

# Finalidad y mecanismo de la relajación monetaria cuantitativa y cualitativa

*Kikuo Iwata*

## INTRODUCCIÓN

Es un gran honor para mí impartir esta conferencia especial para conmemorar el 50° aniversario de la fundación del Institute of Economic Research de la Chuo University. A la vez, deseo extender mis respetos a aquellos que estuvieron involucrados en su fundación y en sus actividades, y les agradezco la invitación a disertar en esta distinguida ocasión.

El 4 de abril, Banco de Japón introdujo un nuevo marco de política con el nombre de relajación monetaria cualitativa y cuantitativa (QQE por sus siglas en inglés). Se decidió que se continuaría con la QQE, con el fin de lograr la meta de estabilidad de precios del 2% en función de la tasa de variación del índice de precios al consumidor (IPC) interanual, en tanto fuera necesaria para mantener esta meta de manera estable.

En mi conferencia de hoy, quisiera dar respuesta a las siguientes tres preguntas. Primero, ¿por qué la meta de Banco es lograr y mantener la estabilidad de precios del 2%? Segundo, ¿cuál es el

mecanismo de transmisión por medio del cual la QQE logra y mantiene su propósito? Finalmente, ¿la economía de Japón está avanzando según el rumbo marcado por el Banco?

## 1. RAZONES PARA ESTABLECER LA META DE ESTABILIDAD DE PRECIOS DEL DOS POR CIENTO

Permítanme comenzar con la primera pregunta: ¿por qué la meta del Banco de lograr y mantener la estabilidad de precios del dos por ciento?

La primera respuesta es que de una vez por todas debemos evitar la deflación. Esta restringe las ganancias corporativas debido a la baja en los precios de los productos y servicios. Por esta razón, a menos que las empresas logren vender más productos y servicios, estarán en una situación en la cual no podrán pagar sus deudas. En otras palabras, mientras continúe la deflación, se incrementará el valor real de las deudas. Ante un valor real creciente de deudas, las empresas se

---

Vicegobernador del Banco de Japón. Traduce y publica el CEMLA con la debida autorización la conferencia realizada durante la conmemoración del 50° aniversario del Institute of Economic Research, en la Chuo University, Chuo, Japón, 18 de octubre de 2013. Título en inglés: "Purpose and Mechanism of Quantitative and Qualitative Monetary Easing", disponible en <[http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2013/data/ko131018a1.pdf](http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/data/ko131018a1.pdf)>.

vuelven precavidas ante la decisión de inversiones de negocios que requieran la captación de fondos. Como resultado de esto, la producción y la demanda de mano de obra de la economía disminuirán en su conjunto, lo cual conducirá a un aumento de la tasa de desempleo y a una baja en los salarios; así, también caerá el estándar de vida de los individuos. Además, una tasa de inflación de aproximadamente un 1% no es necesariamente una defensa contra un menor riesgo de deflación.

La segunda respuesta a la pregunta es el sesgo al alza del IPC. La meta de estabilidad de precios se refiere al IPC (que incluye todos los rubros excepto alimentos frescos), el cual se considera que tiene un sesgo al alza de aproximadamente +1 punto porcentual. En cuanto a la razón de fondo de este sesgo, cabe señalar que, en términos generales, si bien es probable que los particulares reduzcan el consumo de los productos y servicios cuyos precios han aumentado, la revisión del IPC sólo se realiza cada cinco años; por lo tanto, el IPC no refleja con exactitud los cambios en la composición del consumo hasta que pasa por esta revisión.

Suponiendo este sesgo al alza de casi un punto porcentual positivo, aun si el IPC registra un 1% de inflación interanual, en la práctica es probable que la tasa de inflación sea cercana al cero por ciento. Esto es, la meta de una tasa de inflación del uno por ciento podría sugerir que el objetivo es lograr un entorno deflacionario o algo parecido. Esto nos lleva a concluir que es necesario establecer una meta de tasa de variación un tanto mayor, una vez que se tiene en cuenta la presencia de un sesgo al alza.

La tercera respuesta a la pregunta de por qué el Banco intenta lograr y mantener una meta de estabilidad de precios de un 2% es que, desde el decenio de los noventa hasta ahora, las economías avanzadas que han mantenido tasas de inflación de aproximadamente un 2% han mostrado un desempeño relativamente superior, con tasas de crecimiento más altas y tasas de desempleo más bajas.

Tomando en cuenta todos estos factores, es también apropiado para Japón tener como meta

una estabilidad de precios de aproximadamente un dos por ciento.

## 2. CÓMO LOGRAR LA META DE ESTABILIDAD DE PRECIOS

De acuerdo con esta idea, el Banco ha fijado la meta de estabilidad de precios del 2%, y con el fin de lograr dicha meta, ha iniciado una nueva fase de política monetaria, denominada como la QQE. Dicho de otro modo, la QQE es un medio audaz para lograr la meta de estabilidad de precios del dos por ciento.

Con base en una mejor comprensión acerca de la relación entre la meta de estabilidad de precios y la QQE, explicaré a continuación cómo el Banco intenta lograr esa meta mediante la aplicación de la relajación cuantitativa y cualitativa.

### LOS DOS PILARES DE LA RELAJACIÓN CUANTITATIVA Y CUALITATIVA

La relajación cuantitativa y cualitativa se basa en dos pilares. El primero es el *compromiso* para lograr rápidamente la meta de estabilidad de precios del 2%. Específicamente, el Banco está claramente comprometido con “lograr la meta de estabilidad de precios del 2% en el menor tiempo posible, con un horizonte temporal de aproximadamente dos años”.

El segundo pilar es la demostración de *acciones concretas* que apuntalan el compromiso del primer pilar. Tales acciones están incluidas en las palabras *cuantitativa* y *cualitativa*; y ya se han visto cambios en la expansión (la cantidad) y en la composición (la calidad) de los balances generales del Banco.

En cuanto a la expansión del balance general, el Banco podrá aumentar de manera amplia la base monetaria mediante la compra de una serie de activos, entre ellos los bonos del gobierno de Japón (JGB por sus siglas en inglés). El propósito es prácticamente duplicar la cantidad del saldo pendiente de la base monetaria en dos años, de 138 billones

de yenes a fines de 2012 a 270 billones de yenes para fines de 2014.

En cuanto a la composición del balance general, el Banco aumentará los activos asumiendo riesgos relativamente altos. Actualmente, el Banco compra JGB de todos los plazos de vencimiento, incluso aquellos que vienen en 40 años. Como resultado de ello, el vencimiento residual promedio en las compras de JGB por parte del Banco se ha duplicado, y se ha extendido de tres años o menos a aproximadamente siete. Se espera reforzar los efectos de la política expansiva en las condiciones financieras y en la economía real por medio del trabajo sobre las tasas de interés en toda la curva de rendimiento. Además, el Banco ha incrementado la compra de fondos cotizados en bolsa (EFT por sus siglas en inglés) y de fideicomisos de inversión inmobiliaria de Japón (J-REIT por sus siglas en inglés) para suprimir las primas de riesgo vinculadas a estos activos.

### **IMPACTO EN LA TASAS DE INTERÉS NOMINAL Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**

Compuesta por los dos pilares que acabo de mencionar, la QQE se implanta en la economía por medio de la tasa de interés nominal y de las expectativas de inflación de los participantes del mercado financiero.

Antes que nada, la amplia provisión de liquidez del Banco hacia el sector privado mediante la compra de los JGB y de otros activos llevará a la baja al tipo de interés nominal. Además, la QQE, dado el compromiso de una meta de estabilidad de precios del 2%, elevará las expectativas de inflación de los participantes del mercado. Más adelante volveré a referirme a este tema.

Tanto la presión a la baja sobre las tasas nominales como las presiones al alza de las expectativas de inflación contribuirán a reducir las tasas de interés real esperado, porque las tasas de interés real esperado se derivan sustrayendo las expectativas de inflación de la tasa de interés nominal. Esto tiene importantes implicaciones para la economía.

