

TEMA DE ANÁLISIS

Japón después de la deflación: los desafíos para retomar el crecimiento



Resumen ejecutivo

Contexto. Tras décadas de inflación persistentemente baja y episodios de deflación, Japón parece estar transitando hacia una normalización de precios y de su política monetaria. La inflación se encuentra en torno a la meta de 2,0% y el Banco de Japón ha comenzado a recuperar espacio para utilizar instrumentos convencionales. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento continúan siendo acotadas y reflejan restricciones de carácter estructural.

Normalización monetaria

- La tasa de política monetaria permaneció prácticamente en cero desde 1999 hasta 2024.
- Desde agosto de 2025, la inflación se encuentra en torno a la meta de 2,0% del Banco de Japón.
- El Banco de Japón comenzó a elevar gradualmente su tasa de política monetaria desde fines de 2024.
- El FMI y el mercado proyectan nuevas alzas de tasas, consistentes con una inflación cercana a la meta.
- Pese a esta normalización, las proyecciones mantienen un crecimiento económico relativamente bajo.

Desafíos estructurales

- La baja fertilidad y el envejecimiento restringen progresivamente la disponibilidad de mano de obra.
- Japón mantiene un bajo crecimiento de la productividad respecto de otras economías.
- La deuda pública supera ampliamente a la de otras economías avanzadas y reduce el espacio fiscal.
- El PNB supera al PIB y su brecha se ha ampliado por las crecientes rentas provenientes del exterior.
- La creciente actividad japonesa en el exterior abre oportunidades para profundizar la inversión en Chile.

Conclusión. La recuperación de espacio para la política monetaria convencional constituye una condición necesaria, mas no suficiente, para que Japón retome una senda de mayor crecimiento. Las restricciones asociadas a la demografía, la productividad y la situación fiscal requerirán reformas estructurales y políticas públicas. Al mismo tiempo, la creciente generación de ingresos en el exterior matiza el bajo crecimiento doméstico y abre oportunidades para economías vinculadas con Japón, como Chile.

Japón después de la deflación: los desafíos para retomar el crecimiento

Japón constituye una economía particularmente relevante para Chile, tanto por la magnitud de la relación comercial como por su inserción común en la región Asia-Pacífico. En 2025, el intercambio bilateral de bienes alcanzó US\$11.062 millones, equivalente a 5,4 % del comercio exterior chileno, mientras las exportaciones hacia Japón ascendieron a US\$8.936 millones, representando 8,1 % de los envíos totales del país. La relación presenta, además, una marcada complementariedad productiva. Chile exporta principalmente recursos naturales, destacando el cobre, que representó 67,9 % de los envíos a Japón en 2025, mientras que las importaciones desde ese país muestran una presencia importante de bienes de capital y tecnología.

Esta relación se encuentra respaldada también por una arquitectura institucional de integración económica. Chile y Japón cuentan con un acuerdo comercial bilateral vigente desde 2007 y ambos forman parte del Tratado Integral y Progresista de Asociación Transpacífico (CPTPP), bloque que en 2025 concentró 12,3 % del intercambio comercial chileno y 13,8 % de sus exportaciones. A ello se suman espacios potenciales de cooperación más allá del ámbito estrictamente comercial, incluyendo la inversión, el desarrollo tecnológico y el intercambio militar y científico. Este último resulta particularmente pertinente considerando que Chile y Japón comparten una elevada exposición a riesgos sísmicos y volcánicos, lo que abre oportunidades para profundizar la cooperación y el aprendizaje mutuo en áreas como prevención, monitoreo, infraestructura resiliente y gestión de desastres. En este contexto, comprender los desafíos y transformaciones que enfrenta actualmente la economía japonesa resulta también relevante desde la perspectiva chilena.

La trampa de liquidez

La trampa de liquidez describe una situación en la que la economía se encuentra creciendo por debajo de lo esperado de manera consistente y el Banco Central, encargado de la política monetaria y por tanto de la tasa de interés, necesita reducirla aún más para incentivar el consumo, desincentivar el ahorro, en consecuencia impulsando el crecimiento económico y llevando la inflación de vuelta a la meta establecida. Sin embargo, aunque quisiera seguir bajándola, se encuentra restringido por lo que se conoce como *lower bound* o mínimo técnico. En términos teóricos suele asumirse que ese límite corresponde a cero, aunque en la práctica depende de cada país y muchas veces se ubica levemente por encima, como ocurre en Chile con un mínimo de 0,5 %.

Esta situación puede originarse en dos escenarios distintos. El primero corresponde a recesiones profundas acompañadas de inflación positiva, como sucedió durante la pandemia. En ese episodio, el Banco Central de Chile redujo la tasa hasta su mínimo técnico de 0,5 % con el objetivo de suavizar el shock negativo sobre la actividad, respuesta que no fue exclusiva del caso chileno y que replicaron la mayoría de los bancos centrales autónomos. Cuando el crecimiento presenta

bajo dinamismo, pero la inflación se mantiene positiva y controlada, la política monetaria conserva su efectividad, en la medida en que logra estimular el consumo y, con ello, la demanda agregada y por consiguiente el crecimiento económico.

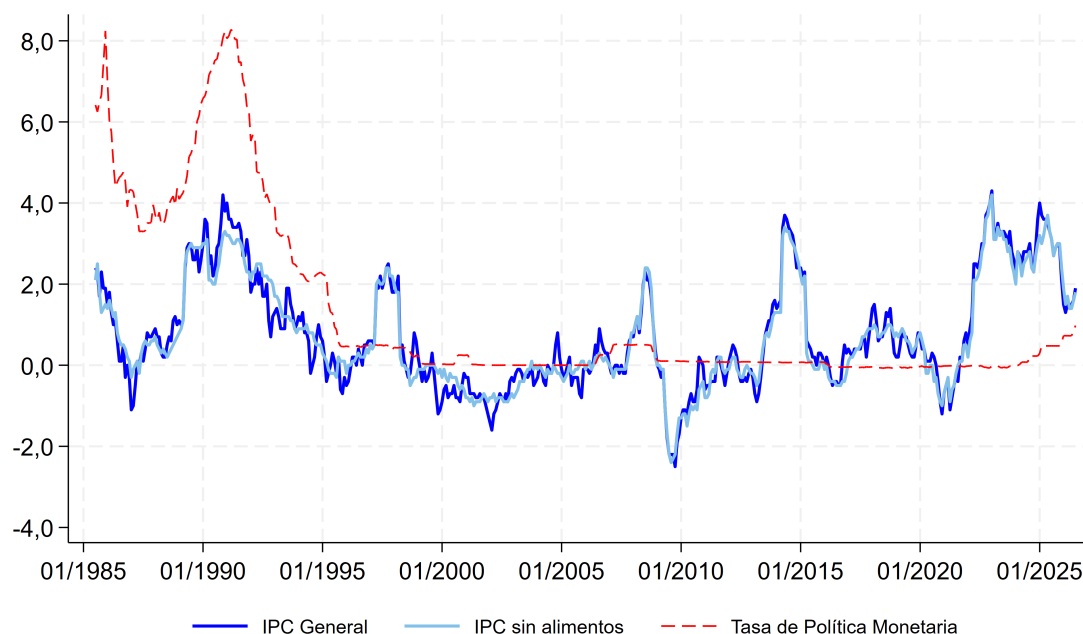
El segundo escenario es considerablemente más complicado para los bancos centrales, ya que la política monetaria tiende a perder efectividad. Se trata de los casos de deflación persistente junto con crecimiento económico rezagado. La deflación implica una caída generalizada del nivel de precios y, cuando se vuelve recurrente, se transforma en un problema tanto para la actividad económica como para la política monetaria. Los agentes *forward looking*, es decir, aquellos que forman expectativas racionales sobre el futuro, anticipan que los precios continuarán cayendo y posponen sus decisiones de consumo en cuanto sería más barato el consumo en el futuro relativo al presente. En el período siguiente aplican la misma lógica, y así sucesivamente. Bajo ese esquema, la deflación implica una contracción del consumo y, dado que este último constituye uno de los principales componentes de la demanda agregada, arrastra consigo al PIB tanto en su medición trimestral como anual. Las firmas, al observar la caída del consumo, ajustan la inversión a la baja y se genera un círculo vicioso.

