

Trabajo Fin de Grado

LA LUCHA DE JAPÓN CONTRA LA DEFLACIÓN *Políticas monetarias llevadas al límite*

JAPAN'S STRUGGLE AGAINST DEFLATION *Monetary policies pushed to the limit*

Autor

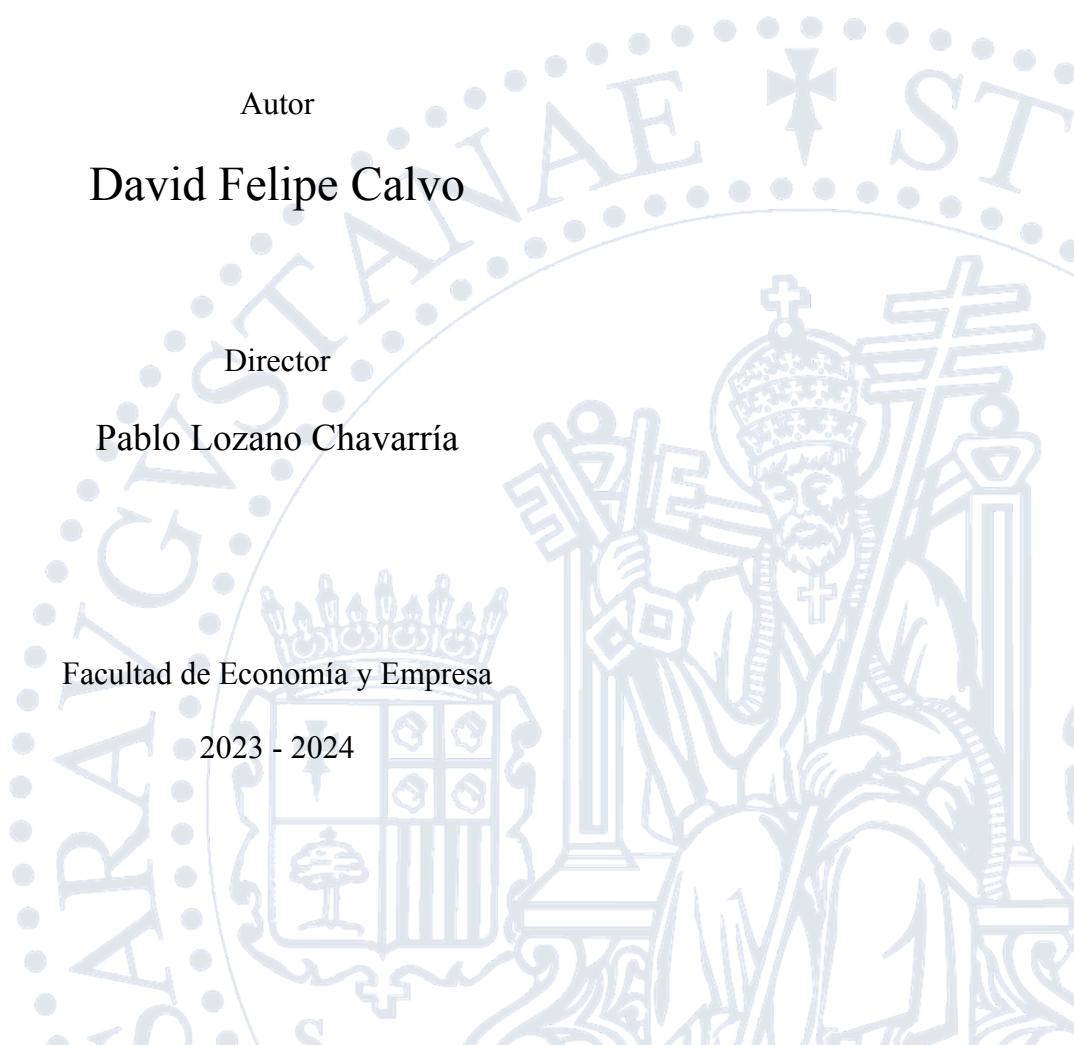
David Felipe Calvo

Director

Pablo Lozano Chavarría

Facultad de Economía y Empresa

2023 - 2024



RESUMEN

Este trabajo pretende analizar en profundidad las causas y orígenes de la deflación en Japón, entendiendo el contexto previo a la crisis financiera e inmobiliaria de 1989 y 1991 respectivamente, además de la crisis financiera de 2008.

El Banco de Japón intentó tomar las medidas necesarias para sostener su economía frente a uno de los mayores shocks de su historia, como fue el crack bursátil. En este contexto, el sistema financiero y el sector exterior se convirtieron en un obstáculo para la recuperación económica nipona cuando estos sectores habían desempeñado un papel central en el crecimiento y buen desarrollo de la economía.

Tras el estallido de la crisis, en 1995, se dio el primer periodo deflacionario, el Banco de Japón llevó al límite la dureza de sus políticas monetarias para combatirla, y tras una década de inestabilidad y aproximándose a la recuperación económica estalló la crisis financiera de 2008.

En esta segunda crisis se percibe un gobierno más consciente de las consecuencias que trae la deflación y cuáles son las medidas que deben tomar para no agravarla.

A través del estudio de los factores previos a ambas crisis que han generado problemas en la aplicación de las políticas económicas, y el contexto en el que se aplican estas políticas, se percibirá una madurez por parte de Japón frente a los desequilibrios globales.

Así mismo, se detallan las ineficiencias que se han producido al aplicar las políticas económicas en cada una de las etapas de estudio derivadas de una coyuntura errática producida por shocks constantes que azotan a la economía nipona.

ÍNDICE

Capítulo I: Introducción	3
Capítulo II. Evolución económica de Japón en el s. XXI	5
II.1. Caracterización de la economía japonesa	5
II.2. Evolución de los indicadores económicos	6
Capítulo III. La crisis bursátil e inmobiliaria de 1980 a 2003	11
III.1. El inicio de la crisis. Causas y consecuencias desde 1980 hasta 1991	11
III.1.a. La apreciación acelerada del yen	11
III.1.b. Liberalización y desreglamentación del sistema financiero	13
III.1.c. La política monetaria de los años 80	14
III.2. Causas de la deflación y políticas económicas aplicadas entre 1991 y 2003	17
III.2.a. Factores de carácter real	19
III.2.b. Factores monetarios y financieros	20
III.2.c. El papel de la política económica	22
III.2.d. Factores externos	24
Capítulo IV. Crisis financiera: deflación entre 2009 y 2013	26
IV.1. Estallido y respuesta a la crisis de 2008	28
IV.1.a. Políticas coordinadas con otros bancos centrales	29
IV.1.b. Políticas individuales del BDJ	29
IV.2. La lucha contra la deflación entre 2010 y 2013	31
IV.2.a. La expansión monetaria exhaustiva (CME)	31
IV.2.b. Política sobre las facilidades de crédito	33
IV.3. La expansión monetaria cuantitativa y cualitativa (QQME)	34
IV.3.a. Características de la política QQME	35
IV.3.b. Mecanismos de transmisión de la política QQME	37
Capítulo V. Conclusiones	38
Capítulo VI. Bibliografía	40
Capítulo VII. Anexos	42

Capítulo I: Introducción

Japón es considerado por muchos economistas como el laboratorio de la ciencia económica, un lugar donde se han producido los “experimentos” más importantes en la evolución del capitalismo. El Capítulo II entrará a analizar la coyuntura económica nipona para observar su evolución desde finales del s. XX hasta inicios del s. XXI.

El propósito de este estudio es analizar la situación de Japón en un contexto de congestión, con el objetivo de entender cuáles han sido los factores que han llevado al país a enfrentar la deflación y las ineficiencias que se han producido a la hora de aplicar las políticas económicas dependiendo del contexto.

El estudio de la coyuntura nipona se limitará entre 1990 hasta los años más próximos a 2023, asumiendo que la historia anterior ya es conocida, debido a la gran cantidad de estudios dedicados al notable crecimiento de la economía japonesa desde principios del siglo XX. La economía japonesa se vio lastrada como consecuencia de la burbuja bursátil y inmobiliaria en 1989 y 1991 respectivamente, así como la crisis financiera global de 2008. Estos factores serán analizados en detalle en los Capítulo III y IV para comprender las causas subyacentes de la deflación.

La deflación es un fenómeno apenas explorado por los economistas, y Japón se encuentra bajo la mirada del mundo entero. Es de especial interés comprender el funcionamiento de las políticas monetarias y los factores que han podido repercutir en su buen desempeño para enfrentar la deflación, entrando en su análisis a lo largo del trabajo. La limitada información sobre la deflación supone un nuevo marco de análisis, ya que no se han presentado períodos deflacionarios a lo largo de la historia como los experimentados en Japón.

Los objetivos generales y específicos, que propone dar respuesta este estudio, son muy amplios. Debido a la escasez de artículos académicos referentes al periodo temporal de este estudio, se busca ser uno de los primeros que profundicen en los siguientes temas.

El objetivo general de este estudio es comprender los límites de las políticas monetarias al enfrentar la deflación y cuales han sido las limitaciones, originadas por el contexto de crisis, que han impedido el correcto funcionamiento de estas políticas.

Dentro del objetivo principal se han identificado varios puntos de relevancia que se suponen necesarios para entender el objetivo general.

Los objetivos específicos se enfocarán en el análisis de la coyuntura y el historial de medidas aplicadas previas al estallido de las crisis, además de profundizar en los obstáculos que se han generado como consecuencia de las decisiones de política económica o contextos económicos inestables.

Capítulo II. Evolución económica de Japón en el s. XXI

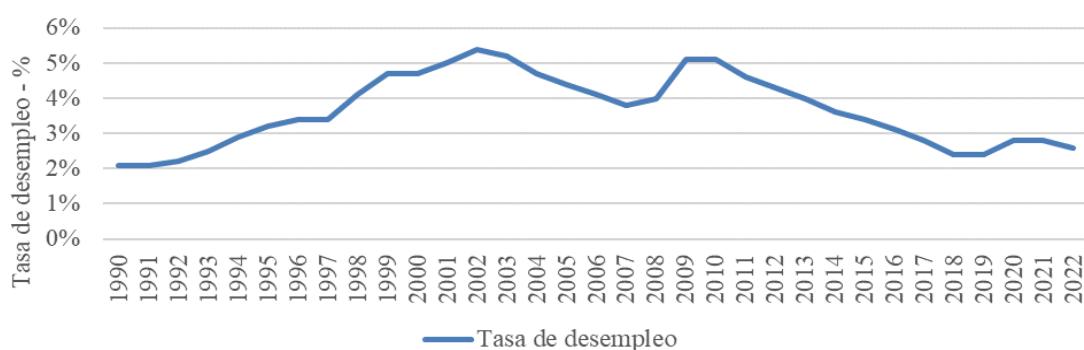
Este capítulo pretende ser un análisis de coyuntura no muy extenso, con la finalidad de caracterizar la economía japonesa y entender cuál es su situación económica y evolución. Una vez hecha una breve descripción de su economía, se estudiará la variación de las variables macroeconómicas principales, logrando de esta manera, identificar los períodos de recesión y cómo reaccionó, en líneas generales, la economía japonesa en estos períodos y cuál fue el efecto de las políticas monetarias aplicadas.

II.1. Caracterización de la economía japonesa

Japón es la cuarta economía más grande del mundo, por detrás de Estados Unidos, China, y recientemente Alemania. Es una de las economías más grandes en términos de población con 124.925.000 habitantes registrados en 2022, ocupando la undécima posición en el ranking mundial.

La economía japonesa ha presentado una severa caída de la natalidad desde 1974 ([véase Anexo 1](#)) que, unida a un crecimiento de la esperanza de vida ([véase Anexo 2](#)), la población envejecida se ha visto incrementada rápidamente. Pese a la caída de la natalidad, la población trabajadora sigue manteniendo unos niveles constantes, fluctuando alrededor de los 64.000 millones de trabajadores entre 2002 y 2022, además de presentar una tasa de desempleo del 2,6% en 2022.

Figura 1.1. Tasa de desempleo desde 1990 hasta 2022 - en porcentaje



Fuente: International Monetary Fund (Creación propia)

Japón presenta uno de los mayores estándares educativos, con una tasa de analfabetismo cercana al 0,9%, además de presentar las mayores tasas de escolarización en estudios terciarios en comparación con la OCDE (Ciclo, Grado, Máster y Doctorado) ([véase Anexo 3](#) y [Anexo 4](#)), además de ocupar el segundo puesto en los exámenes

anuales de PISA en 2022. Por otro lado, Japón también presenta el mayor porcentaje de sobrecualificación respecto al puesto de trabajo, siendo este un 0,98% superior a la media de la OCDE ([Ministerio de Educación y Formación Profesional, 2023](#)).

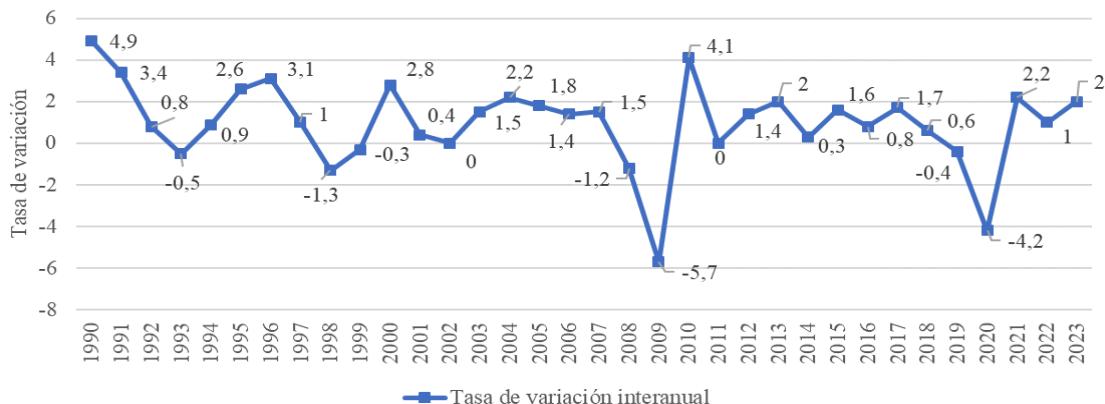
De acuerdo con las relaciones que tiene Japón con el exterior se presenta un amplio abanico de socios dentro del comercio internacional ([ICEX, 2023](#)). El Acuerdo de Asociación Económica (EPA) con la Unión Europea (UE) en 2019, representa el acuerdo más relevante y de mayor alcance firmado por la UE, acordando de esta forma el libre comercio de los bienes japoneses en la UE y viceversa. Otros Acuerdos de Libre Comercio (ALC) están vinculados a países del continente asiático (ASEAN), y suscribiendo también ALC con países fuera del continente, como son México (2005), Chile (2007), Suiza (2009), Perú (2011), Australia (2014), Estados Unidos (2020) y Reino Unido (2020).

Japón se caracteriza por ser uno de los países con mayor apertura comercial ([World Trade Organization, 2023](#)) ocupando el cuarto lugar como país importador y exportador mundial. Así mismo, presenta una gran dependencia del exterior de materias primas, que, aún con su gran extensión territorial y yacimientos de oro, magnesio, cobre y plata, parece no ser suficiente para satisfacer sus necesidades de abastecimiento de materias primas y energía. Esto se ve reflejado ([ICEX, 2023](#)) en los principales bienes importados (combustibles, máquinas y aparatos eléctricos) y sus exportaciones (vehículos automóviles, máquinas, aparatos y artefactos mecánicos).

II.2. Evolución de los indicadores económicos

Japón en 2022 presentó un valor del PIB de 3.506,1 miles de millones de euros (566,6 trillones de yenes). La economía japonesa está principalmente terciarizada ([Cabinet Office, 2023](#)), con un peso del 1% en el sector primario, un 24,7% en el sector secundario y un 74,3% en el sector terciario. El sector manufacturero es el más destacado, dentro del sector secundario, con un valor del 19,4% sobre el PIB. Por el lado de los servicios, cabe destacar el gran peso de los sectores de comercio mayorista y minorista, y el sector inmobiliario, con un peso del 14,4% y 11,7% respectivamente ([véase Anexo 5](#)).