No obstante, la presión al alza sobre las expectativas de inflación es un arma de doble filo: por una parte, es un factor que contribuye a una baja en las expectativas de la tasa de interés real; por la otra, puede elevar la tasa de interés nominal. Como explicaré en breve, para superar la deflación y lograr la meta de estabilidad de precios del 2%, es necesario que la tasa de interés real esperado se mantenga en niveles bajos. Por lo tanto, también es importante que, en la medida en que se produzca un aumento en la tasas de interés nominal debido a mayores expectativas de inflación, este sea inferior al aumento de las expectativas de inflación.

### **¿POR QUÉ CRECEN LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN?**

Dije al comienzo que la QQE elevará las expectativas de inflación de los participantes del mercado. Esto se debe en gran medida a las expectativas del mercado de que un marcado incremento en la base monetaria (es decir, la base monetaria definida como el total de billetes y monedas en circulación y el saldo de cuenta corriente que las instituciones financieras mantienen en el Banco) para lograr la meta de estabilidad de precios del 2%, con un fuerte compromiso, llevará finalmente al crecimiento del crédito bancario, y por lo tanto a un incremento en la cantidad de dinero (esto es, la suma de efectivo y depósitos) que circula en la economía. Si aumenta el dinero en la economía, se podrá esperar que se utilice en parte para comprar bienes y servicios, lo cual a la postre hará que la tasa de inflación también empiece a subir.

Lo importante en este contexto es que, si bien no se observa un incremento de dinero por medio de la ampliación del crédito bancario, las expectativas de inflación podrían comenzar a aumentar con base en las expectativas de más dinero en el futuro.

Ahora analicemos los acontecimientos recientes acerca de las expectativas de inflación. Si bien es difícil medir estas expectativas, ya que las forman

una gran variedad de entidades económicas, la inflación implícita (es decir, la diferencia entre el rendimiento de los bonos JGB con cupón a tasa fija y el de los JGB indizados por la inflación y representativos de la tasa de inflación esperada en el mercado) y las cifras recabadas de las encuestas que sintetizan las opiniones de los investigadores y economistas nacionales y extranjeros muestran que las expectativas de inflación están aumentando

gradualmente a medida que se lleva adelante la política de relajación cuantitativa y cualitativa.

Además, de acuerdo con una reciente *Encuesta de opinión sobre las ideas y el comportamiento del público en general* realizada por el Banco, la proporción de encuestados que esperan que los precios suban en el periodo de un año fue de un 83%. Esto sugiere que también han crecido las expectativas de inflación en el sector de particulares (gráfica 1).

Gráfica 1

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



Fuente: Oficina de Gabinete.

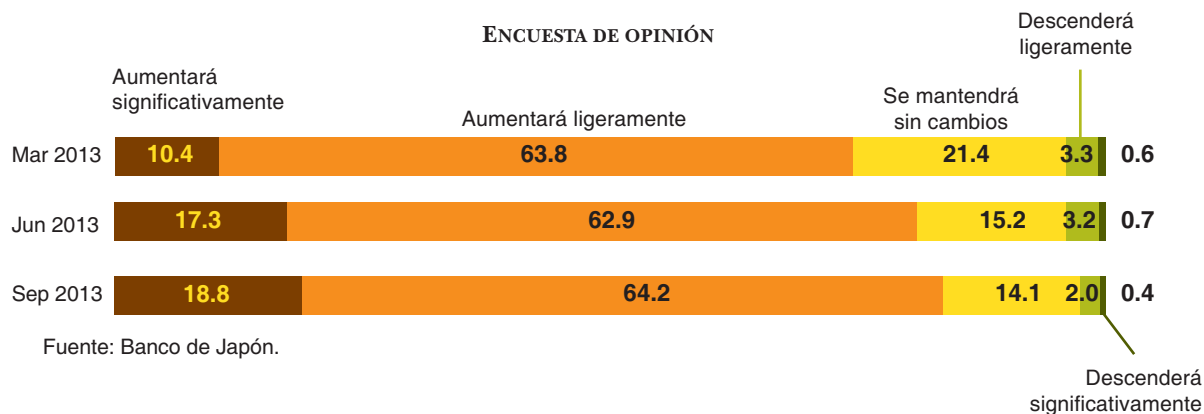
PRONÓSTICO ESP

	PA 2013	PA 2014	PA 2015
Febrero 2013	0.17	2.45	—
Marzo 2013	0.25	2.47	—
Abril 2013	0.27	2.47	—
Mayo 2013	0.32	2.61	—
Junio 2013	0.33	2.70	(1.00)
Julio 2013	0.36	2.71	(0.95)
Agosto 2013	0.43	2.73	(0.97)
Septiembre 2013	0.52	2.75	(1.03)
Octubre 2013	0.59	2.78 (0.76)	1.60 (0.91)

Fuente: JCER.

Nota: Las cifras entre paréntesis excluyen los efectos de las alzas en el impuesto al consumo.

PA indica pronóstico para el año.



Fuente: Banco de Japón.

## EL AUMENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN GENERA UN ALZA EN LOS MERCADOS DE VALORES Y CAMBIARIO

La tasa de interés real esperado se deriva sustrayendo las expectativas de inflación de la tasa de interés nominal. A continuación, me referiré a la *tasa de interés real* en lugar de la tasa de interés real esperado.

Si bien la tasa nominal es aquella que puede verse, las tasas reales representan en qué medida aumentará en la realidad el dinero, es decir, el poder adquisitivo, tomando en cuenta los cambios en los precios. Si el público espera que haya inflación, bajará el poder adquisitivo esperado de activos tales como el efectivo, que no rinde ninguna rentabilidad, así como de los depósitos y bonos, que tienen rentabilidad fija.

Supongamos que la tasa nominal de los JGB es de un 0.5% y la expectativa de inflación para los próximos 12 meses es del 1%. La tasa real será entonces del -0.5%, el resultado de sustraer la expectativa de

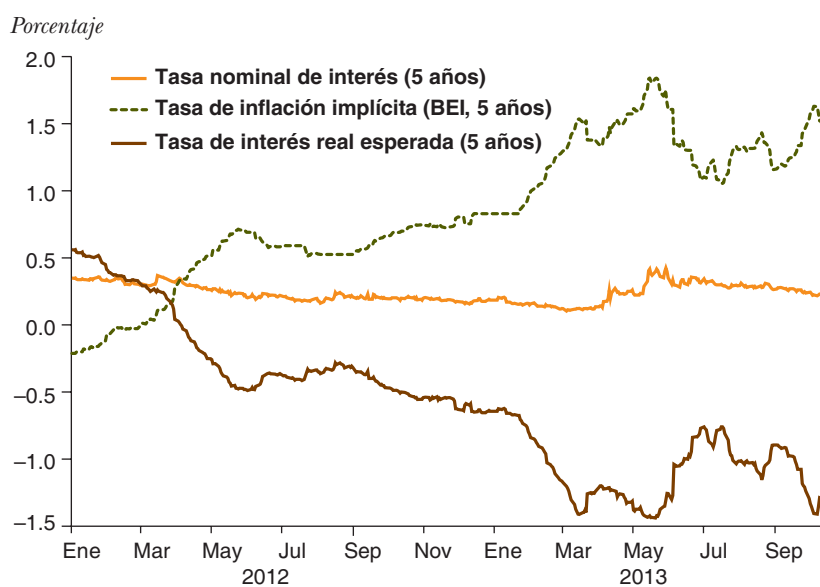
inflación del 1% de la tasa nominal del 0.5%. Este ejemplo sugiere que, aun si la tasa nominal es del 0.5%, siempre y cuando la tasa de inflación siga en 1%, el poder adquisitivo de las tenencias de JGB bajará un -0.5%. Al igual que para el efectivo, dado que la tasa nominal es 0%, el poder adquisitivo de los saldos monetarios bajará un 1% después de un año si la tasa de inflación es del 1%. Ciertamente las tasas reales derivadas de la curva de rendimiento de los JGB han mostrado una tendencia a la baja moderada desde fines de 2012 (gráfica 2).