En este contexto, una vez que el Banco Central advierte el inicio de un ciclo deflacionario, comienza a recortar la tasa de manera sostenida. Al constatar que esos recortes no logran reactivar el consumo ni elevar la inflación, continúa reduciéndola hasta alcanzar el mínimo técnico. Llegado ese punto ya no dispone de espacio extra para seguir bajándola y, si el ciclo deflacionario persiste, la política monetaria convencional pierde efectividad, puesto que el Banco Central no puede estimular la actividad por esa vía y el proceso deflacionario continúa.

El caso japonés ilustra este segundo escenario con particular nitidez, tal como se observa en el Gráfico N°1. Desde comienzos de los años noventa, el Banco de Japón (Banco Central japonés) inició un ciclo de recortes que llevó la tasa de política monetaria prácticamente a cero hacia 1999, nivel en torno al cual permaneció hasta 2024, año en el cual empezaron subidas muy graduales.

Como muestra el gráfico, la inflación en Japón comenzó a disminuir significativamente a partir de la década de 1990. A medida que esto ocurría, el Banco de Japón también inició un ciclo de recortes en su tasa de política monetaria, llevándola a un nivel prácticamente cercano a cero en 1999. En este contexto, durante la década de 1990 la inflación anual promedio en Japón correspondió a 0,84 % para el IPC general y a 0,90 % para el IPC sin alimentos.

Gráfico N°1: Variación interanual del IPC general, IPC sin alimentos y tasa de política monetaria del Banco de Japón (1985-2026, %)



Nota: Las series de IPC corresponden a variación anual y se leen en el eje izquierdo; la tasa de política monetaria, en el eje derecho.

Fuente: Statistics Bureau of Japan y Bank of Japan. Elaboración CEF.

A partir de la década del 2000 y hasta la crisis financiera de 2008-2009, tanto la inflación general como aquella sin alimentos, registraron una variación anual promedio de -0,20 %. De los 120 meses comprendidos entre 2000 y 2009, inclusive, solo 27 registraron una variación anual positiva (mayor a cero). En otras palabras, durante este período Japón enfrentó un problema deflacionario recurrente, lo que llevó al Banco de Japón a mantener su tasa de política monetaria en torno a su mínimo técnico, salvo por variaciones en meses específicos. Esta situación se mantuvo hasta fines de 2024 cuando comenzó a revertirse. La combinación de una tasa de política monetaria en su mínimo técnico y una inflación persistentemente baja, con frecuentes variaciones negativas, constituye una de las manifestaciones empíricas más claras de una trampa de liquidez.

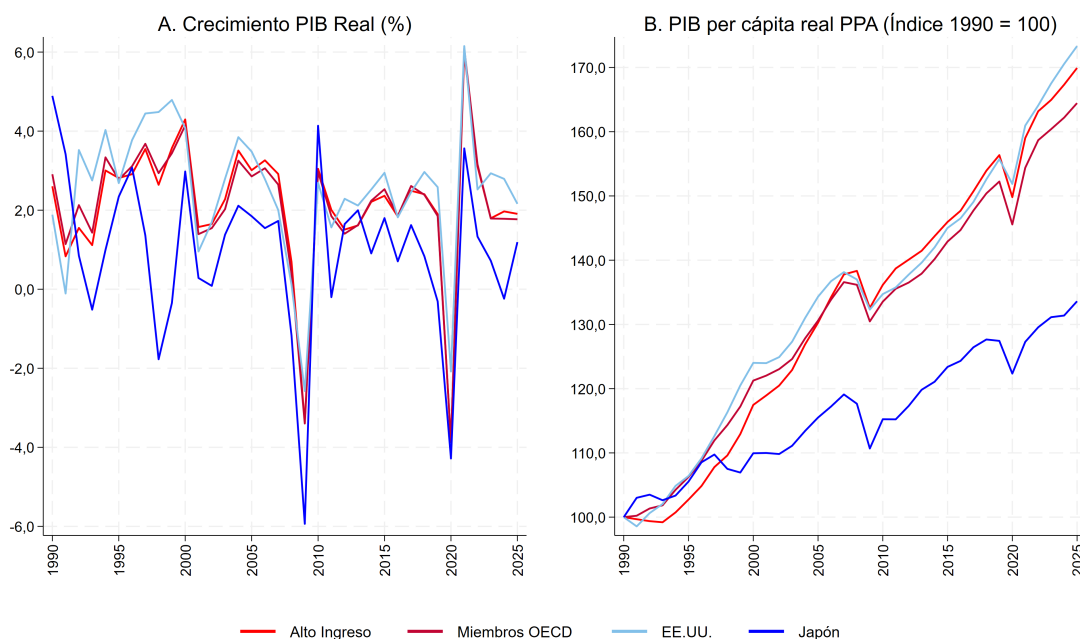
Lo anterior supuso una pérdida de efectividad para la política monetaria convencional en Japón. Frente a esta restricción, los bancos centrales que han enfrentado el límite inferior han recurrido a instrumentos no convencionales, conocidos como “política monetaria no convencional”, orientados a influir sobre las tasas de más largo plazo cuando la tasa de corto plazo ya no admitía recortes adicionales. El Banco de Japón fue pionero en esto y desplegó un conjunto de herramientas para lidiar con la problemática¹. La evidencia empírica sugiere que estos instrumentos mantuvieron cierta capacidad de estimular la actividad, el empleo y los precios de activos,

¹Carrière-Swallow, Kindberg-Hanlon y Smirnov (2025) documentan la secuencia completa de instrumentos no convencionales desplegados por el Banco de Japón e identifican, mediante datos financieros de alta frecuencia en torno a las reuniones de política monetaria, shocks separados de forward guidance y de compras de activos a gran escala. Los autores encuentran que ambos instrumentos generan respuestas consistentes con la teoría sobre la producción industrial, el desempleo, los precios accionarios y el tipo de cambio, si bien el efecto sobre el IPC subyacente solo resulta estadísticamente significativo en el caso de las compras de activos.

aunque su efecto sobre la inflación subyacente resultó más acotado y menos preciso que el de la política convencional.

