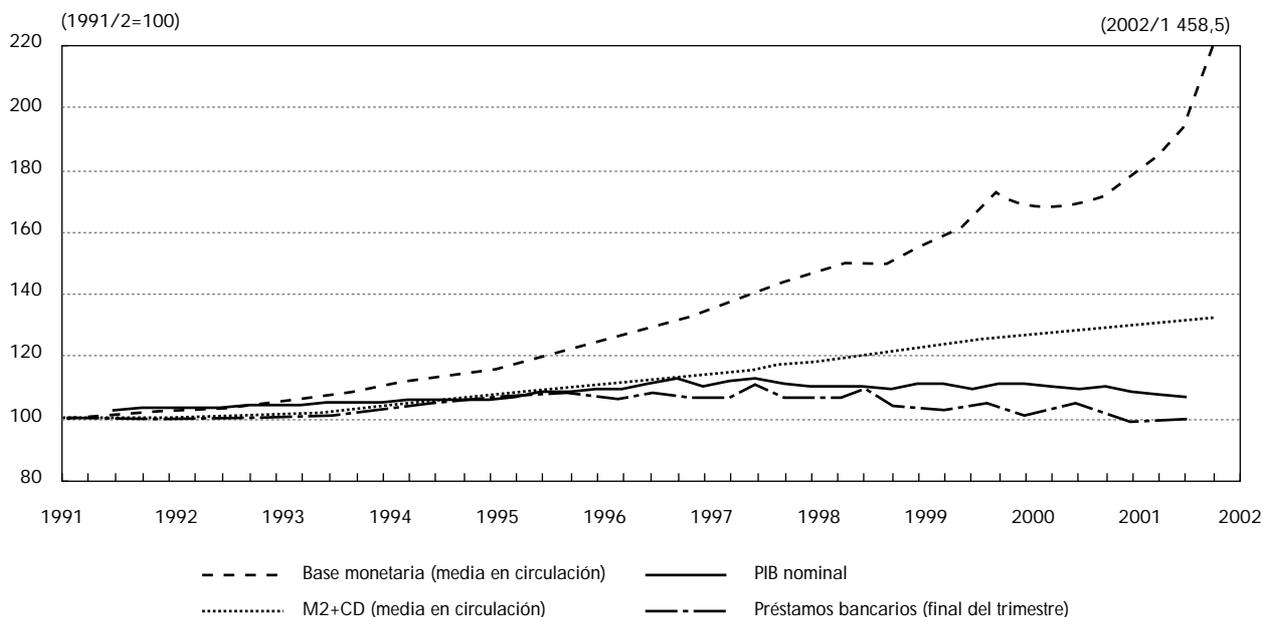
### La inestabilidad del sistema financiero y la política monetaria

Examinemos ahora hasta qué punto los efectos monetarios relajadores se vieron contrarrestados por los problemas del sistema financiero durante el período en que estalló la burbuja.

Es difícil dar una respuesta directa a esta cuestión, pero el alto

crecimiento de la base monetaria, que contrastaba con la continua reducción del crédito privado (Gráfico 7), y la rigidez en la política de préstamos a las industrias con bajos beneficios, tales como la inmobiliaria y la construcción (Gráfico 8), implican claramente que los problemas que traban la efectividad de la política monetaria se encuentran más bien del lado del mal funcionamiento del sistema financiero procedente de los problemas en los balances de las empresas y de las instituciones financieras, lo que sugiere dos posibles mecanismos: 1) un aumento de los préstamos de dudoso cobro erosiona el capital neto de las instituciones financieras, dando como resultado una reducción de su capacidad para asumir riesgos (recorte de los créditos) y 2) incluso aunque las empresas dejen de obtener beneficios, las instituciones financieras continúan concediéndoles préstamos para evitar que se materialicen las pérdidas (préstamos de tolerancia). Bajo estas

GRÁFICO 7  
AGREGADOS MONETARIOS



NOTA: Las figuras de la base monetaria, M2+CD y el PIB nominal están ajustadas estacionalmente. Las cifras de los préstamos bancarios no están ajustadas estacionalmente.  
FUENTES: BANCO DE JAPÓN, *Financial and Economic Statistics Monthly*, Oficina del Gabinete, *Annual Report on National Accounts*.

circunstancias, los préstamos a las empresas sin beneficios se hacen fijos y los fondos no van dirigidos a las empresas en crecimiento, frenando de este modo la actividad económica.

