

El suave despegue de la economía japonesa

ANTONIO CARRASCOSA MORALES*

La recuperación económica de Japón es un hecho aunque todavía sea parcial y frágil. El resultado positivo del primer trimestre de 2000, un crecimiento del 2,4 por 100 con respecto al trimestre anterior y un 10 por 100 en tasa anualizada, ha hecho que renazca el optimismo sobre la evolución futura de la economía nipona. El presente artículo se centra en las perspectivas económicas que se abren a la segunda potencia económica del mundo en los próximos meses.

Palabras clave: desarrollo económico, recuperación económica, crecimiento económico, Japón, 2000.

Clasificación JEL: O50.

Japón está siendo noticia en las últimas semanas por cuestiones políticas y económicas. En primer lugar, a mediados de junio se anunció el dato del PIB del primer trimestre de 2000 (y, por tanto, del año fiscal 1999). El resultado positivo de ese trimestre (un crecimiento del 2,4 por 100 con respecto al trimestre anterior y un 10 por 100 en tasa anualizada), tras dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, y la superación, aunque haya sido por una décima, del objetivo de crecimiento anual del Gobierno, ha hecho que renazca el optimismo sobre la evolución futura de la economía nipona. En segundo lugar, las elecciones generales del 25 de junio han reafirmado el conservadurismo del pueblo japonés y la continuidad del PLD como punto de referencia básico del sistema político en Japón. En este artículo vamos a centrarnos en las perspectivas económicas que se abren a la segunda potencia económica del mundo en los próximos meses.

Antes de todo conviene examinar con mayor detalle el último dato publicado del PIB:

* Consejero Económico y Comercial. Embajada de España en Tokio.

• Aunque la magnitud del crecimiento trimestral es incuestionable, hay que recordar que se han producido varios hechos extraordinarios (los efectos «año 2000» y «año bisiesto» y la anticipación de la realización de proyectos de inversión ante la próxima entrada en vigor de la restrictiva *Large Store Location Law*) que han reforzado el crecimiento del PIB en ese trimestre. Todos los analistas prevén un mayor crecimiento del PIB para el año fiscal 2000, por ejemplo, la OCDE prevé un 1,4 por 100, aunque todavía pueden observarse altibajos en algún trimestre.

• La fortaleza de la inversión privada (que representa un 17 por 100 del PIB japonés), aunque su crecimiento durante el año fiscal 1999 haya sido negativo, está siendo y será el factor clave de la recuperación del PIB en Japón.

• El consumo privado (un 61 por 100 del PIB japonés) ha registrado el mayor crecimiento desde el primer trimestre de 1997. La mejoría se consolidará si la inversión y el PIB siguen creciendo a un ritmo adecuado.

• La sorpresa ha sido total en el dato de aportación del sector público al crecimiento del PIB.



P A I S E S

Cuando todos los analistas preveían una aportación moderadamente positiva, el resultado final ha sido negativo. La causa ha estado en la severa contracción de la inversión pública. La mala situación financiera de los ayuntamientos parece que está detrás de este descenso de la inversión pública.

- Por último, el sector exterior ha tenido una aportación positiva relevante al crecimiento del PIB. La formidable recuperación de las economías asiáticas y la fortaleza del crecimiento norteamericano y, en menor medida, europeo han impulsado las exportaciones japonesas. Por otro lado, a pesar de la incipiente recuperación japonesa no han aumentado todavía significativamente las importaciones en dicho trimestre.

Un crecimiento del 0,6 por 100 en 1999, después del desastroso resultado registrado en el ejercicio fiscal 1998 (el PIB decreció un 1,9 por 100), no debe inducir a un optimismo exagerado. Por otra parte, algo que se debe tener claro es que las tasas de crecimiento registradas por Japón hasta finales de los años 80 son ya una cuestión histórica. A partir de ahora, las tasas de crecimiento potencial típicas de las economías maduras serán el punto de referencia para Japón (el MITI considera que para los años próximos esa tasa potencial estaría alrededor del 2 por 100, es decir, por debajo del nivel de las economías citadas). Veamos qué podemos esperar en los próximos meses de la economía japonesa.