Esta situación coincide, además, con un deterioro significativo del crecimiento de Japón respecto del resto de las economías desarrolladas. Como muestra el Gráfico N°2, durante los primeros años de la década de 1990 el crecimiento anual de Japón se mantuvo relativamente alineado con el observado en las economías de altos ingresos, los países miembros de la OCDE y Estados Unidos. Sin embargo, luego de un último repunte hacia mediados de la década, particularmente en 1996, la economía japonesa comenzó a mostrar un desempeño sistemáticamente inferior. Si bien esta diferencia puede observarse en las tasas de crecimiento real anual del panel A, se vuelve especialmente evidente al considerar su efecto acumulado. El panel B muestra la evolución del PIB per cápita real medido a paridad de poder adquisitivo (PPA), tomando 1990 como año base. Mientras Japón y las demás economías consideradas parten de niveles equivalentes por construcción, a partir de la segunda mitad de los años noventa comienza a abrirse una brecha que se amplía de manera persistente durante las décadas siguientes.

Gráfico N°2: Japón vs. el mundo desarrollado (1990-2025)



Fuente: Banco Mundial. Elaboración CEF.

Este menor dinamismo coincide temporalmente con el período de baja inflación y deflación recurrente descrito anteriormente. A su vez, permite entender por qué los distintos episodios de mayor inflación registrados durante estas décadas no se tradujeron necesariamente en un aumento de la tasa de política monetaria por parte del Banco de Japón. Como evidencia el Gráfico N°1, si bien existen repuntes inflacionarios en torno a la crisis financiera de 2008-2009, entre mediados de 2013 y comienzos de 2015 y, posteriormente, tras la pandemia², estos ocurrieron en

²En particular, el aumento de la inflación después de la pandemia en 2022 no fue exclusivo de Japón, sino que constituyó un fenómeno observado en gran parte de la economía mundial, asociado, entre otros factores, a las

un contexto en que la inflación había permanecido persistentemente baja y la economía japonesa continuaba mostrando un crecimiento inferior al de otras economías desarrolladas. Más aún, las proyecciones para ambas variables continuaban respondiendo a este mismo paradigma, de manera que, pese a estos episodios puntuales, las expectativas seguían apuntando a tasas de inflación y crecimiento reducidas. En consecuencia, el Banco de Japón mantuvo durante gran parte de este período su tasa de política monetaria en niveles excepcionalmente bajos.

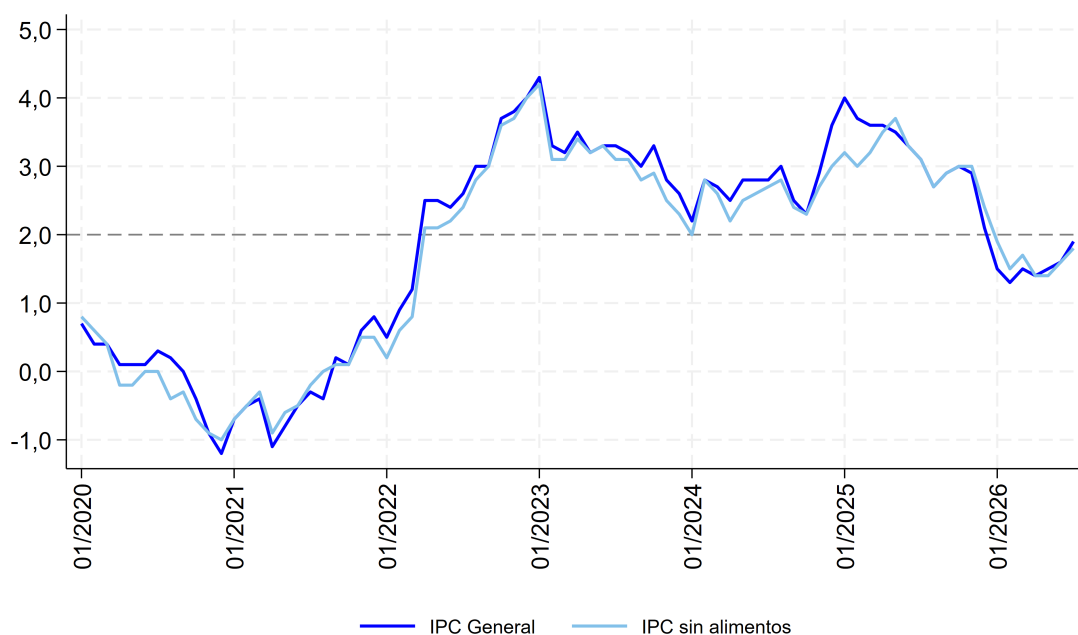
La evolución posterior a la pandemia, sin embargo, podría representar un cambio respecto de esta tendencia. A diferencia de episodios anteriores, la inflación se ha mantenido en terreno positivo de manera más persistente, permitiendo al Banco de Japón comenzar a aumentar su tasa de política monetaria desde fines de 2024. Esto abre una interrogante relevante para la economía japonesa. Si el país está efectivamente dejando atrás el escenario de inflación persistentemente baja que caracterizó las últimas décadas, la política monetaria podría recuperar gradualmente espacio para operar nuevamente mediante instrumentos convencionales. En este sentido, Japón podría encontrarse ante una oportunidad para abandonar parte de la dinámica de bajo crecimiento que ha caracterizado su economía desde fines de la década de 1990.

La normalización inflacionaria y las proyecciones económicas para Japón

Como se observa en el Gráfico N°3, desde fines de 2025 comenzó una normalización de los datos inflacionarios en Japón, tras el salto que se produjo en 2022 luego de la pandemia. Si la inflación interanual promedio fue de 3,3 % y 2,7 % en 2023 y 2024, respectivamente, desde agosto de 2025 esta cifra se encuentra en torno a 2,0 %, nivel correspondiente a la meta inflacionaria del Banco de Japón.

disrupciones de oferta y al fuerte estímulo implementado frente a la crisis sanitaria. Sin embargo, a diferencia de buena parte de las economías desarrolladas, en Japón este estímulo provino principalmente de una política fiscal expansiva, mientras la política monetaria no experimentó una expansión comparable, dado que las tasas de interés ya se encontraban en torno a su mínimo técnico.

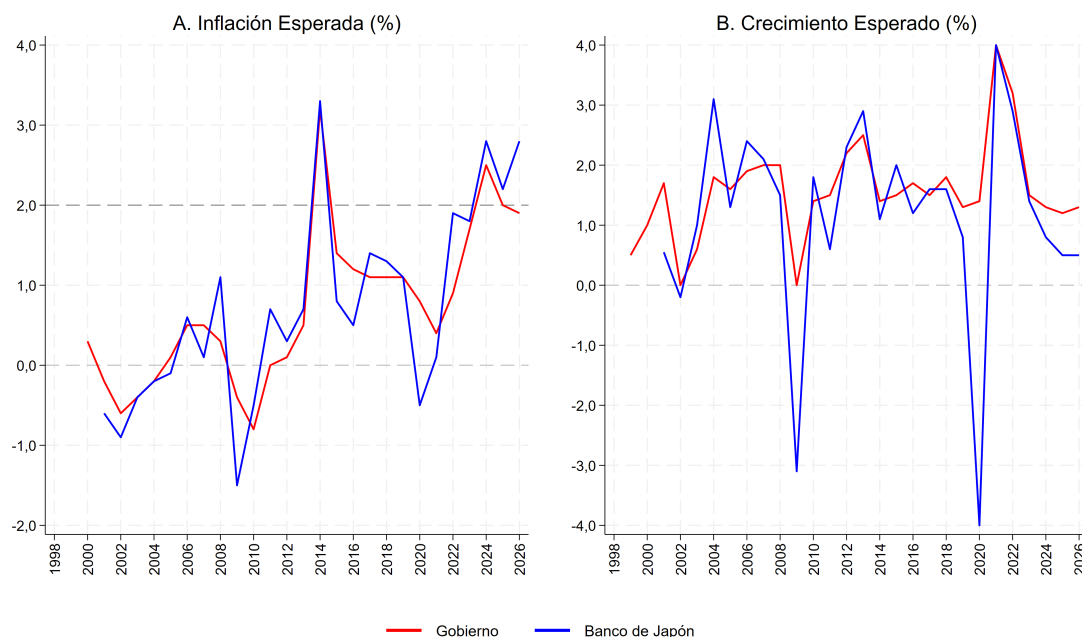
Gráfico N°3: Variación interanual (%) del IPC general e IPC sin alimentos en Japón desde 2020



Fuente: Statistics Bureau of Japan. Elaboración CEF.

