



4. EUROPA ANTE EL RETO DE LA “JAPONIZACIÓN”

JOSÉ RAMÓN DIEZ GUIJARRO¹

4.1. RESUMEN

La situación de estancamiento estructural y tipos de interés naturales extremadamente bajos por la que atraviesan actualmente algunas de las principales economías desarrolladas, ha llevado a comparar esta evolución de la actividad con el desempeño económico de Japón en las últimas décadas. No en vano, el único ejemplo que ofrece la historia económica reciente sobre este anémico comportamiento del ciclo de negocios sería la evolución de la economía japonesa desde la crisis de principios de la década de los noventa del pasado siglo. Este documento presenta un análisis de las causas y características del fenómeno económico llamado “japonización”, así como de los errores de política económica que cronificaron los problemas. Además de una valoración sobre la existencia de un riesgo de “japonización” en la zona euro.

Palabras clave: política monetaria, tipos de interés negativos, crecimiento potencial, japonización

4.2. INTRODUCCIÓN

El descenso tendencial de los ritmos de crecimiento potenciales, la caída de los tipos de interés naturales, la dificultad de los bancos centrales para alcanzar de forma estable los objetivos de inflación o el progresivo envejecimiento de la población son algunas de las características que han presidido el comportamiento de buena parte de los países

¹ José Ramón Diez es Director del Servicio de Estudios de Bankia y Profesor Asociado de Economía - IE Business School y CUNEF



desarrollados desde la última crisis. Repitiendo, en mayor o menor medida, el desempeño de la economía japonesa en las últimas tres décadas.

Las erróneas y tardías respuestas de política económica, el retraso en el saneamiento de las entidades financieras y un acelerado declive demográfico terminaron enquistando los problemas, haciendo entrar al país en una espiral de caídas en las expectativas de inflación, descensos de precios, ajustes a la baja del consumo y agotamiento de las medidas convencionales de política monetaria, de la que a duras penas está comenzando a salir la economía, casi tres décadas después del inicio de la crisis. Este anómalo comportamiento económico, parecido a un estancamiento estructural, ha recibido el nombre de “japonización” y constituye el único ejemplo que ofrece la historia económica reciente del que se pueden extraer lecciones para abordar problemas como los que presentan algunos países europeos en la actualidad.

En este sentido, este artículo presenta un análisis de las características, las causas y las consecuencias del fenómeno económico llamado “japonización”. Así como una valoración del riesgo de “japonización” en la zona euro y de las lecciones que se pueden extraer de la situación japonesa.

4.3. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR “JAPONIZACIÓN”?

La reducción significativa del crecimiento potencial, la caída del tipo de interés natural, hasta niveles incluso negativos, el descenso de los precios y el agotamiento de los grados de libertad de los instrumentos convencionales de política monetaria (tipos oficiales cero) son algunas de las características que han presidido la evolución de la economía japonesa desde hace casi treinta años. Este comportamiento cíclico anómalo durante casi las tres últimas décadas ha recibido el nombre de “japonización”.

El estado de “japonización” siguió a un frenazo de la economía en los primeros años 90, tras una década con crecimientos medios del PIB superiores al 4% anual y fuertes revalorizaciones en los mercados de valores y de la vivienda. El *boom* crediticio y una política monetaria laxa (el Banco de Japón redujo el tipo de referencia en 675 p.b. a lo largo de la década de los 80) terminaron provocando la creación de burbujas en el precio de los activos financieros y reales². Tras el *shock* financiero provocado por el endurecimiento de la política monetaria, la economía se contrajo, los precios de los activos reales y financieros se desplomaron y comenzó un periodo de estancamiento que se ha prolongado, prácticamente, hasta nuestros días. Este período se ha caracterizado por una triple D: *desapalancamiento* del sector privado, *deflación* e incremento exponencial de la *deuda* pública.

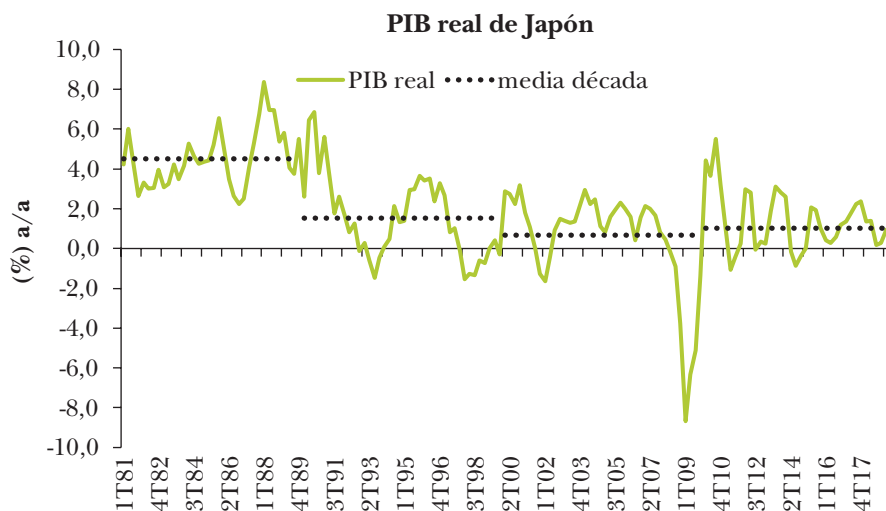
Además de factores estructurales (ajuste demográfico, caída de la productividad), una de las principales razones detrás de la prolongada crisis ha sido la lenta reacción de las autoridades económicas en tres planos diferentes: respuesta fiscal pobre y a des-

² Los préstamos a promotores y familias con garantía real en la segunda parte de la década de los 80 se hicieron con LTVs del 100% de la garantía.

tiempo (no fue significativa hasta 1992-93); crisis bancaria afrontada con lentitud y poca decisión (hasta 1997 no se recapitalizan las entidades); y ausencia de una respuesta más agresiva en política monetaria, una vez agotadas las medidas convencionales.

Este proceso, con muchas de las características de un estancamiento secular, se inició cuando la mayoría de los países de la OCDE todavía hacía la digestión de la estancación de los 70. Por tanto, en su momento, constituyó una rareza económica, convirtiéndose, junto a la Gran Depresión, en el laboratorio del que se han podido extraer lecciones para las autoridades económicas de países que, tras la última gran crisis, han estado en riesgo de entrar en una espiral económica parecida. El PIB real de Japón pasó de crecer un 4,5% en media en la década de los 80, a un 1,5% en los 90 (gráfico 1), debilitándose aún más en la primera década de este siglo (0,7%). En la década actual, ha mejorado levemente, con un crecimiento medio del 1,0%.

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO DEL PIB REAL



Fuente: Refinitiv.

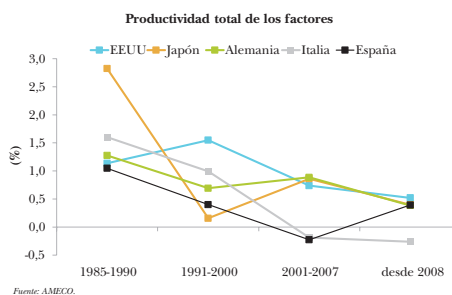
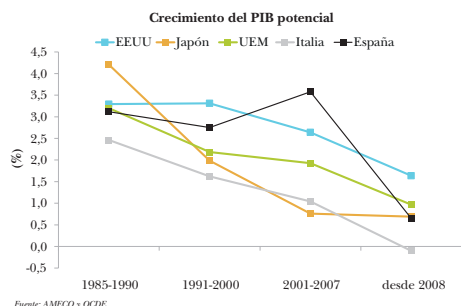
De manera que, casi treinta años después, la economía está saliendo a duras penas de ese estado latente de la actividad, al que se han acostumbrado las expectativas de los agentes. De hecho, ni siquiera existe un consenso en la literatura económica sobre cuáles son las condiciones que llevarían a un proceso de “japonización”, aunque se considere que una economía atraviesa por una situación de este tipo si cumple, necesariamente, todas y cada una de las siguientes condiciones³.