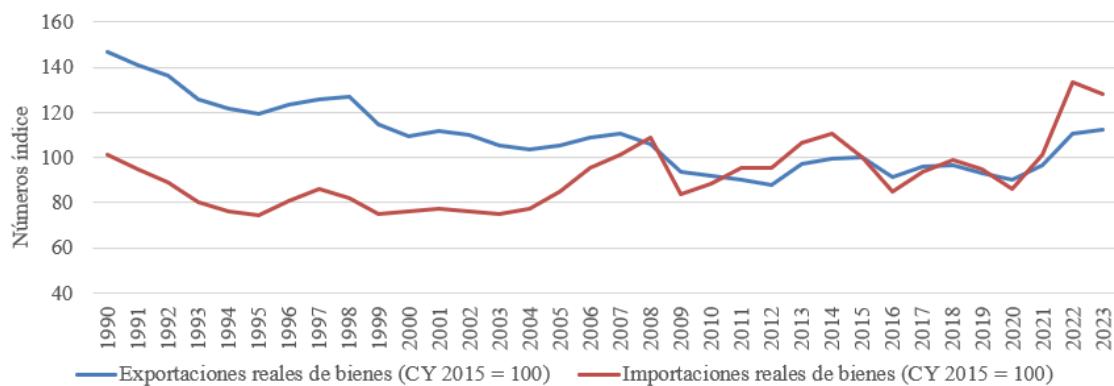
Figura 2.1. Tasa de variación del PIB real entre 1990 y 2023



Fuente: International Monetary Fund (Creación propia)

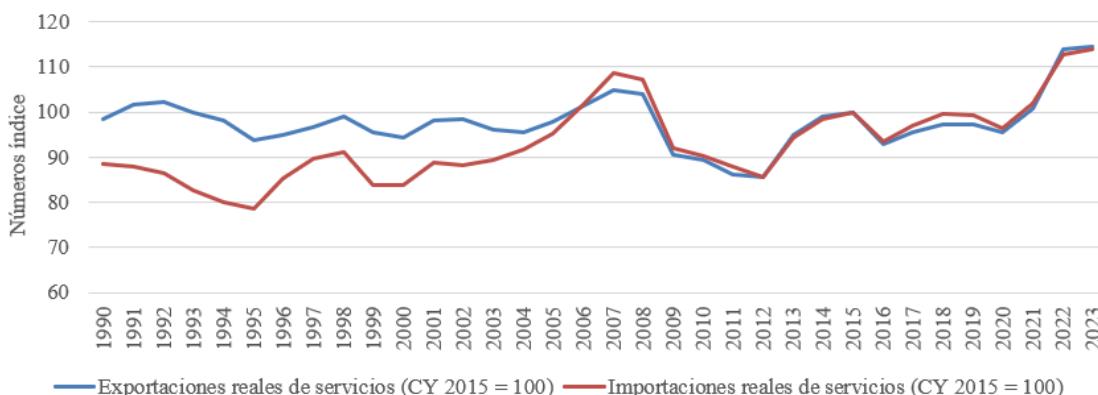
La economía nipona se caracteriza por su variedad de productos manufacturados y origen de los ingresos, junto a un amplio nivel de desarrollo. Históricamente, Japón ha presentado una balanza comercial positiva ([Bank of Japan, 2024a](#)) que a partir de 2001 se recortaron distancias entre importaciones y exportaciones llevando, en el año 2011, a presentar valores deficitarios como consecuencia del terremoto de la costa del pacífico en la región de Tōhoku y la apreciación del yen respecto al euro, afectando gravemente a sus exportaciones. En el año 2016 la balanza comercial recuperó sus valores positivos presentando desde entonces ciclos de déficits y superávits sin llegar a estabilizarse en ningún momento.

Figura 2.2. Exportaciones e importaciones reales de bienes (1990 - 2023) - precios constantes



Fuente: AMECO database - European commission (Creación propia)

Figura 2.3. Exportaciones e importaciones reales de servicios (1990 - 2023) - precios constantes

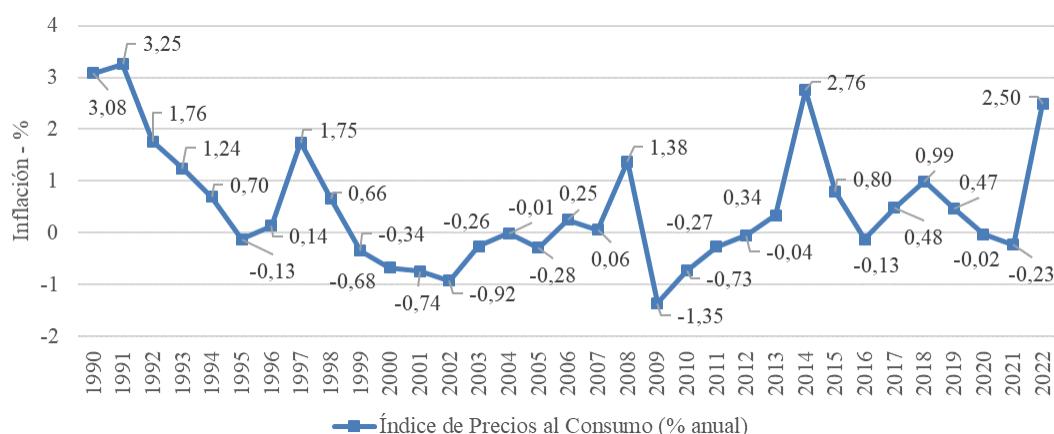


Fuente: AMECO database - European commission (Creación propia)

La inflación en Japón ha fluctuado alrededor del 0% durante el siglo XXI, presentando grandes dificultades para evitar la deflación y/o salir de ella. Los períodos inflacionarios que se han presentado a lo largo de estos últimos años han sido consecuencia de desequilibrios globales (WTO, 2023), como el conflicto entre Rusia y Ucrania, o incrementos de los precios de las materias primas. Desde 2021, Japón se encuentra en un período inflacionario como consecuencia de la parálisis mundial de las cadenas de suministros y los conflictos geopolíticos.

La Figura 2.4 muestra dos períodos deflacionarios de larga duración. El primer período, entre 1999 hasta 2006, y el segundo período, desde 2009 hasta 2013. Ambos períodos deflacionarios están relacionados con dos crisis: el estallido de la burbuja inmobiliaria a finales del siglo XX, donde el sector inmobiliario se constituye como el sector más destacado dentro de la estructura de crecimiento de la economía japonesa. El segundo período deflacionario viene marcado por la crisis financiera global de 2008.

Figura 2.4. Variaciones del Índice de Precios al Consumo (1990 - 2022)

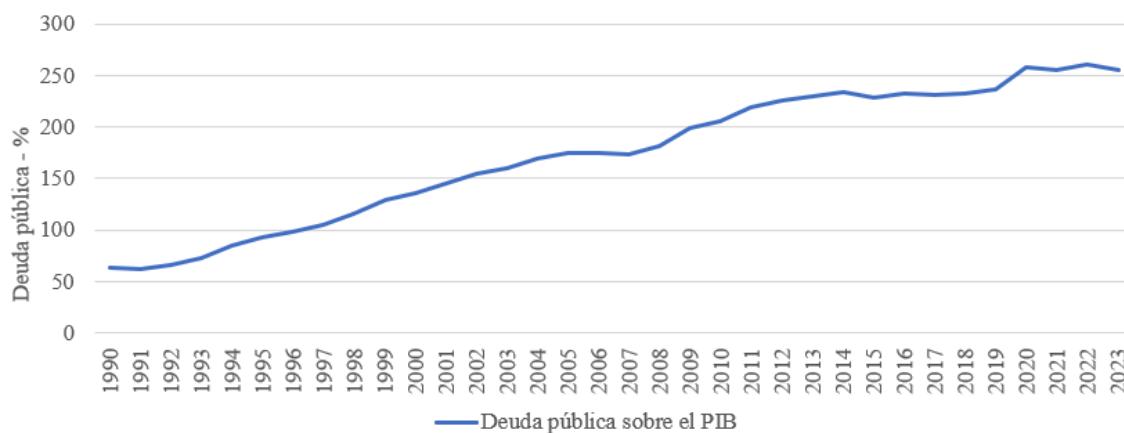


Fuente: The World Bank (Creación propia)

Cabe destacar que ciertos períodos inflacionarios han sido consecuencia directa de incrementos impositivos. Uno de estos casos es el incremento del Impuesto sobre el consumo en 1997 y 2014, una medida que se comentará más adelante.

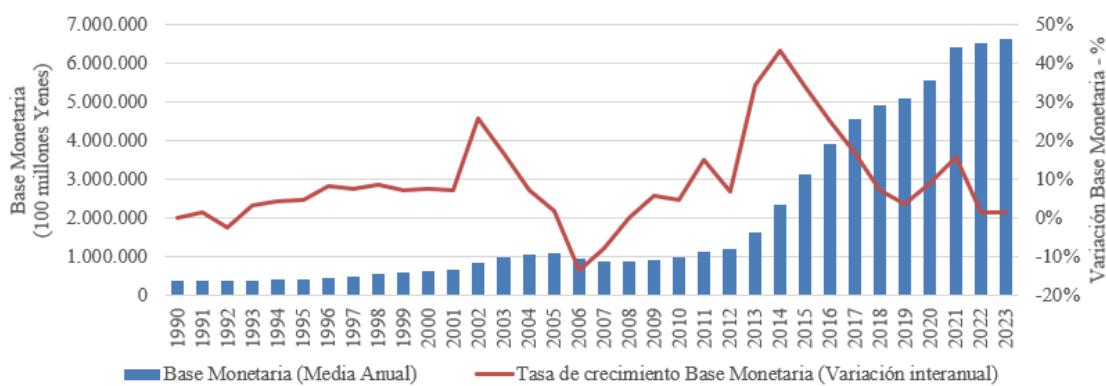
Japón es el país con mayor ratio de deuda pública sobre el PIB, con un valor del 261,9% en 2023. Esto es consecuencia de los grandes esfuerzos de la economía japonesa por incrementar la demanda interna. Desde 1990 Japón ha inundado las calles de “dinero barato” con tipos de interés del 0% en busca de la recuperación económica. El gran envejecimiento de la población junto a las reformas de un anticuado sistema de pensiones llevaron al estado a buscar financiación a través de la emisión de deuda.

Figura 2.5. Evolución de la deuda pública sobre el PIB (1990 - 2022)



Fuente: International Monetary Fund (Creación propia)

Figura 2.6. Evolución de la Base Monetaria (1990 - 2022)



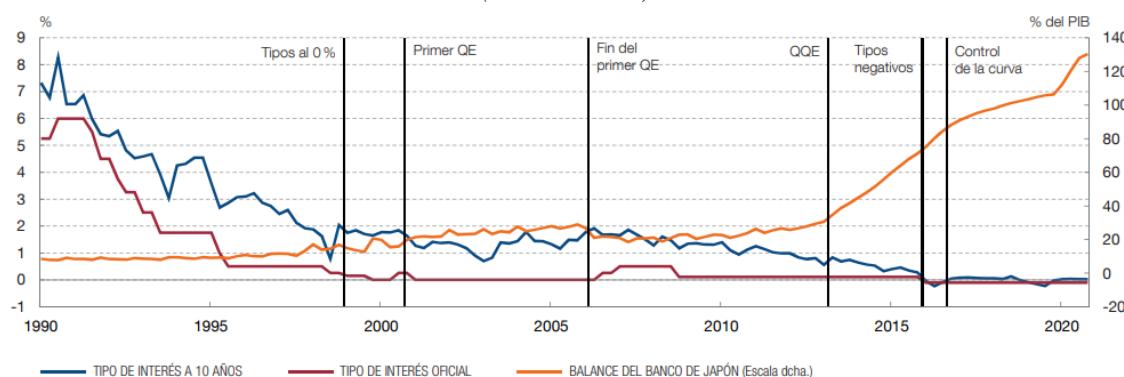
Fuente: Bank of Japan (Creación propia)

Estos niveles de deuda parecen insostenibles, evocando a la Crisis de deuda soberana Griega. El caso japonés presenta grandes diferencias frente a otros países que puedan presentar menores niveles de deuda que Japón y encontrarse en una situación de

mayor inestabilidad. El Banco de Japón (BDJ) tiene en su activo el 53,86% de la deuda pública emitida por el estado (BOJ, 2024b), impidiendo así que este caiga en una crisis de deuda soberana, además de encontrarse el 93,22% de la deuda japonesa en manos de japoneses, siendo solo el 6,78% restante aquellas tenencias en manos de países extranjeros ([véase Anexo 6](#)).

En este contexto, donde la rentabilidad de la deuda pública japonesa resulta escasa, resulta interesante comprender qué motiva a la población japonesa a comprar las emisiones de deuda.

Figura 2.7. Evolución de los Tipos de Interés Oficiales y Tipos de Interés a 10 años (1990 - 2022)



Fuente: Banco de España (2021)

Como se ha explicado anteriormente, Japón presenta un tipo de interés igual a cero, tomando valores negativos en 2016, valores que han perdurado hasta mediados del segundo trimestre de 2024. Japón, a través de políticas monetarias flexibles ha intentado reactivar la economía en períodos de recesión desincentivando el ahorro, además, los tipos de interés cercanos a cero presentan una forma de estabilidad para Japón a la hora de pagar los intereses de su deuda, favoreciendo así la estabilidad financiera del estado.

Una vez estudiado el punto de partida y evolución de la economía japonesa a lo largo de finales del s. XX y principios del s. XXI, veremos en los siguientes capítulos el desarrollo y consecuencias de los desequilibrios y crisis más relevantes en los últimos años de la historia de Japón.

Capítulo III. La crisis bursátil e inmobiliaria de 1980 a 2003

A las puertas del s. XXI, Japón parecía ser el país que aspiraba a coronarse como primera potencia económica dados sus positivos resultados a lo largo del siglo XX. Japón se encontraba en su mejor momento, pero el estallido de la burbuja bursátil e inmobiliaria a principios de la década de los 90 marcó la nueva senda de crecimiento de Japón para los siguientes 30 años.

[Solís \(2010\)](#) explicaba que ninguna economía industrial avanzada había sufrido una crisis tan profunda y prolongada como la que vivió Japón después del estallido de la burbuja bursátil e inmobiliaria en 1989 y 1991, respectivamente.

Durante la década previa al estallido de la crisis, Japón presentaba una tasa de crecimiento anual medio del PIB de aproximadamente el 4%, situándose en un 0,8% en la década siguiente, denominándose a este periodo como “la década perdida”.

El sector bancario fue el más afectado, la caída del precio de las acciones y de los bienes raíces, llevó al deterioro de los balances bancarios como consecuencia del gran número de impagos por parte de agentes y empresas. La eficiencia de las políticas monetarias y fiscales se vió totalmente anulada como consecuencia de los desequilibrios de la crisis, dificultando la recuperación de Japón.

A lo largo de este capítulo tercero se analizará el nacimiento y causas de la crisis, se buscará dar respuesta a la ineficiencia de las políticas económicas aplicadas y al problema duradero de la deflación.

III.1. El inicio de la crisis. Causas y consecuencias desde 1980 hasta 1991

A lo largo de la década de los 80, Japón experimentó tres sucesos que generaron unas condiciones idóneas para dar inicio a la expansión y estallido de la burbuja. La apreciación del yen respecto al dólar, la liberalización y desreglamentación del sistema financiero y las políticas monetarias aplicadas durante los años 80, son los tres hechos que remarca [Solís \(2010\)](#) como factores principales en el inicio de la crisis.