Como ya expliqué, si el público espera un aumento de precios en el futuro, bajará la tasa real de rendimiento del efectivo así como de los depósitos y de los bonos, para los cuales las tasas de interés son fijas. La tenencia de estos activos será menos atractiva que en el pasado.

Ante estos acontecimientos, los participantes del mercado con expectativas de inflación al alza pasarán parte de sus carteras de efectivo, depósitos y bonos que incluyen los JGB, a valores (incluyendo fondos fiduciarios), bienes raíces y viviendas

Gráfica 2

### TASAS DE INTERÉS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



Fuente: Bloomberg.

(incluyendo fideicomisos de inversión inmobiliaria tales como J-REIT) o, como alternativa, a activos denominados en moneda extranjera para los cuales el rendimiento es mayor que el de activos denominados en yenes. Debido a esto, las expectativas serían que el precio de las acciones suba, que el yen se deprecie y que monedas extranjeras se aprecien (gráfica 3).

### AUMENTO DEL CONSUMO Y DE LAS EXPORTACIONES

Tanto el aumento en el precio de las acciones como la depreciación del yen llevarán al aumento del valor de los activos en posesión de particulares que se conservan en forma de valores o de activos denominados en moneda extranjera. Según estadísticas recientes, a fines de junio de 2013 los activos financieros de particulares se incrementaron en un 5% interanual. Si analizamos este comportamiento detalladamente, mientras

los bonos bajaron un 9%, las acciones y participaciones subieron un 31% y los fondos de inversión crecieron un 29%. En realidad se está llevando a cabo el reequilibrio de la cartera que acabo de explicar (cuadro 1).

Los particulares que se enfrentan a un valor creciente de los activos tienden a aumentar su consumo, y esto se conoce como el *efecto riqueza*. Además, un alza del valor de los activos, tal como de los precios de los títulos valores, hará que el público se sienta más entusiasmado. Esta mejora en su humor también es un factor importante para que los particulares realicen un mayor gasto. El gasto de los particulares se ha incrementado desde el comienzo de este año y esto se debe fundamentalmente al efecto riqueza que acabo de explicar y a la mejora de su humor (gráfica 4).

Con respecto a la apreciación de monedas extranjeras, si bien en lo primero que pensamos al hablar de esto es en el incremento de las exportaciones, deberíamos también tener en cuenta el

Gráfica 3

#### PRECIOS DE LAS ACCIONES Y TIPO DE CAMBIO



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 1

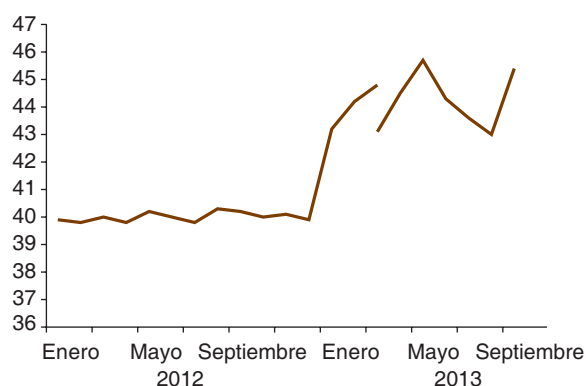
## ACTIVOS EN POSESIÓN DE PARTICULARES

	2001			2012			2013			Montos en circulación (al final de junio de 2013, en billones de yenes, coeficiente porcentual entre paréntesis)
	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	
Montos en circulación (al final del periodo, en billones de yenes)	1,486	1,500	1,517	1,514	1,509	1,544	1,568	1,590	1,590	
Total de activos	0.6	-0.1	1.1	0.2	1.5	2.9	3.4	5.0	1,590	(100.0)
Dinero y depósitos	1.9	2.0	2.2	1.8	1.9	2.0	1.7	2.0	860	(54.1)
Bonos	-12.6	-12.0	-8.4	-7.9	-8.7	-9.3	-8.0	-9.0	31	(2.0)
Certificados de inversión	-7.0	-10.7	-4.9	-11.3	2.0	13.3	20.1	29.0	72	(4.5)
Participaciones y otras acciones	6.8	-6.3	0.9	-5.4	-1.4	11.3	15.1	31.4	129	(8.1)
Reservas de seguros y pensiones	-0.1	0.2	0.9	1.1	1.8	2.5	2.4	2.6	434	(27.3)
Otros	-4.3	-2.1	-0.4	-1.0	3.6	4.0	3.6	6.3	65	(4.1)

Fuente: Banco de Japón, flujo de fondos.

Gráfica 4

## CONFIANZA DEL CONSUMIDOR

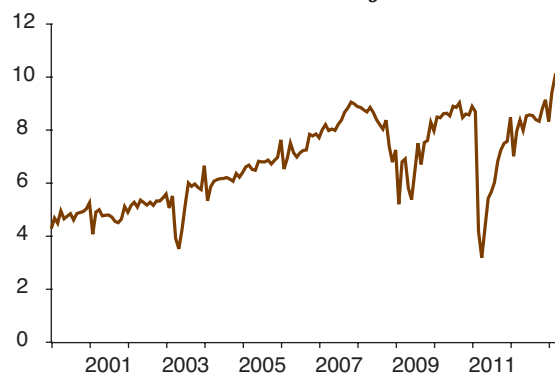


Fuente: Oficina del Gabinete.

Nota: cifras desestacionalizadas.

Gráfica 5

## TURISTAS EXTRANJEROS



Fuente: Japan National Tourist Organization.

Nota: las cifras están desestacionalizadas, anualizadas y en millones

aumento de turistas extranjeros en Japón, un factor importante para expandir la demanda interna de servicios (cuadro 2). Sabemos que recientemente ha aumentado la cantidad de turistas extranjeros (gráfica 5).

Cuadro 2

## EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS

2012			2013	
2T	3T	4T	1T	2T
-0.2	-4.5	-2.7	4.0	3.0

Fuente: Oficina del Gabinete, Sistema de Cuentas Nacionales.

Nota: las cifras están desestacionalizadas, variaciones porcentuales intertrimestrales.

### AUMENTO DE LA INVERSIÓN FIJA DE LAS EMPRESAS

Estas situaciones favorables podrían también provocar movimientos positivos en la inversión fija de las empresas por medio de distintos canales.

Primero, un incremento del gasto de los particulares requerirá que las empresas produzcan más para responder al aumento de la demanda;

así, las empresas harán inversiones comerciales más agresivas. Un aumento en los precios de las acciones y la apreciación de las divisas elevarán el valor de los activos netos de las empresas, especialmente de aquellas que sean exportadoras, que tienen valores de otras empresas e inversiones en moneda extranjera. Esta mejora en los balances generales contribuirá al aumento de la inversión fija de las empresas (cuadro 3 y gráfica 6). De acuerdo con las estimaciones de Nomura Securities, las ganancias no realizadas producto de la cartera de valores de 1,830 empresas que cotizan en bolsa se incrementaron en un 32%, agregando 3.7 billones de yenes de fines de marzo a fines de septiembre de 2013.

Además, la mejora en el clima de negocios sustentada en un aumento de utilidades corporativas es otro factor para que las empresas aumenten su inversión fija. La relación ganancias/ventas para el sector corporativo ha estado en alza desde 2012 y el clima de negocios ha seguido mejorando (cuadro 4 y gráfica 7).

Según datos recientes sobre inversiones fijas de las empresas, las estadísticas del PIB muestran un aumento en este tipo de inversiones del 1.3% para el trimestre abril-junio de 2013, lo que señala el primer aumento de este tipo en seis trimestres.