³ Algunos de los trabajos más extensos para tratar de definir el término han sido los de Pesek (2014), así como algunos capítulos en los trabajos de Kawai y Morgan (2013), y Rhee y Posen (2013). Más recientemente, Ito (2016) realiza un resumen muy completo de las condiciones que llevan a un estado de “japonización”.

- Reducción prolongada y significativa del crecimiento potencial.
- Existencia de un tipo de interés natural negativo.
- Política de tipos de interés cero (ZIRP, en sus siglas en inglés).
- Descenso tendencial del nivel general de precios.

La caída del crecimiento potencial en las últimas décadas no es un fenómeno exclusivo de Japón, pues en las principales economías del mundo se ha ido reduciendo de forma progresiva. En la mayoría de los casos, el declive se produce desde principios de la década de los 90, mientras en el caso de Japón, el ajuste a la baja es más marcado que en el resto de los países, pues se partía de niveles superiores al 4% en la década de los 80, que se han ido reduciendo hasta situarse por debajo del 1% en la actualidad.

GRÁFICO 2 Y 3: CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL Y PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES

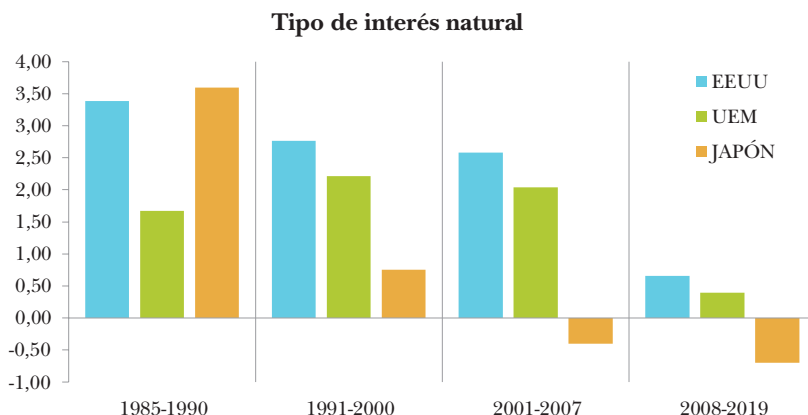


Además, lo que caracteriza al ajuste a la baja del crecimiento potencial japonés es la inercia negativa que se produce en el comportamiento de la productividad total de los factores (PTF) desde 1990. No en vano, la PTF explicaba casi el 70% del crecimiento potencial antes de la crisis (2,8% de crecimiento medio desde 1985 a 1990) y se desplomó hasta estancarse en la década de los 90. Solemos pensar en los factores demográficos, en el descenso de la población activa, como principal fuente de caída del crecimiento potencial en Japón, pero es la productividad la que ha explicado la mayor parte del declive. Su caída en Japón ha sido más intensa que en el resto de las grandes economías OCDE, con la excepción de Italia.

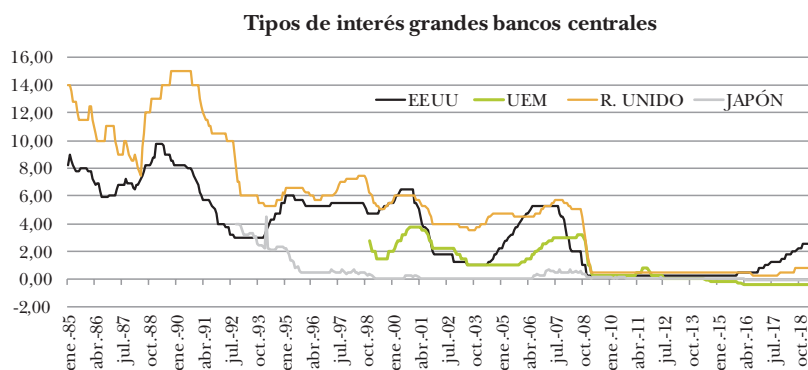
La segunda condición que se debe cumplir para hablar de “japonización” es un descenso del tipo de interés natural hasta zona negativa. Un tipo de interés natural o de equilibrio es el tipo de interés real que iguala el ahorro a la inversión en una situación de pleno empleo. En general, las estimaciones más recientes reflejan niveles en mínimos históricos y, sobre todo, una tendencia a la baja muy marcada desde la década de los 80. Los factores detrás de este bajo nivel de los tipos naturales serían: niveles elevados de ahorro (impulsados por el envejecimiento de la población), escasez de inversión mundial en este ciclo de recuperación, insuficiencia de activos libres de riesgo, aumento de

la desigualdad, desapalancamiento de los agentes privados después de una crisis financiera (recesión de balances), etc. Es decir, ese reducido tipo de interés natural resumiría buena parte de los problemas económicos que afrontan nuestras sociedades. La duda es si estamos ante un fenómeno temporal y, antes o después, se producirá una corrección al alza, o si estos bajos tipos naturales han llegado para quedarse (hipótesis de estancamiento secular).

GRÁFICO 4 Y 5: TIPO DE INTERÉS NATURAL Y TIPOS DE INTERÉS NOMINALES



Fuente: Reserva Federal de NY, Banco de Japón y Bankia Estudios



Fuente: Bloomberg

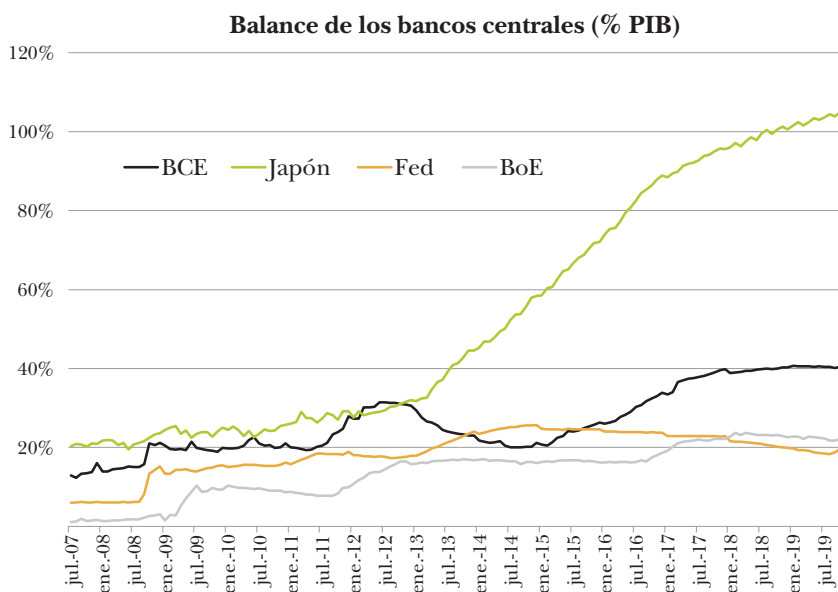
En una lectura de política monetaria, los bancos centrales, teóricamente, deberían situar los tipos de interés reales por debajo de los naturales para intentar impulsar a las economías en épocas de recesión (política monetaria expansiva) y a la inversa cuando se intenta frenar la actividad (política monetaria contractiva). El problema es que la deflación hace imposible situar los tipos reales por debajo de los naturales, cuando estos últimos se encuentran en zona negativa, dificultando y retrasando la salida de la crisis.

Por tanto, una situación a la japonesa se produce por la combinación de un tipo de interés natural negativo y la imposibilidad de que los tipos de interés reales se sitúen por debajo, cuando existe deflación.

En Japón, el tipo de interés natural llegó a alcanzar el 3,5% a finales de la década de los 80 y, desde entonces, se ha ido reduciendo, hasta alcanzar niveles negativos a comienzos de este siglo, zona en la que permanece en la actualidad. Es decir, en la última década y media, la política monetaria ha estado limitada por la combinación letal que supone un tipo de interés natural en zona negativa y una espiral deflacionista.