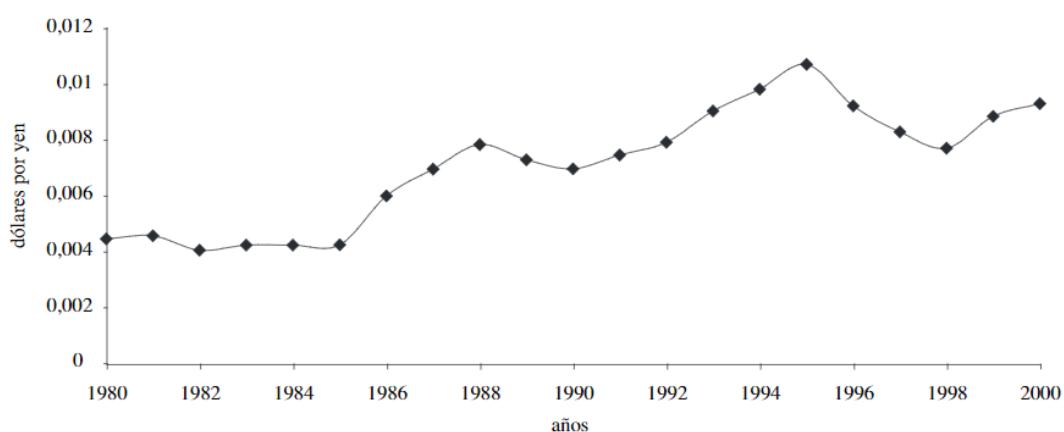
III.1.a. La apreciación acelerada del yen

Uno de los factores responsables de los desequilibrios sufridos durante la década de los 80 fue la apreciación del yen. Los acuerdos del Hotel Plaza, el 22 de septiembre de 1985, son los responsables de los cambios experimentados por la moneda nipona.

Los Acuerdos de Plaza fueron propuestos por Estados Unidos, que por el momento - y en la actualidad - era la primera potencia económica. Los americanos propusieron a los integrantes de la reunión, las cuatro economías más ricas del momento, Japón, Reino Unido, Alemania y Francia, el compromiso de apreciar sus monedas para reducir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos.

El resultado de este acuerdo no tardó en dar sus frutos. Un año después, el valor del dólar frente al yen y al marco ya habían caído un 50%.

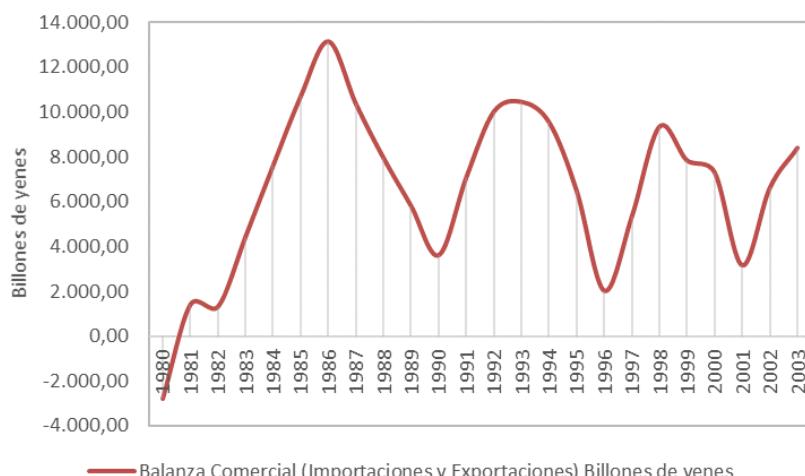
Figura 3.1. Evolución del valor dólar respecto al yen entre 1980 y 2000



Fuente: Banco de Japón. Solís (2010)

Como se puede observar en la [Figura 3.1](#) el valor entre 1985 (firma de los Acuerdos de Plaza) y 1988 (año previo al estallido de la burbuja bursátil), el valor del yen pasó de 0,004 dólares a 0,008 dólares, lo que supone una apreciación del 50%.

Figura 3.2. Evolución de la Balanza comercial (Importaciones y Exportaciones a precios corrientes) entre 1980 y 2003



Fuente: AMECO database - European commission (Creación propia)

Como se ha explicado en el capítulo anterior, la economía japonesa era principalmente exportadora, y su modelo de crecimiento hasta el momento se encontraba fuertemente fundamentado en la competitividad con el exterior. La apreciación del 50% del yen llevó a Japón a sufrir una fuerte caída de las exportaciones junto a un incremento acelerado de las importaciones que no había previsto la economía nipona ([Solís, 2010](#)).

III.1.b. Liberalización y desreglamentación del sistema financiero

[Tetsuro \(2006\)](#) explica que la liberalización del sistema financiero inició en los primeros años de la década de los 80, como consecuencia del alto nivel de déficit público originado por la crisis del petróleo de 1973. Para dar solución a esto, el Ministerio de Finanzas (MF) se vio obligado a buscar nuevas modalidades de financiación, dando origen a los mercados de títulos de deuda negociable. De esta forma buscaba reducir la dependencia del gobierno del financiamiento bancario.

En 1984 se pusieron en marcha las políticas de desregulación. Estas primeras políticas, escribía [Tetsuro \(2006\)](#), eran de carácter simple, y solo se centran en disminuir el poder del MF frente a algunos tipos de entidades financieras. En 1987, se aprobó una de las reformas más relevantes. Esta consistió en eliminar los requisitos de emisión en el mercado de bonos de grandes empresas industriales, dando paso a estas grandes empresas, a buscar financiación directa en el mercado, rompiendo de esta forma la dependencia entre los bancos y empresas privadas.

Como consecuencia de estas políticas, numerosas entidades financieras perdieron negocios en distintos sectores. Como contrapartida, los ahorradores y demandantes podían negociar los financiamientos sin necesidad de intermediarios bancarios.

Antes de esta reforma, los grandes bancos históricamente debían apoyar a las grandes empresas manufactureras a través de alta financiación a bajo coste. Esto solo era posible gracias a la elevada proporción de ahorro de la economía japonesa, asegurando una oferta continuada de recursos y permitiendo fijar bajas tasas de interés ([Tetsuro, 2006](#)).

Figura 3.3. Ahorro total como % del PIB en Japón, EUA y Alemania

Años	Ahorro total como % del PIB		
	Japón	EUA	Alemania
1960	34	19	29
1970	40	18	30
1980	31	17	25
1994	32	15	22

Fuente: Banco de Japón. Solís (2010)

La idea principal de la primera etapa de desregulación en los años 80 era que las empresas pudieran hacer frente a sus necesidades de financiamiento gracias a los nuevos mercados financieros, reduciendo de esta forma su dependencia sobre los bancos. La proporción del financiamiento de las empresas, provenientes de bancos entre 1983 y 1989, pasó del 29,5% al 16,5%.

Como consecuencia de la liberalización, los bancos se vieron expulsados de determinados mercados al perder la relación con estas grandes empresas. Los bancos debían encontrar donde destinar sus recursos si no querían disminuir su nivel de actividad. En consecuencia, empezaron a dar financiación al sector inmobiliario y empresas manufactureras medianas y pequeñas, sobre todo, aquellas con las que estaban relacionadas como grupo ([Tetsuro, 2006](#)).

III.1.c. La política monetaria de los años 80

Según [Marichal \(2010\)](#), la gran especulación bursátil dió inicio con la aplicación de políticas monetarias expansivas por parte del MF tras la apreciación del yen como consecuencia de los Acuerdos de Plaza en 1985. El propósito de esta política explica Marichal, es devaluar la moneda nipona para ayudar a sostener las exportaciones, evitando que los productos japoneses se volvieran más caros en el exterior.

Algunos autores, como es el caso de [Drucker \(1997\)](#) consideran que la decisión de esta política de estímulo interno no fue acertada, pues el contexto alrededor de esta política no iba a tener efecto alguno:

“Es discutible que los fabricantes japoneses necesitaran una inyección tan fuerte de adrenalina económica. [...] Necesario o no, el estímulo al consumo interior no podía llegar en peor momento para la economía japonesa. Se produjo justo cuando el poder adquisitivo y el estilo de vida se desplazaban rápidamente de una generación mayor, reacia al consumismo y aún asustada por la guerra y las privaciones de la posguerra, a los yuppies de la generación del baby boom.” Pág. 203

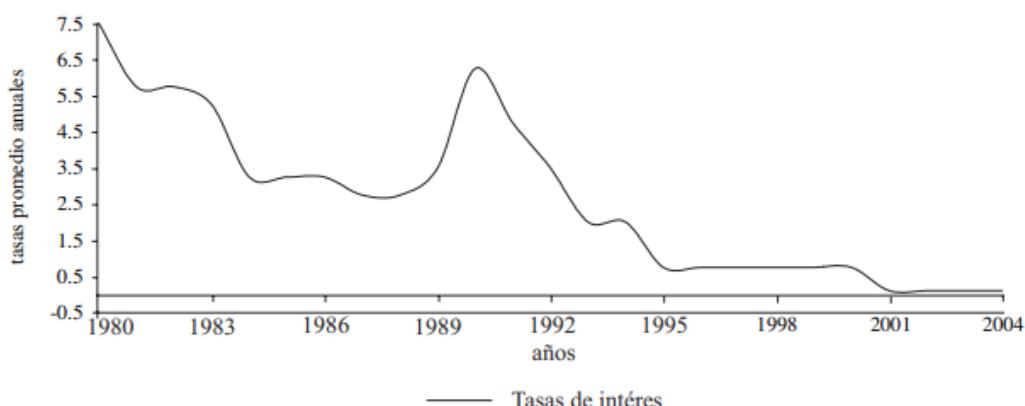
[Solís \(2010\)](#) resumía la política monetaria de los años 80 del siguiente modo: en marzo de 1980 el BDJ fue conservador frente a los buenos niveles de crecimiento en 1979, con un crecimiento del 5,5%. A principios de 1980 subió el tipo de interés del 7,25% al 9%, bajando posteriormente en noviembre al 7,25% como consecuencia de las perspectivas menores de crecimiento en 1980 frente a 1979.

En 1981 se esperaba un crecimiento residual, por lo que en marzo se redujo el tipo de interés al 6,25% y al 5,5% en diciembre. Durante 1982 se mantuvieron los tipos, pero en 1983, en vísperas de los mismos niveles de crecimiento, se redujeron los tipos al 5% que se mantuvieron durante 1984 y 1985.

Con la llegada de los Acuerdos de Plaza en 1985, el BDJ y el MF pusieron en marcha un programa de política monetaria expansiva evitando caer en una etapa recesiva como consecuencia de la apreciación del yen. En 1986 se puso en marcha la política monetaria, reduciendo hasta en 5 ocasiones los tipos de interés desde el 5% al 4,75% en enero, pasando al 3,25% en noviembre y al 2,75% en febrero de 1987. Estos niveles se mantuvieron hasta mayo de 1989, mientras que los objetivos de crecimiento que buscaba el BDJ fueron alcanzados en 1988 con un crecimiento del PIB del 6%.

Esta política generó grandes efectos adversos como consecuencia de la gran disponibilidad de crédito, generando el alza del precio de dos activos: los valores de las empresas cotizadas en la Bolsa de Tokio y los bienes raíces.

Figura 3.4. Tasas de intereses del Banco de Japón, 1980-2004

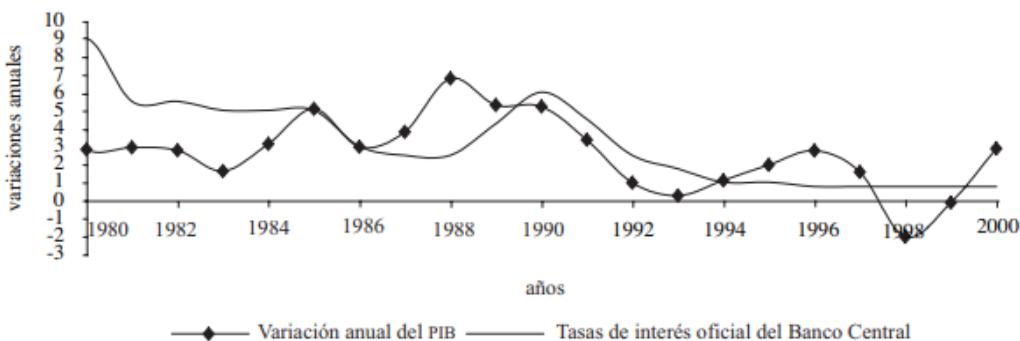


Fuente: Banco de Japón. Solís (2010)

En mayo de 1989 el BDJ cambió el rumbo de la política monetaria dando inicio a incrementos del tipo de interés desde el 2,75% en abril de 1989 hasta el 6% en 1991. El mantenimiento prolongado de los tipos al 2,75% estimularon el crecimiento de la burbuja.

Es notable que en la Figura 3.5 existe una correlación entre la tasa de crecimiento del PIB y las variaciones del tipo de interés. El BDJ da respuesta inmediata a las variaciones del PIB, cuando cae la tasa de crecimiento del PIB el BDJ disminuye los tipos, y cuando el PIB crece, aumenta los tipos de interés.

Figura 3.5. Variación anual del PIB y Tasas de interés del Banco de Japón, 1980-1998



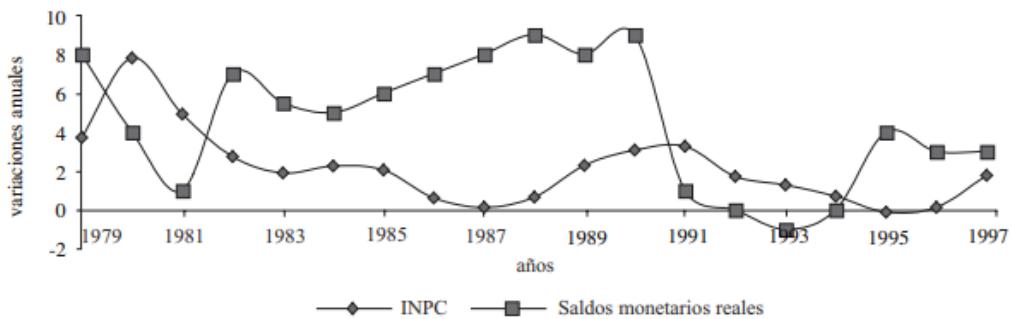
Fuente: Banco de Japón. Solís (2010)

Como explica Solís, y como se puede observar en la Figura 3.5 las políticas expansivas puestas en marcha en 1986, alcanzaron un crecimiento del 6% sólo dos años después. Ya cumplido este objetivo, el MF y el BDJ centraron sus esfuerzos en frenar los efectos que podían tener estas políticas en los precios de las acciones y los bienes raíces, anunciando por primera vez en nueve años una subida de tipos.

Solís (2010) explicaba que las políticas expansivas entre 1986 y 1989 generaron un fuerte incremento de los saldos reales de dinero que mantuvieron los agentes y el volumen de créditos emitidos por los bancos a la economía real.

Durante este periodo los saldos reales de los agentes crecieron a un ritmo medio anual de 10,8%, gracias a una mayor demanda de liquidez y la caída del índice de precios. A partir de 1990 con el cambio de política monetaria los saldos reales cayeron, iniciando su recuperación tras el crack de 1991.

Figura 3.6. Variación anual de los precios y de los saldos monetarios reales



Fuente: Solís (2010)

El mayor problema vino de la mano de la expansión crediticia ([véase Anexo 7](#)), donde el incremento del crédito no se tradujo en un aumento del IPC, sino en el incremento de los precios de las acciones cotizadas en la Bolsa de Tokio y en los precios de los bienes raíces de las grandes ciudades .

Esta expansión crediticia fue dirigida a comerciantes mayoristas y minoristas, empresas de finanzas y seguros y aquellas relacionadas con la construcción ([Tetsuro, 2006](#)). Estas empresas posiblemente ya tenían relación con las entidades bancarias, posibilitando un acceso más sencillo al crédito. Los bancos eran reacios a prestar a aquellas entidades fuera de su red para evitar posibles impagos, aún así la cercanía con las entidades no siempre se traducía en una señal de seguridad. Tetsuro señala que las garantías de estos créditos eran bienes raíces, activos que presentaban precios disparados.

El problema recaía en el precio de estas garantías. Si caía el precio de estas garantías, el aumento de los pasivos monetarios afectaría al patrimonio neto de los deudores, haciendo que esto se propagara a los bancos a través de la morosidad y las carteras vencidas.

III.2. Causas de la deflación y políticas económicas aplicadas entre 1991 y 2003

[Malkiel \(1997\)](#) explica que entre el año 1955 y 1989 el valor de las propiedades inmobiliarias en Japón tuvo un crecimiento exponencial, creciendo más de 75 veces su valor. Para 1990, el valor total de las propiedades se situaba alrededor de los 20 billones de dólares (algo más del 20% de la riqueza mundial y el doble de la cotización conjunta de los mercados bursátiles).