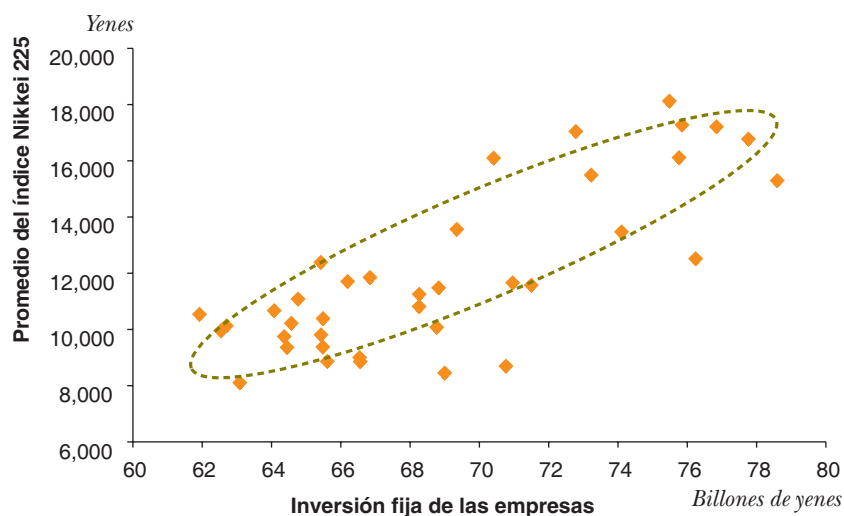


Cuadro 3													
ACTIVOS FINANCIEROS EN POSESIÓN DE CORPORACIONES NO FINANCIERAS PRIVADAS													
	2001				2012				2013			Montos en circulación (al final de junio de 2013, en billones de yenes, coeficiente porcentual entre paréntesis)	
	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T		2T
Montos en circulación (al final del período, en billones de yenes)		743	764	811	760	763	785	841				845	
Total de activos	1.8	0.1	3.9	0.8	2.7	2.6	3.6	11.2	845	(100.0)			
Dinero y depósitos	2.9	3.9	2.4	2.7	4.8	3.5	5.4	6.9	220	(26.0)			
Valores diferentes de participaciones	2.1	-0.6	-0.6	-4.7	-8.8	-7.7	-19.0	-0.034	(4.0)				
Participaciones y otras acciones	11.9	-5.7	-0.0	-6.2	-1.5	8.0	20.1	40.0	184	(21.7)			
Créditos comerciales y créditos comerciales externos	-3.3	-2.5	4.3	-1.0	-1.8	-6.8	-8.0	-1.7	192	(22.7)			
Inversiones en el exterior	5.9	11.9	20.2	14.9	22.6	23.7	22.0	36.6	60	(7.1)			
Inversiones en el exterior en valores	1.9	4.4	11.4	18.0	15.9	9.1	-3.8	-11.246	(5.4)				
Otros	-3.5	0.3	4.1	-0.5	3.7	6.6	6.3	11.8	111	(13.1)			

Fuente: Banco de Japón, flujo de fondos.

Gráfica 6

## PRECIOS DE LAS ACCIONES E INVERSIÓN FIJA DE LAS EMPRESAS



Fuentes: Cuentas Nacionales, Oficina del Gabinete; Bloomberg.  
 Datos del cuarto trimestre de 2003 al segundo trimestre de 2013.

Cuadro 4

## COEFICIENTE DE UTILIDADES CORRIENTES A VENTAS (SERIES DESESTACIONALIZADAS, EN PORCENTAJES)

		2012			2013	
		2T	3T	4T	1T	2T
Todas las industrias	Todas las clases	3.75	3.77	4.01	4.28	4.70
De manufactura	Grandes	3.79	4.24	5.06	5.97	7.39
	Pequeñas	3.65	3.35	3.22	4.18	3.79
No manufactureras	Grandes	4.52	5.46	5.15	5.13	5.88
	Pequeñas	3.33	3.01	3.07	3.13	2.97

Fuente: Ministerio de Finanzas.

Del mismo modo, con base en *Financial Statements Statistics of Corporations by Industry*, la inversión fija de las empresas para todas las industrias ha aumentado constantemente desde el trimestre octubre-diciembre de 2012. Más específicamente, si bien la tasa de variación interanual de inversión fija empresarial en la actividad manufacturera cayó un 0.6% en el trimestre abril-junio de 2013, esta

fue una disminución más pequeña. En contraste, el sector no manufacturero registró un importante aumento, del 4.7%, durante el mismo trimestre, animado por el gasto de particulares (cuadro 5).

La relación entre el flujo de caja y la inversión fija empresarial muestra también que esta última posiblemente siga una tendencia al alza en el futuro (gráfica 8).

Cuadro 5

## INVERSIÓN FIJA EMPRESARIAL

	2012			2013	
	2T	3T	4T	1T	2T
Inversión de capital del sector privado (SCN)	-0.7	-3.2	-1.2	-0.0	1.3
Inversión de capital					
Todas las industrias	-3.6	-2.4	0.6	0.3	2.9
De manufactura	-2.3	-4.1	-3.7	-0.9	-0.6
No manufactureras	-4.3	-1.5	3.1	0.9	4.7

Fuentes: de la inversión de capital del sector privado, Oficina del Gabinete, Sistema de Cuentas Nacionales; de la inversión de capital, Ministerio de Finanzas.

Nota: cifras desestacionalizadas, variación porcentual intertrimestral.

### CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA INDUSTRIAL Y EN LAS ENTIDADES QUE LLEVAN A CABO INVERSIONES DE NEGOCIOS

Dicho esto, es probable que la inversión fija de grandes empresas manufactureras no crezca a un ritmo tan veloz como el que se registró durante la fase previa de recuperación económica de inicios de los años dos mil.

La recuperación posterior a los noventa estuvo impulsada por la inversión pública o por el sector manufacturero orientado a las exportaciones. En contraste, esta vez la recuperación económica está principalmente liderada por el sector no manufacturero y en función de la demanda interna. Esto sugiere que la estructura industrial de Japón, al igual que la de otras grandes economías, está cambiando gradualmente y está en curso la industrialización terciaria (gráfica 9).

Con respecto a este punto, existe una posibilidad de que el principal portador de la inversión fija empresarial cambie gradualmente del sector manufacturero al no manufacturero. Desde la perspectiva de mejora de la productividad a través de la inversión empresarial, será fundamental la desregulación en el sector no manufacturero, en especial en sectores comerciales tales como el de cuidado médico y de enfermería, así como el de la

agricultura, que actualmente está atravesando la *sexta industrialización*.

Además, es importante facilitar la infraestructura en las áreas metropolitanas para que florezca la industria terciaria. La revitalización urbana es un importante sustento para la aparición de nuevas empresas líderes. Un aspecto importante como parte de la estrategia de crecimiento será liberalizar la regulación del coeficiente de utilización del suelo así como las regulaciones para el uso del suelo.