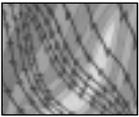
En general, aunque las reestructuraciones empresariales restarán optimismo y crecimiento a corto plazo (hay que recordar que en muchos sectores hay todavía exceso de capacidad: siderurgia, vehículos de motor, construcción naval, industria del metal, máquinas herramientas, refinado de petróleo, grandes almacenes, construcción, etcétera) *el crecimiento del PIB en el ejercicio fiscal 2000 será más sólido que en 1999*. Los principales factores de riesgo son, por un lado, un *hard landing* de la economía de EEUU y, por otro lado, una excesiva apreciación del yen. También hay que reseñar que la recuperación económica se está centrando por el momento en un número limitado de sectores (básica-

mente, equipos para el sector de «IT», telecomunicaciones y sector financiero). Si se consolida la recuperación, ésta debería extenderse a más sectores (especialmente, a aquellos en los que las reestructuraciones empresariales hayan avanzado más).

La *política fiscal* seguirá siendo presumiblemente expansiva, aunque probablemente no se alcance el nivel de gasto extraordinario de ejercicios anteriores (habría que aprobar un paquete de relanzamiento después del verano, con un gasto público real de 3 billones de yenes, para alcanzar el nivel de gasto de 1999). Un factor que frenará la alegría expansionista del Gobierno nipón es el franco deterioro de las finanzas públicas registrado en los últimos años. El déficit público alcanzará este año un 11 por 100 del PIB y la deuda pública bruta en circulación llegará este año al 122 por 100 del PIB. Si a los datos anteriores le añadimos que en Japón se utilizan los depósitos postales (unos 250 billones de yenes) para financiar «extrapresupuestariamente» gasto público y que las obligaciones del programa estatal de garantías de préstamos para pequeñas empresas pueden ascender a unos 60 billones de yenes, el nivel real del déficit público japonés, contabilizado, por ejemplo, según la metodología europea, se vería incrementado sustancialmente.

El citado déficit público ha tenido como contrapartida un significativo superávit financiero (o «exceso de ahorro») del sector privado, en especial, de las empresas privadas japonesas, derivado del escaso esfuerzo inversor realizado por las empresas en los últimos años, de la reducción de las posibilidades de financiación ajena de las empresas por la aguda crisis bancaria padecida, del deterioro patrimonial de muchas empresas, de la generalización de procesos de racionalización de gastos y de la cada vez más necesaria consideración, a la hora de acometer una inversión, de su impacto sobre rentabilidad de los activos (ROA) de las empresas. Con la consolidación de la recuperación de la inversión privada, el exceso de ahorro mencionado se debilitará y lógicamente cambiará de signo.

Desde hace meses el Banco de Japón ha expuesto los requisitos que deberían cumplirse



P A I S E S

para abandonar la *política de tipos de interés cero*: recuperación clara de los beneficios empresariales, finalización del descenso de la inversión privada, expansión de la producción industrial, finalización del proceso de saneamiento del sector bancario y recuperación sostenida del consumo privado. Como puede apreciarse, el Banco de Japón tiene cada vez menos argumentos para continuar con la política monetaria mencionada, aunque la mantendrá hasta que la recuperación económica esté más consolidada.

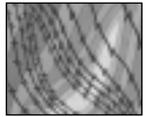
En la citada polémica sobre la política monetaria japonesa, se ha recordado recientemente que, en el pasado, unas condiciones monetarias laxas han dado lugar a un exceso de liquidez y a *burbujas financieras e inmobiliarias* en Japón. Justo antes del primer *shock* del petróleo (1974), la burbuja se extendió a los mercados de acciones y de inmuebles. Lo mismo ocurrió durante la segunda mitad de la década de los 80, aunque en esa ocasión también se extendió al mercado de obras de arte. Coincidiendo con la introducción de la política de tipos cero (1999), se observa el inicio de una fase de exceso de liquidez (la relación entre la oferta monetaria y el PIB está por encima de su línea de tendencia), aunque todavía claramente inferior a las anteriores. En esta fase, el exceso de liquidez se está invirtiendo en acciones tecnológicas y en bonos públicos japoneses (los bancos están contribuyendo extraordinariamente a estas compras de bonos, compensando de esta forma la escasez de créditos en las operaciones de activo de dichas entidades). En las dos fases de exceso de liquidez registradas en los años 70 y 80, la política monetaria laxa se mantuvo hasta bien avanzada la burbuja especulativa, estallando la misma tras el endurecimiento brusco de la política monetaria. Un mayor crecimiento del PIB en los próximos meses alterará el valor del citado exceso de liquidez y nos permitirá valorar mejor si nos estamos adentrando o no en una burbuja financiera.