En tercer lugar, una situación a la japonesa también conllevaría un descenso del tipo interés nominal hasta cero y, por tanto, el agotamiento de las políticas monetarias convencionales. La política de tipos de interés cero (ZIRP) se inició en Japón en 1999 (casi una década después del inicio de la crisis) y, desde entonces, con la excepción del período 2006-2008, el banco central de Japón (BOJ) ha mantenido los tipos de interés en el “zero lower bound”. Además, el BOJ inició un proceso de QE (*quantitative easing*) en 2001, que ha llevado el tamaño de balance del banco central hasta el 104% del PIB. Aunque la autoridad monetaria japonesa fue pionera en agotar el margen convencional de la política monetaria, el resto de grandes bancos centrales siguieron su ejemplo después de la última crisis y, en un buen número de casos, fueron todavía más agresivos al profundizar en la zona de tipos de interés negativos (NIRP), además de iniciar programas de expansión cuantitativa (QE).

GRÁFICO 6: TAMAÑO DE BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES

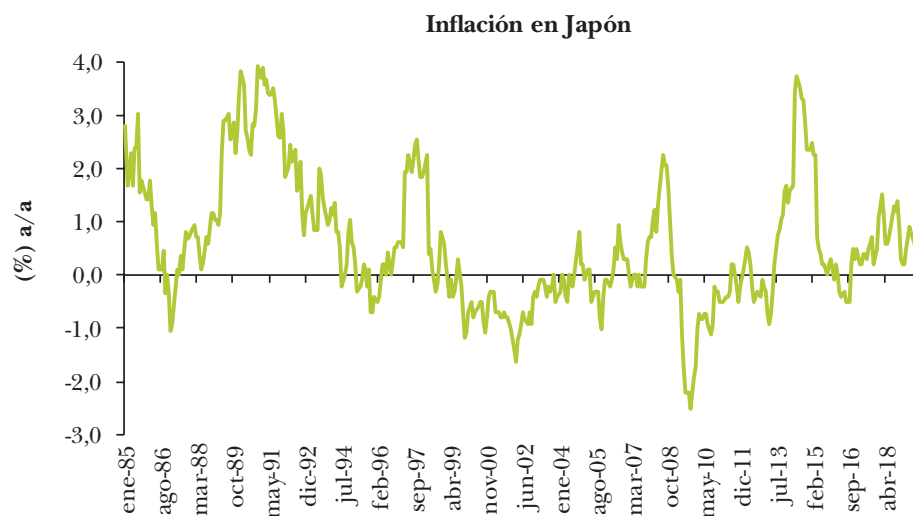


Fuente: BCE, Banco de España, Reserva Federal USA y Banco de Inglaterra

Por último, la economía japonesa se ha enfrentado a un proceso tendencial de caída de los precios que prácticamente ha durado quince años (Gráfico 7). Desde 1992 a 1998, la inflación se fue reduciendo, aunque se mantuvo en territorio positivo durante la mayor parte del tiempo. En esa primera etapa se puede hablar de desinflación, pero no de deflación. Es a partir del verano de 1998 cuando los precios empiezan a caer y, con la excepción del período 2006-2008 y 2013 (subida del IVA), se siguen reduciendo, hasta prácticamente el año 2016. En definitiva, en las dos últimas décadas, la media de la tasa interanual del IPC ha sido prácticamente cero, lo que refleja las dificultades para que una economía escape de una espiral deflacionista, una vez que las expectativas de los agentes se habitúan a las caídas de precios. De hecho, después de que los crecimientos de los precios superasen el 1% en buena parte de 2018, han vuelto a situarse por debajo del 1% en los últimos meses. Ahora mismo, la inflación subyacente está estancada en el 0,5% y el BOJ vuelve a advertir del riesgo de un nuevo deslizamiento a la baja; sobre todo, porque la reciente subida del IVA puede provocar caídas del consumo y una contracción del PIB en este trimestre, lo que puede hacer desaparecer el *output-gap* positivo que presentaba el país hasta el verano.

El resultado es que, después de dos décadas, el nivel de precios apenas se encuentra un 1,2% por encima del nivel que se alcanzó en 1998; durante ese mismo periodo, el IPC ha crecido un 60% de media en los países OCDE.

GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN



Adicionalmente, la “japonización” ha coincidido con un acelerado proceso de envejecimiento de la población que ha intensificado las inercias que acabamos de comentar. La caída de la tasa de natalidad desde 1,8 hijos por mujer en edad fértil en 1985 a 1,4 en la actualidad y, especialmente, el aumento de la esperanza de vida a la edad de jubilación



desde 13 a 22 años, han convertido a Japón en el país más envejecido del mundo. En este sentido, el inicio de la “japonización” coincide con el momento en el que la población activa alcanzó un máximo (1991). La diferencia es que, en la década de los 90, el resto del mundo crecía con mucho más dinamismo, lo que permitió a los inversores japoneses obtener rentabilidades muy elevadas invirtiendo en el exterior.

En definitiva, “japonización” es un estado extremo de la economía que satisface todas las condiciones anteriores. Se definiría como una economía con un bajo crecimiento cronificado, acompañado de una caída tendencial del nivel general de precios. En este contexto, no existe una política monetaria convencional que sea capaz de estimular la economía, ya que el tipo de interés real supera al tipo de interés natural.

4.4. ¿ESTÁ LA UEM EN RIESGO DE “JAPONIZACIÓN”?

Aunque la economía japonesa estaría empezando a dejar atrás el estado de hibernación, gracias a que ha logrado escapar de la situación de deflación desde 2016, el riesgo de “japonización” está centrando la atención de un buen número de economistas durante esta fase madura del ciclo expansivo, porque algunas de las mayores economías desarrolladas han cumplido buena parte de las condiciones detalladas en la sección anterior. En algunos casos, esas tendencias se iniciaron, incluso, antes del estallido de la crisis financiera global de 2008-09.

En primer lugar, como comentábamos en el apartado anterior, parece claro que las principales economías desarrolladas, especialmente en el caso de Europa, han experimentado un gradual descenso en su crecimiento potencial desde los años 90. Dentro de la UEM, aparte de Grecia con un crecimiento potencial negativo (-0,5%), el caso más destacable sería el de Italia, donde su potencial de crecimiento ha pasado del 2,5% anual a principios de la década de los 90 al 0,5% actual, según estimaciones de la Comisión Europea. Asociado a esta situación se encuentra un menor crecimiento en la productividad total de los factores: en Italia, ha pasado de tasas del 1,5% hasta caer ahora a un ritmo medio del -0,3%. En el caso de la UEM, el crecimiento potencial pasó del 3,2% anual en los años 80 a descender gradualmente hasta el 1,3% actual.

En segundo lugar, según estimaciones de la Reserva Federal de Nueva York, los tipos de interés naturales se sitúan en la actualidad por debajo del 1% tanto en EEUU (0,6%), como en la UEM (0,2%), frente a niveles entre el 2,8% y el 2,2% de la década de los 90 (gráfico 4).

El caso de la UEM es especialmente relevante, teniendo en cuenta que cada uno de los países de la zona euro tiene una tasa de interés natural diferente, pero la política monetaria es común, marcada por el BCE.

Desde el nacimiento del euro hasta la crisis de 2008, el tipo de interés real en la UEM⁴ se situó en media en el 1,4%; es decir, por debajo de la tasa natural media de la región

⁴ Euribor doce meses menos inflación.

(2%), reflejando las necesidades de una política monetaria laxa por parte de los países del norte de Europa (sobre todo, Alemania)⁵. Especialmente, desde enero de 2003 a finales de 2005 se amplió la brecha negativa entre tipo de interés natural y real, pues la media del tipo de interés real se situó en el 0,2%, 1,5 puntos porcentuales por debajo del tipo de interés natural. Es decir, se puede afirmar que, en ese momento, la política monetaria fue extraordinariamente expansiva, al situarse los tipos reales por debajo de la tasa natural más baja de la región que, en ese momento, correspondía a Alemania, perjudicando a los países del sur de Europa.

GRÁFICO 8: TIPOS DE INTERÉS REALES

Tipos de interés real a un día en la UEM



Fuente: Bloomberg.