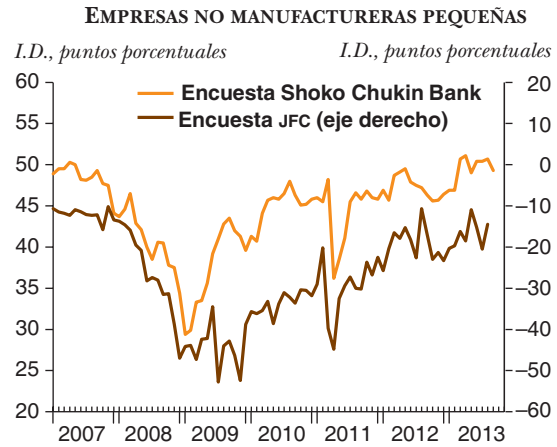
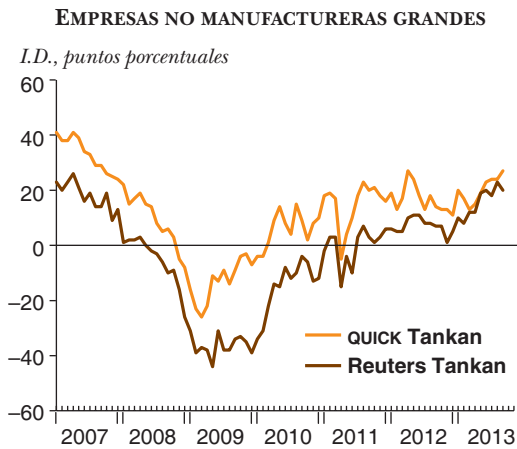
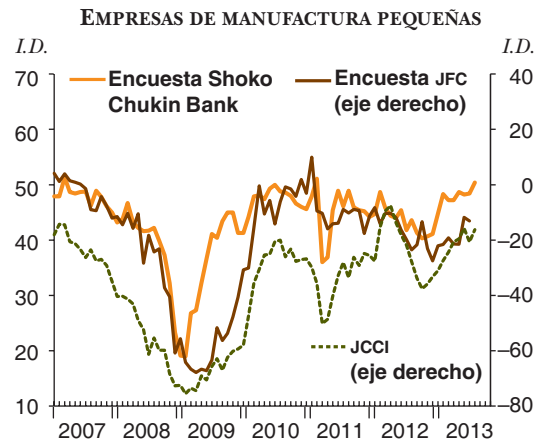
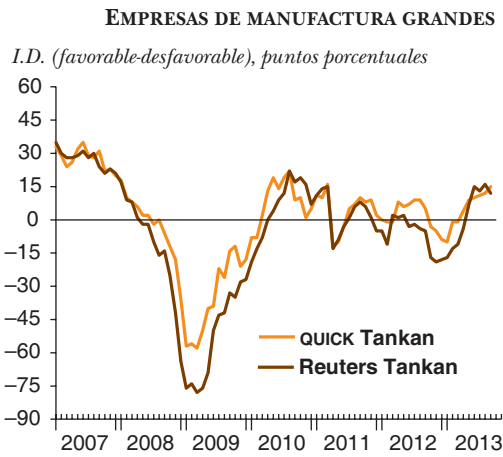
Si se adoptara este tipo de estrategia de crecimiento, se podrían reforzar más los efectos de la relajación cuantitativa y cualitativa. Sin embargo, esto no implica que la meta de estabilidad de precios del 2% no pueda lograrse sin una estrategia de crecimiento, ya que el Banco cuenta con poderosos medios para lograr dicha meta. Lo que quiero decir aquí es que si la estrategia de crecimiento es exitosa, podemos lograr una tasa de crecimiento real más alta aun con la misma tasa de inflación del 2 por ciento.

### MEJORA EN EL BALANCE OFERTA-DEMANDA LABORAL Y AUMENTO DE SALARIOS

En términos generales, con el aumento de la demanda mediante el consumo, las inversiones de las empresas, las exportaciones y las inversiones

Gráfica 7

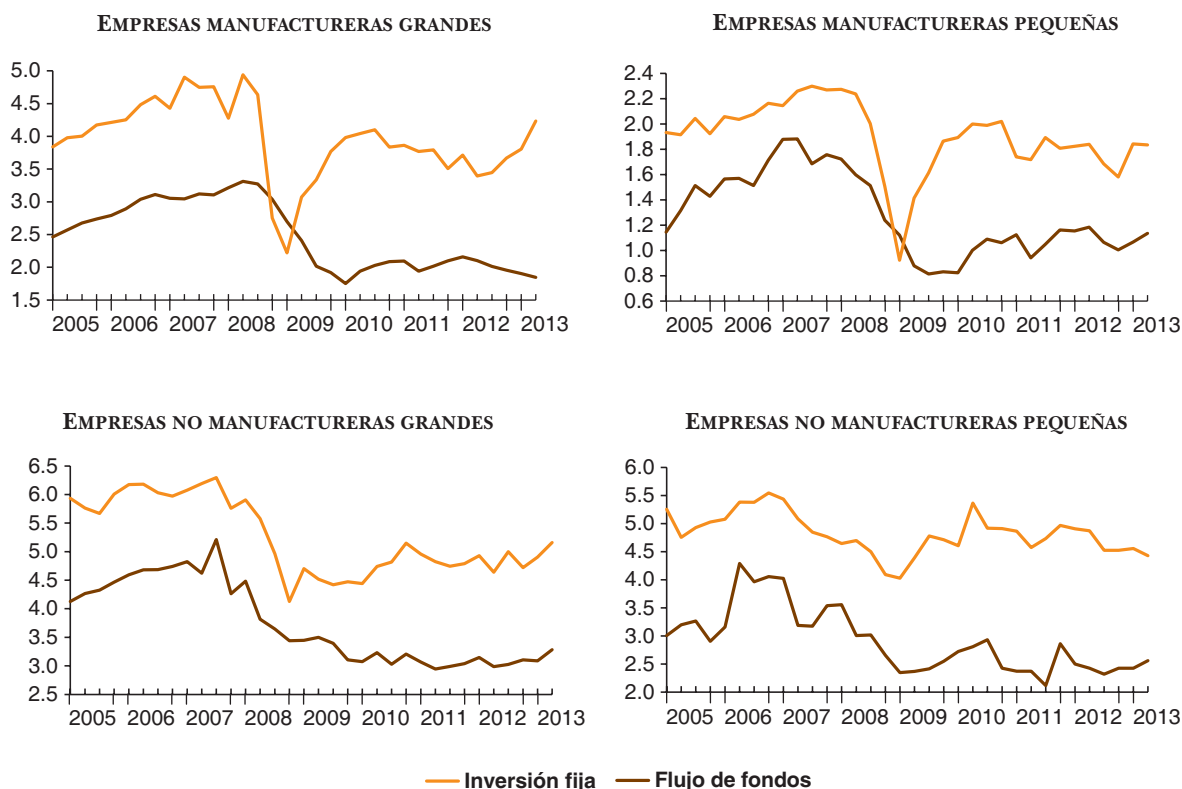
CLIMA EMPRESARIAL



Fuentes: QUICK, "QUICK Tankan"; Thomson Reuters, "Reuters Tankan"; Teikoku Databank; JCCI; JFC; Shoko Chukin Bank; Oficina del Gabinete.

Gráfica 8

### FLUJO DE CAJA E INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS (billones de yenes)



Fuente: Ministerio de Finanzas.

Nota: las cifras están desestacionalizadas.

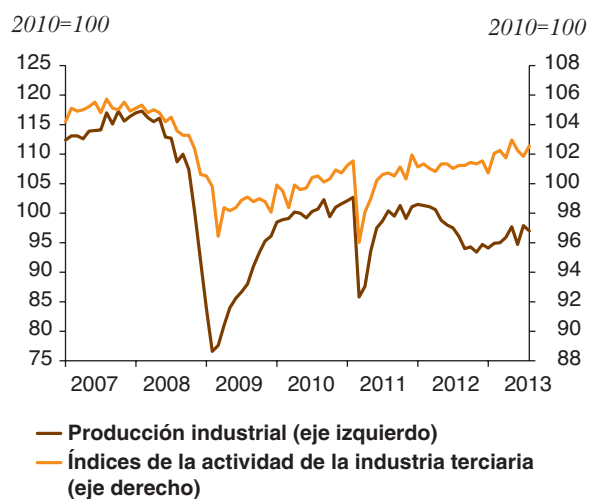
públicas como telón de fondo, el PIB real en los trimestres enero-marzo y abril-junio de 2013 creció a un ritmo acelerado: un 4.1% y un 3.8%, respectivamente, en términos anuales. En el trimestre abril-junio, el consumo y las exportaciones contribuyeron a la tasa de crecimiento trimestral con 0.4 puntos porcentuales cada uno, y la inversión fija de las empresas y la inversión pública contribuyeron cada una en 0.2 puntos porcentuales.