A pesar de la gran diferencia de extensión territorial japonesa frente a la estadounidense, las propiedades japonesas se estimaron con un valor 5 veces superior a las estadounidenses en 1990. El valor del total de las propiedades de Estados Unidos era equivalente al valor del área metropolitana de Tokio. La magnitud de la burbuja inmobiliaria era tan elevada que la venta del palacio imperial de Japón habría sido suficiente para comprar todo el estado de California.

La burbuja inmobiliaria también generó una tendencia alcista en la bolsa. El índice Nikkei 225 de la Bolsa de Tokio pasó de un valor de 11.542 en diciembre de 1984 a 38.915 en diciembre de 1989, para luego caer a 15.951 en junio de 1992. La capitalización de la empresa telefónica NTT CORPORATION, que se privatizó en el

auge bursátil, era mayor que la suma conjunta de los valores de AT&T, IBM, Exxon, General Electric, y General Motors.

La burbuja bursátil e inmobiliaria estalló a principios de los 90, lo que llevó a un crecimiento económico por debajo del potencial en 1991. A pesar de esto, la economía japonesa siguió creciendo al 3,4% ese mismo año. Durante 1991 los precios de los activos presentaron un descenso muy pronunciado y la desaceleración económica parecía agravarse. El BDJ inició una reducción histórica de los tipos de interés entre 1991 y 1993, pero a pesar de la reducción de los tipos cercanos al 0% en 1995, la política monetaria no consiguió cambiar las expectativas deflacionistas de la población ni estimular el gasto privado ([Carrascosa & Benito, 2003](#)).

[Krugman \(2016\)](#) escribía en un artículo de prensa en el periódico EL PAÍS: “*[...] los yenes añadidos se guardaban, no se gastaban. Los únicos bienes de consumo duradero que se vendían bien, me dijeron por aquel entonces algunos economistas japoneses, eran las cajas fuertes.*”

Las causas que han llevado a Japón a un periodo deflacionario han generado gran controversia, llevando a esbozar distintas teorías que den explicación a este periodo.

El BDJ defendía que, una deflación reducida derivada de la exportación de productos baratos de China y otros países asiáticos, acompañado de la liberalización de los mercados, sería positiva al reducir el diferencial de los precios japoneses con otros países.

Otros autores defienden que una de las posibles causas de la deflación fue la fuerte apreciación del yen unido a la fuerte caída de activos reales. Todo esto llevó a un proceso deflacionista que se retroalimenta como consecuencia de las expectativas de los agentes.

[Iwata \(2003\)](#), exgobernador del BDJ, argumentaba que el problema deflacionario se encontraba dentro de Japón, basándose en el deflactor del PIB. Por lo que si la deflación hubiera sido causa de las importaciones baratas de otros países asiáticos, el IPC habría presentado valores negativos antes que el deflactor del PIB ([véase Anexo 8](#)).

La deflación en Japón no tuvo un único origen, y su persistencia en el tiempo es consecuencia de las decisiones tomadas en la década de los 80. Para explicar cómo dio

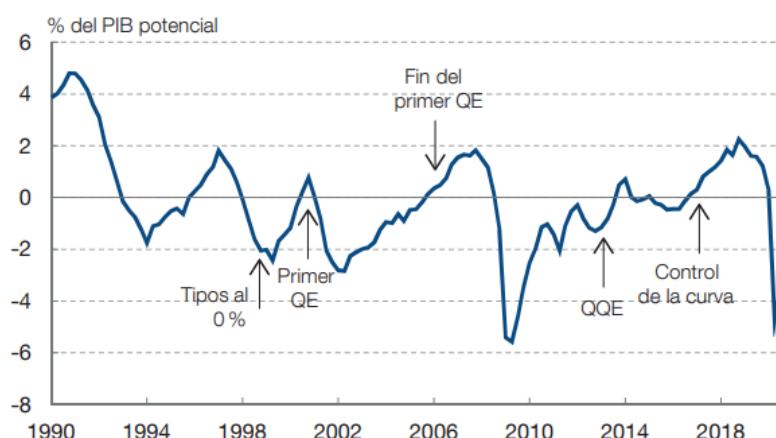
inicio el periodo deflacionario y por qué las políticas económicas no han logrado eliminarla vamos a analizar 4 factores fundamentales (Cuadro-Sáez & Pablos, 2015): i) Factores de carácter real; ii) Factores monetarios y financieros; iii) Factores de política económica; iv) Factores externos.

III.2.a. Factores de carácter real

Cuadro-Sáez & Pablos (2015) explicaban que la brecha de producción, la diferencia entre el PIB registrado en un periodo y el PIB potencial, ha sido negativa durante más de dos décadas, con la excepción de dos breves períodos a mediados de los noventa y mediados de la primera década del s. XXI (Figura 3.7). El estallido de la burbuja condujo a los agentes a presentar posiciones más conservadoras en torno a su dinero, aumentando en gran medida sus niveles de ahorro.

A partir de 1995 dio comienzo el primer periodo deflacionario. El bloqueo en el consumo interno deterioró la economía japonesa, bloqueo derivado de la pérdida de competitividad con el exterior tras las grandes apreciaciones del yen respecto al dólar y el alto nivel de morosidad de los agentes económicos.

Figura 3.7. Evolución de la Brecha del Producto desde 1990 hasta 2020

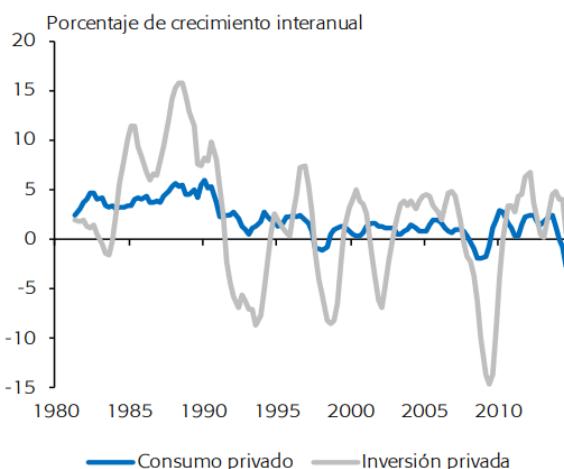


Fuente: Banco de España (2021)

Las crecientes expectativas de crecimiento a largo plazo han comprimido la demanda más que la oferta, en línea con la percepción del shock permanente. El envejecimiento acelerado de la población ha generado un gran descenso del consumo, la oferta de servicios de atención a la tercera edad no ha podido satisfacer la creciente demanda, lo que ha llevado a un aumento del ahorro de los hogares.

[Martín \(2003\)](#) sostenía que los bancos seguían siendo los principales financiadores del sector privado (52% del total según el FMI). Sectores como la industria tradicional contrajeron su actividad como consecuencia de la contracción del crédito, mientras que los sectores de transporte, exportadores y la alta tecnología fueron los únicos capaces de buscar financiación a través del mercado de capitales gracias a las políticas de desregulación aplicadas por el MF.

Figura 3.8. Variación en porcentaje interanual del Consumo privado e Inversión privada desde 1980 hasta 2015



Fuente: Cuadro-Sáez & Pablos (2015)

III.2.b. Factores monetarios y financieros

El estancamiento económico de Japón se atribuye a la ineficiencia del sistema financiero tras la burbuja inmobiliaria. Como se ha explicado en el epígrafe anterior, los bancos seguían siendo la principal herramienta de financiación del sector privado, en especial, de los sectores más tradicionales. Según [Martín \(2003\)](#) existen tres factores que perjudicaron la actividad de los bancos: i) la difícil situación económica situaba en una posición de debilidad a los principales clientes de los bancos, la industria tradicional, ligada a la demanda interna; ii) la deflación, que reducía los márgenes bancarios y elevaba la morosidad como consecuencia del aumento del peso real de la deuda; iii) los tipos de interés nulos que facilitaban la persistencia de prestatarios insolventes.

La caída en los precios de los bienes raíces que se usaban como avales para los créditos generó un incremento de la morosidad en los bancos. La situación para las entidades financieras era cada vez más complicada ([Solís, 2010](#)), sus ingresos se veían notablemente disminuidos debido a la caída en su nivel de actividad, a la vez que sus

costes aumentaban en proporción a la disminución de los ingresos. Los bancos necesitaban crear provisiones para los créditos incobrables, y aquellos bancos que no pudieron dar solución al problema, acabaron quebrando. Aquellos que continuaron su actividad crediticia a pesar de sus posiciones contables negativas se denominan “Bancos Zombies”.

El término de “Bancos Zombies” fue utilizado por primera vez por Edward Kane, haciendo referencia a los bancos japoneses que mantenían sus actividades comerciales, aún teniendo sus balances enormemente dañados por los impagos, asumiendo riesgos indebidos gracias a una seguridad de rescate por parte del gobierno.

[Tetsuro \(2006\)](#) describe las quiebras bancarias y la inestabilidad financiera de la siguiente forma:

“Algunas instituciones pequeñas, cooperativas de crédito agrícola y bancos pequeños fueron los primeros en declararse en quiebra. En 1994 los titulares de los periódicos dieron cuenta de créditos indebidamente otorgados y problemas operativos en dos cooperativas de Tokio. En julio de 1995, Cosmo Credit Corporation siguió los mismos pasos, detonando una cadena de quiebras de instituciones pequeñas, sobre todo de cooperativas y bancos regionales. En los primeros meses de 1997 el Nippon Credit Bank requirió inyecciones de capital en la que intervinieron recursos públicos y privados. Poco después quebró Sanyo Securities, que era una casa de bolsa de tamaño mediano. Después, también en 1997 quebró el Hokkaido Takushoku Bank, que formaba parte de los 20 bancos de depósito más grandes de Japón. En 1998 quebró el Long Term Credit Bank of Japan (que tenía activos por 240 mil millones de dólares, lo que la ubicaba entre los bancos más grandes del mundo), y en 1999 le siguió el Nippon Credit Bank (NCB).” Pág. 114

[Solís \(2010\)](#) sostenía que el rescate bancario llegó muy tarde al subestimar el tamaño de las carteras vencidas y el impacto de la quiebra de grandes bancos por parte de las autoridades financieras. Una rápida actuación habría permitido evitar la quiebra de estas entidades y una recuperación económica temprana.

Este rescate por parte del gobierno recibió fuertes críticas por destinar recursos públicos para este propósito, pero la no acción del gobierno hubiera empeorado la situación.

Por otro lado, la apreciación del yen derivado de los Acuerdos de Plaza, llevó a la economía japonesa a presentar balanzas comerciales deficitarias, unido a la deslocalización de la producción a economías emergentes como China derivó en la pérdida de gran parte de la actividad económica.

III.2.c. El papel de la política económica

Desde el estallido de la burbuja a principios de los 90, Japón ha disminuido de forma progresiva los tipos de interés desde el 6% hasta el 0,5%, niveles que se mantendrán desde 1995 hasta 1999.

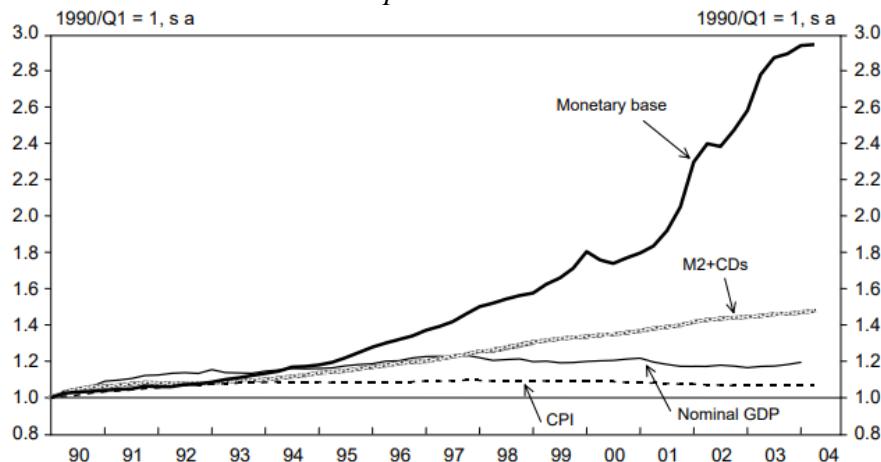
En 1999 da comienzo la llamada “política de tipos de interés cero”, permitiendo que los tipos de interés interbancarios llegaran al 0%. A partir de abril de ese mismo año Japón defendió seguir con este tipo de medida hasta que la deflación hubiera pasado, pero, en el momento en el que Japón vio un mínimo resquicio de crecimiento, pisó el freno. Fue en septiembre del año 2000 cuando el BDJ incrementó los tipos de interés en 0,25 puntos básicos, en vísperas de señalizar el inicio de un cambio de tendencia y modificar las expectativas de los agentes ([Carrascosa & Benito, 2003](#)).

Tras los malos resultados derivados del aumento de los tipos de interés, el BDJ en el año 2001 decidió cambiar de estrategia y dejar de lado los tipos de interés para centrarse en una política cuantitativa (QE, “Quantitative Easing”), que prometió mantener hasta que el IPC aumentara. Inicialmente el BDJ marcó un objetivo de 5 billones de yenes en forma de reservas voluntarias, que con el tiempo se vería incrementado hasta los 35 billones de yenes. Con esta medida, el BDJ buscaba que los bancos comerciales tuvieran un mayor nivel de reservas con las que poder generar crédito y hacer frente a posibles impagos de los deudores.

Para poner en funcionamiento esta práctica el BDJ comenzó a vender a los bancos comerciales bonos públicos a dos, cuatro y seis años vista, exponen [Carrascosa & Benito \(2003\)](#).

El programa QE estaba limitado por las autoridades financieras, pues el valor de las compras de bonos por los bancos, en marzo de 2001, no podía superar el valor del dinero en circulación, y en agosto de este mismo año se limitaron las compras mensuales de bonos públicos a 200 billones de yenes, límite que se iría suavizando poco a poco hasta llegar a los 1,2 billones de yenes mensuales.

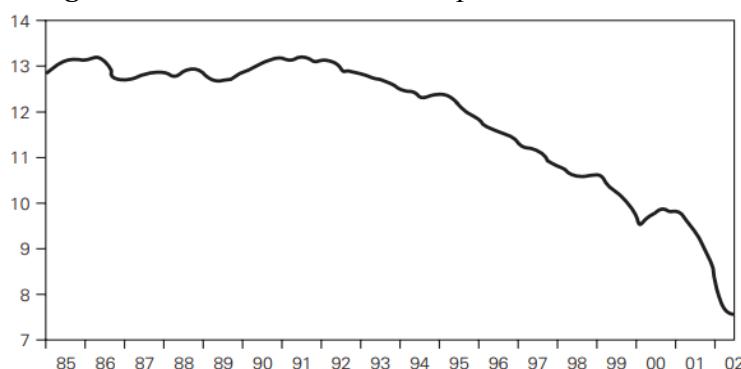
Figura 3.9. Evolución de la base monetaria, oferta monetaria, actividad económica e índice de precios al consumo



Fuente: Bank for International Settlements. Baba et al. (2005)

Baba et al. (2005) presta gran atención al multiplicador monetario, el cual relaciona la base y la oferta monetaria, como principal indicador de las ineficiencias en la política monetaria. El contexto en el que se encontraba Japón llevó a disminuir casi a la mitad el valor de este indicador (Figura 3.10), el cual, según la literatura económica: el multiplicador monetario será mayor cuanto menor sea la preferencia por la liquidez de los agentes y mayor la capacidad de generar créditos de los bancos.

Figura 3.10. Evolución del multiplicador monetario



Fuente: Bank of Japan. Carrascosa & Benito (2003)

Nota: En el eje de ordenadas se mide el multiplicador, en función del valor de M2 + CDs/Base monetaria (ajustado por el coeficiente de reservas requeridas).

