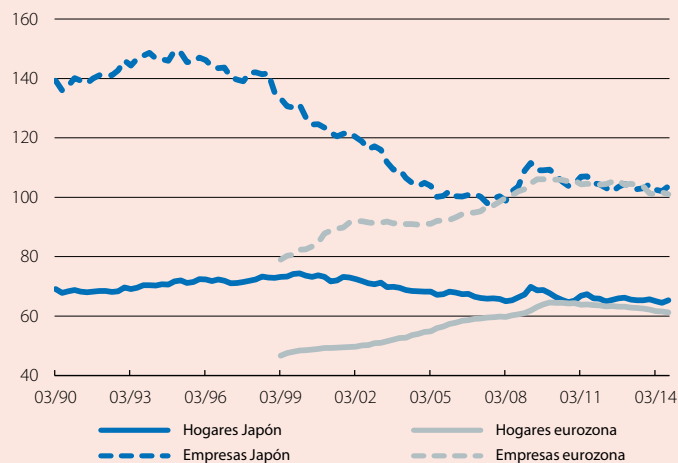


## Un entorno monetario laxo: la nueva normalidad para el sector privado

Las principales economías desarrolladas se encuentran en un entorno monetario ultraacomodaticio tras más de seis años de tipos de interés muy bajos y tras la implementación de un amplio abanico de instrumentos monetarios no convencionales. En última instancia, el objetivo que persigue esta expansión monetaria es el de espolear la actividad económica tras la crisis sufrida en 2008. Concretamente, en la eurozona, donde la recuperación está siendo lenta y la inflación se encuentra en niveles alarmantemente bajos, la autoridad monetaria emprendió, en marzo, un programa de compra de activos a gran escala. Esta nueva medida de estímulo monetario reafirma que los tipos de interés se mantendrán en niveles mínimos por un periodo prolongado de tiempo, lo que acentúa la importancia de entender los efectos que este entorno monetario ultralaxo puede tener sobre los agentes económicos del sector privado (hogares y empresas), cuyo papel es clave a la hora de garantizar la efectividad de las políticas monetarias que persiguen generar crecimiento económico estimulando la demanda agregada. Para llevar a cabo este análisis, tomamos como referencia el comportamiento de los hogares y de las empresas en Japón, puesto que llevan más de 15 años conviviendo con un entorno monetario similar al que se enfrenta la eurozona.

### Deuda del sector privado de Japón y de la eurozona

(% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de Japón y del BCE.

Empecemos por las familias niponas. Al estallar la crisis de 1990, la situación de los hogares no era excesivamente crítica. Estos se caracterizaban por ser unos agentes muy ahorradores (tasas de ahorro de en torno al 20% de la renta disponible, 9 p. p. y 6 p. p. por encima de las de EE. UU. y de la eurozona al comenzar la crisis en 2008) y por sus niveles moderados de endeudamiento, del 69% del PIB. Los factores que explican esta composición del balance de las familias no eran solo culturales (palabras como «austeridad» o «frugalidad» se suelen relacionar con la cultura japonesa), sino que otros, como la demografía o factores institucionales, desempeñaron un papel importante. Entre estos últimos destacan los incentivos fiscales al ahorro, un sistema de pensiones públicas insuficiente o la dificultad para acceder al crédito por parte de los hogares, lo que les obligaba a ahorrar para hacer frente a grandes compras o de manera preventiva ante futuros shocks. A su vez, otro factor que favoreció el ahorro fue el hecho de que, por aquel entonces, el grueso de la población se encontraba en plena madurez, etapa del ciclo vital durante la cual más se tiende a ahorrar. En contraposición, la situación de las familias de la eurozona al estallar la crisis en 2008 difería notablemente de la japonesa, al presentar niveles de ahorro moderados, un consumo elevado y un fuerte endeudamiento en los países que más sufrieron la burbuja inmobiliaria,<sup>1</sup> como Irlanda (con una deuda de más del 120% del PIB en 2009) o España (de más del 80% del PIB en 2010).