En estas circunstancias, la tasa de desempleo cayó a menos de un 4% en julio y la relación oferta laboral/ demanda de puestos de trabajo fue de casi 1 (0.95 en agosto). Estas cifras sugieren que el equilibrio oferta-demanda en el mercado laboral está avanzando en una dirección favorable para

los empleados (gráfica 10). La tasa de desempleo en agosto fue del 4.1%, un poco más alta que la de julio. Sin embargo, esto se debió a que aumentó el ingreso de personas al mercado laboral dadas las mejoras en las condiciones laborales y que algunas personas decidieron voluntariamente dejar sus empleos en pos de mejores oportunidades de trabajo. En resumen, el pequeño incremento de la tasa de desempleo en agosto fue un fenómeno temporal. La encuesta Tankan de septiembre muestra que el índice de difusión de las condiciones de empleo estaba en el área de *empleo insuficiente* más que de *empleo excesivo*, y esto sugiere que se ha estado contrayendo el saldo entre la oferta y demanda en el mercado laboral.

Gráfica 9

PRODUCCIÓN Y ACTIVIDAD INDUSTRIAL



Fuente: Ministerio de Economía, Comercio e Industria.  
Nota: las cifras están desestacionalizadas.

En cuanto a los salarios, si bien todavía las ganancias en efectivo tienen que crecer, el número de empleados ha comenzado a aumentar y tanto

las ganancias en efectivo no programadas como los pagos especiales en efectivo (bonificaciones) han crecido. Por lo tanto, el ingreso de los empleados ha comenzado a aumentar (gráfica 11 y cuadro 6). Debido a la contracción en el saldo oferta-demanda en el mercado laboral, se espera que los salarios suban aún más en adelante.

Un aumento de los ingresos llevará a un incremento del consumo, lo cual mejorará el saldo oferta-demanda en el mercado laboral y aumentará el ingreso de los empleados. Esto impulsará más el consumo; por lo tanto se mantiene el ciclo virtuoso (gráfica 12).

HECHOS DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

En cuanto a los precios, junto con el aumento de los precios de las importaciones y de los precios de la energía debido a la depreciación del yen, ha comenzado a reducirse la tasa de decrecimiento de los precios para productos durables, si bien

Gráfica 10

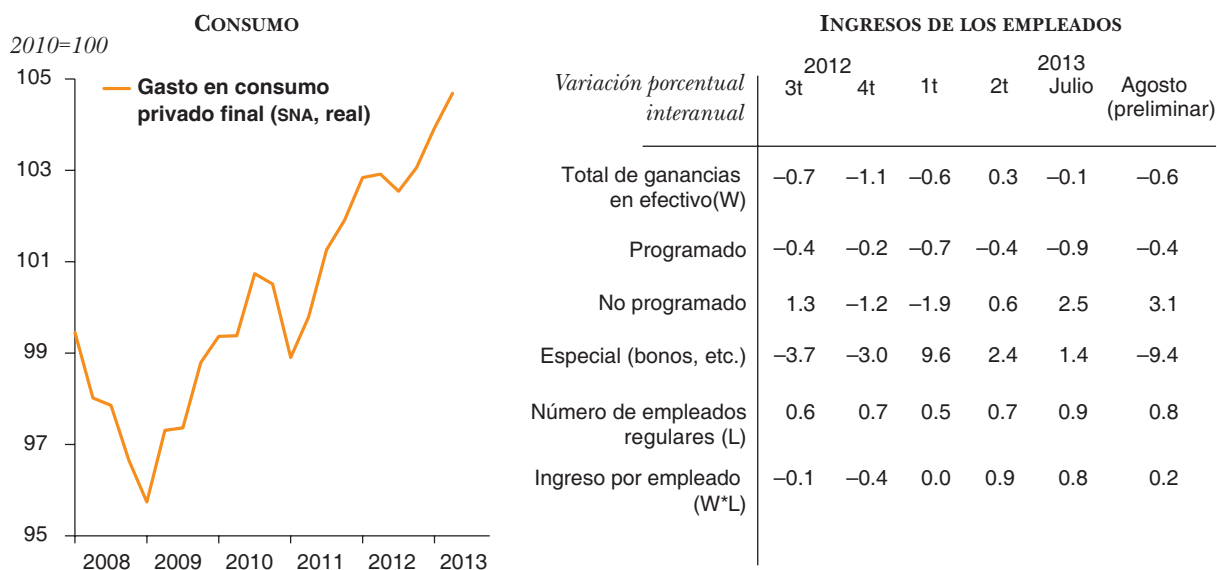
CONDICIONES DE EMPLEO



Fuentes: Ministerio de Asuntos Internos y Comunicaciones, "Encuesta de la fuerza de trabajo"; Ministerio de Salud, Trabajo y Bienestar, "Informe sobre los servicios de empleo".  
Nota: las cifras están desestacionalizadas.

Gráfica 11

## CONSUMO E INGRESOS DE LOS EMPLEADOS



Fuentes: Oficina de Gabinete, Cuentas Nacionales; Ministerio de Salud, Trabajo y Bienestar, "Encuesta mensual de trabajo".  
Nota: las cifras están desestacionalizadas.

continúa a la baja con el telón de fondo del consumo resiliente. Como resultado, la tasa de variación interanual del IPC (todos los productos menos los alimentos frescos) registró un 0.7% y un 0.8%, respectivamente, en julio y agosto. Excluyendo los alimentos frescos y la energía, el IPC bajó un 0.1% en julio y agosto en términos interanuales, en tanto la tasa de decrecimiento es cada vez menor desde febrero (gráfica 13). Los acontecimientos recientes alrededor del IPC reflejan una reducción de la brecha del producto (gráfica 14).

Como tal, una vez que empiece a subir el IPC real, se reforzarán las expectativas de inflación de los particulares y de las empresas, y esto acelerará el incremento del consumo y de la inversión. Además, un aumento de la inflación real hará que se eleve la curva de Phillips por medio de un aumento de las expectativas de inflación (gráfica 15).

Como expliqué, con base en una serie de indicadores, se considera que la economía de Japón está a punto de salir de una larga etapa de deflación y que se está recuperando moderadamente.

Cuadro 6

## INGRESO REAL DE EMPLEADOS

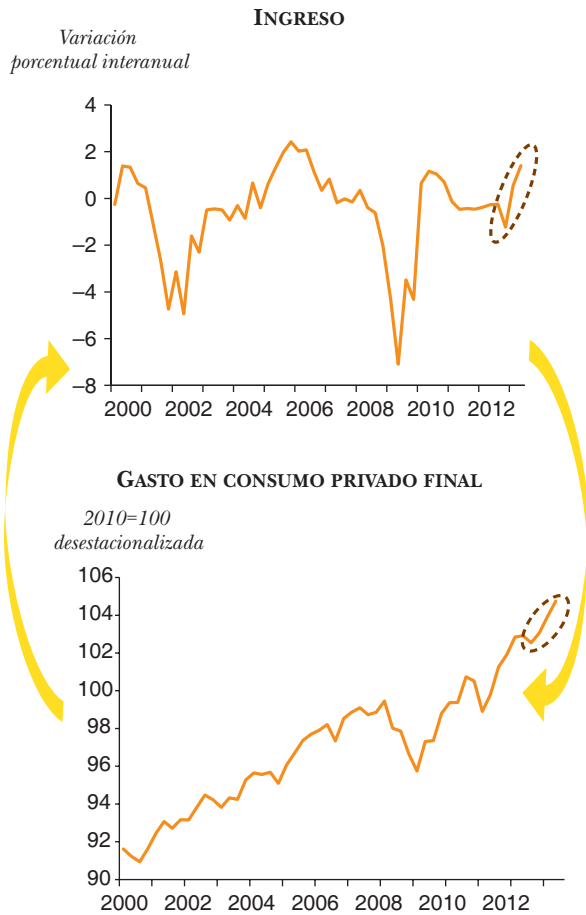
2012			2013	
2T	3T	4T	1T	2T
-0.3	-0.7	-0.4	0.7	0.5

Fuente: Oficina del Gabinete, Sistema de Cuentas Nacionales.