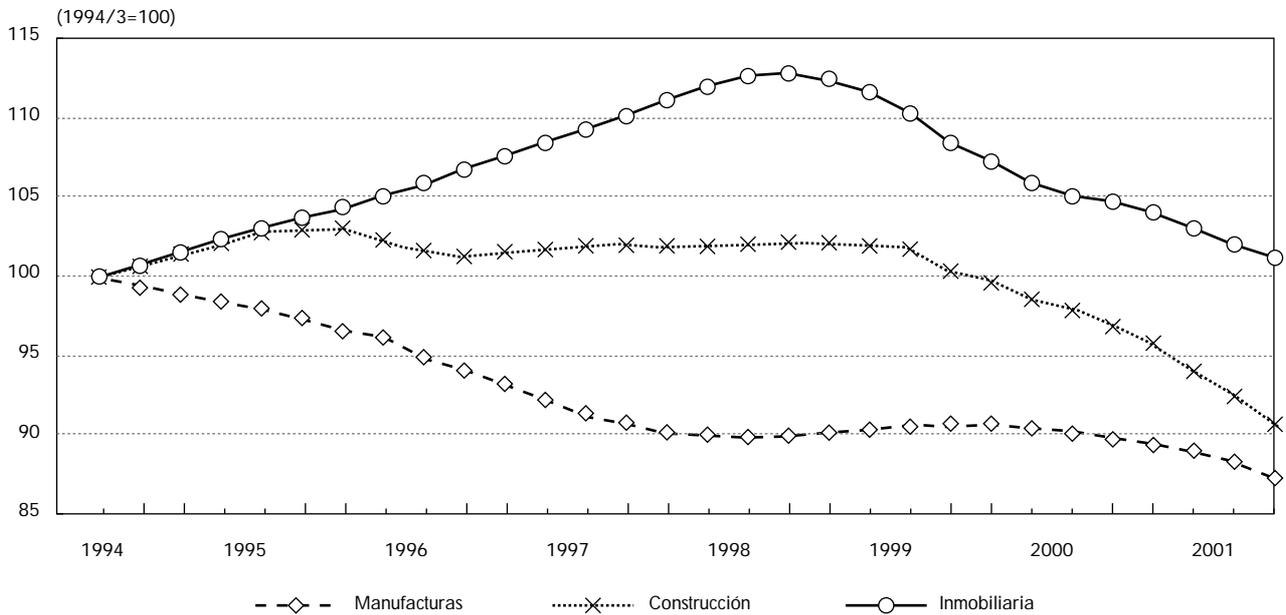
De este modo, cuando el sistema financiero tiene problemas debidos a la explosión de la burbuja, la efectividad de una relajación monetaria del banco central se verá claramente contrarrestada y una vez que un sistema financiero cae en una situación crítica, la frontera entre las políticas monetaria y de regulación «prudencial» se hacen extremadamente ambiguas.

Durante las crisis financieras, los bancos con problemas tienden a tener graves dificultades no sólo con la concesión de préstamos, sino también con el arbitraje y la intermediación, lo que traba el mecanismo de transmisión desde el tipo objetivo de la política a los tipos a largo plazo, dando como resultado una segmentación entre los diversos mercados financieros, por lo que

podría ser extremadamente importante para un banco central intervenir en los diversos mercados financieros con el fin de reparar los mercados segmentados, restableciendo así su liquidez y el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> A este respecto puede interpretarse que las operaciones del Mercado monetario realizadas por el BOJ desde 1997 estaban motivadas tanto para proporcionar la suficiente liquidez como para asignarla correctamente entre los mercados segmentados. En primer lugar, durante la crisis financiera de 1997 a 1998, como señalan SAITO y SHIRATSUKA (2001), el BOJ llevó a cabo una llamada «operación dual» para facilitar la provisión de fondos a finales de año y a finales del año fiscal, es decir, inyectó más fondos a largo plazo, a la vez que absorbía el exceso de fondos en las transacciones de un día a otro. En segundo lugar, con respecto a la política de tipo de interés cero llevada a cabo de febrero de 1999 a agosto de 2000, FUJIKI y SHIRATSUKA (2002) muestran empíricamente que tuvo un poderoso efecto de alivio, mitigando las limitaciones de liquidez de las instituciones financieras, como testifica una importante reducción de la amplitud de los plazos.

GRÁFICO 8  
PRÉSTAMOS DESEMBOLSADOS POR SECTORES



FUENTE: BANCO DE JAPÓN, *Financial and Economic Statistics Monthly*.

Esta operación monetaria puede ser muy diferente de la que tendría lugar en una situación normal, ya que requeriría no sólo ajustar la cantidad agregada de liquidez en los mercados financieros alterando los tipos de interés a corto plazo, sino también reparar la asignación de liquidez entre los mercados financieros; sin embargo habría que señalar que estos efectos relajadores sólo mitigaron la limitación de liquidez de las instituciones financieras y no consiguieron transmitirse fuera del sistema financiero, ya que el canal de transmisión entre los sectores financiero y no financiero no funcionaba con la suficiente perfección.