Esta normalización de los datos inflacionarios ha implicado, a su vez, una normalización en las visiones a futuro sobre la trayectoria de la inflación, tanto por parte del Banco de Japón como del propio gobierno japonés. Como muestra el Gráfico N°4 en su panel A, durante la década de los 2000, marcada por los datos deflacionarios señalados previamente, las expectativas de ambas instituciones se enmarcaban en esa misma vecindad, con cifras esperadas negativas o en torno a cero para la inflación anual. Los saltos en las expectativas inflacionarias, coinciden también con los saltos efectivos mostrados en el Gráfico N°1 durante los episodios de la Crisis Subprime y entre 2013 y 2015. Tras la pandemia, ambas instituciones han proyectado aumentos de la inflación consistentemente al alza y, en términos históricos, la diferencia entre las proyecciones de ambas instituciones ha sido de 0,0 pp en promedio.

Gráfico N°4: Evolución de Expectativas de Inflación y Crecimiento Anual — Banco de Japón vs. Gobierno Japonés



Nota: Las series se construyen recopilando, para cada año, las proyecciones de inflación y crecimiento contenidas en los informes publicados por ambas instituciones, permitiendo reconstruir la evolución de sus expectativas a lo largo del tiempo.

Fuente: Bank of Japan y Cabinet Office (Gobierno de Japón). Elaboración CEF.

En cambio, esta normalización de las perspectivas inflacionarias no se ha trasladado a las expectativas de crecimiento, las que continúan siendo relativamente bajas. Como muestra el panel B del Gráfico N°4, tanto el Banco de Japón como el gobierno japonés han proyectado históricamente tasas de crecimiento acotadas, aunque este último ha tendido a ser más optimista, con proyecciones que se ubican, en promedio, 0,45 pp por sobre las del Banco de Japón. Esto es consistente con la visión que mantiene el Banco respecto del crecimiento potencial de la economía japonesa. En su último informe *Outlook for Economic Activity and Prices (July 2026)*³, este señala que el crecimiento potencial se mantiene “ligeramente positivo”, situándolo entre 0,5 % y 1,0 %.

En este mismo informe, el Banco de Japón señala que la inflación se ha ido acercando a su meta de 2,0 %. Sin embargo, desde el punto de vista de la política monetaria, será relevante observar si las expectativas de inflación logran anclarse en torno a dicha meta. En otras palabras, más allá de la normalización reciente de la inflación efectiva, será relevante determinar si los agentes esperan que esta convergencia hacia el 2,0 % sea persistente o si, por el contrario, aún incorporan en sus expectativas un eventual retorno al escenario de baja inflación y deflación que caracterizó a la economía japonesa durante buena parte de las décadas anteriores.

En ese sentido, esta visión no parece estar internalizada únicamente por las instituciones japonesas. Como muestra la Tabla N°1, tanto el FMI como el consenso de mercado proyectan una inflación en torno a la meta de 2,0 % durante los próximos años. Es decir, ambos también internalizan una normalización de la política monetaria, con tasas que se alejan del entorno de 0 %

³Ver <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor2607b.pdf>.

que caracterizó a Japón durante cerca de dos décadas. Esto ya se observa en los datos efectivos del Gráfico N°1, la tasa de política monetaria del Banco de Japón se encuentra actualmente en su nivel más alto desde julio de 1995, en otras palabras, le tomó cerca de 31 años volver a alcanzar estos niveles. A su vez, como muestra la Tabla N°1, tanto el FMI como el mercado internalizan nuevas alzas durante el segundo semestre de 2026⁴, consistentes con una inflación que se mantendría en torno a la meta.

⁴En cuanto proyectan para fin de año una tasa de política monetaria más alta que la actualmente efectiva.

Tabla N°1: Proyecciones para la economía japonesa (2026–2028)

Gobierno de Japón					
Mid-Year, jul-2026					
		Banco de Japón	año fiscal	FMI	Consenso de mercado
		Outlook, jul-2026	(entre paréntesis:	Article IV, abr-2026	Bloomberg
Indicador	Año	año fiscal	enero)	año calendario	año calendario
Actividad					
PIB real (var. % anual)	2026	0,6	0,9 (1,3)	0,8	0,7
	2027	0,8	1,1	0,6	0,8
	2028	0,8	-	0,6	0,9
Consumo privado (var. % anual)	2026	-	0,9 (1,3)	1,1	0,9
	2027	-	1,0	0,7	0,7
	2028	-	-	0,6	0,8
Precios					
IPC total (var. % anual)	2026	-	2,2 (1,9)	1,9	2,0
	2027	-	2,1	2,1	2,1
	2028	-	-	2,0	1,8
IPC subyacente (var. % anual) (1)	2026	2,5	-	2,4	1,9
	2027	2,4	-	2,1	1,8
	2028	2,0	-	2,0	1,5
Mercado laboral					
Tasa de desempleo (%)	2026	-	2,6 (2,4)	-	2,5
	2027	-	2,5	-	2,5
	2028	-	-	-	2,4
Tasas y tipo de cambio					
Tasa de política monetaria (% fin de período)	2026	-	-	1,2	1,3
	2027	-	-	1,5	1,7
	2028	-	-	1,5	1,7
Bono de gobierno a 10 años (% fin de período)	2026	-	-	2,3	2,9
	2027	-	-	2,4	3,0
	2028	-	-	2,5	2,9
Tipo de cambio (Yen/USD) (2)	2026	-	161,4 (155,2)	-	158,0
	2027	-	161,9	-	153,0
	2028	-	-	-	150,0
Sector externo y fiscal					
Cuenta corriente (% del PIB)	2026	-	- (5,5)	4,6	4,8
	2027	-	-	4,5	4,7
	2028	-	-	4,4	4,7
Balance fiscal global (% del PIB)	2026	-	-	-1,8	-2,9
	2027	-	-	-2,4	-2,7
	2028	-	-	-2,9	-2,4
Deuda pública bruta (% del PIB)	2026	-	-	202,9	-
	2027	-	-	199,6	-
	2028	-	-	197,2	-

Fuente: Bank of Japan, Cabinet Office (Gobierno de Japón), FMI y Bloomberg. Elaboración CEF.