Nota: cifras desestacionalizadas, variación porcentual intertrimestral.

Gráfica 12

## CONSUMO E INGRESOS DE LOS EMPLEADOS



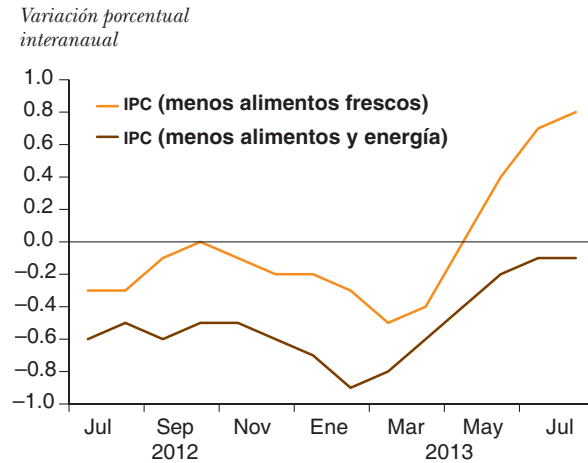
Con vistas al futuro, espero que la continuación de la QQE, con el fin de lograr la meta de estabilidad de precios del 2% de manera firme, ayudará a que la economía de Japón se recupere sin interrupciones, llevará a la tasa de inflación a un valor próximo al 2% acompañada de alzas de salarios, y logrará superar la deflación que ha estado presente por casi 15 años.

### 3. EXCESO DE RESERVAS E INFLACIÓN

Desde una perspectiva de alguna manera diferente, responderé a las críticas que han surgido con

Gráfica 13

## PRECIOS AL CONSUMIDOR



Fuente: Ministerio de Asuntos Internos y Comunicaciones, "Índice de precios al consumidor."

respecto a las políticas adoptadas por el Banco. Más específicamente, me gustaría examinar los fundamentos que sostienen la hipótesis de que no puede lograrse la meta de inflación no importa cuánto incremente el Banco su base monetaria, porque esta aportación de liquidez sólo incrementará el exceso de reservas de las instituciones financieras y no aumentará la cantidad de dinero en el sector real.

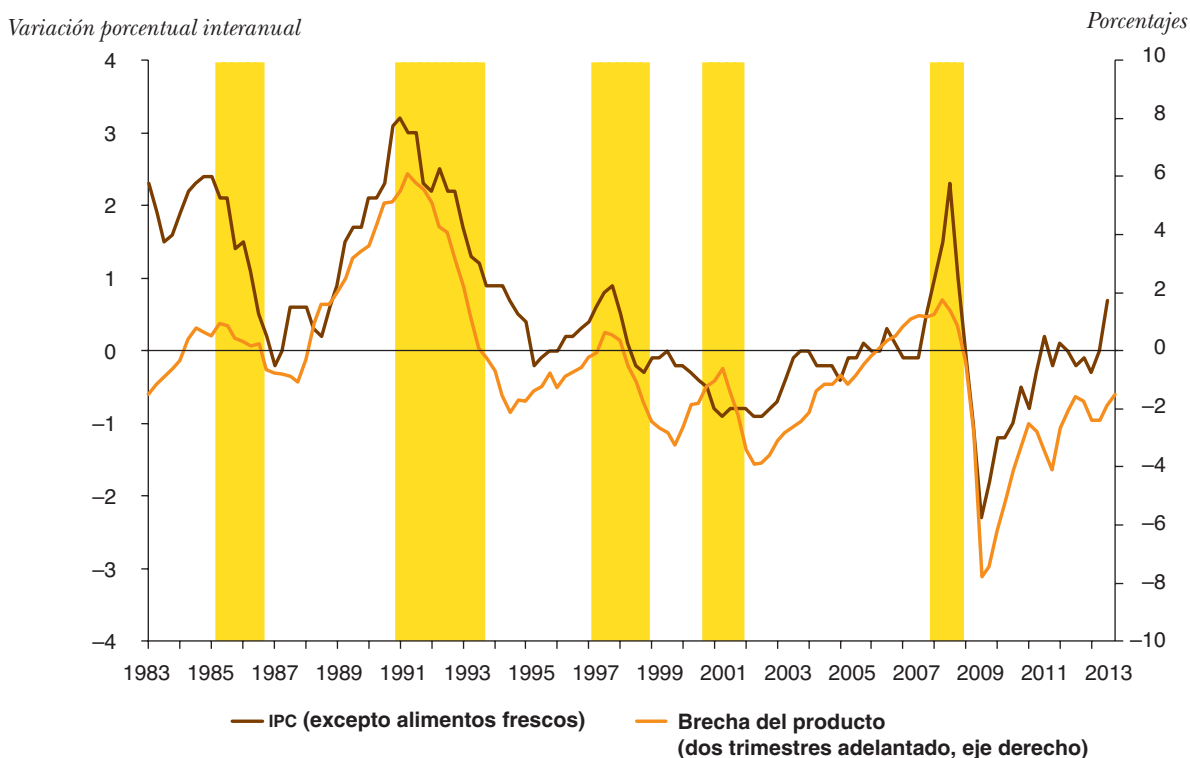
En primer lugar, revisemos qué sucedió en el pasado: las expectativas de inflación observadas en el mercado de los JGB cayeron súbitamente después de que el Banco suspendiera la relajación cuantitativa el 9 de marzo de 2006 (gráfica 16).

En tiempos muy recientes, en Estados Unidos subieron las tasas nominales, bajaron las expectativas de inflación y aumentaron las tasas reales esperadas luego de que los participantes del mercado comenzaran a considerar que la Reserva Federal iniciaría el retiro de estímulos mediante la reducción de compra de activos con base en el testimonio del gobernador Bernanke del 22 de mayo de 2013, cuando en realidad la finalidad de este era desacelerar el ritmo del incremento del exceso de reservas. En contraste, la decisión del



Gráfica 14

PRECIOS AL CONSUMIDOR Y BRECHA DEL PRODUCTO



Fuentes: Ministerio de Asuntos Internos y Comunicaciones; Oficina de Gabinete; otros.

Notas: 1. Las áreas en amarillo indican periodos de recesión.

2. Las cifras del IPC están ajustadas para excluir los efectos de las alzas en los impuestos al consumo. El IPC para 3t 2013 es el de julio-agosto.

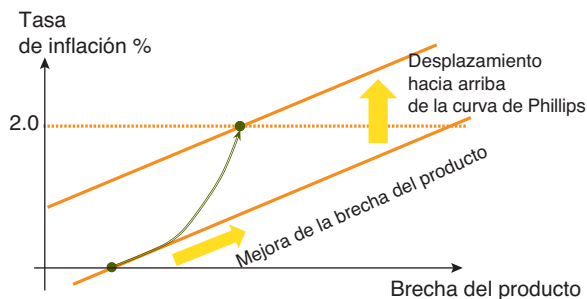
Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) de continuar con la relajación cuantitativa del 18 de septiembre llevó a una baja de las tasas nominales, a un aumento de las expectativas de inflación y a una caída de las tasas reales esperadas (gráfica 17).

¿Qué deberíamos aprender de estos episodios? En mi opinión, que en gran medida se deben al hecho de que los participantes del mercado opinan sobre el régimen de política monetaria una vez que ven cambios en la base monetaria y el exceso de reservas, y luego de esto hacen proyecciones sobre la oferta monetaria, la senda futura de las tasas de interés, así como proyecciones acerca de los precios.