Por otra parte, un mayor dinamismo del PIB puede traer consecuencias sobre los *tipos de interés a largo plazo*. Según la Agencia de Planificación Económica de Japón, siempre que la tasa

prevista de crecimiento del PIB se ve superada por los datos reales, los tipos a largo «absorben» dicha discrepancia. Para el ejercicio fiscal 2000 la tasa prevista de crecimiento del PIB, por las autoridades japonesas, es del 0,9 por 100. En consecuencia, si se confirmara que la tasa de crecimiento real, en el ejercicio 2000, es de un 1,4 por 100, los tipos a largo no podrán mantenerse en los niveles de 1999 (la tasa media de rendimiento de los bonos públicos japoneses a 10 años ha sido un 1,72 por 100). No parece que dicha subida signifique un obstáculo relevante en el proceso de recuperación económica. Sólo si otros factores perturbadores de los tipos a largo (reforma del sistema de depósitos postales, valoración de los agentes del crecimiento del déficit público, etcétera) se recrudecen, podrían alcanzarse unos niveles poco favorables para la recuperación económica. Asimismo, hay que recordar que el voluminoso superávit por cuenta corriente de Japón (en 1999, unos 12 billones de yenes) es un «colchón» que frena las presiones alcistas sobre los tipos de interés.

La *fortaleza del yen* está sorprendiendo a muchos analistas. Como decía recientemente José Juan Ruiz en el periódico *Expansión* (14/06/00): «Hasta finales de la década de los ochenta a nadie le sorprendía esta fortaleza cambiaria. Al fin y al cabo, la economía japonesa era un modelo para todo el mundo: crecimientos medios entre 1960 y 1980 del 8,8 por 100, tasas de ahorro interno por encima del 25 por 100 del PIB que permitían, pese al elevado esfuerzo de inversión, seguir generando superávit de balanza corriente anuales promedio del 1,6 por 100 del PIB, baja inflación y sólidas cuentas públicas ... Era, pues, absolutamente «normal» que su moneda reflejara estos excelentes fundamentales macro».

En los últimos años todo el panorama descrito (excepto en lo que respecta al superávit por cuenta corriente) ha cambiado, pero la apreciación del yen respecto al dólar y al euro ha continuado y sus reservas internacionales han seguido creciendo. La razón está en el saldo positivo de su balanza básica, es decir, «la suma de su superávit de balanza corriente y de los flujos netos de inversión directa y de cartera en el exterior se situaron



en 1999 en torno al 4 por 100 y este año van a bordear el 3 por 100 del PIB japonés. Mientras que esto siga ocurriendo, no hay forma de que el yen deje de ser una moneda «apreciada» en términos de fundamentales económicos» (J. J. Ruiz, *op. cit.*).

Como ya hemos visto, no parece que a corto plazo dicha tendencia se vea modificada. Por un lado, la OCDE prevé para este año un superávit corriente del 2,6 por 100 respecto al PIB y para el año 2001, del 2,9 por 100. Por otro lado, los últimos datos publicados sobre inversiones netas de valores japoneses por no residentes (mayo de 2000) confirman que la presión alcista sobre el yen de dichas operaciones se está manteniendo. En algunos activos como, por ejemplo, bonos, hay todavía recorrido para la inversión de no residente, ya que éstos sólo poseen un 3 por 100 de los bonos japoneses y un 4 por 100 de los bonos emitidos por el Gobierno. Ese porcentaje es del 14 por 100 para las acciones (a finales de marzo de 2000). Si nos fijamos en las inversiones directas en Japón, el año 1999 ha registrado un récord histórico (alcanzando casi los 2 billones y medio de yenes) y no se espera que cambie esa tendencia en un próximo futuro. Las inversiones japonesas en el exterior no contrarrestarán la tendencia citada. Lo que, por otra parte, parece claro es que cotizaciones del dólar cercanas a los 100 yenes desencadenarán la intervención del Ministerio de Finanzas japonés.