Por otro lado, un elemento adicional que puede contribuir a esta trayectoria de la inflación corresponde a la evolución del tipo de cambio. Como muestra el Gráfico N°5, tras la pandemia se observa una depreciación sostenida tanto del tipo de cambio nominal como del real. En el primer caso, la depreciación del yen puede contribuir, mediante el traspaso de tipo de cambio a precios⁵, a mantener la inflación en torno a la meta. Sin embargo, la depreciación real tiene dos efectos. Si bien puede favorecer la competitividad externa de Japón y las utilidades de sus firmas globales y exportadoras, también encarece los bienes importados y, con ello, aumenta los costos que enfrentan los hogares y las pequeñas y medianas empresas, teniendo repercusiones potencialmente negativas en la demanda interna y por tanto en el crecimiento. El propio Banco de Japón señala esta dualidad en su *Outlook for Economic Activity and Prices (July 2026)*, destacando tanto el efecto favorable de la depreciación sobre las utilidades de las firmas globales como las dificultades que genera el aumento de los precios de importación para los hogares y empresas de menor tamaño.

Gráfico N°5: Evolución del tipo de cambio nominal y real de Japón



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System (US). Elaboración CEF.

Si bien parece existir un consenso, tanto entre las instituciones japonesas como en el mercado y los organismos multilaterales, respecto de que el problema deflacionario de Japón estaría siendo superado y que, en consecuencia, las restricciones que durante décadas limitaron el margen de acción de la política monetaria podrían comenzar a disiparse, el crecimiento económico japonés continúa enfrentando una serie de desafíos de carácter estructural. Las proyecciones de crecimiento de las propias instituciones japonesas, del mercado y de los organismos multilaterales son consistentes con este diagnóstico, al anticipar que la economía mantendría un bajo crecimiento durante los próximos años. La superación de estos desafíos requerirá, por tanto, de

⁵Esto dependiendo del coeficiente de *pass-through*.

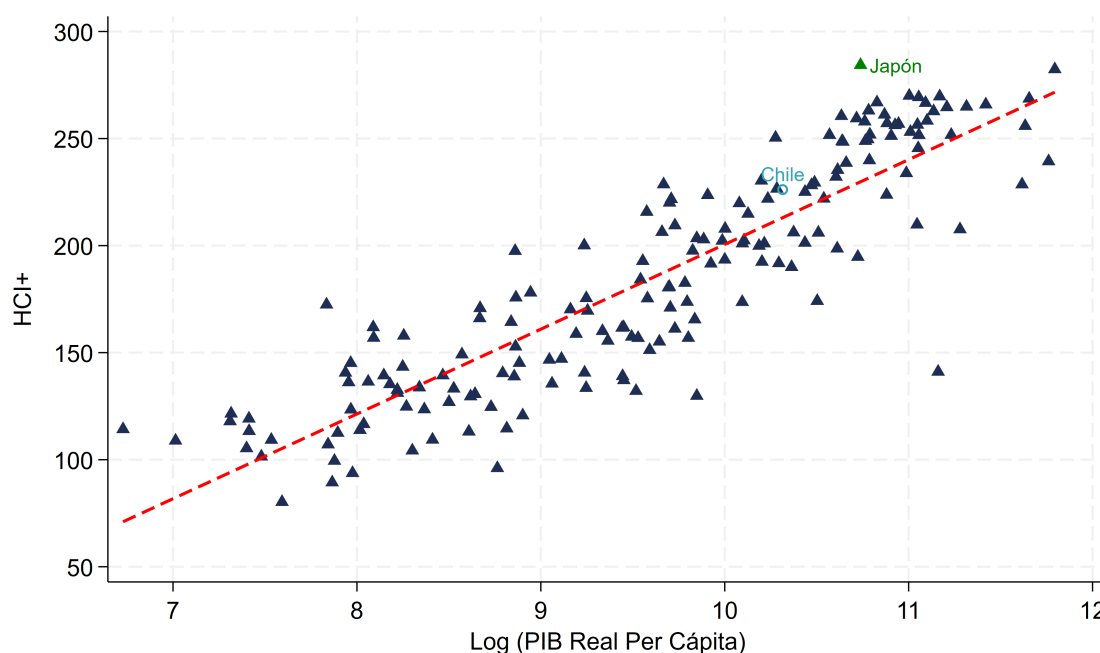
políticas públicas orientadas a abordar sus causas estructurales.

Desafíos pendientes para Japón

La normalización de la inflación en Japón supone un desafío menos en recuperar las tasas de crecimiento experimentadas previo a la década de los 90. Sin embargo, Japón enfrenta una serie de restricciones estructurales que requieren de políticas públicas relevantes para retomar la senda de crecimiento.

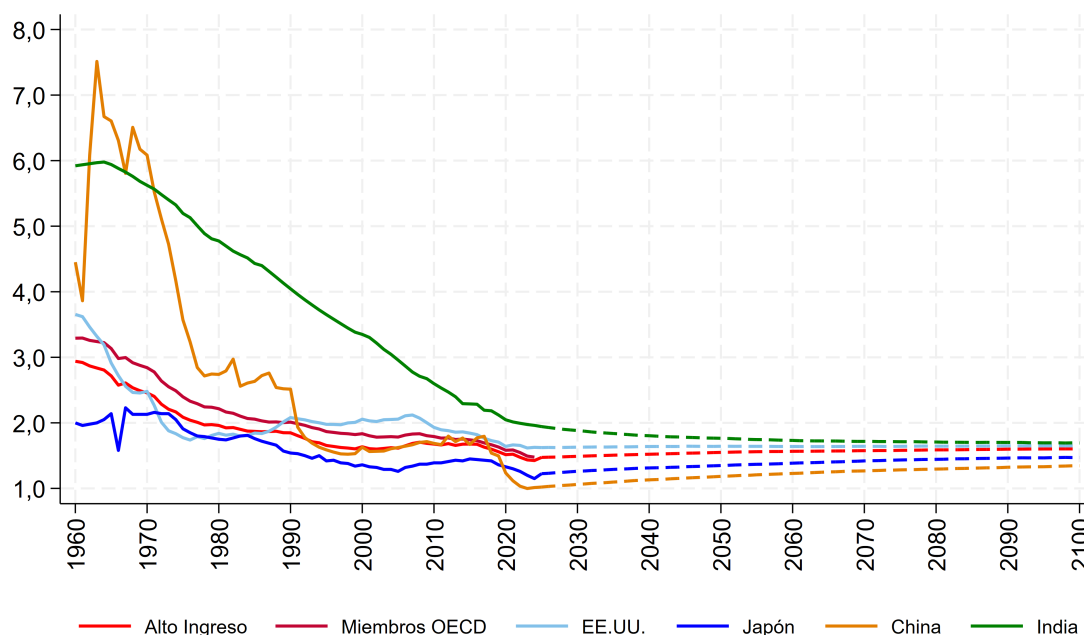
La primera tiene que ver con uno de los factores productivos, el trabajo. En economía, teóricamente se asume que una firma produce tanto con capital físico como con trabajo, es decir, personas. En el caso particular de Japón, como muestra el Gráfico N°6, el país cuenta con una mano de obra altamente calificada, incluso por sobre lo que sugeriría, en promedio, su nivel de ingreso per cápita. Por lo tanto, Japón no presenta necesariamente un problema de capital humano en sí, sino de cantidad de mano de obra disponible. Esto supone un problema de largo plazo para el mercado laboral. En ese sentido, se estima que, en países con bajos niveles de mortalidad, una tasa de fertilidad de aproximadamente 2,1 hijos por mujer corresponde al nivel de reemplazo de la población (United Nations Department of Economic and Social Affairs, 2021). Como muestra el Gráfico N°7, Japón se encuentra actualmente muy por debajo de este nivel y las proyecciones indican que, si bien se espera una recuperación gradual, la tasa de fertilidad se mantendría por debajo del nivel de reemplazo durante el resto del siglo. Esta situación le pone presión a la oferta de mano de obra en el mercado laboral japonés tanto en términos etarios dada la población envejecida y menos productiva en promedio, así como en su disponibilidad.