Después, la historia es conocida por todos. Desde finales de 2005 hasta el verano de 2007, los tipos de interés reales empezaron a subir, alcanzando un máximo en agosto de 2007 (2,3%), precisamente cuando saltaron las primeras señales de alarma en el sistema financiero internacional. Desde entonces, las bajadas de los tipos de interés nominales, especialmente desde la llegada de Mario Draghi a la presidencia del BCE, han reducido los tipos de interés reales, hasta el mínimo del -2,7% en octubre de 2018 (-1,2% en la actualidad). Sin embargo, lo relevante en Europa es que siguen existiendo tipos de interés naturales muy diferentes dentro de la región y, de hecho, la divergencia no se ha estrechado en la última década⁶. De manera que, actualmente, la política monetaria expan-

⁵ Algo que perjudicó sobremedida a países como España, que del 2004 al 2008 presentaban tipos de interés naturales superiores al 2% con una posición cíclica que aconsejaba una política monetaria restrictiva.

⁶ Brand, Bielecki y Penalver (2018).



siva del BCE parece estar más cerca de las necesidades de Italia, donde su tasa natural es más baja que en el resto de principales economías de la región (se estima que el tipo de interés natural está en negativo desde 2010). Algo parecido a lo que ocurrió entre 2003 y 2006, aunque en aquella ocasión el país favorecido fue Alemania.

Por el contrario, para el resto de los países de la UEM y, especialmente, para las denominadas economías centrales o *core* (Alemania, Austria, Bélgica y Países Bajos), con unos tipos naturales más elevados, la política actual del BCE es demasiado expansiva, lo que explicaría las disensiones dentro del Consejo. Poniendo de manifiesto las dificultades que conlleva fijar una política monetaria para toda la zona euro, al existir divergencias estructurales muy marcadas. En definitiva, parece que la regla de actuación consiste en situar los tipos reales por debajo del tipo natural más bajo de la región cuando se trata de poner en marcha una política monetaria acomodaticia. Sobre todo, cuando, como ha ocurrido en los últimos años, el BCE ha tenido que asumir todo el peso de la política económica anticíclica ante la falta de colaboración de la política fiscal.

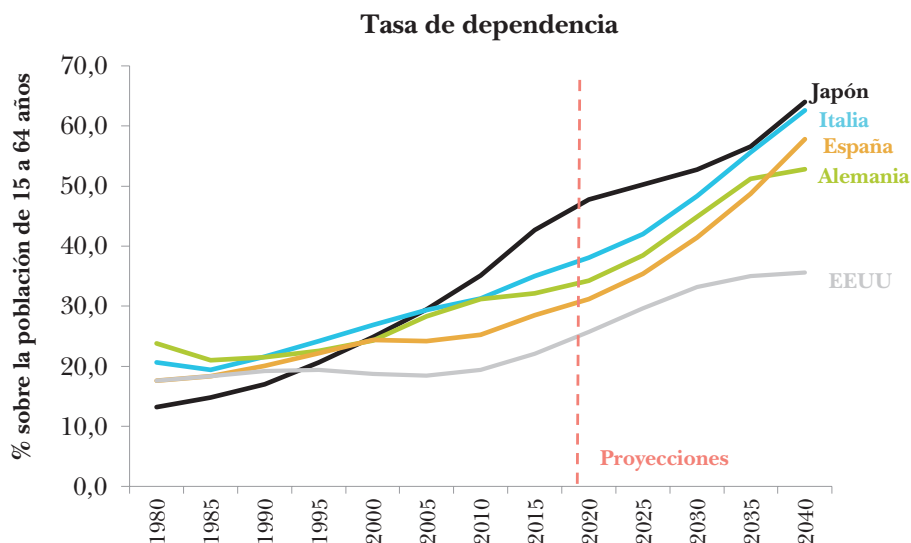
En tercer lugar, los principales bancos centrales desarrollados redujeron los tipos de interés nominales, hasta situarlos en el entorno del 0% para contrarrestar los efectos de la crisis financiera de 2008-09 y, posteriormente, rebajarlos, incluso, a niveles negativos en casos como los de UEM, Dinamarca, Suiza y Suecia. Se trata de la condición más clara de “japonización” que están cumpliendo las economías en el momento actual. Aunque es cierto que los tipos nominales en torno al 0% o ligeramente inferiores ha sido un fenómeno reciente, derivado de los efectos de la crisis financiera global, los tipos de interés han venido descendiendo gradualmente en el mundo desarrollado desde los años 90. En el caso de la UEM, después del movimiento del pasado septiembre, la facilidad de depósito se encuentra situada en el -0,5%.

Por último, aunque es cierto que la inflación se mantiene baja (al menos, por debajo del objetivo de los diferentes bancos centrales) en la mayor parte de economías desarrolladas, ninguna ha llegado a experimentar una situación de deflación de forma prolongada, como en el caso de Japón. Algunas economías de la UEM llegaron a tener meses con inflaciones negativas (sobre todo, España e Italia en algún momento de 2014-16) y los mercados financieros llegaron casi a cotizar ese escenario deflacionista para la zona euro durante 2014. Sin embargo, finalmente, fue un riesgo que no llegó realmente a materializarse. De hecho, en los últimos años, la inflación tendencial de la UEM se encontraría algo por encima del 1%, según nuestras estimaciones y las que señala el propio BCE; lejos del objetivo del 2%, pero también de un riesgo real de deflación.

Existen otros factores, de tipo estructural, que asemejan a la zona euro con el caso de Japón, como puede ser el envejecimiento de la población. La tasa de dependencia de la población de más de 65 años está aumentando en Europa y, según las proyecciones que maneja actualmente la ONU, se disparará en los próximos años, lo que supondrá un problema adicional, al presionar los estados de bienestar de los países europeos. Hacia 2040, la población mayor de 65 años supondrá en torno al 60% de la población entre 14 y 64 años en países como Italia o España (frente al 30%-35% actual, gráfico 9). Y, en 2060, tanto la esperanza de vida, como la tasa de dependencia de países como España, Italia y Alemania serán muy parecidos a los de Japón. Esta problemática no se da en otras

economías desarrolladas: en EEUU, se prevé que aumente la tasa de dependencia en los próximos años (35% en 2040 frente al 22% actual), pero no se disparará como el caso europeo.

GRÁFICO 9: TASA DE DEPENDENCIA



Fuente: ONU.

Por tanto, la situación de la UEM presenta claras similitudes con un proceso de “japonización”, pues en la última década se ha producido una caída del crecimiento potencial, un descenso del tipo de interés natural y una utilización intensa de las herramientas convencionales de la política monetaria. La principal diferencia es que sólo Japón ha experimentado un período prolongado de deflación. La tendencia en la inflación también es descendente en todos los países, pero Japón sigue siendo un atípico.

Sin embargo, en el caso de la UEM, con diferencias estructurales muy importantes entre países, no sólo se debe valorar el riesgo de “japonización” en toda la región, sino dar un paso más y valorar qué países tendrían en estos momentos una mayor probabilidad de caer en una situación a la japonesa.

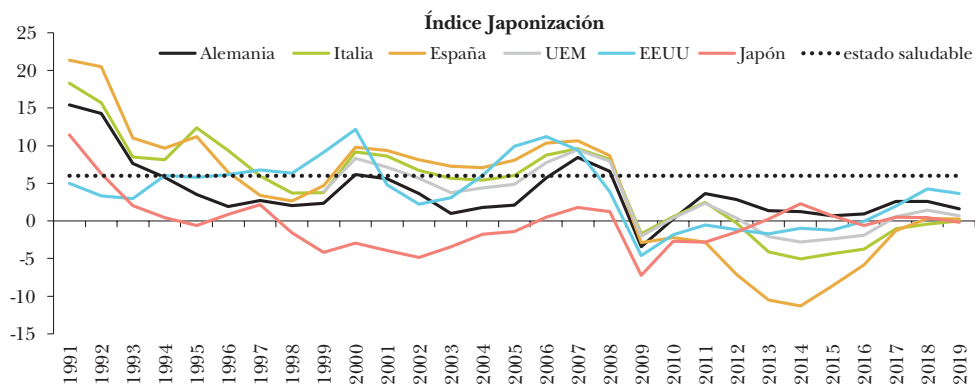
En Ito (2016) se introduce el concepto de índice de “japonización” que resume las variables que definen este estado en un único indicador, construido como la suma aritmética de output gap, inflación y tipo de interés nominal⁷.

