

COMENTARIO ECONÓMICO DEL DÍA

Enero 23 de 2023

Página
1

Nº 13

Informe ANIF de la economía global

Banco de Japón: contrario a las decisiones de los bancos centrales a nivel global

El 18 de enero, el Banco de Japón anunció su decisión de tipos de interés, manteniéndose sobre la tasa de -0.1% que ha mantenido desde el 2016. La política monetaria de Japón se ha caracterizado por su posición ultra laxa, decisión atípica en un entorno de alta inflación que ha presionado a la mayoría de los bancos centrales a encarecer el crédito para controlar el alza en el nivel de precios.

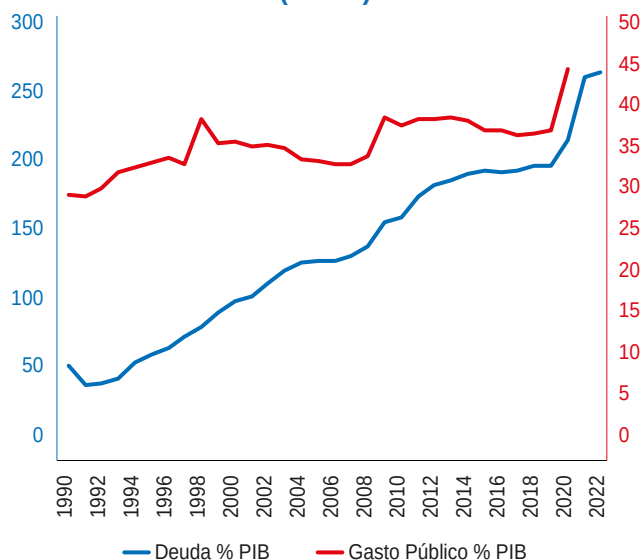
La decisión tomó a los mercados por sorpresa, dado que, tras la flexibilización en el control de la curva de rendimientos de deuda soberana en diciembre, se anticipaba que en su primera reunión del año se evidenciara un pivote hacia una política monetaria más restrictiva. En esta entrega de nuestro *Informe ANIF de la economía global*, exploramos los factores que motivan la posición expansiva de la política monetaria y aquellos que permiten la sostenibilidad de los altos niveles de deuda en la tercera economía más grande del mundo.

La deuda nipona

A pesar de ser la tercera economía más grande a nivel global, Japón es en este momento el país más endeudado del mundo, con un ratio deuda/PIB que supera el 250%. La razón detrás de la deuda se encuentra en el desbalance fiscal del país, presionado por el alto nivel de gasto público que ha buscado acelerar el crecimiento de la economía desde la ruptura de su burbuja financiera en 1991.

Durante los ochenta, Japón tuvo una fase de crecimiento económico sostenido y de inflación estable. Ese periodo fue fruto de las buenas expectativas de desarrollo de industrias de alta tecnología y el aumento del crecimiento potencial en la economía. En ese contexto, las autoridades monetarias relajaron de forma considerable el tono de su política monetaria, al disminuir los tipos de interés hasta 2.5% en 1987. Las condiciones de liberalización monetaria alimentaron

Gráfico 1. Deuda del Gobierno Central y Gasto Público (% PIB)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco Mundial.

el nivel del recaudo. De esta forma, el estancamiento económico junto con la expansión fiscal ha resultado en una alta necesidad de financiamiento por parte del gobierno japonés. Para eso, Japón ha recurrido a la venta de bonos para el financiamiento de gasto, con la promesa de devolver el capital al inversor con un rendimiento adicional.