Gráfico N°6: Índice de Capital Humano y el Nivel de Ingreso



Fuente: Banco Mundial. Elaboración CEF.

Gráfico N°7: Proyecciones de la Tasa de Fertilidad (nacimientos por mujer)



Fuente: Banco Mundial. Elaboración CEF.

A su vez, del producto total de las firmas que no corresponde a la contribución del capital físico y del trabajo, queda un residuo, al cual se le asigna el nombre de productividad. La productividad total de factores (PTF), que en la práctica busca medir este residuo en la contribución de los factores, corresponde a una forma estándar de medir la productividad y permite analizar su crecimiento en el tiempo. Otra medida, más simple, corresponde a la productividad por trabajador, calculada como el producto dividido por el número de trabajadores, y analizar también su crecimiento en el tiempo. Bajo ambas medidas se puede calcular la brecha de crecimiento anual de estas entre Japón y una serie de economías. Tanto respecto del mundo desarrollado, que constituye la comparación más directa dado el nivel de ingreso de Japón, como de grandes economías emergentes, Japón presenta, en promedio, una brecha negativa desde la década de 1990, es decir, un menor crecimiento anual de la productividad respecto de estas economías. Como evidencia la Tabla N°2, esta brecha se observa tanto en el crecimiento de la PTF como en el de la productividad por trabajador⁶, lo que apunta a un problema de carácter estructural que requiere de políticas públicas, especialmente considerando que, dado su nivel de ingreso, Japón presenta un desempeño de productividad por debajo de lo esperado, situación que correlaciona con lo evidenciado en el Gráfico N°2 panel B.

⁶La brecha negativa es persistente desde la década de 1990 en el caso del producto por trabajador. Para la PTF, Japón supera en 2010-2018 a países de Alto Ingreso y miembros OECD en promedio. La brecha negativa persistente en el producto por trabajador desde los años 90, refuerza el argumento señalado acerca de los problemas estructurales en el mercado laboral japonés.

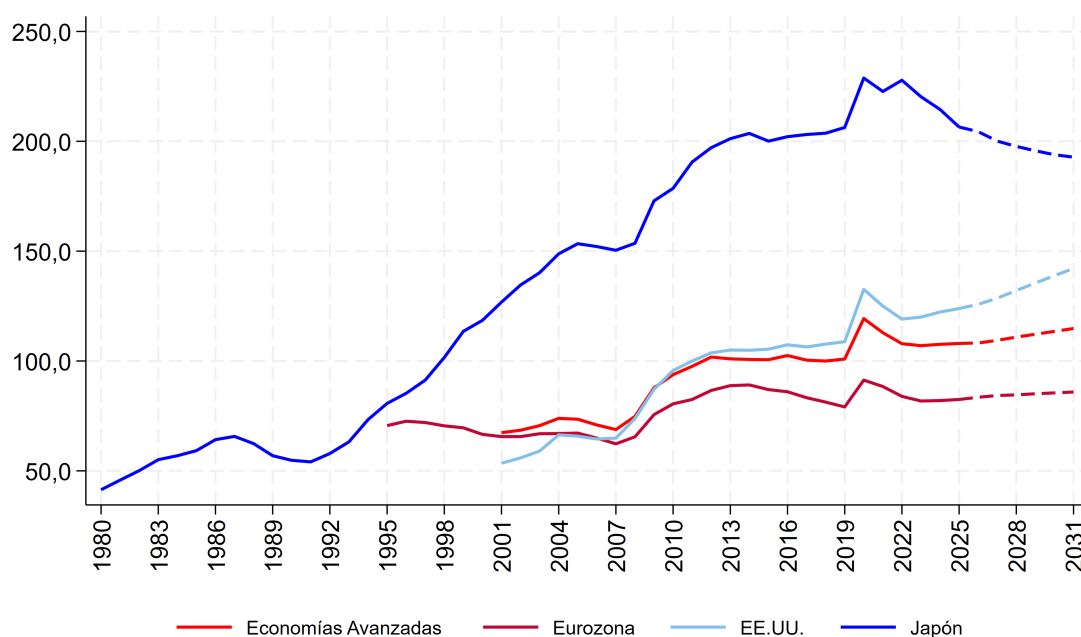
Tabla N°2: PTF y Productividad por Trabajador de Japón y el Resto del Mundo (crecimiento promedio por década, %)

Economía	1980-1989		1990-1999		2000-2009		2010-2018	
	Prod.		Prod.		Prod.		Prod.	
	PTF	trabajador	PTF	trabajador	PTF	trabajador	PTF	trabajador
Japón	1,03	3,48	-0,81	1,11	-0,38	0,59	0,62	0,85
Alto ingreso	-0,19	0,92	-0,05	1,75	-0,15	1,38	0,30	1,14
Miembros OCDE	0,13	1,59	-0,02	1,76	0,21	1,67	0,52	1,25
Estados Unidos	0,66	1,36	0,81	1,89	0,25	1,57	0,79	1,10
China	4,22	6,53	4,38	8,51	4,25	9,65	2,99	7,50
India	1,11	3,26	1,16	3,91	2,14	5,36	3,04	5,86

Fuente: Banco Mundial. Elaboración CEF.

Estas dos dimensiones corresponden a desafíos que Japón presenta en el ámbito de su mercado laboral. Otro desafío relevante para la economía japonesa corresponde al endeudamiento fiscal. Desde la década de los 90, Japón comenzó a aumentar fuertemente su nivel de deuda, coincidiendo con el período en el cual, como se señaló anteriormente, el crecimiento económico japonés comenzó a estancarse. Incluso considerando economías con niveles de ingreso y desarrollo similares, Japón constituye un caso atípico, con un nivel de endeudamiento muy por encima de lo que predice su nivel de ingreso, como muestra el Gráfico N°8.

Gráfico N°8: Deuda Bruta del Gobierno General (% del PIB)



Nota: Los datos que presenta el FMI para Japón empiezan en 1980. Para la Eurozona en 1995 y, por último, para EE.UU. y Economías Avanzadas en 2001.

Fuente: FMI. Elaboración CEF.

Asimismo, se observa que, para economías comparables, el principal cambio de tendencia en el nivel de deuda ocurre durante el período de la Crisis Subprime. Una dinámica similar se observa en Japón, donde, luego de una ralentización en el crecimiento de la deuda entre 2004 y 2008, tras la crisis, esta retoma la tendencia creciente observada previamente. Hacia adelante, las proyecciones del FMI incorporadas en el Gráfico N°8 anticipan una convergencia gradual en los niveles de endeudamiento fiscal en Japón y, al mismo tiempo, una trayectoria creciente en el conjunto de las economías avanzadas. Esta última dinámica resulta particularmente marcada en el caso de EE.UU., para el cual se proyecta un aumento sostenido y acelerado de la deuda durante los próximos años.