### La rápida respuesta a las crisis financieras

El ritmo de disminución de los tipos de interés por parte del BOJ desde finales de 1993 a otoño de 1995 se ralentizó, cuando

el BOJ estaba a punto de alcanzar una reducida tasa de descuento oficial récord del 2,5 por 100 durante el período de expansión de la burbuja, sugiriendo la posibilidad de que el BOJ se mostraba reacio a continuar con una relajación adicional de los tipos<sup>9</sup>. Existen puntos de vista contrapuestos en relación con el retraso en el ritmo de reducción del tipo de interés desde 1993: según uno de ellos, los tipos de interés se deberían haber reducido a un ritmo más rápido, mientras que otros afirman que incluso si se hubiesen reducido los tipos de interés con mayor rapidez, los

<sup>9</sup> MORI *et al.* (2001) examinan esta cuestión basándose en cuatro criterios, a saber, agregados monetarios, la diferencia en los rendimientos del capital, la regla de Taylor y los tipos de interés reales a corto plazo y señalan que «la reacción de la política monetaria fue más bien rápida hasta el punto de que se adoptó sobre el telón de fondo de una contracción normal de los negocios con ajustes en el capital».

efectos hubiesen sido limitados, puesto que el sistema financiero se encontraba ya seriamente tocado. A la luz de los acontecimientos siguientes en la economía japonesa, el punto de vista según el cual era deseable una pronta reducción de los tipos de interés más de acuerdo con la regla de Taylor parece ser convincente, como ha sugerido McCallum (2001).

A pesar de ello, basándose en la observación de que el sistema financiero ya estaba gravemente afectado en el período posterior a 1993 y que la efectividad de la relajación monetaria era limitada, lo que habría merecido la pena intentar hubiese sido una reducción de los tipos de interés más drástica antes de 1993, incluso aunque era suficiente a la luz de la regla de Taylor. En el apartado anterior, de acuerdo con Okina *et al.* (2001), señalamos que las expectativas se hacen extremadamente optimistas durante un período de euforia, por lo que hubiese sido necesario un aumento sustancial de los tipos de interés para provocar un cambio de dichas expectativas. Dicho de otro modo, incluso aunque los tipos de interés hubieran sido elevados, el efecto del ajuste monetario no se hubiese materializado en un grado alto hasta que se hubiesen ajustado dichas expectativas a la baja. Si esto hubiese sido así, los efectos adversos sobre la economía habrían sido inevitablemente muy importantes debido al efecto combinado del mismo alza de los tipos de interés y la revisión de las expectativas eufóricas.

El supuesto anterior podría llevarnos a la conclusión de que era necesaria una pronta reducción de los tipos de interés, pero aquí de nuevo constituye un punto importante la predictibilidad de los efectos de una explosión de la burbuja, por lo que parece que el BOJ, al igual que durante la expansión de la burbuja, debería haber juzgado hasta qué punto la senda del producto potencial se hubiese desplazado permanentemente hacia abajo por los efectos de la explosión de la burbuja sobre el sistema financiero (es decir, hasta qué punto sería permanente una reducción de los precios de los activos)<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Es improbable que la utilidad de la información de los precios de los activos sea significativamente importante, comparada con otras variables de información a la hora de hacer tan difícil juicio. Véase en OKINA y SHIRATSUKA (2001) una discusión ulterior.

#### 4. Reacciones de la política monetaria para escapar de una trampa de la liquidez

Al considerar el manejo de la política monetaria durante la tercera fase es necesario especificar el factor más significativo que ha impedido un crecimiento económico sostenible. Hablando en términos generales, existen dos puntos de vista sobre este tema.

Según el primero, los problemas estructurales son el factor más importante. Los problemas estructurales, como se ha señalado frecuentemente, incluyen un gobierno rígido en las empresas, la ineficiencia del sector no manufacturero, la cuestión de los activos de dudoso cobro unidos a la generación y estallido de las burbujas de sus precios y el desequilibrio ahorro-inversión. Si esto es así, es necesario aplicarse en la resolución de los problemas estructurales para aumentar el crecimiento potencial. Al hacerlo, es importante el hecho de si el gobierno puede aplicar de forma continua acciones de política económica congruentes con el cuadro general de la reforma estructural; pero es extremadamente difícil llevar a cabo estas políticas estructurales hasta el final, porque lo más probable es que a corto plazo lleven consigo efectos deflacionistas, incluso aunque los efectos positivos sigan a medio y largo plazo. Por ello, para llevar a cabo todas las medidas necesarias de política estructural un punto importante es su secuencia: en qué orden hay que aplicar las diversas políticas. A este respecto, se exige a la política macroeconómica que mantenga una actitud expansiva durante tanto tiempo como sea necesario para mitigar los efectos deflacionistas procedentes de la aplicación de las políticas estructurales.

Según otra opinión, el problema esencial es la falta de demanda agregada. La base de este punto de vista parece ser que, aunque existan problemas estructurales, como la economía volverá rápidamente a una senda de crecimiento sostenible cuando se resuelva el problema de la insuficiencia de demanda aumentando la demanda efectiva, debería aplicarse la política estructural durante la recuperación de la economía. De acuerdo con esta lógica, es importante para Japón crear demanda efectiva y, en este caso, el problema se reduce a la cuestión de cómo un banco central que está atado por la limitación de la no negativi-

dad de los tipos de interés nominales, puede crear más demanda efectiva.

### **Relajación monetaria cuantitativa**

El BOJ ha adoptado una relajación monetaria cuantitativa, proporcionando reservas masivas. Esta política ha jugado un cierto papel en la expansión de la economía japonesa, tal como la estabilización del sistema financiero, pero el hecho de que los tipos de interés se hayan reducido casi hasta el 0 por 100 significa que el precio de la liquidez proporcionado por el BOJ se ha convertido en virtualmente cero, por lo que ha ganado aceptación el reconocimiento de que una ulterior relajación monetaria no tendría un significado positivo como medio para expandir la economía, a pesar de lo que sostengan algunas opiniones.