Lo que importa para la tasa de interés y para las expectativas de inflación es el régimen de

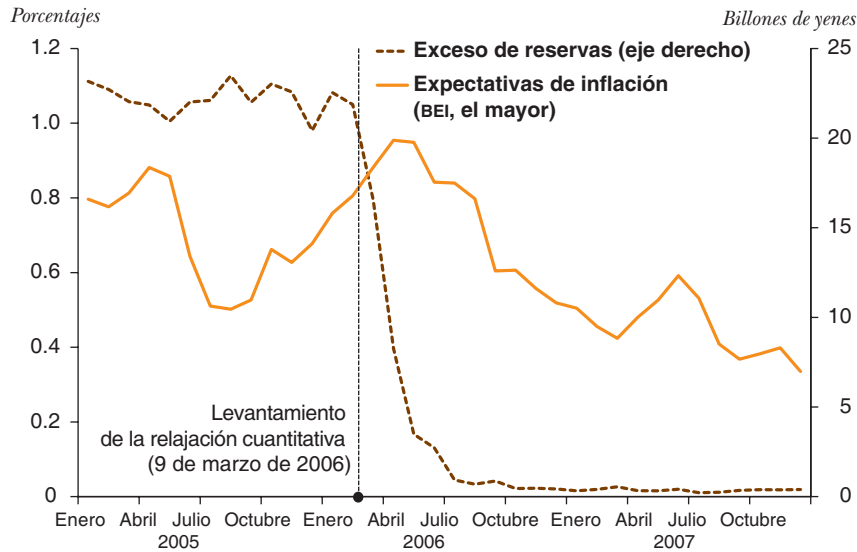
Gráfica 15

DESPLAZAMIENTO HACIA ARRIBA DE LA CURVA DE PHILLIPS



Gráfica 16

### RESERVAS EN EXCESO Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (Caso 1: Japón)



Fuentes: Banco de Japón; Bloomberg.

política monetaria de un banco central y las opiniones de los participantes del mercado sobre las perspectivas de la oferta monetaria con base en ese régimen. El nivel actual de la oferta monetaria es irrelevante. Es en este sentido que la simple *teoría cuantitativa del dinero*, según la cual existe una relación de uno a uno entre la cantidad de dinero en circulación y los precios, no es viable en la práctica. Sin embargo, existe una estrecha relación entre las proyecciones de la senda futura de la oferta monetaria y las expectativas de inflación, y la tasa de inflación actual se determina con base en las expectativas de inflación formadas de ese modo.

#### 4. RIESGOS Y POLÍTICA MONETARIA

Por último, me gustaría referirme a los factores de riesgo que podrían suprimir los efectos de la

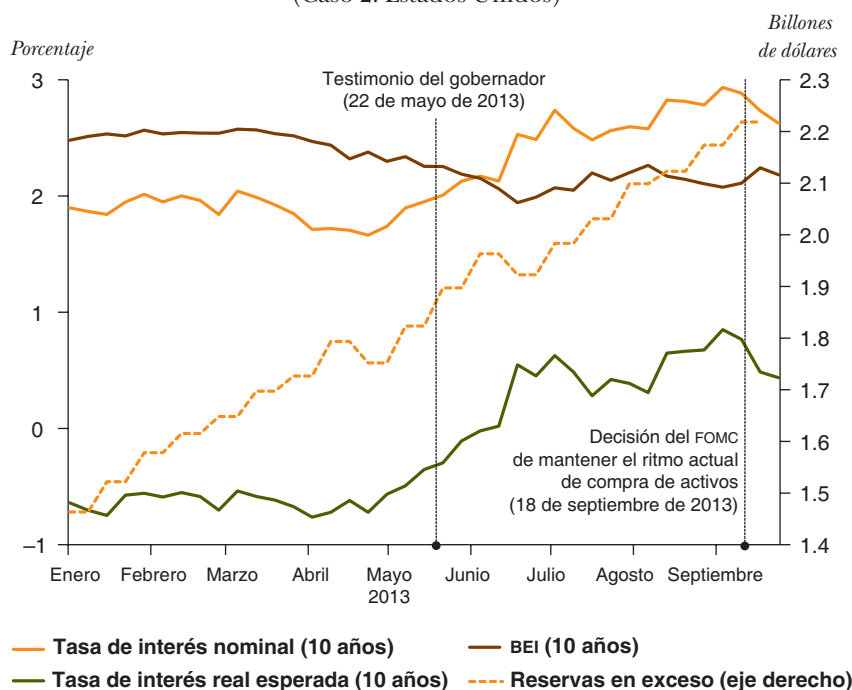
relajación monetaria cuantitativa y cualitativa. Estos son en su mayoría factores externos, y se consideran como riesgos de impacto negativo.

En la zona del euro, la tasa de crecimiento del PIB real finalmente fue positiva en el trimestre abril-junio de 2013. Como no existe un mecanismo capaz de segregar la retroalimentación negativa entre la política fiscal, la política monetaria y la economía real, no se puede excluir la posibilidad de que un empeoramiento en la situación de los mercados financieros, desatado por un evento en países periféricos, no ejerza una presión a la baja en la zona del euro, llevando de este modo a una caída en las exportaciones de Japón en esta región.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, si bien está disminuyendo el riesgo de impacto negativo, la política fiscal del gobierno federal de Estados Unidos sigue siendo un importante riesgo de impacto negativo y un freno para el crecimiento

Gráfica 17

### RESERVAS EN EXCESO Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (Caso 2: Estados Unidos)



Fuentes: FRB; Bloomberg.

económico del país. Los debates sobre el techo de la deuda federal y sobre el efecto de la política fiscal son inciertos, y esto podría convertirse en otro factor de riesgo en los mercados financieros y en la economía real.

En las economías emergentes, el riesgo de que se repita la crisis financiera de Asia de fines de los noventa es bajo; pero necesitamos tener en cuenta que, entre las economías con estructuras económicas vulnerables, la salida de capital (motivada por razones tales como la posible retirada gradual de estímulos por parte de la Reserva Federal), podría llevar a que sus monedas se deprecien y que los precios de las acciones bajen más. El rumbo del crecimiento económico de la economía china también necesita de un seguimiento cercano.

## 5. COMENTARIOS FINALES

La política monetaria ejerce efectos en los mercados de activos tales como bonos y acciones, y en los mercados cambiarios. Sin embargo, se necesita de un tiempo considerable para que la política monetaria tenga efecto sobre la actividad económica en términos de producción, empleo, precios y salarios. Considerando que han pasado apenas un poco más de seis meses desde que el Banco introdujo la política de relajación cuantitativa y cualitativa, sus efectos sobre la actividad económica se han hecho visibles en realidad antes que con otras políticas monetarias aplicadas en el pasado. Posiblemente esto sucedió porque cuando se anunció el plan *Abenomics* a mediados de noviembre de 2012, crecieron las expectativas

de una nueva y enérgica fase de relajación monetaria, y el público, incluyendo a los inversionistas, ya había aceptado como un factor el cambio hacia una política monetaria agresiva; y con esto en mente, empezaron a actuar prácticamente desde ese momento. En otras palabras, los efectos de la QQE ya habían empezado a evidenciarse desde mediados de noviembre de 2012. En realidad, el aumento en el precio de las acciones y la depreciación del yen se han observado desde cerca de ese periodo.

Sobre esta base, la duración eficaz de la nueva fase de relajación monetaria ha llegado a los 11 meses, y es natural que ya haya tenido efectos en la actividad económica al grado que hoy se observa.

Hasta ahora, la economía de Japón se ha recuperado de manera constante, de acuerdo con el rumbo anticipado por el Banco; sin embargo, teniendo en cuenta el rezago que acompaña el efecto de la política monetaria sobre la actividad económica, los efectos de la QQE realmente comenzarán a cobrar ímpetu en la economía de aquí en adelante.

Siguen existiendo riesgos de impacto negativo tales como los factores externos, pero si continuamos con la relajación cuantitativa y cualitativa, podremos superar la deflación, presente desde hace unos 15 años, dentro de un lapso de aproximadamente dos años y lograr la meta de estabilidad de precios del 2%, acompañada por un alza de los salarios.