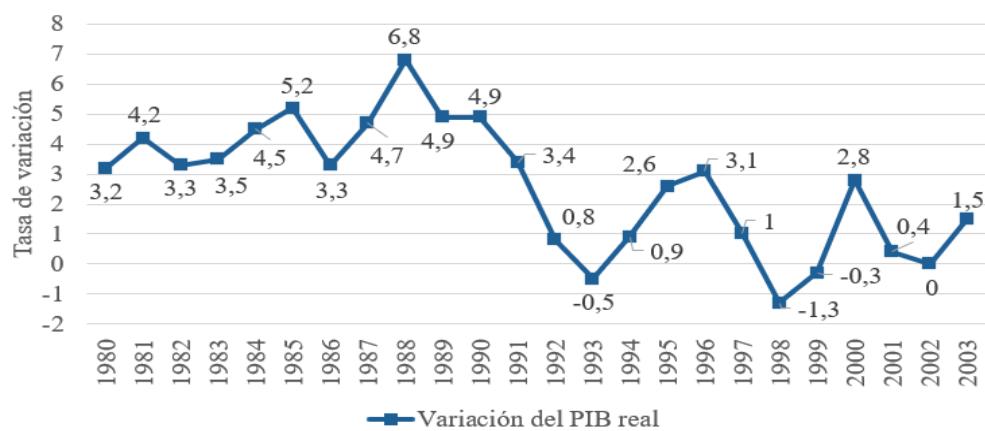
En Japón ambas variables se enfrentaron, los agentes no querían depositar su dinero en los bancos como causa de la desconfianza del sistema bancario y los bajos tipos de interés que desincentivaban el ahorro, disparándose la preferencia por la liquidez de los agentes, y por el otro lado, los bancos comerciales, temían dar préstamos debido a posibles impagos que se pudieran producir como ocurrió tras el estallido de la burbuja inmobiliaria.

El Banco Internacional de Pagos explica que la deflación no ha sido la causa principal del estancamiento de la economía japonesa, sino que, el sistema financiero ha sido el que ha lastrado a esta. El shock previo en el mercado de acciones con la burbuja especulativa intrínsecamente unido al sector financiero ha producido una ineficiencia en el funcionamiento de las políticas monetarias.

Las medidas monetarias y fiscales expansivas empezaron a tener efecto en la economía a partir de 1995, dando señales del posible inicio de la recuperación ([Figura 3.11](#)). Para este momento la situación fiscal ya resultaba preocupante al incrementarse en más del 20% el ratio deuda sobre PIB entre 1991 y 1997 ([Cuadro-Sáez & Pablos, 2015](#)), alcanzando un valor del 68% ([véase Anexo 9](#)).

El gobierno nipón inició una política fiscal contractiva para reducir los niveles de deuda originados en la primera mitad de la década de los 90, disminuyendo el gasto público e incrementando el Impuesto sobre el consumo de un 3% al 5% en 1997.

Figura 3.11. Evolución del PIB real entre 1980 y 2003



Fuente: International Monetary Fund (Creación propia)

III.2.d. Factores externos

Con la esperanza de la recuperación económica nipona, en 1997 comenzó la crisis asiática. Esta crisis inició como consecuencia de un ataque especulativo sobre el bath tras la decisión de abandonar la banda cambiaria respecto al dólar por parte de Tailandia. A este suceso siguieron otros semejantes en Malasia e Indonesia, originándose fuertes depreciaciones de las monedas asiáticas al darse a conocer las grandes debilidades de sus sistemas financieros y el alto endeudamiento externo e interno de las empresas asiáticas ([Del Villar et al. 1998](#)).

Este escándalo originó una depreciación del yen en un 10% frente al dólar derivado del efecto contagio de la crisis, encareciendo gravemente la financiación externa de algunos países, provocando una caída de las exportaciones japonesas. [Del Villar et al. \(1998\)](#) explica que gran parte de los países asiáticos reaccionaron frente a este shock con políticas monetarias restrictivas, pero Japón decidió no reaccionar y seguir con su política expansiva.

Con los primeros efectos de esta crisis Japón se vió completamente bloqueado, pocos años antes habían empezado a quebrar bancos insolventes como causa del estallido inmobiliario, pero con la crisis asiática, los bancos más grandes de Japón comenzaron a caer.

Según explica Del Villar, la política fiscal restrictiva de Japón implementada a principios de 1997, podría ser uno de los factores principales del estallido de la crisis asiática, al producirse una fuerte caída de la demanda de productos de economías del exterior y la reducción de los flujos de capital hacia otras economías.

Capítulo IV. Crisis financiera: deflación entre 2009 y 2013

Tras alcanzar el fin de la crisis bursátil e inmobiliaria en 2003 con un crecimiento del 1,5% del PIB aún persistía la deflación en la economía nipona. Japón pudo haberse recuperado con mayor rapidez si una rueda de mala suerte no le hubiera perseguido desde el estallido de la burbuja.

Desestimar el tamaño de la burbuja condenó a Japón a sufrir sus consecuencias. Las políticas monetarias y fiscales fueron debidamente aplicadas, pero de forma tardía y en ocasiones sin la intensidad necesaria. La recuperación parecía alcanzable a principios de 1997, pero el estallido de la crisis asiática volvió a encerrar a la economía nipona retrasando de nuevo la recuperación económica.

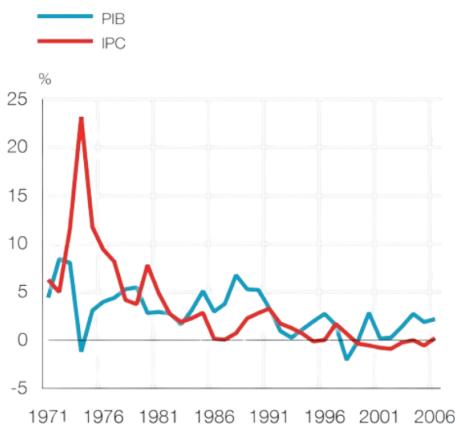
Terminada la recesión y dando inicio a una posible estabilidad, alguna política económica como la política de Quantitative Easing, se mantuvo en marcha hasta dejar la deflación atrás en 2006, como había prometido el BDJ en el momento de su aplicación, dando fin en marzo de 2006.

El proceso de normalización de la política monetaria supuso la vuelta de los instrumentos de los tipos de interés, después de media década con tipos al 0%, el 14 de julio de 2006 se ordenó el primer incremento de los tipos de interés oficiales a un día en 0,25 puntos básicos ([Montero, 2007](#)).

El BDJ necesitaba controlar la curva de tipos de interés a corto plazo, sus planes de generar un fuerte incremento de los tipos a un día chocaba con las grandes reservas que presentaban los bancos, si el BDJ decidía aumentar en gran medida los tipos de interés, no sería capaz de hacer frente a los pagos de interés de las reservas extras frente a un acelerado incremento de los tipos de interés.

Después de abril de 2006 el BDJ consiguió ([Momma & Kobayakawa, 2014](#)), a través de un proceso de operaciones en el mercado monetario a corto plazo y la no reinversión de las operaciones de absorción de fondos, reducir los saldos de las cuentas corrientes de forma rápida y gradual, permitiendo de esta forma la salida fluida de la expansión cuantitativa, y de esta manera en febrero de 2007, incrementar suavemente los tipos a un día hasta los 0,5 puntos básicos. Los tipos de interés se mantuvieron al 0,5% hasta que el BDJ cambió su política monetaria tras la caída del Lehman Brother.

Figura 4.1. Evolución del PIB y el IPC entre 1971 y 2006.



Fuente: Montero (2007)

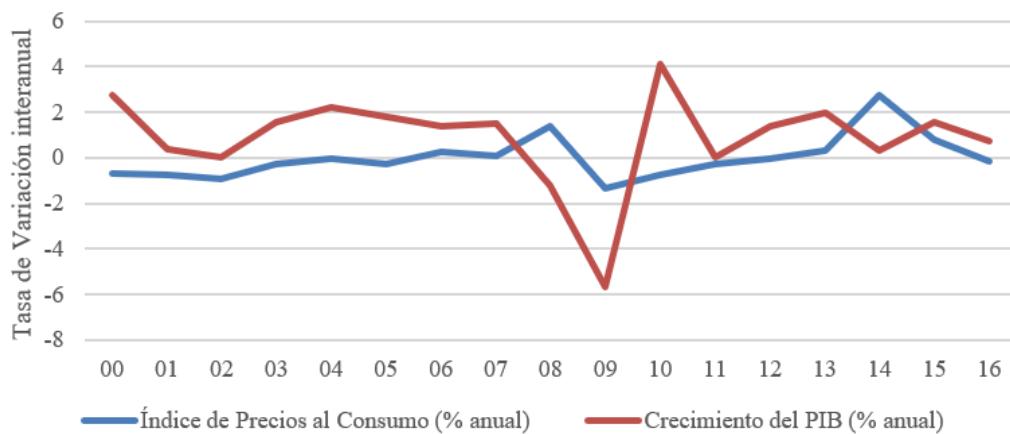
Figura 4.2. Evolución del tipo de interés de mercado y tipos de interés oficial entre 1971 y 2006.



Fuente: Montero (2007)

Antes del estallido de la crisis financiera global, Japón entre 2002 y 2007 creció a una media anual del 1,4%, como se puede apreciar en la [Figura 4.3](#). León-Manríquez (2015) explicaba que el motor de crecimiento para Japón durante este periodo fueron las exportaciones, que suponían el 17% del crecimiento medio anual del PIB ([véase Anexo 10](#)).

Figura 4.3. Evolución del PIB y el IPC entre 2000 y 2016.



Fuente: The World Bank (Creación propia)

Por otro lado, explica León-Manríquez (2015) que la demanda interna no presentó grandes estímulos en comparación con la actividad exterior. La demanda interna se encontraba ralentizada como resultado de cambios estructurales en el mercado de trabajo, que generaron un incremento en el número de trabajadores no regulares, además de que se encontraban peor remunerados que los trabajadores regulares. A esto había que añadir que el gasto público se vió reducido para mantener los niveles de deuda, presionando aún más el enfriamiento de la demanda interna.

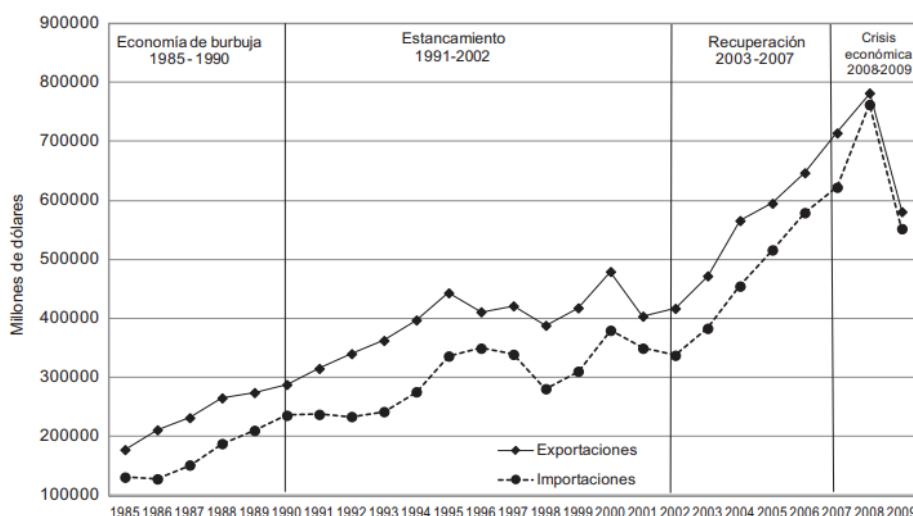
Para abordar este capítulo cuarto seguiremos la estructura planteada por [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) distribuida en tres partes: 1) medidas tomadas durante la crisis y posteriores; 2) la “expansión monetaria exhaustiva” de 2010 a 2013; 3) fase de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa desde 2013.

IV.1. Estallido y respuesta a la crisis de 2008

La burbuja inmobiliaria en EE.UU estalló en 2007 y tras el anuncio de la quiebra del Banco Lehman Brothers comenzó el contagio de la crisis financiera a las economías de todo el mundo. En el caso de Japón, el contagio a su economía provenía de la economía real y no derivado de la necesidad de financiación exterior que presentaban otras economías.

Como expone León-Manríquez, el mecanismo de transmisión para Japón fue vía exportaciones, ya que el sector financiero japonés se encontraba más alejado de activos tóxicos.

Figura 4.4. Evolución del comercio exterior de Japón entre 1985 y 2009.



Fuente: León-Manríquez (2015)

El yen, por otro lado, se vió revaluado como consecuencia de los desequilibrios internacionales, dañando así sus exportaciones. Así, las exportaciones japonesas, como puede verse en la [Figura 4.4](#), presentaron una caída del 13% en 2009 tras un fuerte crecimiento de éstas tras la recuperación de la crisis bursátil e inmobiliaria de 1989 y 1991.

Esta fuerte contracción de la demanda externa derivó en una caída del PIB del 1,2% en 2008 y 5,1% en 2009 ([véase Figura 4.3](#)). Ya aprendidas las lecciones de la

crisis bursátil e inmobiliaria de 1989 y 1991, Japón respondió rápidamente y con mucha fuerza contra los efectos de la recesión, aplicando algunas medidas de forma coordinada con otros bancos centrales y otras como parte propia de su política monetaria.

IV.1.a. Políticas coordinadas con otros bancos centrales

Según explican [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#), el BDJ junto a los principales bancos centrales: el Banco de Canadá (BDC), el Banco de Inglaterra (BDI), el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal (RF) y el Banco Nacional de Suiza (BNS) decidieron tomar medidas para eliminar presión en los mercados financieros a corto plazo en dólares.

El BDJ firmó un acuerdo de intercambio de dólares por valor de 60.000 millones e introdujo en la economía japonesa operaciones de suministros de fondos en dólares que fueron ofrecidos a los agentes del mercado japonés.

La presión continuaba en los mercados financieros, y el BDJ aumentó el swap de 60.000 millones a 120.000 millones de dólares, que en octubre de 2008 pasaría a proporcionar fondos a tipo fijo y en cantidades ilimitadas. [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) sostenían que al igual que se inyectó liquidez en forma de dólares en las principales economías, el BDI, el BCE, la RF, el BCS y el BDJ, anunciaron acuerdos de swaps en los que la libra esterlina, el euro, el franco suizo y yenes fueran emitidos hacia la RF.

IV.1.b. Políticas individuales del BDJ

Además de estas políticas coordinadas con los principales bancos centrales, el BDJ adoptó una serie de políticas monetarias centradas en la reducción de los tipos de interés, la estabilidad de los mercados financieros y facilitar la financiación de las empresas.

Tras la quiebra de Lehman Brothers, explica [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) que el BDJ inició una bajada de los tipos de interés a un día, disminuyendo de un 0,5% a un 0,3% en octubre de 2008 y del 0,3% al 0,1% en diciembre de 2008.

En octubre el BDJ tomó medidas de estabilidad para el mercado, mejorando las condiciones de liquidez en el mercado de recompra de deuda pública y permitiendo que una serie de estos activos sirvieran de colateral para otros pactos de recompra, además

de introducir una facilidad de depósito complementaria por la cual, el BDJ pagaría un 0,1% sobre el exceso de reservas.

El objetivo de estas políticas era dejar fluir los fondos por parte de los bancos atendiendo a la fuerte demanda de liquidez que se presentaba. Con estos mecanismos se esperaba que aumentase la flexibilidad de las operaciones de mercado del BDJ.

Aunque los mercados financieros japoneses se encontraran alejados de los daños producidos por los activos tóxicos, fue inevitable la llegada de sus efectos en el mercado bursátil y empresas productivas japonesas. Las pequeñas empresas comenzaron a ver deteriorada sus posiciones financieras y cada vez más empresas de gran tamaño se enfrentaron al empeoramiento de las condiciones de financiación de los mercados.

Explica [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) que el BDJ detectó el posible riesgo de que los tipos de interés bajos no fueran suficiente para generar el impacto deseado en la economía. Así en este contexto, el BDJ adoptó medidas para facilitar la financiación a las empresas mediante el uso de deuda corporativa como garantía y la compra de la misma por completo.

En octubre de 2008, el BDJ incrementó la frecuencia en las operaciones de recompra de los pagarés de empresas, y amplió el rango de títulos y préstamos corporativos que eran admitidos como garantía, ampliándose hasta aquellos con una calificación BBB. Unida a esta medida se puso en funcionamiento un nuevo tipo de operación con la que se proporcionaba financiación más allá del cierre del año fiscal por una cantidad ilimitada contra el valor de la deuda corporativa tomada como garantía.