El *mercado de trabajo* seguirá registrando en los próximos meses datos ambivalentes. Por un lado, la recuperación económica mejorará las perspectivas para encontrar trabajo en Japón (según el último dato disponible, las nuevas ofertas de trabajo están creciendo sustancialmente, en torno al 5,5 por 100 en tasa interanual), por lo que previsiblemente el actual nivel de paro (4,6 por 100 de la población activa) será el «techo» para los próximos meses. Por otro lado, el modelo laboral japonés vigente durante los últimos 50 años está registrando cambios significativos: el empleo temporal está creciendo de forma muy relevante, el paro encubierto registrado en muchos sectores está descendiendo progresivamente, la remuneración de los asalariados depen-

de cada vez más de la evolución de la rentabilidad de la empresa, etcétera. La recuperación sostenida del PIB facilitará la aceptación de este profundo cambio socioeconómico, disminuyendo la incertidumbre entre los consumidores y favoreciendo un aumento de la propensión a consumir (en 1999 la propensión media al ahorro ha sido del 15 por 100, tres puntos porcentuales más que en el período 1990-96).

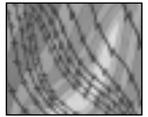
Las *presiones deflacionistas* imperantes en Japón (plasmadas en tasas de crecimiento negativas de los índices de precios mayoristas y al consumo) se están viendo mitigadas con el inicio de la recuperación. Por otra parte, la fortaleza del yen y la continuidad del proceso de transformación drástica del sistema de distribución japonés contendrán un eventual rebrote inflacionista (que pudiera acompañar a la recuperación). Desde enero de 1999 en que el índice de precios al por mayor (doméstico) sufrió la mayor caída de la historia (un 2,1 por 100 en tasa interanual), la presión deflacionista se ha hecho cada vez menor, cambiando incluso de tendencia en marzo de este año, al registrar dicho índice tasas de crecimiento positivas. En cambio, el índice de precios al consumo sigue registrando tasas de variación negativas, aunque menores que en meses anteriores. Hay que reseñar que las fuertes subidas de los precios del petróleo y, en menor medida, de otras materias primas no han podido contrarrestar los efectos deflacionistas de los productos manufacturados. Detrás de los descensos de precios de estos últimos bienes hay que reseñar el comportamiento de los costes laborales, de las importaciones (a excepción del petróleo y otras materias primas) y de la insuficiencia de la demanda interna. Incluso el ambiente favorable a la desregulación está haciendo que los precios de algunos servicios no comercializables internacionalmente no sean ajenos a estas presiones bajistas. También en un sentido positivo, las innovaciones en las tecnologías de la información y de la comunicación están reduciendo los precios de muchos bienes y servicios. Teniendo en cuenta todo lo anterior no parece que esté próximo un cambio de tendencia significativo en los precios en Japón.



P A I S E S

Como conclusión hay que reseñar que *la recuperación económica de Japón es un hecho, aunque todavía sea parcial y frágil*. Por otro lado, no pueden esperarse para los próximos años las tasas de crecimiento a las que nos tenía acostumbrado Japón hasta finales de los 80. Las posibilidades de aumentar la tasa de crecimiento potencial de la economía japonesa por encima del 2 por 100 estarán en función de que se cumplan varios objetivos: continuación del proceso de racionalización de la capacidad productiva ociosa, del paro encubierto y del exceso de endeudamiento existentes todavía en muchos sectores económicos; concentración de las empresas en líneas de producción rentables, eliminando la hasta ahora excesiva diversificación sectorial de las empresas japonesas; creación de un clima y de una normativa favorable al desarrollo de *venture businesses*, especialmente en los sectores con mayor potencial de crecimiento;

y desarrollo de la capacidad innovadora de las empresas japonesas, con el objetivo de recuperar el *gap* tecnológico abierto principalmente por las empresas norteamericanas, en especial en los campos de las tecnologías de la información y de la biotecnología. Los factores de riesgo más relevantes son un *hard landing* de la economía de EEUU y una apreciación excesiva del yen. Mientras que se mantengan los altos niveles de ahorro de la economía japonesa, ésta necesita unos fuertes superávits de la balanza corriente (el nivel del déficit público ya parece demasiado elevado). Como Martin Wolf recordaba recientemente en el *Financial Times* (7/6/99), EEUU y Japón forman una pareja curiosa, mutuamente dependientes de la conducta poco sostenible a largo plazo de uno y otro. EEUU necesita un nivel de ahorro excesivo en Japón y éste necesita una demanda excesiva en EEUU. De ahí la importancia de los factores de riesgo citados.



P A I S E S