¿Cómo podríamos llegar al equilibrio correcto entre la aceptación de esta idea y la afirmación de que la inflación y la deflación son fenómenos monetarios, por lo que la deflación es un problema que tiene que resolver el BOJ? Muchos de los que piden al Banco que resuelva la deflación parecen pensar en la teoría cuantitativa del dinero, apoyando, en consecuencia, un aumento ulterior de la oferta monetaria.

Sin embargo, el hecho que se deriva de estos datos es que la relación entre dinero y el índice general de precios es lo suficientemente poco estricta como para afirmar que un crecimiento moderado de la oferta monetaria e incluso un rápido crecimiento de la base monetaria podría ser congruente tanto con una deflación suave, como con una inflación moderada. Durante los años noventa la base monetaria creció exponencialmente, hasta alcanzar altas tasas anuales comparables a las de principios de los años setenta, período al que se denomina «de inflación desatada». Los agregados monetarios amplios han estado creciendo constantemente aunque sea a una tasa moderada (Gráfico 7) y, sin embargo, en este marco continuó una deflación moderada.

Evidentemente, no negamos el posible efecto de una enorme expansión de la base monetaria sobre la deflación, pero ello es altamente impredecible, porque se transmite principalmente a

través del canal de las expectativas. Dado que los bonos del gobierno japonés y la base monetaria son ahora un sustitutivo muy próximo en Japón<sup>11</sup>, ni siquiera estamos seguros de que si el banco central imprimiese suficiente dinero para recomprar toda la deuda del gobierno tendríamos inflación o no. Está claro que si el BOJ pasa a ser considerado como irresponsable, como Krugman (1998) recomendó en una ocasión, los precios podrían subir, pero una vez que se considerase al BOJ irresponsable sería muy difícil detenerlos debido a la falta de credibilidad. La fijación del objetivo de inflación o cualquier otra ancla no serían creídas.

### **Devaluación del yen**

Si se pide que se haga más efectiva la política monetaria sin una enorme incertidumbre y una posible pérdida de credibilidad, puede pensarse en lugar de en una relajación cuantitativa ulterior, en influir sobre los precios de los activos que no sean los tipos de interés, tales como los precios de las acciones y los tipos de cambio. La propuesta que han formulado más a menudo los académicos es influir sobre los tipos de cambio.

Como en Japón el Ministerio de Finanzas (en los sucesivos MOF) tiene una jurisdicción exclusiva sobre la política de tipos de cambio y el BOJ actúa sólo como agente del MOF, el BOJ no se encuentra en situación de aplicarla por sí mismo, sino que tendría que ser iniciada por el gobierno. Además, como podría considerarse que una devaluación intencionada del yen sería una política de empobrecimiento del vecino, existe la preocupación de que podría dañar seriamente las relaciones amistosas entre Japón y sus vecinos, por ejemplo exacerbando las fricciones comerciales. A pesar de ello, la experiencia pasada sugiere que si el Banco de Japón expresase su resistencia a llevar el yen a un nivel más bajo para evitar la deflación, lo probable es que la mayor parte de los expertos norteamericanos y europeos y los economistas de las organizaciones internacionales argumentarían

<sup>11</sup> Los bonos a 10 años del BOJ se intercambiaron a una tasa inferior al 0,8 por 100 en febrero de 2002.

an probablemente que la comunidad internacional aceptaría un yen más bajo, dado que se considera que las condiciones críticas de la economía japonesa son la mayor amenaza al crecimiento económico mundial.

Habiendo dicho esto, para conseguir un efecto importante se necesitaría una gran devaluación del yen, porque el comercio internacional forma un porcentaje relativamente pequeño de la economía japonesa. Hay que señalar, sin referirse a los resultados de las investigaciones empíricas, que la devaluación del yen durante la era de la «política fiscal Takahashi» ha sido muy bien valorada por los historiadores económicos. Podemos señalar que, en este contexto, el valor del yen cayó de 2 yenes por dólar en 1931 a 3,6 yenes por dólar en 1932 y a 4 yenes por dólar en 1933.

### **El papel de la política fiscal**

Si la política monetaria no puede crear sola una demanda efectiva suficiente, existe otro argumento a favor de que debería combinarse ésta con la política fiscal para crear demanda efectiva. En este terreno aparece a menudo la idea del «dinero helicóptero». En lugar de interpretar la metáfora literalmente en el sentido de que el banco central arrojará billetes desde un helicóptero, sería más realista interpretarlo como un tipo de política fiscal en la que el gobierno aplicase grandes reducciones impositivas financiadas por el banco central.

La actual política monetaria de Japón está dedicada a proporcionar reservas suficientes para reducir los tipos de interés a corto plazo a cero, por lo que si existe un proceso por el que se pueda crear demanda efectiva por medio de la política fiscal no hay dudas de que la política monetaria jugará su papel esperado de mantener un marco financiero en el que pueda ser efectiva la política fiscal.