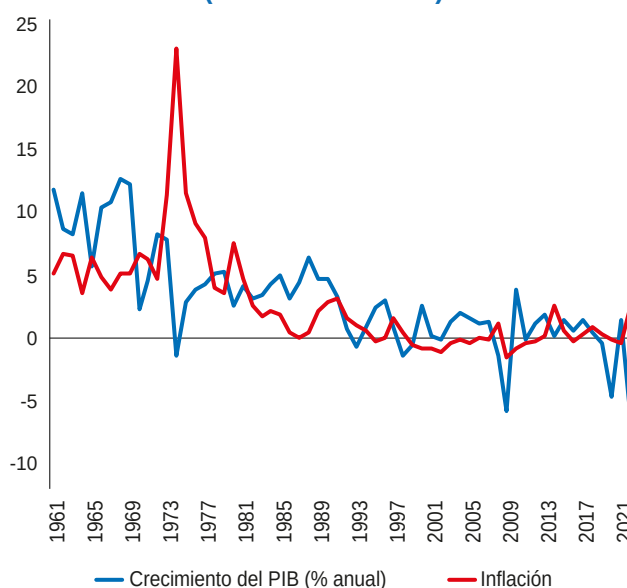
La sostenibilidad de la deuda japonesa se basa en dos pilares fundamentales: la baja rentabilidad de los bonos del gobierno y la confianza de los inversionistas. El hecho de que Japón no ha entrado en *default*, como ha ocurrido con otros países que presentan altos niveles de deuda, se explica por el compromiso de las autoridades fiscales y monetarias por mantener los tipos de interés extremadamente bajos. En diciembre, el Banco de Japón sorprendió a los inversionistas con lo que parecía ser un signo de endurecimiento monetario, encareciendo el pago de la deuda al ampliar el límite superior para el rendimiento de bonos a 10 años, de 0.25% a 0.5%. No obstante, el actual gobernador del Banco de Japón,

el rápido crecimiento del crédito bancario, generando una burbuja financiera. Las garantías patrimoniales sobrevaloradas llevaron a las entidades bancarias y a las empresas a asumir riesgos excesivos, lo que finalmente llevó al estallido de la burbuja. Desde entonces, el bajo consumo de los hogares y el menor nivel de inversión de las empresas ha limitado el crecimiento de la economía, lo que ha motivado el uso del gasto fiscal como motor de la demanda agregada.

Compromiso con una política monetaria flexible

Los estímulos de gran magnitud que han implementado desde 1990 las autoridades fiscales en Japón se han utilizado para intentar sacar al país de la espiral deflacionaria en el que se encuentra la economía. En tanto tiene un efecto directo sobre los bienes de consumo y los precios de los activos financieros e inmobiliarios, que repercuten de forma indirecta en

Gráfico 2. Crecimiento del PIB e Inflación (% variación anual)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco Mundial.

Harukiro Kuroda, enfatizó en que esto no implica una reversión de las condiciones financieras expansivas. Las declaraciones del gobernador se confirmaron con la compra de volúmenes récord de bonos (4.6 billones de yenes en subasta de deuda pública a 10 años en un solo día) para mantener los rendimientos dentro del rango establecido. Esta acción de compra de cantidades ilimitadas de deuda pública japonesa en forma de bonos de 10 años, junto con la decisión de política monetaria de mantener las tasas de interés de intervención en -0.1%, reafirman la postura expansiva del gobierno que se mantiene en contravía de la tendencia global.

El ejercicio de compra de bonos para reducir los rendimientos de la deuda se conoce como monetizar el déficit del gobierno y es una práctica que usualmente conduce a altos niveles de inflación. Aunque Japón se mantiene lejos de los niveles de hiperinflación, su inflación de referencia (excluye el impacto del precio de los alimentos frescos) alcanzó su nivel más alto desde 1981. En la publicación del viernes 13 de enero la tasa de inflación general alcanzó el 4% anual, doblando la meta de inflación del 2%. Kuroda defiende su postura monetaria laxa, argumentando que la inflación no se debe a una revitalización de la economía de Japón sino al encarecimiento global de las materias primas y de la energía, por lo que una contracción de la demanda agregada sería aún nociva. Su argumento encuentra soporte en los pronósticos del Banco de Japón, que prevén una ralentización de la economía (1.7% frente al 1.9% previsto en octubre) y una convergencia del nivel de precios a la meta en el 2023 (1.6% a/a).