El Banco de Japón, para combatir la intensa recesión económica y la deflación, llevó a cabo una política monetaria ultraacomodaticia (véase el artículo «Tribulaciones monetarias y fiscales: el largo camino hasta el *Abenomics*», en este mismo Dossier), reduciendo los tipos de interés oficiales al mínimo y manteniéndolos en esos niveles durante más de 15 años. Ese entorno debería haber estimulado la demanda agregada; sin embargo, en lo concerniente a los hogares, no fue así. Si bien la tasa de ahorro se redujo en más de la mitad después de 20 años, no fue a causa de un mayor consumo, sino porque el crecimiento de la renta bruta disponible se detuvo y la población envejeció considerablemente (la vejez es la etapa del ciclo de la vida en la cual se tiende al desahorro). El consumo de las familias entre 1995 y 2014 se estancó y, en promedio, apenas creció un 0,2% anual (frente al 4,5% en EE. UU. y el 2,8% en la eurozona). Algunos motivos que explican que los tipos de interés nominales en mínimos no incentivaran la demanda son que los tipos de interés reales se redujeron en menor medida, toda vez que la tasa de inflación se mantuvo en terreno negativo, y que, como algunos autores argumentan,<sup>2</sup> el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de los hogares fue débil. Concretamente, la teoría del consumo intertemporal sugiere circunstancias en las cuales reducciones en los tipos de interés reales pueden aumentar el ahorro y reducir el consumo, al contrario de lo que sucede, por norma general, en la mayoría de las economías. Este caso se daría para los agentes con elevados niveles de activos sobre su renta y con una baja pre-

El Banco de Japón, para combatir la intensa recesión económica y la deflación, llevó a cabo una política monetaria ultraacomodaticia (véase el artículo «Tribulaciones monetarias y fiscales: el largo camino hasta el *Abenomics*», en este mismo Dossier), reduciendo los tipos de interés oficiales al mínimo y manteniéndolos en esos niveles durante más de 15 años. Ese entorno debería haber estimulado la demanda agregada; sin embargo, en lo concerniente a los hogares, no fue así. Si bien la tasa de ahorro se redujo en más de la mitad después de 20 años, no fue a causa de un mayor consumo, sino porque el crecimiento de la renta bruta disponible se detuvo y la población envejeció considerablemente (la vejez es la etapa del ciclo de la vida en la cual se tiende al desahorro). El consumo de las familias entre 1995 y 2014 se estancó y, en promedio, apenas creció un 0,2% anual (frente al 4,5% en EE. UU. y el 2,8% en la eurozona). Algunos motivos que explican que los tipos de interés nominales en mínimos no incentivaran la demanda son que los tipos de interés reales se redujeron en menor medida, toda vez que la tasa de inflación se mantuvo en terreno negativo, y que, como algunos autores argumentan,<sup>2</sup> el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de los hogares fue débil. Concretamente, la teoría del consumo intertemporal sugiere circunstancias en las cuales reducciones en los tipos de interés reales pueden aumentar el ahorro y reducir el consumo, al contrario de lo que sucede, por norma general, en la mayoría de las economías. Este caso se daría para los agentes con elevados niveles de activos sobre su renta y con una baja pre-

1. En el caso de Japón, la burbuja inmobiliaria de 1990 no se originó a causa de los hogares, sino que eran las empresas las que invertían fuertemente en estos activos.  
2. Muellbauer, J. y Murata, K. (2009), «Consumption, land prices and the monetary transmission mechanism in Japan», CEPR.

disposición a intercambiar consumo en el tiempo, que, por tanto, tienden más a un consumo estable a lo largo del ciclo vital. Así, una caída de los tipos de interés reales a corto reduciría la rentabilidad del ahorro, lo que se traduciría en un menor consumo futuro. Y esto inclinaría a los agentes a compensar esta caída de la rentabilidad aumentando el ahorro actual para mantener niveles similares de consumo futuro.