Sin embargo, teniendo en cuenta el alto ratio reinante en Japón deuda del gobierno/PIB, la pregunta clave que debe hacerse el gobierno antes de embarcarse en esta política es si el mercado cree en un escenario en el que mejorará la situación fiscal a medio y largo plazo aplicando esta política.

Siguiendo esta línea de pensamiento, para justificar una política fiscal expansiva tan drástica como el llevar a cabo reducciones impositivas, el gobierno necesita presentar un escenario en el que estas acciones de política económica ayudasen a impulsar la tasa de crecimiento potencial a medio y largo plazo y a apoyar y facilitar medidas de reforma estructural que llevasen a una mejora del equilibrio fiscal. Independientemente de que uno considere que la principal causa de los males japoneses sean los problemas estructurales o la falta de demanda agregada, creemos que va a convertirse en un importante desafío la creación de un consenso referente a qué reformas estructurales son necesarias desde una perspectiva a medio y largo plazo.

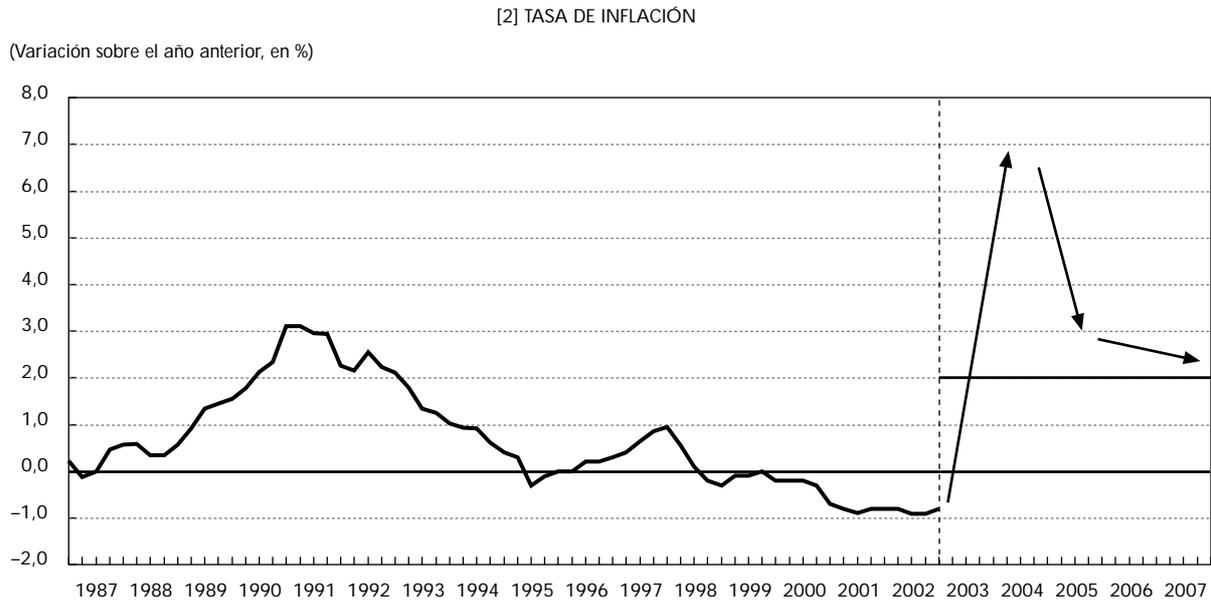
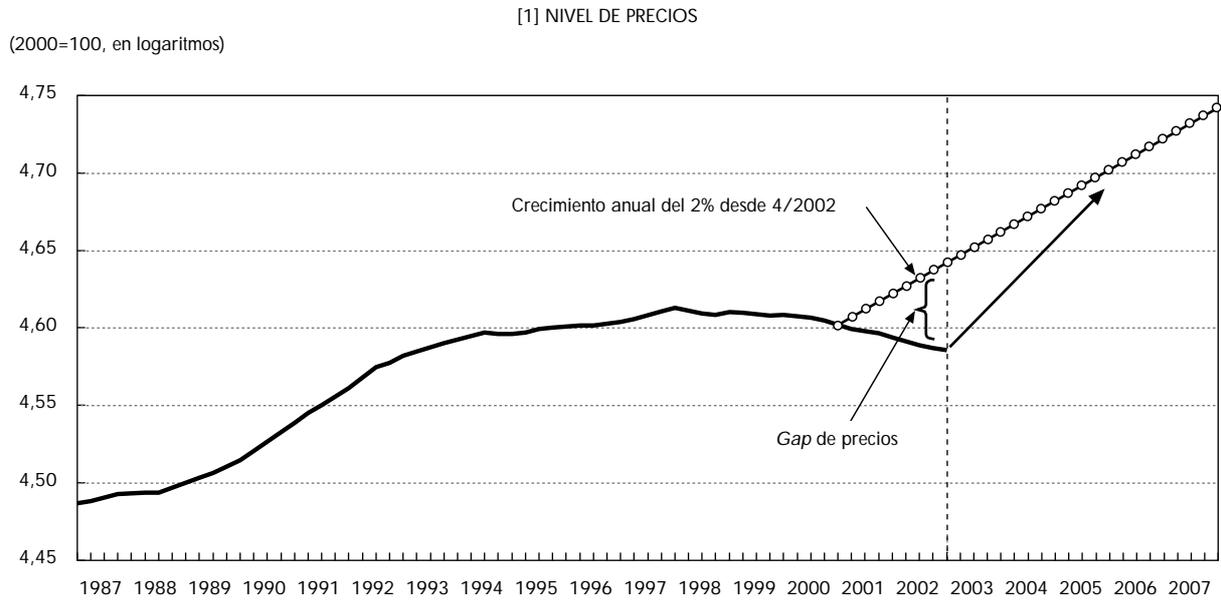
### **Fijación de un objetivo de inflación**