Deflación y bajo crecimiento

La crisis deflacionaria en Japón ha tenido un costo elevado para la economía, que se evidencia a través de una mayor incertidumbre y una reducción en la efectividad de la política monetaria. Por eso, aunque Japón haya mantenido una tasa de interés ultra flexible, de -0.1% desde el 2016, la economía no ha

crecido de manera significativa. Eso puede reflejar la falta de respuesta a los incentivos de las autoridades monetarias por parte del público, lo que mantiene bajos los niveles de consumo e inversión, a la vez que puede poner en riesgo la liquidez en el mercado de bonos

La segunda razón detrás de la sostenibilidad de la deuda japonesa es la confianza de los inversionistas, quienes, a pesar del bajo nivel de rendimientos, están dispuestos a invertir en deuda del gobierno por la usual liquidez de los bonos y la alta garantía de pago. El hecho de que los inversionistas prefieran estabilidad a rentabilidad acentúa la importancia de que Japón se mantenga como una fuente estable de inversión. Por esto, si la incertidumbre inyectada en el mercado por los mensajes mixtos de las autoridades monetarias lleva a una disminución en la compra de bonos, se dificultaría el financiamiento de la deuda en Japón y con esto, la estabilidad del rendimiento de los bonos dentro de la banda impuesta por las autoridades.

La reacción de los mercados

En respuesta a las decisiones tomadas en la última reunión de política monetaria del Banco de Japón, se dio un flujo importante de venta de bonos por parte de los inversionistas. Esto puede ser interpretado como una señal de incertidumbre en el mercado, anticipando una potencial crisis económica. Una mayor venta de bonos aumenta las tasas de rendimiento, que ya han roto de forma reiterada la barrera del 0.5%, lo que termina por llamar a más acciones de compra por parte del banco central. El contraste entre la decisión del Banco y las expectativas de endurecimiento monetario del mercado llevó a una depreciación del yen de hasta un 1.5% frente al dólar. La disminución en la confianza y la divergencia entre las tasas de interés japonesas y la de otros bancos centrales, disminuye el flujo de entrada de capital extranjero a Japón, lo que contribuye a la devaluación del yen.

Gráfico 3. Comportamiento del Yen respecto al dólar y Rendimiento de bonos a 10 años de deuda soberana de Japón



Fuente: elaboración ANIF con datos de Investing.

Una devaluación excesiva del yen podría encarecer el precio de la energía y de las materias primas importadas, presionando al alza la inflación por la alta dependencia de Japón del mercado internacional de materias primas. Por esto, autoridades fiscales, como el ministro de finanzas, Shunichi Suzuki, no descartan

la posibilidad de intervenciones en el mercado cambiario, comprando yenes para frenar la debilidad de la divisa. Las autoridades fiscales y monetarias de Japón enfrentan entonces un *trade-off*, en tanto la protección de rendimientos bajos de deuda mediante la intervención del Banco de Japón y la defensa de una política monetaria laxa, seguirán generando las poco deseadas devaluaciones del yen.

Consideraciones finales

El mercado parece seguir cuestionando la sostenibilidad de mantener los tipos de interés tan bajos en medio de la presente coyuntura inflacionaria, y ante los riesgos de la disminución de liquidez en el mercado de deuda soberana japonesa. Por lo tanto, los inversionistas siguen descontando la posibilidad de un ajuste de la política monetaria. Eso se da a través de expectativas apoyadas por el cambio en el control de la curva de rendimientos en diciembre y los cambios esperados en el discurso de la autoridad monetaria como resultado de la pronta retirada del gobernador Harukiro Kuroda en abril. En ese contexto y a pesar del atípico comportamiento de la economía japonesa, será importante que las autoridades fiscales y monetarias sigan monitoreando el funcionamiento de la economía. En tanto estas deben lograr un crecimiento saludable, sin poner en riesgo la estabilidad de los mercados y la confianza de los inversionistas.

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF
Mauricio Santa María S.

Vicepresidente de ANIF
Anwar Rodríguez C.

Investigador Jefe de ANIF
Camila Ciurlo A.

Investigadores

José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Erika Schutt P.
Daniel Franco L.
Fabián Suárez N.

Alejandro Lobo C.
María Camila Carvajal P.
Sarah Garces A.

INDICADORES ECONÓMICOS

			VARIACIÓN		
ÚLTIMO REGISTRO			Mensual	Trimestral	Anual
MERCADO BURSÁTIL					
1. S&P 500	US\$	3.972.6	4.0	8.4	-11.4
2. Dow Jones Industrial Average	US\$	33.375.5	1.6	10.0	-3.9
3. NASDAQ	US\$	10.852.3	2.9	-1.9	-24.3
4. NYSE	US\$	15.777.5	5.2	14.0	-5.3
5. Stoxx Europe 600	EU€	452.1	6.6	13.4	-6.5
6. FTSE 100	GB£	7.770.6	5.4	11.9	2.4
7. DAX	EU€	15.033.6	8.3	17.7	-5.5
8. CAC40	EU€	6.996.0	8.5	14.9	-2.8
9. Nikkei 225	JP¥	26.553.5	-0.1	-1.7	-4.4
10. Hang Seng	HK\$	22.044.7	15.4	35.4	-11.7
11. Nifty 50	IN₹	18.027.7	-1.9	2.6	1.5
12. Bovespa	BR\$	112.301.0	5.0	-4.2	2.9