En definitiva, el comportamiento de los hogares japoneses en relación con el ahorro ha cambiado radicalmente desde el inicio de la crisis hasta la actualidad. Si las familias ahorran menos, y, a su vez, el Gobierno cada vez pide prestado más, otro agente debe haber aumentado su capacidad de ahorro. Ello se debe a que un sector de la economía no puede pedir prestado si no hay otro que presta, ya sea otro agente de la economía doméstica o el resto del mundo (en este último caso, la necesidad de financiación se ha mantenido en niveles moderados a lo largo del tiempo). En consecuencia, la caída del ahorro de los hogares y el aumento de la deuda del Gobierno se ha visto compensado por la aparición de un nuevo agente ahorrador, el sector empresarial. Varios factores explican el hecho de que el entorno monetario acomodaticio de los últimos 15 años no haya incentivado la demanda agregada a través de una mayor inversión por parte del sector privado. El primero radicaría en la fuerte sobreinversión de las empresas al estallar la crisis, y en su baja rentabilidad.<sup>3</sup> El segundo factor se basaría en la necesidad de reducir sus niveles de deuda, ya que la burbuja inmobiliaria y financiera llevó a las empresas a endeudarse enormemente (un 140% del PIB en 1990). Tras la fuerte contracción del precio de estos activos, se vieron obligadas a sanear sus balances y a desapalancarse mediante una estrategia de contención del gasto y de retención de beneficios. Una vez que este proceso de desapalancamiento estuvo controlado, las empresas siguieron con su estrategia de retención de beneficios, dados el entorno de incertidumbre sobre el ciclo económico, una demanda agregada deprimida, un sistema impositivo que fomentaba dicha estrategia y, finalmente, la falta de alternativas atractivas para invertir esta liquidez. Todos estos elementos propiciaron un fuerte aumento del ahorro en el sector corporativo. En el caso de la eurozona, el proceso de desapalancamiento está siendo más moderado, debido también a que los niveles de deuda alcanzados fueron mucho menores que los japoneses (el máximo fue del 106% del PIB en 2009), y a que no se observa la propensión al ahorro empresarial que se dio en Japón.

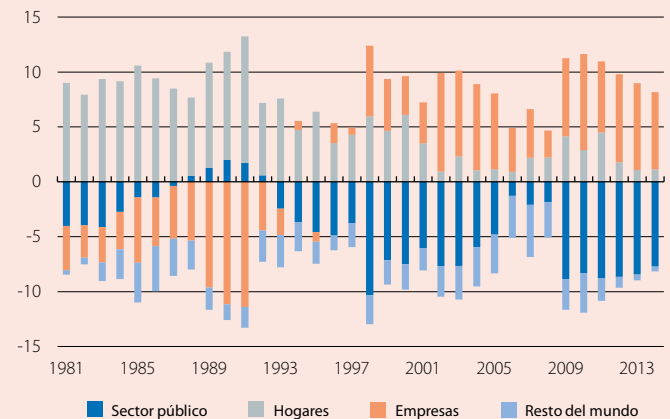
A modo de conclusión, son pocas las similitudes entre la economía japonesa y la eurozona en cuanto al balance del sector privado y su comportamiento se refiere. Respecto a los hogares, es poco plausible que la debilidad del mecanismo de transmisión de la política monetaria a la economía japonesa pueda ser extrapolable a la Europa continental, considerando las diferencias de fondo que existen entre una y otra región. De hecho, en la mayoría de países europeos ya se observan crecimientos nada despreciables del consumo privado. Asimismo, la posición financiera de las empresas europeas es, en general, más sólida en términos financieros, y ello ya está permitiendo que la inversión empiece a recuperarse.

Ariadna Vidal Martínez

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

### Japón: capacidad/necesidad de financiación neta por sectores

(% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

3. Ello se debe a un exceso de capital, que hace que la tasa de retorno de capital sea baja.