La fijación de un objetivo de inflación o de nivel de precios, que normalmente se considera un marco de política económica, también suele señalarse como una medida de política económica dirigida a escaparse de una trampa de la liquidez, pero el simple hecho de anunciar explícitamente un objetivo de inflación es improbable que cree unas expectativas inflacionistas en el público, sin que se muestre cómo se va a alcanzar dicho objetivo prefijado de inflación, por lo que el decidir si se va a introducir un objetivo de inflación debería discutirse conjuntamente con medidas de política adicionales dirigidas a alcanzarlo.

En caso de una drástica devaluación del yen o una política fiscal extremadamente expansiva junto con una relajación monetaria, por ejemplo, podría ser positivo o más bien indispensable algún tipo de fijación de objetivo de inflación. Por otra parte, como hemos examinado anteriormente, la fijación de un objetivo de inflación unida a una enorme relajación cuantitativa es, en cierto sentido, contradictoria<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> ROGOFF (2002) ha señalado, «dada la trampa de la liquidez japonesa y la necesidad de apoyarse en aumentos de la base monetaria para restablecer la inflación, hay un claro riesgo de que la tasa de inflación superara cualquier objetivo, al menos durante un corto periodo. El conseguir, digamos, un 2 por 100 de objetivo de inflación en una situación en la que está incorporada una deflación es como si en el golf se tratase de golpear la

GRÁFICO 9  
FIJACIÓN DE UN OBJETIVO DE INFLACIÓN (EJEMPLO)



En el caso de que el BOJ pueda introducir medidas adicionales de relajación monetaria relativamente fiables, estamos a favor de una fijación de un objetivo del nivel de precios, en lugar del frecuentemente propuesto objetivo de inflación, como ancla nominal. La fijación de un objetivo del nivel de precios está dirigida a conseguir una senda de nivel de precios prefijada que crezcan a lo largo del tiempo con una tasa de inflación pequeña pero positiva (Gráfico 9)<sup>13</sup>.

Si se adopta una medida de política monetaria agresiva ulterior dirigida a apoyar el ajuste estructural, se requiere un fuerte ancla nominal para estabilizar las expectativas inflacionistas en el público hacia la senda deseable a largo plazo, después de que la economía haya arrancado. En este caso es muy probable que la tasa de inflación supere a corto plazo un objetivo prefijado de inflación, en lugar de converger suavemente hacia él a partir de la tasa actual. Además, hay una gran incertidumbre sobre cuál será esta superación de la senda de inflación.

A este respecto, la fijación de un nivel de precios hace posible generar en el público unas expectativas de inflación que sean congruentes con la senda superior, aunque esto no sea así en la fijación del objetivo de inflación. La fijación de un nivel de precios permite una tasa de inflación más alta que un objetivo de inflación predeterminado hasta que el nivel de precios alcance una senda predeterminada, lo que promueve unas expectativas inflacionistas en el público en el sentido de que la tasa de inflación convergerá hacia un objetivo prefijado después de superarlo. Por el contrario, la fijación de un objetivo de inflación permi-

te un ajuste al alza en la senda objetivo del nivel de precios de acuerdo con la alta tasa de inflación realizada y esta senda objetivo con una base sometida a una deriva es improbable que estabilice las expectativas del público.

A pesar de ello, habría que señalar que las medidas de política monetaria convencionales no pueden conseguir una senda prefijada del nivel de precios. En particular, es esencial formar una base para restablecer la senda de crecimiento potencial aplicando ajustes estructurales en la economía y dejar claro que se van a eliminar los déficit fiscales acumulados. Sin restablecer las magnitudes fundamentales de la economía japonesa y los déficit fiscales, podría ocurrir que una medida agresiva de política monetaria diese como resultado únicamente inflación dentro de unas condiciones continuas de estancamiento económico.

## 5. Conclusiones

En este artículo hemos revisado el proceso de la aparición, expansión y estallido de la burbuja de precios de los activos de Japón desde finales de los ochenta hasta la fecha, desde el punto de vista del manejo de la política monetaria.

En primer lugar, la experiencia de Japón no lleva necesariamente a pensar que haya que incluir los precios de los activos en los objetivos de la política monetaria. A este respecto, la conclusión de Bernanke y Gertler (1999) es correcta; pero su afirmación de que un banco central pueda conseguir efectivamente y de forma omnicompreensiva tanto la estabilidad macroeconómica como la del sistema financiero adoptando una estrategia de «fijación flexible de un objetivo de inflación» no está garantizada automáticamente.