En vísperas de mayores tensiones en los mercados financieros, el BDJ consideró conveniente ofrecer una mayor liquidez a los mercados, por lo que este incrementó sus compras de deuda pública a más largo plazo. En diciembre se incrementaron las compras de 14,4 a 16,8 billones de yenes por año, y en marzo de 2009 se incrementaron las cantidades de 16,8 a 21,6 billones de yenes por año.

En febrero de 2009 se ampliaron las operación de recompra de los pagarés de empresas que pasaron de ser puestas en marcha dos veces al mes a una por semana e incrementando la duración de los préstamos de menos de tres meses a tres meses, así como un incremento de la oferta de los préstamos a seis meses hasta finales de septiembre de 2009.

En diciembre de 2009 el BDJ buscaba disminuir los tipos de interés a largo plazo a través de una nueva operación de suministros de fondos de tipo fijo a cambio de un pool de colateral, generando fondos a largo plazo con tipos de interés fijados en el 0,1%, el importe inicial de estos fue de 10 billones de yenes que se amplió a 20 billones de yenes en 2010.

El BDJ ha dedicado todos sus esfuerzos a lo largo de este periodo a controlar el panorama financiero global de forma colaborativo con los bancos centrales de otros países, así como políticas monetarias adoptadas a su situación económica generando grandes inyecciones de liquidez y apoyando a la masa productiva del país a través de financiación.

IV.2. La lucha contra la deflación entre 2010 y 2013

Al comienzo de 2010, Grecia anunció que no disponía de fondos suficientes para pagar la deuda pública, dejando al descubierto la situación financiera europea y dando inicio a la crisis de deuda soberana. En consecuencia los bancos centrales principales dieron inicio de nuevo al programa de swaps para evitar la propagación de estas tensiones a otros mercados.

Japón frente a la presente situación económica asumió que la salida de la deflación se iba a ver retrasada y que el objetivo era retomar el crecimiento económico con estabilidad de los precios.

Según explica [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) el BDJ definió su política monetaria como el “enfoque de tres vertientes”. Una política monetaria exhaustiva bajo la expansión monetaria que garantiza la estabilidad del mercado financiero y el fortalecimiento de las bases de crecimiento económico.

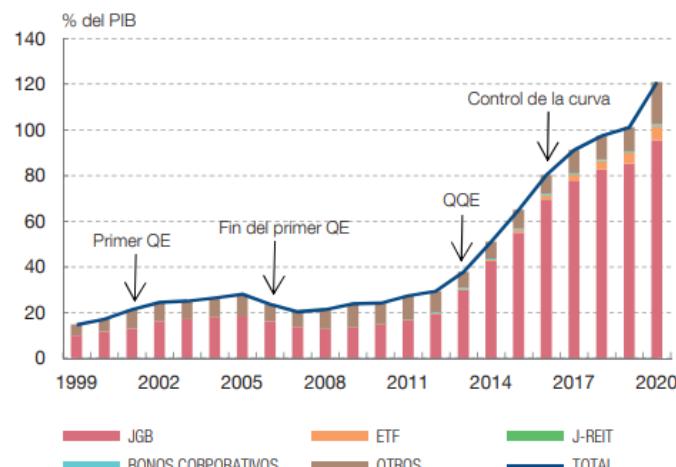
IV.2.a. La expansión monetaria exhaustiva (CME)

La expansión cuantitativa, denominada como Comprehensive Monetary Easing (CME) consistió en tres conjuntos de políticas: la reducción del tipo de interés oficial, el horizonte temporal de las políticas y el establecimiento de un programa de compra de activos.

El BDJ aún contaba con un pequeño margen de maniobra sobre el tipo de interés que se encontraba en el 0,1% desde diciembre de 2008. Así el BDJ disminuyó el tipo de interés entre el 0% y el 0,1% dando así una señal a los agentes de la vuelta a una posible

política de tipos de interés cero. El BDJ comunicó, al igual que en la crisis de los 90 con la política QE, que mantendría esta política de tipos cero hasta que considerara que el nivel de precios estuviera cerca de la estabilización.

Figura 4.5. Balance del Banco de Japón.



Fuente: Banco de España (2021)

El BDJ implementó un programa de compra de activos como parte de su política monetaria después de la Gran Recesión. Escribía [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) que este programa comprendía la compra de una variedad de activos financieros, como títulos del Estado, pagarés de empresas, títulos de empresas, fondos cotizados en bolsa (ETF) y fondos de inversión inmobiliarios de Japón (J-REIT). El objetivo principal era reducir los tipos de interés del mercado a largo plazo y disminuir la prima de riesgo asociada con activos de riesgo como los ETF y J-REIT.

El programa se puso en marcha a través de la compra de títulos del Estado con vencimiento residual de hasta dos años. Sin embargo, estas operaciones se encontraban limitadas distinguiendo entre las compras y aquellas destinadas a suministrar dinero a la economía, limitando la cuantía de la compra de activos al nivel de dinero en circulación.

Poco a poco los límites marcados se fueron suavizando, llegando a una cuantía total de 101 billones de yenes a finales de 2013, casi tres veces superior a la base monetaria de la economía. Durante esta expansión, el BDJ aumentó sus compras de títulos japoneses y amplió el rango de títulos elegibles para su compra.

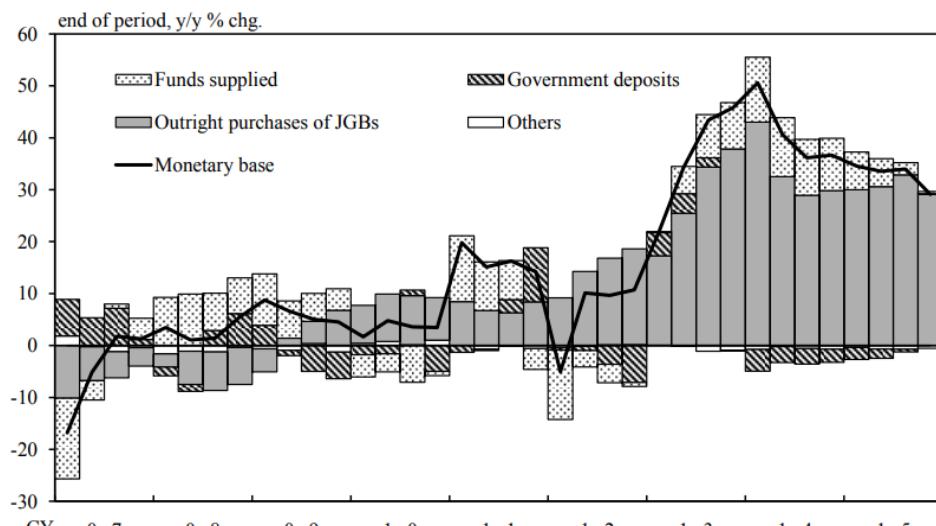
Entrando en 2013, se anunció que el programa de compra de activos se llevaría a cabo de manera continua, sin fecha de vencimiento específica, con la intención de aumentar el tamaño del programa en cerca de 10 billones de yenes en 2014. Sin embargo, este enfoque fue desechado cuando el BDJ inició una nueva fase de expansión

monetaria bajo la denominada “expansión cuantitativa y cualitativa” ([Momma & Kobayakawa, 2014](#)).

IV.2.b. Política sobre las facilidades de crédito

En el contexto de la expansión monetaria, el BDJ implementó dos medidas destinadas a reforzar la transmisión de la política monetaria a través de las facilidades de crédito: la “Medida de Aprovisionamiento de Fondos para Apoyar el Fortalecimiento de las Bases del Crecimiento Económico” y la “Medida de Aprovisionamiento de Fondos para estimular los Créditos de la Banca”. Ambas fueron diseñadas para apoyar a las instituciones financieras en la concesión de créditos con el objetivo de fortalecer las bases del crecimiento económico.

Figura 4.6. Variación interanual de la Base Monetaria entre 2007 y 2015.



Fuente: Bank of Japan (2016)

La primera de estas medidas, como explica [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#), estaba enfocada en una perspectiva micro, se estableció en 2010 para proporcionar préstamos a largo plazo a tasas de interés bajas a instituciones financieras privadas con un importe total de los préstamos de 3,5 billones de yenes. Estos fondos estaban destinados a sectores específicos, como investigación y desarrollo, inversiones extranjeras, energía y salud.

El programa, después de su introducción se amplió y se añadieron servicios especiales. En febrero de 2014, el BDJ decidió duplicar la cantidad de aprovisionamiento pasando de 3,5 billones de yenes a 7 billones de yenes, y la extensión de la duración de los préstamos.

La segunda de las medidas, que adoptaba un enfoque macro, se lanzó en diciembre de 2012 para proporcionar fondos a instituciones financieras basados en el aumento neto de sus préstamos. No había restricciones específicas sobre el uso de los fondos y se permitió a los bancos solicitar hasta el doble de la cantidad equivalente a su aumento neto de préstamos.

En ese momento, el saldo pendiente de los préstamos en el "Fondo para la Financiación del Estímulo al Crecimiento" ascendía a 4.116.000 millones de yenes, con una distribución que destacaba en los sectores energético y de salud. Estas medidas buscaban promover el crecimiento económico y fortalecer la transmisión de la política monetaria.

IV.3. La expansión monetaria cuantitativa y cualitativa (QQME)

El BDJ antes de implementar la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa puso en funcionamiento dos decisiones cruciales para el desarrollo de la nueva política monetaria según explica [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#).

En enero de 2013, el Consejo de Política Monetaria revisó el objetivo de estabilidad de precios a medio y largo plazo, estableciendo una nueva meta de estabilidad de precios. Se pasó de un "objetivo", que suponía una tarea a alcanzar en el corto plazo, a una "meta" de una tasa de inflación del 2% interanual del IPC en el largo plazo.

En paralelo, el BDJ emitió un comunicado conjunto con el gobierno, anunciando una mayor coordinación de políticas. Ambos se comprometieron a buscar la expansión monetaria para lograr la estabilidad de precios lo más pronto posible. El gobierno, por su parte, se comprometió a promover medidas para establecer una estructura fiscal sostenible y fortalecer la competitividad y el potencial de crecimiento de la economía japonesa.

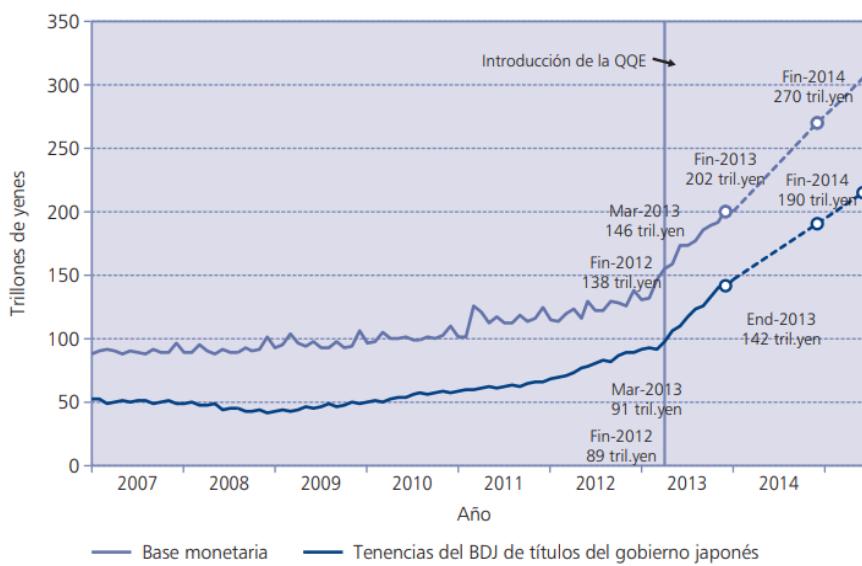
En abril de 2013, el BDJ implementó la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa o “Quantitative and Qualitative Monetary Easing” (QQME). [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) sostienen que esta medida fue una respuesta a la necesidad de estimular la economía japonesa y alcanzar una meta de estabilidad de precios del 2% interanual del IPC.

IV.3.a. Características de la política QQME

La QQME presentaba dos características fundamentales. La primera de estas características está relacionada con el firme compromiso a alcanzar la estabilidad de precios en el 2%. Se estableció un plazo de aproximadamente dos años para lograr este objetivo, además de comunicar que esta política se mantendrá hasta mantener la estabilidad de los precios.

La QQME entró en una nueva fase para respaldar el compromiso con la estabilidad de precios. El BDJ cambió su objetivo operativo principal para las operaciones del mercado monetario de un tipo de interés a un objetivo basado en la base monetaria. Se llevaron a cabo operaciones para aumentar la base monetaria a un ritmo anual de aproximadamente 60 a 70 billones de yenes. Este proceso generó que la base monetaria se duplicara en un período de dos años.

Figura 4.6. Base monetaria y las tenencias de títulos del gobierno japonés.



Fuente: Momma & Kobayakawa (2014)

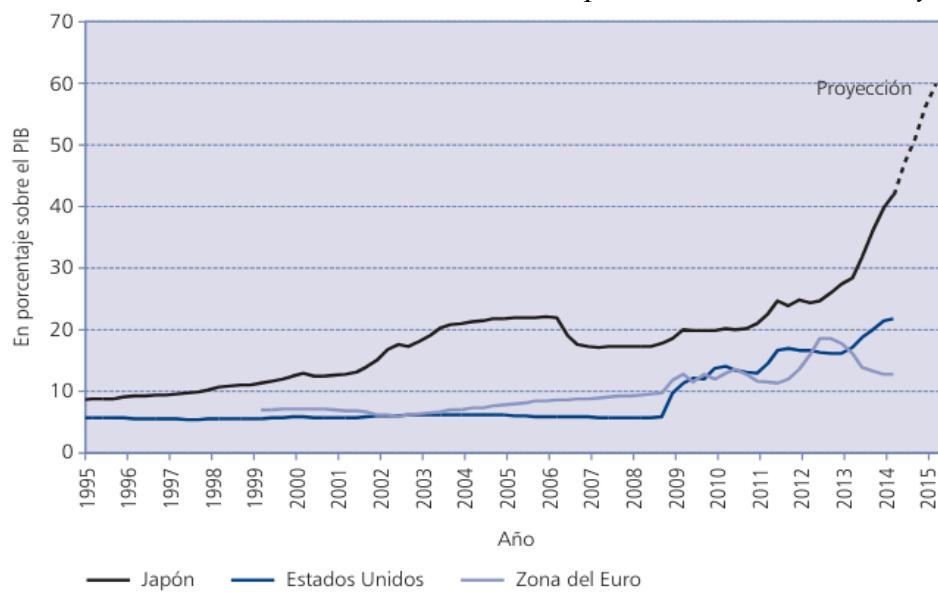
[Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) explican que esta política representó un cambio significativo en la política monetaria de Japón, con un fuerte compromiso por parte del BDJ para lograr la estabilidad de precios y una implementación activa de medidas para aumentar la base monetaria y estimular la economía. Desde el momento de la aplicación de la QQME, se tomaron medidas para mejorar la efectividad como la comprensión de la política monetaria.

El BDJ amplió el alcance de sus compras de activos, comenzando a adquirir títulos del gobierno japonés de todos los vencimientos, incluyendo aquellos con plazos

de hasta cuarenta años. Esto resultó en un aumento significativo en el vencimiento residual medio de estas compras. Además, el BDJ también adquirió ETF y J-REIT, lo que incrementó sus saldos pendientes en el balance a un ritmo anual.

En la [Figura 4.6](#) podemos observar como la base monetaria en relación con el PIB nominal a finales de 2012 fue del 27,4% en Japón, un 16,1% en EEUU y del 17,7% en la zona euro. Esto es un reflejo de la gran fuerza de la política monetaria nipona en comparación con el crecimiento de otras economías.

Figura 4.6. Base monetaria en relación al PIB comparado con la Zona Euro y EEUU.