Este elevado nivel de endeudamiento constituye un desafío adicional para retomar una senda de mayor crecimiento, especialmente considerando que parte de los problemas estructurales señalados anteriormente requieren de políticas públicas para ser abordados. Una mayor carga asociada al servicio de la deuda reduce los recursos fiscales disponibles para financiar políticas orientadas a aumentar la productividad, ampliar la disponibilidad de mano de obra o realizar inversión pública. Asimismo, si el proceso de convergencia proyectado no se materializa, una percepción de mayor riesgo soberano podría traducirse en mayores tasas de interés de los bonos del gobierno japonés, las cuales actúan como referencia para el resto del mercado financiero interno. Esto podría encarecer el financiamiento de hogares y firmas y, por esta vía, reducir la inversión y el consumo de largo plazo. A su vez, un deterioro de la percepción sobre la sostenibilidad fiscal podría depreciar el yen ante una reasignación de capitales hacia activos considerados menos riesgosos, actuando como mecanismo de ajuste frente al panorama fiscal.

Finalmente, un elevado nivel de deuda reduce el espacio fiscal disponible para responder frente a nuevas crisis económicas o catástrofes naturales, estas últimas particularmente relevantes en el caso japonés. En este sentido, menor holgura fiscal limita la capacidad del gobierno para implementar políticas contracíclicas cuando estas sean necesarias. Este desafío adquiere todavía mayor relevancia considerando el envejecimiento de la población japonesa, que no solo reduce progresivamente la disponibilidad de mano de obra señalada anteriormente, sino que también aumenta las presiones sobre el gasto público asociadas a pensiones y salud. De esta forma, la consolidación gradual de la posición fiscal no solo permitiría reducir los riesgos asociados al elevado endeudamiento, sino también recuperar espacio para implementar políticas destinadas a abordar las restricciones estructurales que continúan limitando el crecimiento de Japón.

Todo lo anteriormente señalado en el informe es coherente con la visión de la OECD en su último *Economic Survey* para Japón (OECD, 2026). El organismo plantea que, tras tres décadas de inflación cercana a cero, la economía japonesa estaría transitando hacia un nuevo equilibrio de precios, salarios e ingresos, en el que la normalización monetaria debiese continuar de manera gradual en la medida en que la inflación converge a la meta de 2,0%. Sin embargo, advierte que sostener ese tránsito exige avanzar de forma simultánea en las tres dimensiones señaladas previamente.

En materia fiscal, señala que la deuda bruta japonesa es la más alta de la OCDE, en torno a 206 % del PIB en 2024, y que revertir su trayectoria requiere una estrategia creíble de consolidación de mediano plazo que contenga las presiones de gasto asociadas al envejecimiento en

pensiones, salud y cuidados de largo plazo, y que a la vez eleve la recaudación, principalmente por la vía del impuesto al consumo, cuya tasa de 10 % se ubica entre las más bajas del bloque. Se señala que será necesaria una combinación de consolidación fiscal y reformas estructurales que impulsen el crecimiento de la productividad y la oferta laboral para situar la deuda pública en una trayectoria descendente.

En el mercado laboral, proyecta caídas significativas en las tasas de empleo bajo un escenario de políticas sin cambios y recomienda extender la vida laboral, facilitar el acceso de trabajadores migrantes y mujeres, reducir la dualidad⁷ entre contratos regulares y no regulares, y mejorar la pertinencia y calidad de la capacitación de adultos.

En productividad, atribuye el rezago a la desaceleración en la inversión de capital desde el año 2000, al bajo crecimiento de la PTF y a un dinamismo empresarial débil en perspectiva internacional, por lo que propone fortalecer la competencia, atraer inversión extranjera directa, cuyo stock es el menor de la OCDE en torno a 5 % del PIB, y reformar el marco de innovación e incentivar seguir carreras STEM⁸, particularmente en mujeres.

Todo lo señalado sugiere que la recuperación de espacio para la política monetaria convencional constituye una condición necesaria, mas no suficiente, para que Japón retome una senda de mayor crecimiento. Para esto último, serán necesarias reformas estructurales y políticas públicas profundas que permitan abordar los desafíos que continúan limitando el crecimiento de la economía japonesa.

Más allá del PIB: el ingreso generado por Japón en el exterior

Si bien todo lo mencionado anteriormente respecto del PIB se mantiene, esta medida no distingue entre la producción atribuible a residentes y no residentes de una economía. En términos simples, el PIB mide el valor de los bienes y servicios producidos dentro de un territorio durante un período determinado; en este caso, por ejemplo, la producción generada dentro de Japón durante un año. Sin embargo, esta medida no incorpora la renta que los residentes japoneses obtienen a partir de su actividad y sus inversiones en el exterior. En este sentido, una medida complementaria que permite aproximarse de mejor manera al ingreso generado por los residentes de una economía corresponde al Producto Nacional Bruto (PNB), actualmente denominado Ingreso Nacional Bruto (INB). Contablemente, este puede expresarse como:

$$PNB_t = PIB_t + PFN_t \quad (1)$$

donde PIB_t corresponde al Producto Interno Bruto del país en el período t , mientras que PFN_t representa los pagos netos a factores provenientes del exterior, definidos como las rentas que los residentes reciben desde el exterior menos aquellas pagadas a no residentes. Esta distinción resulta relevante porque el PIB responde a un criterio territorial, se incluye la producción

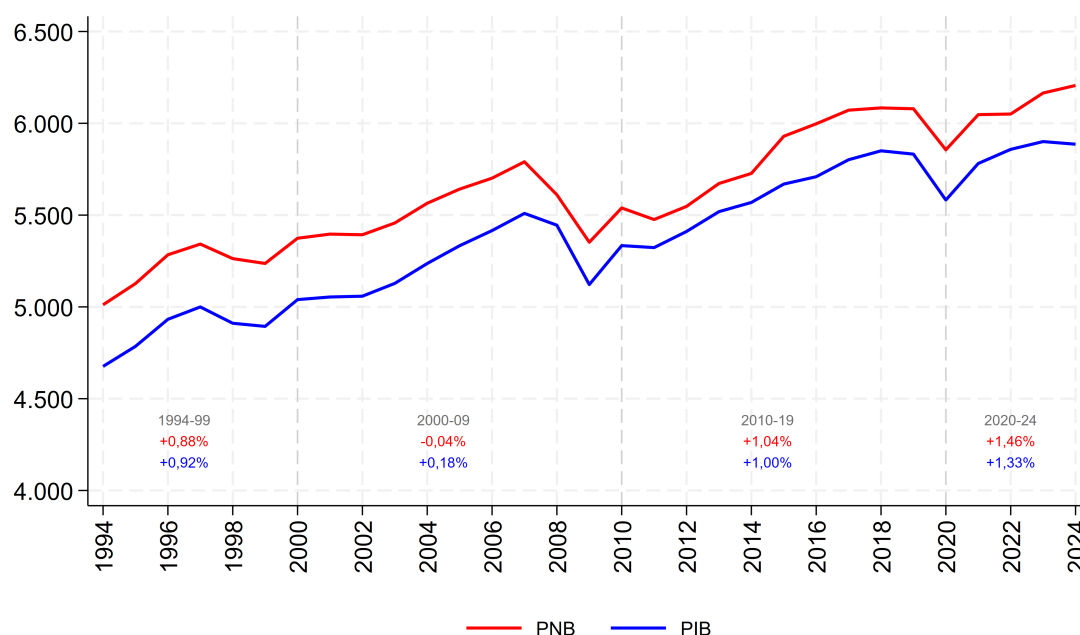
⁷Alta división entre trabajadores regulares y no regulares. Los primeros presentan una protección laboral muy alta relativo a los segundos. La OECD recomienda relajar la legislación al respecto.