Hay un punto crítico que consiste en que, como ha sucedido en Japón durante el periodo de la burbuja, ésta se basaba en expectativas excesivamente optimistas con respecto al futuro, lo que podría describirse como euforia en retrospectiva, más bien que como una burbuja racional, como han modelizado Blanchard y Watson (1982). Bajo una continua estabilidad de precios, la senda del producto potencial percibida se ha desplazado hacia arriba al prolongarse la expansión económica, dando

---

pelota sacándola de una trampa de arena y empujarla directamente sobre la hierba metiéndola en el agujero en un solo golpe. El BOJ no debería arriesgar su credibilidad al prometer que va a alcanzar un estrecho objetivo de inflación que no es realista pensar que vaya a conseguir a corto plazo».

<sup>13</sup> Puede considerarse que la combinación de medidas de política económica explicatorias y una fijación de un objetivo de nivel de precios es una «expansión con ancla» que evite que una economía caiga en una situación incontrolable aplicando medidas agresivas ulteriores. Por ejemplo, SVENSSON (2001) señala que existe una «forma infalible» de escaparse de una trampa de la liquidez reduciendo el valor del yen inmediatamente y fijándolo a un nivel considerablemente más bajo que su valor actual, a la vez que se mantiene esta situación en el yen hasta que los precios alcancen su nivel objetivo.

como resultado la aparición de una euforia y subestimación de la presión inflacionista a la vista del *output gap*, pero el aumento de los precios de los activos durante este periodo tampoco consiguió proporcionar una clave suficiente para valorar si este aumento era la consecuencia de la llegada de una nueva economía o una simple euforia. Después de todo, un banco central no puede adoptar una respuesta adecuada de política monetaria sin evaluar si las expectativas para un nuevo periodo de desarrollo inducido por un aumento en los precios de los activos son eufóricas o no, ni predecir una senda correcta para el crecimiento potencial del producto. En este sentido no se puede suponer razonablemente que la inclusión directa de los precios de los activos en el objetivo de política económica podría haber llevado a un juicio más adecuado.

Además, la experiencia japonesa parece sugerir que merecería la pena tratar de llevar a cabo una relajación monetaria temprana y drástica cuando estalla una burbuja, pero en el caso de Japón, una característica del sistema financiero basado en los bancos, en el que los efectos del estallido de la burbuja sobre el frente financiero se materializaron repentinamente en una fase situada más allá de un cierto valor crítico, hizo difícil que el banco central reconociese que el *shock* del estallido de la burbuja tendría un impacto prolongado más allá del ciclo normal en una fase temprana de dicho estallido. A este fin, al igual que durante el periodo de aparición y expansión de la burbuja, el banco central no puede hacer un juicio de política monetaria sin evaluar hasta qué medida la senda del producto potencial se desplazará perpetuamente hacia abajo al tener en cuenta los efectos del estallido de la burbuja sobre el frente financiero.

Después de caer en un trampa de la liquidez, una relajación monetaria agresiva ulterior exige más o menos la adopción de medidas experimentales que trasciende el marco ortodoxo de la política monetaria en tiempos normales. La mayoría de los economistas parecen creer que como la economía japonesa muestra una deflación, se debería aplicar estas políticas mientras haya alguna posibilidad de éxito, incluso si sus consecuencias son inciertas. Por el contrario, hay una opinión muy arraigada entre los gestores públicos según la cual los riesgos de aplicar

políticas experimentales son excesivamente altos, ya que sus efectos e influencias son inciertos.

Bajo las condiciones de una crisis, la cuestión de quién es el que tiene la razón simplemente carece de sentido y más bien los criterios más importantes a la hora de tomar decisiones deben ser identificar la opción que tenga la mayor probabilidad de éxito y la mejor forma de actuación depende de las condiciones económicas reales. Si hay una alta probabilidad de que la economía japonesa pueda seguir navegando por su propio impulso, es mejor evitar el riesgo de que reviente el casco como consecuencia de una emersión de emergencia. Por otra parte, si es más probable que la economía permanezca atascada indefinidamente debajo del agua, habrá que arriesgarse a dar las órdenes de una emersión de emergencia, a pesar del peligro de que se raje el casco.

De acuerdo con ello, tenemos que guardar una estricta objetividad a la hora de juzgar la magnitud de la crisis, lo que es así porque el riesgo de una política económica experimental se reduce en alguna medida durante las verdaderas crisis económicas. Por ejemplo, si la economía japonesa se enfrenta realmente a una crisis grave, las críticas extranjeras en respuesta a una gran devaluación del yen no serían probablemente tan fuertes, pero si las condiciones no son tan críticas, la reacción puede ser muy importante.