Fuente: Momma & Kobayakawa (2014)

En el contexto de la expansión cuantitativa y cualitativa, el BDJ se esforzó por transmitir de manera más efectiva su política monetaria al público. Se demostró la fuerte voluntad del BDJ por respaldar su compromiso sobre la estabilidad de precios. Se simplificó el mensaje sobre la QQME, describiéndola de manera sencilla como el enfoque "2-2-2": "doblar" la base monetaria para alcanzar una inflación del "2%" en un periodo de "dos años". Se eligió la base monetaria como la meta operativa para la QQME, ya que era más familiar para el público que otros indicadores utilizados anteriormente ([Momma & Kobayakawa, 2014](#)).

Además, se simplificó el marco de la política monetaria al unificar las operaciones de compra de títulos del gobierno japonés bajo la QQME. Se establecieron foros para fortalecer el diálogo con los participantes del mercado y se realizaron discursos por parte de los miembros del Consejo de Política Monetaria para mejorar la comprensión y transmitir la intención del BDJ de superar la deflación.

Estas acciones fueron diseñadas para mejorar la transparencia y la comprensión de la política monetaria del BDJ durante la QQME, facilitando así su efectividad y su aceptación por parte del público.

IV.3.b. Mecanismos de transmisión de la política QQME

El mecanismo de transmisión de la expansión cuantitativa y cualitativa (QQME) del Banco de Japón según explicaban [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) opera a través de tres canales principales, cada uno con su efecto en la economía y los precios.

En primer lugar, las compras masivas de títulos del gobierno japonés, ETF y J-REIT por parte del BDJ, con tasas de interés por encima de la curva y por debajo de las primas de riesgo, estimulan la demanda de créditos al reducir los costos de financiación.

El segundo de estos canales se produce a través de un efecto de reestructuración de la cartera de valores, ya que los bancos e inversores institucionales son incentivados a cambiar sus carteras hacia menos títulos del gobierno y más hacia activos financieros de riesgo, incluyendo préstamos.

En últimos de estos mecanismos de transmisión, se produce a través de un cambio en las expectativas de los agentes. El compromiso claro del BDJ de alcanzar una meta de estabilidad de precios del 2% en el plazo más breve posible, respaldado por una expansión drástica de su balance, buscaba modificar las expectativas de los mercados, las empresas y los hogares. Este cambio en las expectativas se basa tanto en las acciones del BDJ como en la serie temporal de aumentos observados en la tasa de inflación durante la expansión monetaria.

Comparado con las políticas anteriores del BDJ, sostienen [Momma & Kobayakawa \(2014\)](#) que la QQME estaba centrada en el cambio de las expectativas como un canal de transmisión principal para su buen funcionamiento. Este enfoque busca mantener una tendencia alcista en las expectativas de inflación, tanto retrospectivas como futuras, en un contexto de aumento continuo de la inflación.

En febrero de 2014, el BDJ amplió los mecanismos de crédito para apoyar las iniciativas de las instituciones financieras y aumentar los préstamos, lo que complementa la política de QQME al reforzar su mecanismo de transmisión.

Capítulo V. Conclusiones

La trayectoria de la economía japonesa desde la década de 1980 hasta la actualidad ha estado marcada por crisis y desequilibrios, comenzando con la crisis financiera e inmobiliaria y seguida de la crisis financiera global. Estas crisis provocaron la ruptura de la senda de alto crecimiento económico que presentaba Japón entre 1950 y 1980.

El principal punto débil en la respuesta de política económica a estas crisis ha sido el contexto de la aplicación de políticas monetarias. La falta de intensidad en la implementación de estas políticas, especialmente durante la última parte de la década de los 90, dejaba ver una cierta inexperiencia ante fenómenos como la deflación, desestimando el impacto del sector financiero en la economía en su conjunto generó un contexto de inefficiencia donde las políticas monetarias no tenían rango de actuación.

Sin embargo, tras la crisis financiera e inmobiliaria, se observó un cambio notable. La economía japonesa presentaba una mayor madurez y conciencia de los problemas pasados, lo que llevó a una gestión más cuidadosa de las políticas económicas.

Cuando llegó la crisis financiera global de 2008, Japón adoptó una postura más proactiva. A pesar de estar menos afectada en comparación con otras economías debido a su cierre a la financiación internacional, el gobierno japonés reconoció rápidamente los riesgos que podrían conllevar otra crisis dentro de su sector financiero.

A diferencia de la crisis de los 90, en esta ocasión no hubo obstáculos significativos que limitaran la efectividad de las políticas monetarias. La disposición del gobierno para abordar el shock internacional fue más adecuada y oportuna, lo que contribuyó a una respuesta más efectiva y una recuperación más rápida.

En los últimos años, Japón ha seguido sufriendo los efectos de la deflación sin llegar a alcanzar el objetivo deseado del 2%. Al final, esta inflación fue alcanzada por shocks externos a la actuación de Japón (crisis del COVID-19, conflictos geopolíticos, depreciación del yen).

El BDJ pretende iniciar una subida de los tipos de interés a corto plazo para acabar con la política de tipos de interés cero que se han aplicado desde finales de la

década de 1990, en vísperas de que la población introduzca esta idea dentro de sus expectativas.

Como se ha explicado a lo largo del trabajo, la población japonesa ya había incorporado las expectativas de deflación como consecuencia del shock permanente, y a pesar de los esfuerzos por eliminarlas, aún no se ha logrado modificarlas.

Las empresas japonesas son reacias a aumentar los precios de los bienes, ya que saben que los consumidores podrían dejar de comprar. Por ello, las empresas están disminuyendo la cantidad de producto en vez de incrementar los precios. Los japoneses de a pie detestan la inflación, aun siendo menor que en otros países, y desde este punto de vista existen presiones para que el BDJ intervenga y apoye el yen. Sin embargo, con la elevada deuda pública que presenta Japón, si el tipo de interés aumenta mínimamente podría conducir a un desastre.

En conclusión, la economía nipona se encuentra en un momento de debilidad, la coyuntura no ayuda a introducir las expectativas inflacionarias necesarias para controlar la curva de tipos de interés y comenzar a disminuir la deuda pública vía recaudación fiscal. A pesar de los intentos del gobierno japonés por aumentar sus ingresos fiscales con los incrementos impositivos, solo están generando un mayor enfriamiento de la economía. Los conflictos geopolíticos y las tensiones frente a un posible conflicto con China han hecho que se dispare el gasto en defensa, empeorando las cuentas del gobierno.

Los efectos de las crisis desde finales del s. XX han ido desgastando a la economía japonesa hasta llevarla al límite en la actualidad. Japón ha aprendido de las crisis que ha superado los últimos 30 años, pero sin tiempo para recuperarse y un futuro cada vez más errático nada parece asegurar que Japón pueda controlar la situación en el corto o medio plazo.

Capítulo VI. Bibliografía

- BABA, Naohiko; NISHIOKA, Shinichi; ODA, Nobuyuki; SHIRAKAWA, Masaaki; UEDA, Kazuo and UGAI, Hiroshi (2005).** “Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy”. *BIS Working Papers*. Nº 188.
- BANK OF JAPAN (2016).** “Outlook for Economic Activity and Prices”, January.
- BANK OF JAPAN (2024a).** “Developments in Real Exports and Real Imports” Chart and Data, January.
- BANK OF JAPAN (2024b).** Flow of Funds for the Fourth Quarter of 2023 (Preliminary Report), Research and Statistics Department, march.
- BORRALLO, Fructuoso y DEL RÍO, Pedro (2021).** “Estrategia de política monetaria e inflación en Japón”. *Documentos Ocasionales* Nº 2116, Banco de España, junio.
- CABINET OFFICE, Government of Japan, Department of National Accounts, Economic and Social Research Institute (2023).** Annual Report on National Accounts for 2022 Summary (Flow Accounts), december.
- CARRASCOSA, Antonio y BENITO, Fernando (2003).** “La eficacia de las políticas monetaria y fiscal en Japón”. *Ekonomiaz: Revista vasca de economía*. Nº 52, págs. 94-127.
- CUADRO-SÁEZ, Lucía y PABLOS, Irene (2015).** “La deflación en Japón”. *Cuadernos de información económica*. Nº 244, págs. 61-71.
- DEL VILLAR, Rafael; MURILLO, José Antonio y BACKAL, Daniel (1998).** “La crisis financiera en Asia: orígenes y evolución en 1997 y 1998”. *Documento de Investigación* Nº 9807, Banco de México, diciembre.
- DRUCKER, Peter. (1995).** *La administración en una época de grandes cambios*. Penguin Random House Grupo Editorial, Buenos Aires.
- ICEX, Oficina Económica y Comercial de España en Tokio (2023).** Japón, Informe Económico y Comercial, actualizado en febrero de 2023.
- IWATA, Kazumasa (2003).** “China y la superación de la deflación en Japón”. *Información Comercial Española (ICE): Revista de economía*. Nº 807, págs. 25-35.
- KRUGMAN, Paul (2008).** “¿Quién era Milton Friedman? El País, Octubre.
- LEÓN-MANRÍQUEZ, José Luis (2015).** “Crisis global, respuestas nacionales. La Gran recesión en América Latina y Asia Pacífico”. *Observatorio Amrica Latina-Asia Pacífico*, págs. 334-357.
- MALKIEL, Burton (1997).** *Un paseo aleatorio por Wall Street*. Alianza Editorial, Madrid.
- MARICHAL, Carlos (2010).** *Las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*. Editorial Sudamericana S. A, Buenos Aires.
- MARTÍN, César (2003).** Evolución reciente y perspectivas de la economía japonesa. Banco de España, Boletín económico, octubre 2003.

MINISTERIO DE EDUCACIÓN Y FORMACIÓN PROFESIONAL (2023). Panorama de la educación de la OCDE 2023. Informe español.

MOMMA, Kazuo y KOBAYAKAWA, Shuji (2014). “La política monetaria después de la gran recesión: la experiencia de Japón”. *Papeles de Economía Española* N° 140, Banco de Japón.

MONTERO, José Manuel (2007). “Los desafíos de la política monetaria en Japón”. *Boletín económico*, Banco de España, diciembre.

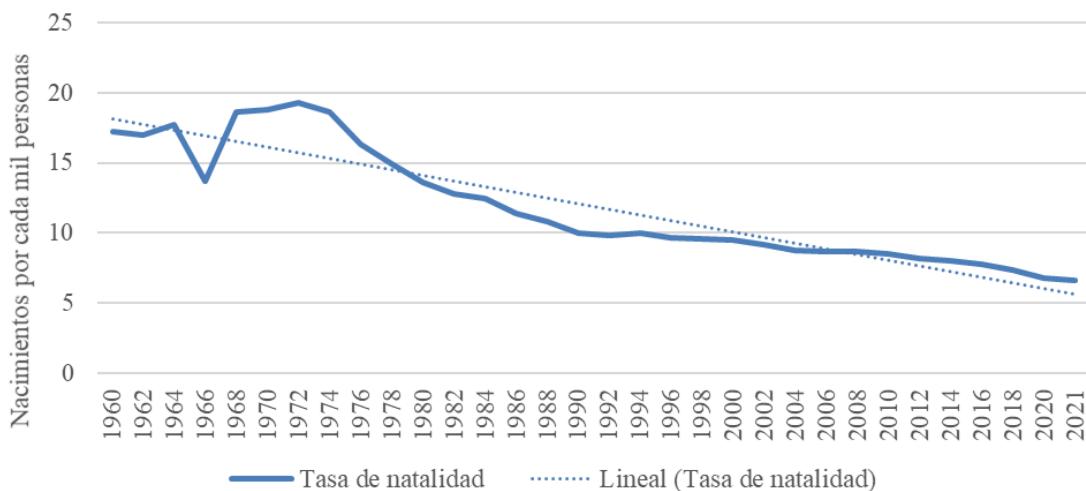
SOLÍS, Ricardo (2010). “La crisis financiera del Japón de los años 90: algunas lecciones de la década perdida, 1992 - 2003”. *Análisis Económico*. N° 60, Vol. XXV, págs. 201-239.

TETSURO, Toya (2006). *The Japanese Financial Big Bang. Institutional Change in Finance & Public Policymaking*. Oxford University Press.

WORLD TRADE ORGANIZATION (2023). Trade Policy Review of Japan, january.

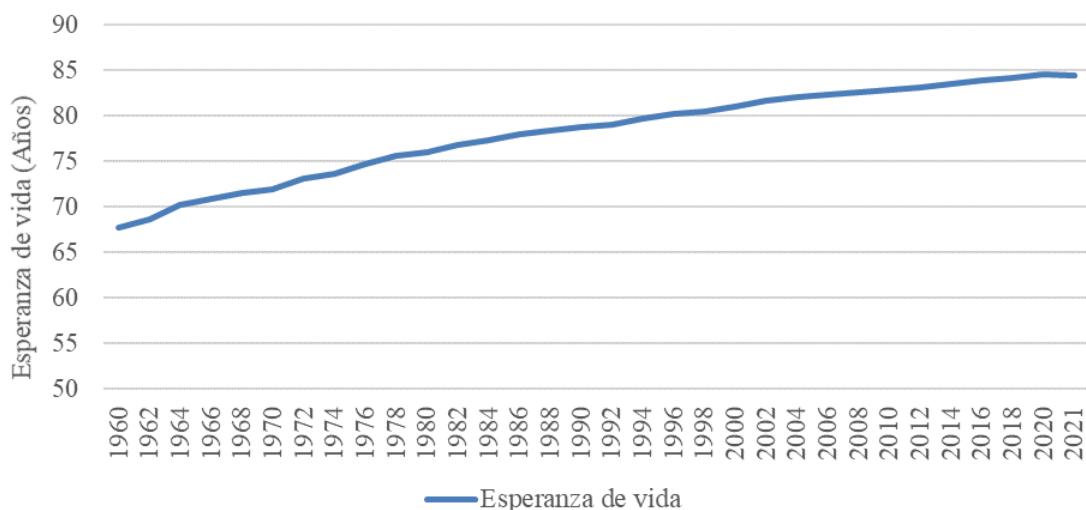
Capítulo VII. Anexos

Anexo 1. Tasa de natalidad bruta (con tendencia) - Nacimientos por mil personas



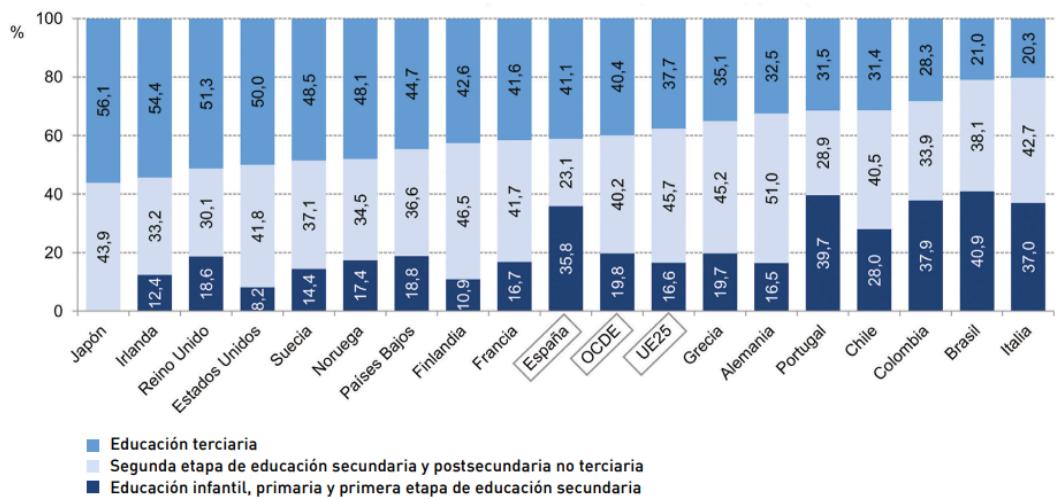
Fuente: The World Bank (Creación propia)

Anexo 2. Esperanza de vida - Años totales



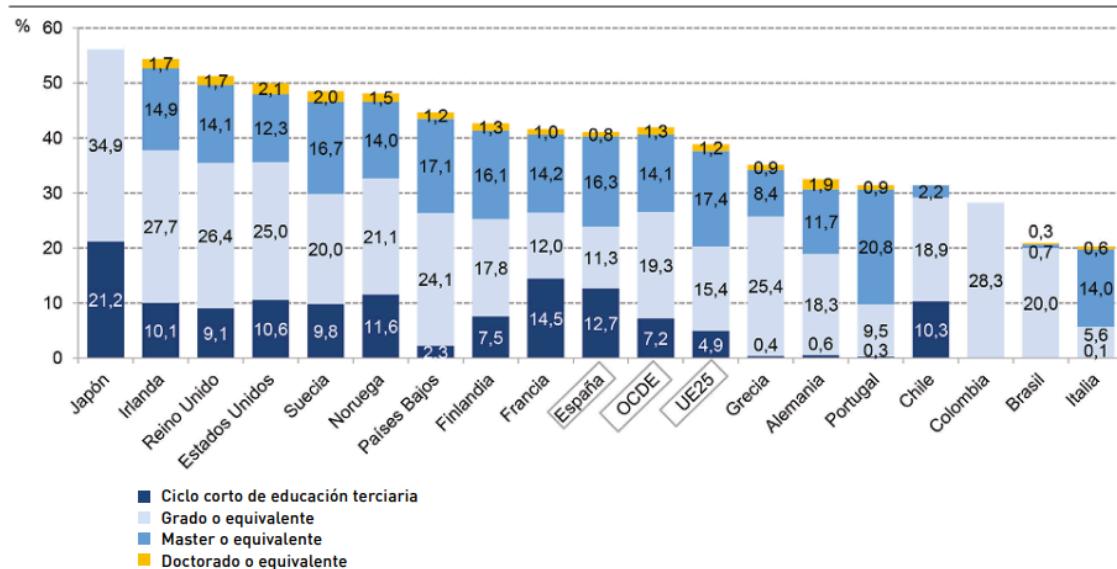
Fuente: The World Bank (Creación propia)

Anexo 3. Nivel de formación de la población adulta (25-64 años) - año 2022



Fuente: Panorama en la educación - Indicadores de la OCDE (2023)

Anexo 4. Distribución de la población adulta con estudios terciarios por nivel alcanzado (25-64 años) - año 2022



Fuente: Panorama en la educación - Indicadores de la OCDE (2023)

Nota: Japón, dentro de la variable Grado o equivalente, se encuentra agregado máster y doctorado.