⁸Ciencias, tecnología, ingeniería y matemática.

generada dentro del país independientemente de la residencia de quienes perciben las rentas asociadas a este y, al mismo tiempo, excluye aquella generada en el exterior por residentes de la economía doméstica. El PNB, en cambio, ajusta el PIB por estos flujos de renta, sumando las rentas obtenidas por residentes desde el exterior y descontando aquellas obtenidas por no residentes desde la economía doméstica. De esta forma, cuando los pagos netos a factores son positivos, como ocurre en Japón, el PNB es superior al PIB.

La situación anteriormente descrita se observa en Japón desde la década de 1990 y, durante los últimos años, la brecha entre ambas medidas ha tendido a ampliarse, como muestra el Gráfico N°9. Esto implica que las rentas netas percibidas por los residentes japoneses desde el exterior han adquirido una importancia creciente. Este fenómeno matiza, en parte, el argumento expuesto en este informe, ya que, si bien la producción generada dentro de Japón mantiene un bajo crecimiento, en términos de ingreso los residentes japoneses se benefician de rentas crecientes provenientes del exterior⁹. En efecto, como muestra el Gráfico N°9, al calcular la tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) para cada década, desde la década de 2010 el PNB ha crecido a una tasa superior a la del PIB. Esta diferencia se acentúa durante el período 2020-2024, cuando el PNB registra un crecimiento anual compuesto de 1,46 %, frente a 1,33 % del PIB.

Gráfico N°9: PNB vs. PIB en Japón (Miles de Millones de USD PPA constantes de 2021)



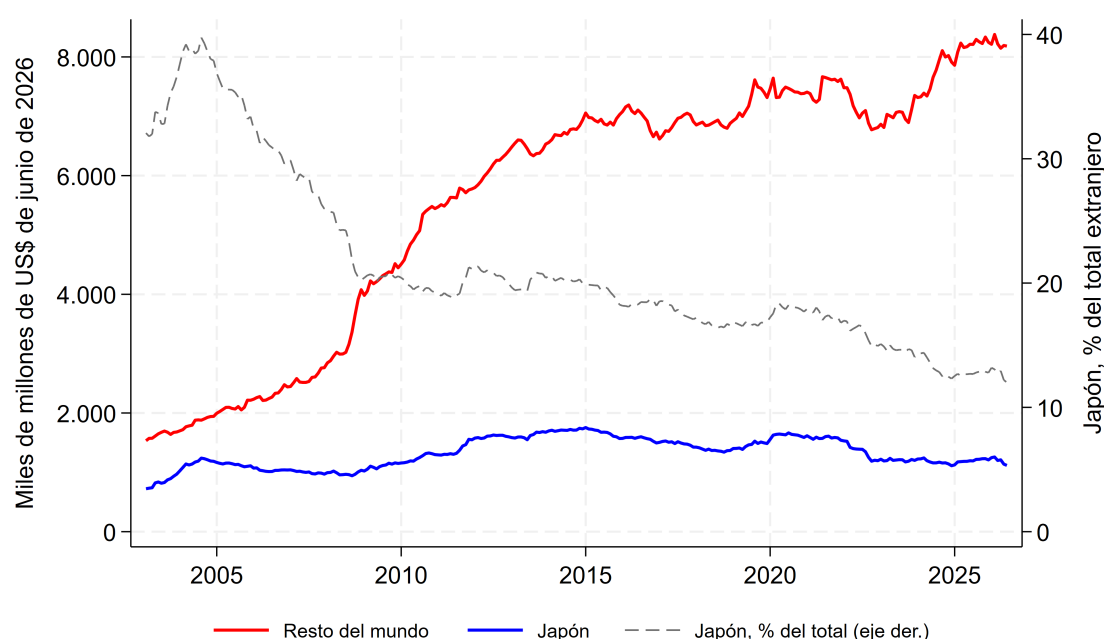
Fuente: Banco Mundial. Elaboración CEF.

Otra dimensión relevante es que, en parte, producto de las bajas tasas de interés que caracterizaron durante décadas al mercado doméstico japonés, los inversionistas japoneses han destinado una proporción importante de sus recursos a activos en el exterior, particularmente a bonos del gobierno de Estados Unidos. Actualmente, Japón es el mayor tenedor extranjero de títulos del Tesoro estadounidense, considerando conjuntamente instrumentos de corto y largo plazo.

⁹En parte, la depreciación del yen puede ser responsable de este efecto también.

Si bien Japón mantiene esta posición, su participación dentro del total de tenencias extranjeras ha disminuido de forma sostenida, desde niveles cercanos a un tercio a comienzos de los 2000 hasta alrededor de 12 % en la actualidad. Esto responde principalmente al mayor crecimiento de las tenencias del resto del mundo, ya que entre febrero de 2003 y junio de 2026 las posiciones japonesas se multiplicaron por 1,5 en términos reales, frente a 4,1 veces del total. Aun así, Japón continúa siendo el principal tenedor extranjero de deuda del gobierno estadounidense. Esta dimensión resulta especialmente relevante en el contexto señalado anteriormente, en cuanto estos activos constituyen una de las fuentes de las rentas provenientes del exterior que contribuyen a explicar la brecha entre el PNB y el PIB japonés.

Gráfico N°10: Tenencias extranjeras de títulos del Tesoro de Estados Unidos y participación de Japón



Nota: Series deflactadas usando el IPC de EE.UU.

Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis. Elaboración CEF.

Esta dimensión del ingreso nacional no elimina los desafíos estructurales analizados a lo largo de este informe ni modifica las perspectivas de bajo crecimiento de la economía japonesa, pero sí matiza su interpretación. Japón enfrenta importantes restricciones para expandir su producción doméstica, asociadas principalmente a la evolución de su productividad, su demografía y su situación fiscal, al mismo tiempo que sus residentes y empresas han logrado generar una proporción creciente de sus ingresos fuera del país. Este fenómeno también resulta relevante para economías vinculadas comercial y financieramente con Japón, como Chile. En la medida en que una parte creciente de la actividad de las empresas y del capital japonés se desarrolla fuera de sus fronteras, se abren oportunidades para aquellos países capaces de atraer estos flujos de inversión. En este sentido, para Chile la relación económica con Japón no se limita únicamente al comercio bilateral, sino que también existe espacio para profundizarla mediante la atracción de

inversión japonesa, particularmente en un contexto en que las restricciones estructurales de la economía japonesa aumentan la relevancia de las oportunidades de crecimiento en el exterior.

Referencias

Carriere-Swallow, Y., G. Kindberg-Hanlon y D. Smirnov (2025). Macroeconomic Effects and Spillovers from Bank of Japan Unconventional Monetary Policy. IMF Working Papers, 2025(227). <https://doi.org/10.5089/9798229029582.001>.

OECD (2026). OECD Economic Surveys: Japan 2026. OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/54cc833d-en>.

Subsecretaría de Relaciones Económicas Internacionales (SUBREI) (2026). Perspectivas del comercio exterior de Chile y sus principales socios comerciales: Año 2025. Ministerio de Relaciones Exteriores de Chile, abril de 2026.

United Nations Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2021). Global Population Growth and Sustainable Development. UN DESA/POP/2021/TR/NO. 2.