Incluso si las autoridades monetarias aceptan el riesgo y deciden aplicar políticas drásticas, sus efectos pueden verse ampliados en gran medida, disminuidos o incluso completamente anulados por los problemas del sistema financiero, otros problemas estructurales y las respuestas de política económica del gobierno (por ejemplo, por el tipo de política fiscal adoptada si el volumen de compras directas de bonos del gobierno aumentase en gran medida y por la reacción del gobierno a los problemas del sistema financiero). A este respecto, es totalmente inapropiado atribuir simplemente toda la responsabilidad de las respuestas de la política económica durante los periodos deflacionistas únicamente al banco central, simplemente porque los manuales de macroeconomía digan que inflación y deflación sean fenómenos monetarios.

## Referencias bibliográficas

- [1] BABA, N. e HISADA, T. (2002): «Japan's Financial System: Its Perspective and the Authorities' Roles in Redesigning and Administering the System», *Monetary and Economic Studies*, 20 (2), Instituto de Estudios Económicos y Monetarios, Banco de Japón, páginas 43-93.
- [2] BANK OF JAPAN (2001): «Japan's Financial Structure: In View of the Flow of Funds Accounts», *Quarterly Bulletin*, 9 (1), Banco de Japón, páginas 105-142.
- [3] BERNANKE, B.S. y GERTLER, M. (1995): «Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission», *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), páginas 27-48.
- [4] BERNANKE, B.S. y GERTLER, M. (1999): «Monetary Policy and Asset Price Volatility», en *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, páginas 77-128.
- [5] BERNANKE, B.S. y GERTLER, M. (2001): «Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?», *American Economic Review*, 91 (2), páginas 253-257.
- [6] BLANCHARD, O.J., y WATSON, M. (1982): «Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets», en WACHTEL, P., comp., *Crises in the Economic and Financial Structure*, Lexington: Lexington Books, páginas 295-315.
- [7] FUJIKI, H. y SHIRATSUKA, S. (2002): «Policy Duration Effect under the Zero Interest Rate Policy in 1999-2000: Evidence from Japan's Money Market Data», *Monetary and Economic Studies*, 20 (1), Instituto de Estudios Monetarios y Económicos, Banco de Japón, páginas 1-31.
- [8] GOODFRIEND, M. (1991): «Interest Rates and the Conduct of Monetary Policy», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, volumen 34, páginas 7-30.
- [9] KRUGMAN, P.R. (1998): «It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, páginas 137-187.
- [10] McCALLUM, B.T. (2001): «Japanese Monetary Policy», edición en multicopista.
- [11] MEYER, L. (2000): «Structural Change and Monetary Policy», <http://www.bog.frb.fed.us/boarddocs/speeches/2000/20000303.htm>.
- [12] MORI, N., SHIRATSUKA, S. y TAGUCHI, H. (2001): «Policy Responses to the Post-Bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review», *Monetary and Economic Studies*, 19 (S-1), Instituto de Estudios Monetarios y Económicos, Banco de Japón, páginas 53-102.
- [13] OKINA, K., SHIRAKAWA, M. y SHIRATSUKA, S. (2001): «Asset Price Bubble and Monetary Policy: Experience of Japan's Economy in the Late 1980s and its Lessons», *Monetary and Economic Studies*, 19 (S-1), Instituto de Estudios Monetarios y Económicos, Banco de Japón, páginas 395-450.
- [14] OKINA, K., SHIRAKAWA, M. y SHIRATSUKA, S. (2002): «Asset Price Bubbles, Price Stability, and Monetary Policy: Japan's Experience», *Monetary and Economic Studies*, 20 (3), Instituto de Estudios Monetarios y Económicos, Banco de Japón, páginas 35-76.
- [15] OKINA, K., SHIRAKAWA, M. y SHIRATSUKA, S. (2003): «Japan's Experience of Asset Price Bubbles: Is it a Case for Inflation Targeting?».
- [16] ROGOFF, K. (2002): «Revitalizing Japan: Risks and Opportunities», *Nihon Keizai Shimbun*, November 7 (Versión inglesa disponible en la página web del FMI, <http://www.imf.org/external/np/vc/2002/110702.htm>).
- [17] SAITO, M. y SHIRATSUKA, S. (2001): «Financial Crises as the Failure of Arbitrage: Implications for Monetary Policy», *Monetary and Economic Studies*, 19 (S-1), Instituto de Estudios Monetarios y Económicos, Banco de Japón, páginas 239-270.
- [18] SHIRATSUKA, S. (2001a): «Is There a Desirable Rate of Inflation? A Theoretical and Empirical Survey», *Monetary and Economic Studies*, 19 (2), Instituto de Estudios Monetarios y Económicos, Banco de Japón, páginas 49-83.
- [19] SHIRATSUKA, S. (2001b): «Asset Prices, Financial Stability and Monetary Policy: Based on Japan's Experience of the Asset Price Bubble», en *Marrying the Macro- and Microprudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers, número 1, páginas 261-284.
- [20] TAYLOR, J.B. (1993): «Discretion versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, páginas 195-214.
- [21] TAYLOR, J.B. (2001): «Low Inflation, Deflation, and Policies for Future Price Stability», *Monetary and Economic Studies*, 19 (S-1), Instituto de Estudios Monetarios and Economicos, Banco de Japón, páginas 35-51.
- [22] YAMAGUCHI, Y. (1999): «Asset Price and Monetary Policy: Japan's Experience», en *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, páginas 171-176.