Índice de “japonización” (J) = diferencial del PIB nominal vs potencial (g-g*) + inflación (π) + tipo de interés nominal (i)

⁷ Takatoshi Ito (2015).

Cuanto más bajo es el índice, más cerca se encuentra una economía de un estado de “japonización”. Si el índice es negativo, está atravesando por un estado de “japonización” (o, al menos, el riesgo de llegar al mismo es muy elevado). Según el autor, una economía creciendo al potencial (*output gap* es igual a cero), con una inflación en torno al 2% anual y un tipo de interés en el 4% atravesaría una situación ideal y, por tanto, considera el valor del índice 6 como consistente con una economía en “estado sostenible”. Aunque el cambio estructural que están experimentando los tipos de interés en los últimos tres años, a raíz de la última vuelta de tuerca de los bancos centrales en la utilización de medidas no convencionales, hace pensar que el tipo de interés de “equilibrio” a largo plazo estaría más cerca del 2% que del 4%, lo que implicaría alcanzar un estado económico “sostenible” cuando el índice de “japonización” se sitúa por encima de 4.

GRÁFICO 10: ÍNDICE DE JAPONIZACIÓN



Fuente: Bankia Estudios, OCDE y Takatoshi Ito, NBER WP w21954, 2016.

El gráfico 10 recoge la estimación del índice de “japonización” para Alemania, Italia, España, UEM, EEUU y Japón; para su construcción se han empleado las estimaciones de *output gap* de la OCDE, para las tasas de inflación se han utilizado las bases de datos de las diferentes oficinas de estadística de cada economía y para los tipos de interés nominales los datos disponibles en los bancos centrales.

En primer lugar, evidentemente, destaca la evolución de Japón, que se situó por debajo de 6 desde el principio de la década de los 90 para entrar en zona negativa a partir de 1998. Aunque ha mejorado de forma puntual en 2007-08 y 2014-15, en los últimos años permanece cerca de cero. En segundo lugar, llama la atención el comportamiento del resto de economías consideradas: prácticamente todas ellas partían de una situación contraria a la “japonización” a principios de siglo (niveles por encima de 6) para comenzar a empeorar a partir de la crisis financiera global y, más claramente en el caso de UEM, a partir de la crisis de deuda soberana de 2012-13. De hecho, actualmente, el índice de “japonización” se sitúa solo levemente por encima de cero, en el caso de Japón e Italia.



En el caso de EEUU, el índice medio entre 1990 y 2007 se mantiene en la situación de estado sostenible (en torno a 6), para descender de forma definitiva a partir de 2007 por debajo de 6. A partir de 2009, llegó a una situación cercana a la de “japonización” para recuperarse a partir de 2016. Actualmente, con una inflación en torno al 2% y un output gap positivo, parece que ha dejado atrás el riesgo de “japonización”.

Este riesgo parece más claro entre las economías de la UEM, sobre todo, en las denominadas economías periféricas, más afectadas por la crisis de deuda. En el caso de España, el índice tocó suelo en 2014, reflejando la existencia de un *output gap* que llegó a ser muy negativo entre 2014 y 2016. La situación de Italia fue similar, aunque no llegó a acumular tanto *output-gap* negativo como España y, por tanto, el índice de “japonización” no alcanzó lecturas tan extremas. Sin embargo, la intensa recuperación de la economía española ha permitido cerrar el *output-gap* y hacer que el índice haya retornado a zona positiva en los últimos años, mientras el bajo crecimiento de la economía italiana hace que el índice siga en torno a cero. En el caso de Alemania, apenas llegó a experimentar un solo año la situación de “japonización” (el índice se situó en negativo solo en 2009), pero ha permanecido en las últimas décadas por debajo del nivel de estado sostenible (6) de forma recurrente. Esto se explica por una inflación por debajo del 2% durante la mayor parte de los años considerados en el análisis y, en el caso del periodo 1993-2005, por crecer por debajo de su potencial.

Por tanto, se puede decir que los efectos de la crisis hicieron que todas las grandes economías (quizás con la excepción de Alemania) se encontrasen en riesgo de “japonización”. Ninguna de ellas, excepto EEUU, ha recuperado la normalidad, mientras que, quizás, el caso más preocupante es Italia. En este sentido, se puede decir que el riesgo es asimétrico en Europa, con algún país periférico en la zona de peligro, lo que explicaría el tono de la política monetaria en Europa en los últimos años.

4.5. ¿QUÉ SE PUEDE HACER PARA EVITAR EL RIESGO DE “JAPONIZACIÓN”?

La historia de la “japonización” es la de un fuerte *shock* económico y financiero que coincidió con importantes cambios estructurales en la economía (demografía). El equivocado diagnóstico por parte de las autoridades económicas y el desacertado conjunto de políticas económicas aplicadas terminaron agravando el problema. Es cierto que, casi tres décadas después, no existe consenso sobre si los factores estructurales han tenido más importancia en el estancamiento de la actividad que la desacertada combinación de políticas económicas. La diferencia estriba en la importancia que se adjudique al cambio demográfico como origen de todos los problemas, teniendo en cuenta sus consecuencias en forma de sobrecapacidad y deflación. Si el envejecimiento de la población fuese el factor clave, las dos docenas de países en el mundo con tendencias demográficas parecidas a las del país nipón estarían abocados a un proceso de deterioro estructural parecido.

Frente a ello, la opinión mayoritaria es que se cometieron errores de política económica a principios de la década de los 90 que cronificaron los problemas. Esos errores



se pueden resumir en: i) la ausencia de una respuesta agresiva de la política monetaria cuando se inició la crisis; ii) una respuesta fiscal insuficiente y a destiempo, que cometió errores como la subida del IVA en 1997; y iii) una crisis bancaria afrontada con lentitud y poca decisión.

La realidad es que el Nikkei alcanzó su valoración más alta en diciembre de 1989 y un año después había perdido casi el 50% de su valor. De hecho, hoy, tras tres décadas sigue cotizando casi un 40% por debajo de los máximos. De la misma manera, los activos inmobiliarios perdieron casi un 90% de su valor y, actualmente, el precio del suelo residencial en las 6 principales ciudades japonesas se encuentra muy por debajo de los niveles alcanzados hace 30 años. Esto da una idea de la magnitud de la burbuja que se originó entre 1975 y 1989. Por tanto, aunque el debate se centra en los errores de las autoridades económicas tras el *shock* financiero, quizá sería tan pertinente como lo anterior hablar de las inadecuadas políticas económicas antes de la crisis. El BOJ rebajó los tipos de interés en la segunda parte de la década de los 80 para frenar la apreciación del yen, lo que provocó un recalentamiento de la economía; especialmente intenso, desde febrero de 1987 a mayo de 1989, cuando el BOJ mantuvo los tipos de interés en mínimos históricos, pese a la subida exponencial de los precios del suelo y del sector residencial. Cuando, en mayo de 1989, empezó a endurecer la política monetaria (los tipos de interés subieron del 2,5% al 6% en poco más de un año) ya era demasiado tarde para reconducir la inestabilidad financiera creada. Además, una vez que empezó el ajuste de los precios bursátiles y de los activos reales, se mantuvo el tono restrictivo con el objeto de contribuir a la corrección de los excesos anteriores. Es decir, primero, se actuó muy tarde para frenar la inestabilidad financiera y, luego, no se valoraron correctamente los efectos potenciales del ajuste de precios inmobiliarios y bursátiles sobre los balances de los bancos, una vez que se pinchó la burbuja⁸. Quizás, porque el ajuste inicial del PIB y de la inflación fue muy suave, teniendo en cuenta que tanto la actividad, como los precios, siguieron creciendo a ritmos superiores al 2% hasta el verano de 1992.