COMMODITIES (US\$)					
13. Brent		87.6	9.6	-5.1	-0.8
14. Oro		1.926.4	6.1	18.1	4.6

CRIPTO (US\$)					
15. Bitcoin		22.677	34	19	-44
16. Ethereum		1.660	36	29	-45

FOREX					
17. USD/COP		4.667.45	-2.24	-3.53	16.91
18. EUR/USD		1.08	2.07	10.93	-4.49
19. GBP/USD		1.24	1.97	10.55	-8.93
20. USD/JPY		128.37	-6.30	-14.32	12.26
21. USD/CHF		0.92	-1.42	-8.89	-0.01
22. USD/CNY		6.78	-2.91	-6.25	6.81

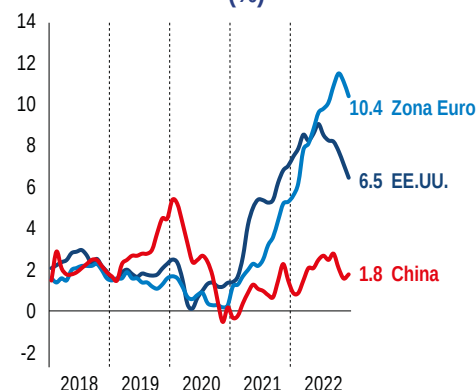
BONOS DEL TESORO DE EE.UU.					
23. 13 semanas		4.54	7.28	16.66	2.601.19
24. 5 años		3.57	-5.73	-19.81	120.46
25. 10 años		3.48	-5.43	-17.56	90.07
26. 30 años		3.66	-2.17	-13.28	70.84

Fuente: elaboración ANIF con base en Yahoo Finance.

BANCO CENTRAL	ÚLTIMA DECISIÓN (pb)	TASA (%)	PRÓXIMA REUNIÓN
Reserva Federal de Estados Unidos	+50	4.5	31 de enero
Banco Central Europeo	+50	2.5	02 de febrero
Banco de Japón	=	-0.1	09 de marzo
Banco Popular de China	=	3.65	20 de febrero
Banco de Inglaterra	+50	3.5	02 de febrero

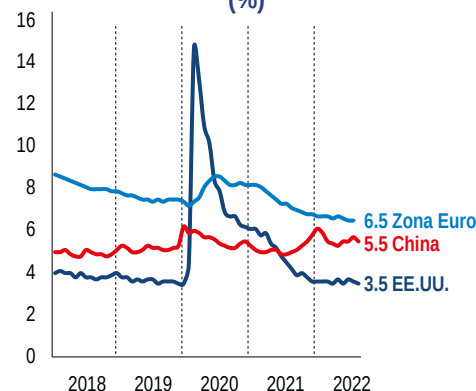
Fuente: elaboración ANIF con base en FED, ECB, BoJ, BoE y FXStreet.

Inflación anual (%)



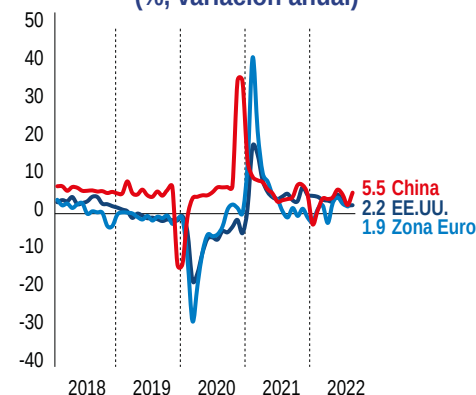
Fuente: elaboración ANIF con base en BLS, Eurostat y FRED St.Louis.

Tasa de Desempleo (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en BLS, Eurostat y NBSC.

Índice de Producción Industrial (% variación anual)



Fuentes: elaboración ANIF con base en FRED St.Louis, Eurostat e Investing.