Anexo 5. Peso de actividades económicas sobre el PIB - en porcentaje.

Actividades económicas	2020	2021	2022
Agricultura, silvicultura y pesca	1,1	1	1
Minería	0,1	0,1	0,1
Manufactura	20,1	21	19,4
Electricidad, gas y suministro de agua, servicio de gestión de residuos	3,2	2,8	2,4
Construcción	5,8	5,6	5,2
Construcción Comercio al por mayor y al por menor	12,8	13,3	14,4
Servicios de transporte y postales	4,2	4,2	4,7
Actividades de alojamiento y servicios de alimentación	1,7	1,3	1,6
Información y comunicaciones	5,1	5	4,9
Finanzas y seguros	4,2	4,3	4,6
Inmobiliario	12,2	11,9	11,7
Actividades profesionales, científicas y técnicas	8,7	8,9	9,1
Administración pública	5,2	5,2	5,2
Educación	3,6	3,5	3,5
Actividades de salud humana y servicios sociales	8,2	8,3	8,3
Otras actividades de servicios	3,8	3,8	3,9

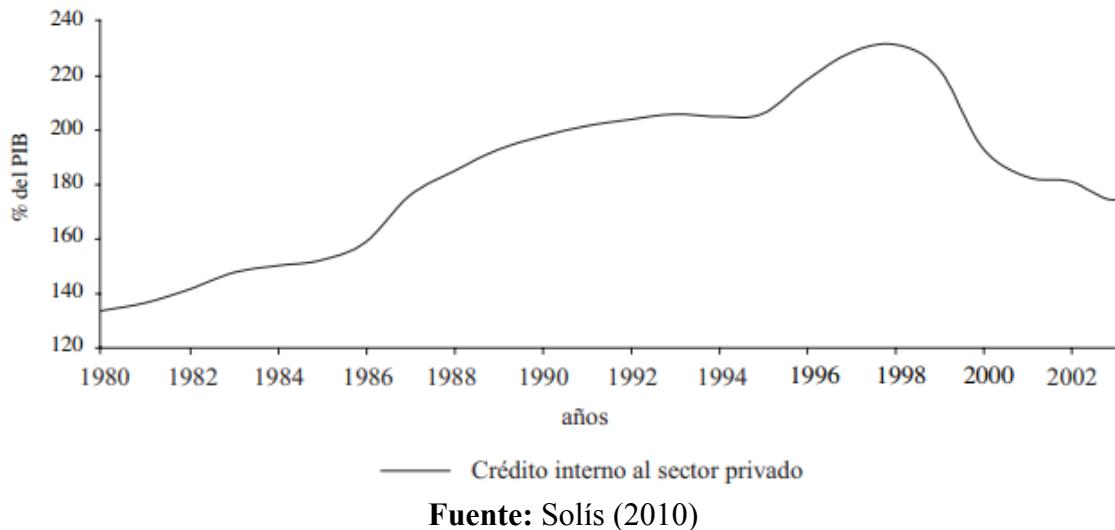
Fuente: Annual Report on National Accounts for 2022 Summary (Cabinet Office, Government of Japan) (Creación propia)

Anexo 6. Porcentaje de tenencia de Deuda Pública japonesa por grupos.

End of Month	Central bank	Depository corporations	Insurance and pension funds	Public pensions	Households	Overseas	Others	Total
2010	3	7.42	40.27	25.36	11.75	4.88	3.87	6.46
	6	7.76	39.86	25.25	11.27	4.63	3.94	7.29
	9	7.84	40.16	25.15	11.01	4.45	4.11	7.27
	12	7.90	40.80	25.00	10.71	4.34	4.01	7.24
2011	3	8.21	41.78	25.12	10.51	4.13	4.22	6.01
	6	8.35	41.23	25.28	10.17	3.94	4.61	6.42
	9	8.41	40.76	25.67	9.95	3.75	4.63	6.83
	12	8.87	40.63	25.92	9.75	3.59	4.43	6.80
2012	3	9.43	40.98	26.37	9.54	3.47	4.17	6.03
	6	10.20	39.69	26.49	9.24	3.31	4.50	6.57
	9	10.64	39.23	26.69	8.98	3.10	4.65	6.71
	12	11.48	38.45	26.73	8.91	2.97	4.65	6.80
2013	3	11.55	38.89	27.54	8.92	2.81	4.54	5.75
	6	13.86	36.99	27.15	9.04	2.72	4.32	5.92
	9	15.58	35.92	27.04	8.85	2.54	4.19	5.88
	12	17.22	34.51	26.83	8.70	2.46	4.28	6.00
2014	3	18.55	34.33	26.88	8.34	2.37	3.83	5.71
	6	19.81	33.66	26.61	8.08	2.26	3.88	5.70
	9	21.20	32.81	26.59	7.59	2.11	4.49	5.21
	12	23.34	30.94	26.59	6.77	1.93	4.85	5.57
2015	3	25.31	30.10	26.35	6.40	1.78	4.97	5.09
	6	27.49	29.29	26.15	6.17	1.63	4.74	4.54
	9	29.63	27.55	25.92	6.02	1.50	5.06	4.32
	12	31.41	25.48	25.73	5.84	1.38	5.30	4.86
2016	3	33.06	24.05	26.19	5.47	1.29	5.46	4.48
	6	34.83	23.11	26.22	5.35	1.24	5.73	3.51
	9	36.52	22.27	25.61	5.21	1.22	5.93	3.24
	12	38.37	21.25	25.23	5.06	1.20	5.84	3.04
2017	3	39.94	19.53	24.98	4.85	1.29	5.91	3.50
	6	41.27	18.92	24.59	4.70	1.26	5.97	3.30
	9	42.21	17.70	24.41	4.59	1.25	6.18	3.67
	12	43.19	17.04	24.27	4.48	1.25	6.15	3.62
2018	3	43.91	16.91	24.34	4.40	1.24	5.99	3.22
	6	44.60	16.05	24.15	4.31	1.26	6.24	3.40
	9	45.69	15.63	23.82	4.25	1.29	6.13	3.19
	12	46.00	14.76	23.95	4.14	1.28	6.63	3.24
2019	3	46.26	13.75	24.01	4.11	1.29	7.18	3.40
	6	46.47	13.14	24.05	4.08	1.27	7.43	3.56
	9	46.85	12.58	23.98	4.08	1.28	7.68	3.55
	12	46.78	12.59	23.95	4.01	1.30	7.69	3.68
2020	3	47.17	12.61	24.00	3.63	1.34	7.65	3.59
	6	47.74	12.03	23.96	3.38	1.35	7.43	4.11
	9	48.01	12.31	23.83	3.39	1.30	7.26	3.91
	12	48.32	12.27	23.67	3.49	1.29	7.21	3.76
2021	3	48.34	12.17	23.64	3.80	1.27	6.90	3.87
	6	48.16	11.68	23.47	4.06	1.24	7.30	4.08
	9	48.09	11.44	23.28	4.21	1.22	7.67	4.08
	12	48.04	11.43	23.15	4.14	1.19	8.04	4.02
2022	3	48.21	11.80	22.88	4.22	1.17	7.85	3.86
	6	49.60	11.34	22.43	4.24	1.18	7.58	3.62
	9	50.27	10.30	22.19	4.34	1.19	7.78	3.92
	12	52.02	9.45	21.97	4.20	1.21	7.40	3.75
2023	3	53.34	8.54	22.09	4.29	1.18	7.23	3.33
	6	53.24	8.09	21.94	4.50	1.19	7.29	3.75
	9	53.86	8.39	21.52	4.79	1.23	6.78	3.43
	12	53.78	8.58	21.36	4.99	1.25	6.68	3.36

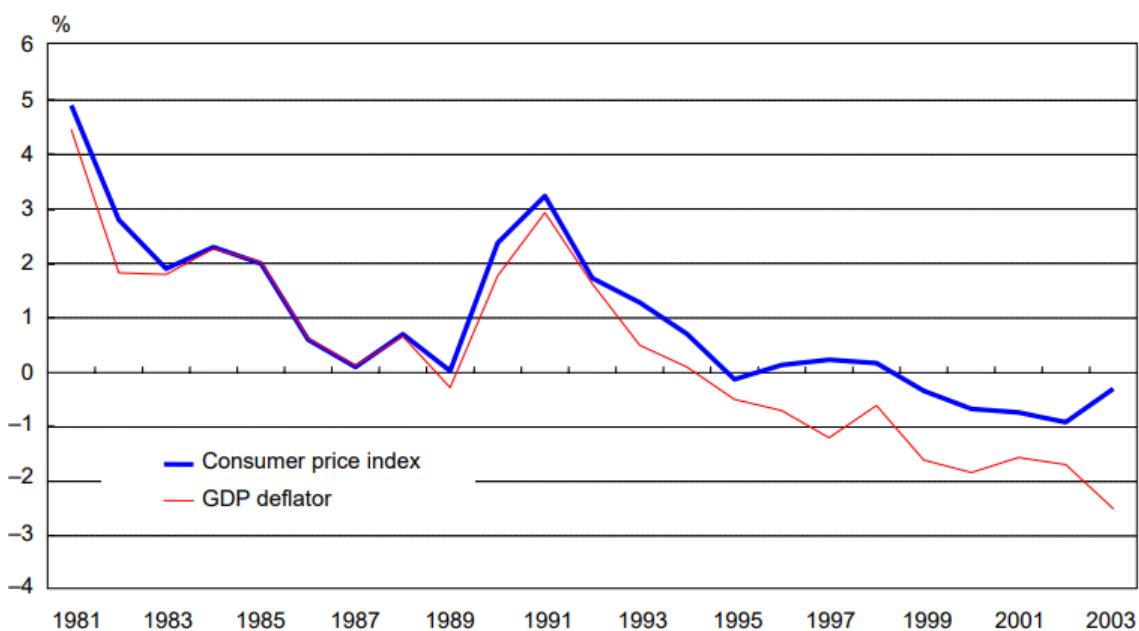
Fuente: Basic Figures: Flow of Funds for the Fourth Quarter of 2023 (Preliminary Report) - Research and Statistics Department - Bank of Japan

Anexo 7. Crédito interno al sector privado como % del PIB entre 1980 y 2003.



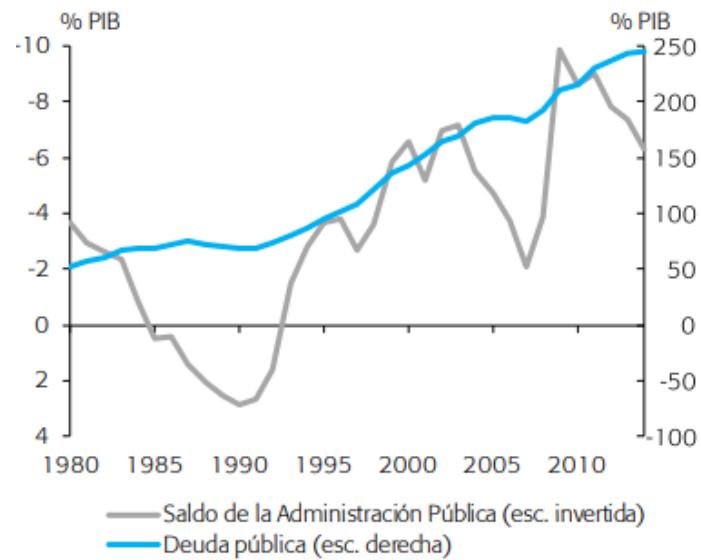
Fuente: Solís (2010)

Anexo 8. Índice de inflación en Japón y deflactor del PIB.



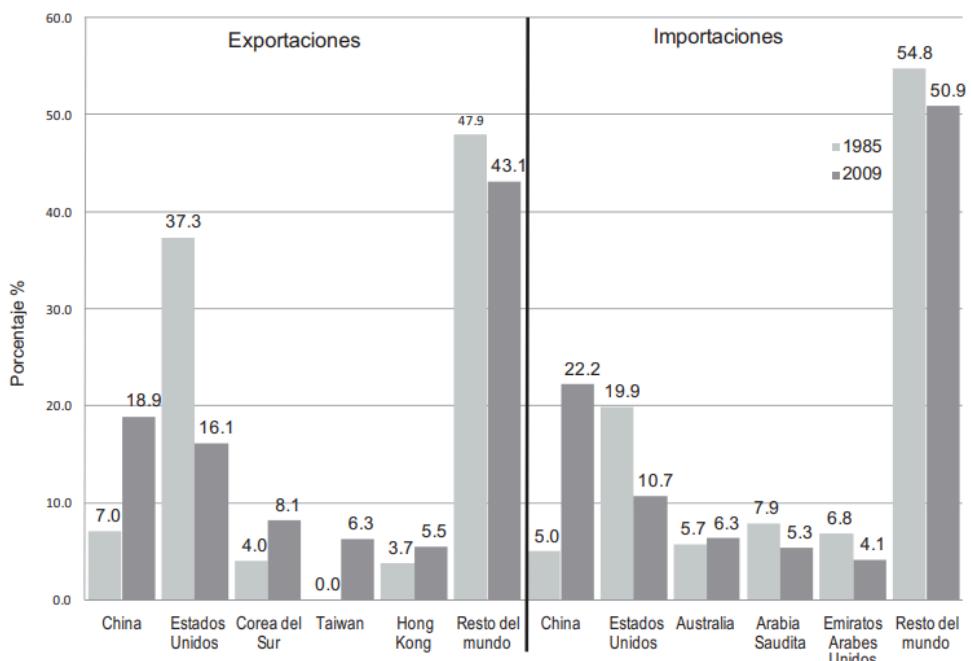
Fuente: Bank for International Settlements. Baba et al. (2005)

Anexo 9. Porcentaje de deuda sobre el PIB y variación interanual.



Fuente: Cuadro-Sáez y Pablos (2015)

Anexo 10. Comercio exterior de Japón con principales comerciales en 2009, comparación con 1895.



Fuente: León-Manríquez (2015)