Los tipos de interés empezaron a bajar sólo cuando una nueva corrección de los precios en el mercado de la vivienda terminó desacelerando de forma abrupta el PIB en 1992. Pero, en ese momento, ya era muy intenso el deterioro de los activos en los balances de los bancos. Los impagos de promotores afectaron a la morosidad del sector financiero y dañaron los ratios de capital de manera muy rápida. Por tanto, se infravaloraron los problemas de solvencia del sector financiero tras la explosión de las burbujas. Es a partir del año 1995 cuando se aceleran las bajadas de los tipos de interés (hasta el 0,5%) y la política fiscal intensifica su tono marcadamente expansivo, con reducciones de impuestos y aumento del gasto público⁹. Además del incremento exponencial de la deuda pública, los programas de gasto público tuvieron dos problemas: su escasa rentabilidad,

⁸ En marzo de 1990 se pusieron en marcha medidas para limitar los préstamos a promotores inmobiliarios que terminaron agudizando el ajuste de precios.

⁹ Entre agosto de 1992 y noviembre de 1999 se anunciaron 9 programas de gasto público y 6 paquetes de bajadas de impuestos.



al estar concentrados los proyectos de infraestructuras en áreas rurales por presiones políticas, y sus efectos negativos sobre la inversión privada (“crowding-out”).

La economía se recupera en 1996 (crecimientos superiores al 2%) pero en 1997 se decide subir los impuestos indirectos al consumo (IVA), desde el 3% al 5%, además de incrementar las cotizaciones a la seguridad social. A partir de ahí, se inicia la etapa más dura de la crisis, pues empiezan a quebrar entidades financieras en el otoño de ese año como Hokkaido Bank, Yamaichi Secuties o Sony Securities¹⁰. En ese momento se tuvo que improvisar un plan de reestructuración del sistema financiero, que implicó inyecciones de capital en 1998 y 1999 y la puesta en marcha de un mecanismo de resolución de entidades. Además, el banco central rebajó los tipos oficiales hasta cero (ZIRP), aunque la deflación mantuvo los tipos de interés reales en zona positiva en todo momento. Finalmente, en 2001, el Banco de Japón fue pionero en iniciar una política de expansión cuantitativa con compra de bonos del Tesoro con vencimientos a corto plazo.

Es decir, hubo que esperar casi 12 años desde el inicio de la crisis para ver una activación completa de las herramientas de política económica, tanto convencionales, como no convencionales. De hecho, hasta enero de 2013 no se elevó el objetivo de inflación desde el 1% al 2%. En estos momentos, el tipo de interés oficial se encuentra situado en el -0,1%, la deuda con vencimiento a 10 años cotiza al -0,10% (media de 2019, hasta noviembre) y el BOJ tiene un objetivo de compra de deuda de 740 m.m. de dólares al año. Además, tras la última reunión del Consejo, el “forward guidance” indica que los tipos de interés se mantendrán en estos niveles “o más bajos” hasta que la inflación se acerque al 2%. Por tanto, se está abriendo la posibilidad de profundizar en la zona de tipos de interés negativos, algo que había sido descartado hasta ahora; un ejemplo más de la lentitud de la política económica para utilizar todos los grados de libertad a su disposición. Finalmente, sólo en los últimos años, se han acelerado las reformas estructurales, como lo incentivos al aumento de la participación de las mujeres en el mercado de trabajo o los cambios en los códigos de buen gobierno de las empresas y del sector público.

Por tanto, para analizar si ese riesgo de “japonización”, que todavía presenta una parte de la zona euro, puede terminar cronificándose hay que repasar la respuesta de la política económica en Europa en los últimos años en los tres niveles comentados anteriormente. Como en el caso de Japón, se puede decir que las autoridades económicas no reaccionaron con la rapidez debida. Sobre todo, porque los países más afectados por la crisis de la deuda soberana no pudieron poner en marcha una política fiscal tan agresiva como la de Japón para combatir el despalancamiento del sector privado, en un contexto de elevada fragmentación. Pero, desde el verano de 2012, las cosas empezaron a cambiar, cuando el BCE terminó con las especulaciones de una posible ruptura de la zona euro. De esta manera, prácticamente se han utilizado todos los grados de libertad de la política monetaria, usando tanto instrumentos convencionales, como no convencionales. Ahora mismo, la facilidad de depósito está en el -0,5% en la UEM y el tamaño

¹⁰ Algunos economistas japoneses consideran que fue el “momento Lehman” de la crisis de Japón.



de balance del BCE prácticamente se ha multiplicado por 4, superando el 40% del PIB de la zona euro. De hecho, el tipo de interés real se sitúa por debajo de la tasa natural más baja de la zona euro (Italia), como comentábamos en el punto anterior.

La pregunta es si ese margen está agotado o no. Durante los últimos años se ha estado debatiendo en la academia los límites de la política monetaria, una vez cruzado el umbral de los tipos de interés cero. Es decir, la eficiencia de las medidas no convencionales, con el problema añadido de que ni siquiera en Japón (ni tampoco en EEUU), donde la tasa natural de interés lleva prácticamente dos décadas en zona negativa, el banco central se ha atrevido a profundizar en la zona de tipos de interés negativos. Por tanto, la información es limitada y restringida al BCE y los bancos centrales de países como Suiza, Dinamarca o Suecia.

Todo ello implica una elevada complejidad para testar si los mecanismos de transmisión de la política monetaria funcionan una vez que se llega al límite del tipo de interés cero (zero lower bound). Algunos estudios inciden en que el canal de transmisión de las medidas no convencionales a través del crédito se rompe a partir de un tipo de interés, pues, desde ese punto, las bajadas de tipos adicionales no tienen prácticamente ningún efecto sobre el canal crediticio (ni en volumen, ni en precio)¹¹. Otros análisis concluyen que la caída de los precios los compensa la banca con mayores volúmenes, menores costes de financiación mayorista e, incluso, mejoras de eficiencia¹². Aunque, lo que sí parece evidente es que la política monetaria no convencional parece más efectiva en situaciones de estrés financiero, que cuando las presiones deflacionarias están asentadas y la economía está en la zona de tipos cero por un largo período de tiempo¹³.

El propio BCE sugiere que el mecanismo de transmisión de la política monetaria sigue funcionando cuando los tipos de interés del banco central se sitúan por debajo del 0% y los bancos trasladan los tipos negativos a los depósitos de empresas¹⁴. Según la creencia general, los tipos de los depósitos no caerán por debajo de cero, ya que los clientes preferirían acumular efectivo. Esta restricción podría ser más relevante para los hogares cuyos depósitos son de importe pequeño y pueden ser retirados con facilidad y mantenidos en efectivo. Sin embargo, las empresas no pueden llevar a cabo tan fácilmente su actividad sin depósitos, además de ser más complicado y caro almacenar grandes cantidades de efectivo.

Es decir, el BCE admite que puede existir un límite para cobrar por los depósitos de las familias, pero como está ocurriendo en países como Alemania, Holanda o España desde principios de año, los bancos pueden cobrar por los depósitos de las empresas. Sin embargo, el potencial de este canal de transmisión parece limitado, teniendo en cuenta lo que representan los depósitos de empresas sobre el total depósitos en países como Italia (16%), Alemania (17%) o España (19%). De hecho, el BCE reconoce que, en el agregado europeo, sólo un 5% de los depósitos están en zona negativa (20% del total

¹¹ Eggertsson & Summers (2019) sitúan ese umbral en el -0,4%.

¹² Madaschi & Pablos (2017).

¹³ Dell’Ariccia, Rabanal y Sandri (2018).

¹⁴ Altavilla, Burion, Gianetti, Holton (2019).



de los depósitos de empresas), demasiado poco para influir en el coste del *funding* en la mayoría de los países europeos.

Además, el BCE centra la efectividad de la política monetaria en el funcionamiento del “canal corporativo”, ya que las empresas, en respuesta a los tipos negativos de los depósitos, teóricamente recompondrían sus balances, reduciendo el peso de los activos corrientes en favor de la inversión a largo plazo y, por tanto, impulsando la economía real. Sin embargo, teniendo en cuenta el papel de las expectativas en las decisiones de inversión y los niveles actuales de incertidumbre, se hace difícil pensar que el efecto de recomposición de balance pueda ser muy significativo. Finalmente, la evidencia encontrada sólo es válida para lo que el BCE considera bancos sólidos, aquellos con bajas ratios de NPLs (créditos dudosos) y reducidas primas de riesgo medidas por los CDS (seguros de impago). Los bancos sanos son capaces de aplicar tipos negativos sin experimentar salidas de depósitos, en un contexto de alta demanda de activos seguros. Por el contrario, cuando los agentes no confían en el sistema bancario (bancos débiles), la política monetaria está limitada por el “zero lower bound”. El problema es que es más probable que eso se produzca en los países menos afectados por la crisis soberana, lo que puede ser un problema cuando el sistema bancario de la UEM todavía presenta problemas de fragmentación core/periferia. Esto pone en cuestión la propia política monetaria “única” del BCE para toda la región, pues podría ocurrir que se vieran más beneficiados los países menos necesitados de una política monetaria expansiva y, por el contrario, verse, incluso, perjudicados los países más débiles si se siguen rebajando los tipos de interés. Si añadimos los efectos secundarios que, como reconoce el propio BCE, está ocasionando la política de tipos de interés negativos, existirían más dudas que certezas a la hora de seguir flexibilizando aún más la política monetaria¹⁵. Especialmente si la estabilidad financiera realmente debe ser importante para los bancos centrales en el siglo XXI.

En definitiva, ya nos movemos en el filo de la navaja de la efectividad de la política monetaria en la UEM. Se puede acusar al BCE de haber cometido algún error en el principio de la crisis, pero no de haber procrastinado en la etapa Draghi. Quizás, la discusión que se deberá abrir, a partir de ahora, es si tienen sentido objetivos de inflación diseñados para un mundo y una economía muy diferentes a la actual. Y esa revisión de la estrategia de la política monetaria en Europa, puede ser la primera aportación de la nueva Presidenta del BCE.

En este contexto, Mario Draghi se despidió del BCE a finales de noviembre con un alegato a favor de una política fiscal más expansiva en la zona euro. Es decir, defendiendo la creación de un instrumento fiscal común con un adecuado diseño y tamaño que no ocasione problemas de “moral hazard”. En este caso, por tanto, estamos hablando no sólo de si el tono de la política fiscal ha sido el adecuado, sino de problemas de diseño institucional de la zona euro. La realidad es que el déficit público medio estructural en la zona euro entre 2010 y 2014 fue del -2,4% del PIB y el intenso ajuste fiscal lo redujo

¹⁵ Lo que también explicaría el cambio de las expectativas de los mercados en los últimos meses. Pues ahora no se descuentan nuevas bajadas en la UEM.



hasta el -0,9% en 2015. Desde entonces se ha movido entre el -0,8% (2018) y el -1,0% (2016 y 2007)¹⁶ para terminar este año en la zona del -1% del PIB. Es decir, parece que el excesivamente restrictivo tono de la política fiscal tras la crisis de la deuda soberana se ha relajado en los últimos años. De hecho, el problema es que, con estimaciones de la Comisión Europea, países como Italia (-2,4%), Francia (-2,6%) o España (-2,9%) tienen déficits estructurales que constriñen el margen de la política fiscal, de manera que todas las miradas se concentran en países que presentan superávits estructurales como Alemania (1,1%) y Países Bajos (0,7%), precisamente los más reticentes a emplear su margen fiscal¹⁷, pese a tener ratios de la deuda pública inferiores al 60%¹⁸. Y, también, los que más se han opuesto a la creación de un instrumento anticíclico en la zona que partirá en 2021 con una modesta aportación de 17.000 millones de euros.

Mientras, seguimos esperando a la creación de un activo soberano libre de riesgo en la zona euro que evite la actual desventaja competitiva frente a otras áreas monetarias. La existencia de un eurobono es la condición necesaria para lograr un avance definitivo en el proceso de construcción europea y para solucionar problemas como las espirales negativas entre riesgo bancario y soberano¹⁹. Por tanto, aunque en el caso de Europa, el debate sobre la necesidad de que la política fiscal recupere más protagonismo sigue abierto, lo cierto es que siguen existiendo lastres en el diseño institucional que se deberían haber corregido en los últimos años. Probablemente, los mayores obstáculos a dar ese paso definitivo siguen siendo los mismos: la ausencia de un marco claro y sencillo de disciplina fiscal y la existencia de un volumen importante de activos improductivos en los sistemas bancarios de países europeos.

Ahí entraríamos en el último error de política económica en Japón, que fue afrontar una crisis bancaria con lentitud y poca decisión y que, como hemos comentado anteriormente, sólo tuvo una respuesta adecuada a partir de finales de 1997. En el caso de Europa, a raíz de la crisis de la deuda soberana se consideró que debían elevarse los niveles de capital, reforzar el marco de supervisión y, finalmente, acelerar la limpieza de los activos improductivos del sector financiero; es decir, tratar de evitar los errores de Japón. Las ratios de capital total de la banca de la UE han aumentado de forma considerable su nivel en la última década, situándose en una media del 18,89% en el segundo trimestre de 2019, frente a algo menos del 13% de partida en 2009, según datos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA). Este incremento de casi seis puntos porcentuales es reflejo, por una parte, del esfuerzo realizado desde el sector por generar y atraer más fondos

¹⁶ European Economic Forecast (2019), European Commission.

¹⁷ La Constitución alemana prohíbe déficits estructurales superiores al 0,35% del PIB excepto en momentos de crisis, lo que supondría un margen no superior a los 10.000 millones de euros anuales.

¹⁸ En algunos casos, la ratio de deuda pública es claramente inferior, como en Países Bajos (49% del PIB).

¹⁹ Penalizar las carteras de deuda soberana doméstica no es desde luego la solución más aconsejable, sobre todo, en momentos de intenso aumento de la incertidumbre y, por tanto, de la fragmentación.

propios, principalmente en forma de capital de alta calidad, así como por la reducción de las exposiciones de riesgo de los balances, como consecuencia de la disposición de activos problemáticos, la simplificación de las líneas de negocio y el abandono de actividades *non-core*, en un contexto global de desapalancamiento. En términos de capital ordinario de nivel 1 o CET1, la ratio media en la UE se ha situado en el 14,64% a mediados de 2019, alcanzando el máximo desde 2014, primer año en el que empieza a aplicarse Basilea III bajo la directiva CRR/CRD IV. Los bancos de la muestra que tienen niveles de CET1 superiores al 14% representan el 48% de los activos totales (19,7% en 2014), las entidades con niveles de CET1 entre el 11% y 14% suponen el 51,5% de los activos totales (39,3% en 2014), mientras que la cuota de activos de entidades con niveles inferiores al 11% sólo es del 0,5% (41,1% en 2014), lo que demuestra el importante cambio que se ha producido.

TABLA: EVOLUCIÓN DE LA SOLVENCIA Y LOS DUDOSOS EN LA UEM

	Umbral	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12	2018-12	2019-06	
Ratio CET1	>14%	19,7%	22,4%	34,3%	52,7%	42,1%	47,9%	
	[11%-14%]	39,3%	73,2%	61,2%	47,0%	57,2%	51,5%	
	<11%	41,1%	4,4%	4,6%	0,3%	0,7%	0,5%	
Ratio NPL	<3%	34,4%	35,9%	39,5%	60,5%	67,3%	74,0%	
	[3%-8%]	42,6%	50,2%	47,3%	28,5%	29,6%	23,1%	
	>8%	23,0%	13,9%	13,2%	11,1%	3,2%	2,9%	
Ratio de cobertura	>55%	9,3%	10,1%	16,9%	9,3%	15,1%	14,2%	
	[40%-55%]	56,0%	50,0%	43,7%	51,6%	51,1%	53,2%	
	<40%	37,7%	39,9%	39,4%	39,1%	33,7%	32,5%	

Fuente: EBA

Lo único que se puede achacar a las autoridades europeas es cierta lentitud en afrontar el problema de los dudosos que llegaron a suponer el 6,7% del crédito total de la UE en septiembre de 2014, cuando su volumen alcanzó los 1,13 billones de euros. Desde entonces, el *stock* se ha reducido a casi la mitad (hasta los 636.000 millones en junio de 2019) que suponen el 3,0% de la cartera crediticia actual, reduciéndose esta proporción a menos del 2% si se aplican las coberturas con provisiones específicas, que son del 46%. Las entidades con morosidad superior al 8% representan el 2,9% de los activos totales europeos (23% en 2014). A pesar del progreso logrado, la ratio todavía es alta en términos históricos, sustentando la opinión general de que, en materia de saneamiento, la banca de la UE necesita un esfuerzo adicional para afrontar en buenas condiciones un cambio en el ciclo de actividad; por ejemplo, en otros sistemas que también sufrieron la crisis, como Estados Unidos, la morosidad ya está en valores normalizados, por debajo del 1%.

Para tener una visión completa del saneamiento llevado a cabo, hay que sumar a la gestión de los dudosos la acción llevada a cabo sobre otras carteras de calidad deficiente, que en algunos países han tenido un gran protagonismo durante la crisis, como las refi-



nanciaciones y los activos adjudicados. En el caso de las refinanciaciones (dudosas y no), su peso en la cartera crediticia de la banca europea, a nivel consolidado, se ha reducido del 4% de media en diciembre de 2014 (cerca de 700.000 millones de euros) hasta el 1,9% actual (unos 400.000 millones en junio de 2019), lo que supone más de 300.000 millones menos de préstamos refinanciados en las carteras.

En definitiva, aún con un *timing* manifiestamente mejorable, se puede decir que las autoridades económicas europeas aprendieron de los errores cometidos en Japón; y, sobre todo, en política monetaria y reforzamiento de la solvencia y liquidez del sector financiero se han dado pasos en la dirección correcta, aún con las dudas que siguen existiendo sobre la efectividad de los canales de transmisión de la política monetaria, una vez que los tipos de interés se sitúan en zona negativa. El perfil y la aportación del lado fiscal a las políticas anticíclicas es mucho más discutible, sobre todo, porque los grados de libertad están concentrados en países muy críticos con el actual mecanismo de disciplina fiscal en la región. Además, hay que considerar que siguen existiendo deficiencias en el diseño institucional de la región, como la inexistencia de un eurobono o de un mecanismo fiscal de ayuda con el tamaño suficiente para los países en dificultades en caso de crisis.

El problema es que, como decíamos anteriormente, el riesgo de “japonización” no es homogéneo en la región y, mientras la política monetaria parece que se adapta a las necesidades del país de la región que tiene más problemas (Italia), la política fiscal todavía tiene muchas carencias (diseño institucional, coordinación, potencia de fuego, etc) para afrontar problemas regionales. Ese es el desafío para los próximos años: avanzar en la política fiscal única, completar la unión bancaria y acelerar la limpieza de los dudosos en los balances de los bancos. Medidas en esa dirección, junto a políticas destinadas a afrontar los desafíos estructurales (baja productividad, envejecimiento de la población, etc) son la mejor medicina para afrontar el riesgo de “japonización”.

4.6. CONCLUSIONES

“Japonización” es un estado extremo de la economía caracterizado por un crecimiento bajo cronificado, acompañado de una caída tendencial del nivel general de precios. En este contexto, no existe una política monetaria convencional que sea capaz de estimular la economía, ya que el tipo de interés real supera al tipo de interés natural.

Se considera que una economía atraviesa por una situación de este tipo si cumple, necesariamente, todas y cada una de las siguientes condiciones: reducción prolongada y significativa del crecimiento potencial, existencia de un tipo de interés natural negativo, política de tipos de interés cero y descenso tendencial del nivel general de precios.

En el caso de la UEM, su situación presenta claras similitudes con un proceso de “japonización”, pues en la última década se ha producido una caída del crecimiento potencial, un descenso del tipo de interés natural y una utilización intensa de las herramientas convencionales de la política monetaria. La principal diferencia es que sólo Japón ha experimentado un período prolongado de deflación. La tendencia en la inflación también



es descendente en todos los países, pero Japón sigue siendo un atípico.

Por tanto, se puede argumentar que los efectos de la crisis hicieron que todas las grandes economías (quizás con la excepción de Alemania) se encontrasen en riesgo de “japonización” en algún momento de la última década. Ninguna de ellas, excepto EEUU, ha recuperado la normalidad, mientras que, quizás, el caso más preocupante es Italia. Es decir, el riesgo es asimétrico en Europa, con algún país periférico todavía en la zona de peligro, lo que explicaría el tono de la política monetaria en Europa en los últimos años; más cercano a las necesidades de Italia, donde su tipo de interés natural es más bajo que el del resto de principales economías de la región.

En el caso de Japón hubo que esperar casi 12 años desde el inicio de la crisis para ver una activación completa de las herramientas de política económica, tanto convencionales, como no convencionales. Es decir, parte de los problemas experimentados por el país provienen del retraso y la insuficiencia de las respuestas de política económica en tres niveles: i) la ausencia de una respuesta agresiva de la política monetaria cuando se inició la crisis; ii) una respuesta fiscal insuficiente y a destiempo, que cometió errores como la subida del IVA en 1997; y iii) una crisis bancaria afrontada con lentitud y poca decisión.

Desde una perspectiva europea, mientras la política monetaria parece que se adapta a las necesidades del país de la región que tiene más problemas (Italia), la política fiscal todavía tiene muchas carencias (diseño institucional, coordinación, potencia de fuego, etc) para afrontar problemas regionales. Ese es el desafío para los próximos años: avanzar en la política fiscal única, completar la unión bancaria y acelerar la limpieza de los dudosos en los balances de los bancos. Medidas en esa dirección, junto a políticas destinadas a afrontar los desafíos estructurales (baja productividad, envejecimiento de la población, etc) son la mejor medicina para afrontar el riesgo de “japonización”.

BIBLIOGRAFÍA

- Altavilla, Carlo; Burlon, Lorenzo; Giannetti, Mariassunta; y Holton, Sarah (2019): “Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms”. *ECB Occasional Paper Series*, junio 2019.
- Agarwal, Ruchir y Kimball, Miles (2019): “Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide”. *IMF Working Papers*, abril 2019.
- Bernanke, S. (2015): “Why are interest rates so low?” Ben Bernanke’s Blog, Parte 1 (30 de marzo), parte 2 (31 de marzo), parte 3 (1 de abril) y parte 4 (13 de abril). *Brookings*.
- Brand, Claus; Bielecki, Marcin; y Penalver, Adrian (2018). “The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy”. *ECB Occasional Paper Series*, diciembre 2018.
- Dell’Ariccia, Giovanni; Rabanal, Pau; y Sandri, Damiano (2018): “Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom”. *Journal of Economic Perspectives, American Economic Association*, vol. 32(4), 147-172, Otoño.



- Eggertsson, Gauti B.; Juelsrud, Ragnar E.; Summers, Lawrence H.; y Wold, Ella G.: “Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel”. *NBER Working Paper* No. 25416.
- Eichengreen, Barry (2015): “Secular Stagnation: The Long View”. *American Economic Review*, vol. 105, núm. 5. pgs. 66-70.
- Hansen, Alvin (1939): “Economic progress and declining population growth”. *American Economic Review*, 29 (1), pgs. 1-15.
- Ito, Takatoshi (2016): “Japanization: Is it endemic or epidemic?” *WP 21954 NBER*, febrero 2016.
- Kawai, Masahiro y Morgan, Peter (2013): “Banking Crises and ‘Japanization’: Origins and Implications”, *ASBI working papers* n. 430, julio 2013.
- Madaschi, Christophe y Pablos, Irene N. (2017): “Profitability of banks in a context of negative monetary policy rates: the cases of Sweden and Denmark”. *ECB Occasional Paper Series*, agosto 2017.
- Pesek, William (2014): “Japonization: What the World Can Learn from Japan’s Lost Decades”, *Bloomberg News*.
- Rhee, Changyong y Posen, Adam S. (2013): “Responding to Financial Crisis: Lessons from Asian then, the United States and Europe now”, Manila. Asian Development Bank.
- Summers, Lawrence H. (2013): “IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer”, noviembre 2013.
- Summers, Lawrence H. (2014): “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”, *Business Economics, National Association for Business Economics*, Vol. 49, núm. 2, abril 2014.