

¿Cómo explicar la fortaleza del yen en un contexto de recesión económica?

.....
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
DEL SECTOR EXTERIOR
.....

La economía japonesa registró tasas de crecimiento muy reducidas a lo largo de la década de los noventa con efectos perjudiciales en términos de producción y empleo. Por añadidura, las debilidades estructurales existentes en Japón han llevado a algunos autores a considerar la inexistencia de un modelo de crecimiento japonés. En este contexto, la evolución del tipo de cambio del yen no siempre ha venido respaldada por los fundamentos de la economía japonesa mostrando, en algunos periodos, una fortaleza difícil de explicar.

En la actualidad, las autoridades japonesas temen que se produzca un repunte de la cotización del yen respecto al dólar por la pérdida de competitividad que ello supondría para las exportaciones de Japón y por los efectos que esto podría tener sobre la coyuntura económica de Estados Unidos. En efecto, las empresas niponas dependen de la evolución de los mercados de los productos de alta tecnología que, como sabemos, son muy competitivos y, por añadidura, la actividad económica en Japón ha venido impulsada por las exportaciones, por los programas de gasto en infraestructuras y, más recientemente, por la inversión empresarial. Por lo que respecta a la cotización del dólar, no cabe duda de que una ligera depreciación sería positiva para el mantenimiento de la actividad económica aunque podría tener consecuencias desfavorables si los inversores internacionales comienzan a abandonar sus posiciones en dólares.

A lo largo de este artículo se analizarán, en primer lugar, los factores potencialmente explicativos de la evolución del yen. A continuación se revisará la evolución del tipo de cambio de la moneda japonesa durante la década de los noventa

para, por último, resaltar aquellos aspectos que han podido incidir más sobre éste.

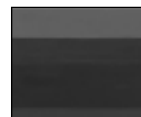
Factores explicativos de la evolución del yen

En términos generales existen cuatro variables explicativas de la evolución del tipo de cambio: la robustez del crecimiento económico de un país o lo que se conoce como sus fundamentos, la evolución de los precios relativos, el saldo de las cuentas externas y las expectativas de los inversores internacionales.

Por lo que respecta al primer factor, cuando un país presenta unos fundamentos sólidos los inversores internacionales pueden tener incentivos a invertir en éste ofreciendo recursos para financiar la inversión nacional e incorporar tecnología. Este hecho puede presionar al alza la cotización de una moneda.

En cuanto al segundo aspecto, si los precios de un país crecen menos que los de sus competidores, las exportaciones tenderán a ser más competitivas (suponiendo que el tipo de cambio permanece constante) y se producirá una mayor demanda de moneda nacional por los exportadores. Asimismo, un diferencial de tipos de interés favorable puede generar tensiones apreciatorias del tipo de cambio al incrementarse la demanda de moneda nacional en el mercado de divisas al contado.

El saldo de la cuenta corriente y de capital refleja la capacidad o necesidad de financiación de un país respecto al resto del mundo. Así, la existencia de un superávit de las cuentas externas permite a un país prestar financiación a otros paí-



EN PORTADA

ses y obtener un rendimiento pudiendo incidir positivamente sobre la demanda de moneda nacional a medida que los inversores nacionales cambien sus divisas. Por otra parte, este superávit puede poner en marcha un círculo virtuoso si los rendimientos de las inversiones en el exterior son reinvertidos y se obtienen beneficios de la operación. Finalmente, los agentes que sean deudores del país que presente capacidad de financiación demandarán la moneda de éste, ejerciendo presiones alcistas sobre el tipo de cambio.

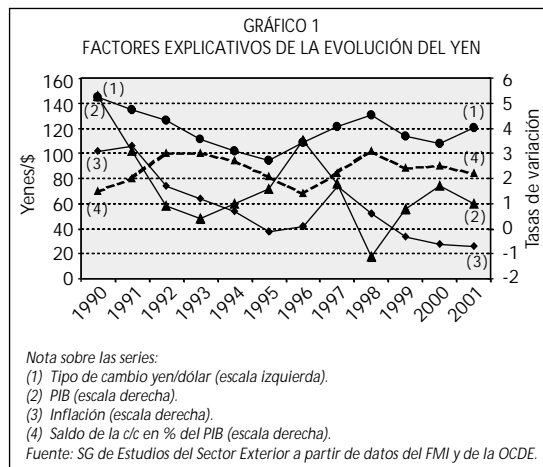
Finalmente, las expectativas de los agentes económicos sobre la evolución del tipo de cambio inciden sobre sus posiciones de cobertura, arbitraje y especulación pudiendo provocar oscilaciones no esperadas en el tipo de cambio.

El Gráfico 1 recoge la evolución del tipo de cambio del yen respecto al dólar y las variables que hemos descrito anteriormente (1).

Como se puede observar, es posible dividir la evolución del yen en tres períodos: desde 1990 hasta 1995, entre 1995 y 1998 y a partir de 1998. Así, en el primer período, el yen experimenta una apreciación coincidiendo con una reducción de las tasas de crecimiento del PIB y con una caída de la tasa de inflación. Sin duda, la invasión de Kuwait en 1990, con el consiguiente efecto adverso sobre la coyuntura económica internacional, afectó notablemente a la cotización del dólar y el yen mantuvo su cotización por el reducido efecto de la recesión de principios de los noventa sobre los países asiáticos donde Japón tenía invertido gran parte de los recursos que le otorgaba su capacidad de financiación.

En la segunda fase considerada se produjo una abrupta pérdida de valor de la moneda japonesa como consecuencia de la crisis del peso de enero de 1995, que afectó de manera diferencial a las economías emergentes, y de la tormenta financiera asiática de finales de 1997. En este período es especialmente significativo el año 1998, pues la economía japonesa experimentó una aguda recesión y aparecieron las primeras debilidades

(1) En dicho Gráfico no se han incluido los tipos de interés por situarse éstos muy próximos a cero a lo largo del período analizado y se han tomado los tipos de cambio medios anuales para eliminar los componentes erráticos aunque con ello se pierda parte de la información referida al comportamiento diario.



del sistema financiero y bancario japonés. Estas dos cuestiones incidieron notablemente sobre las posiciones de los inversores internacionales deteriorando los principales indicadores macroeconómicos de Japón.

Sin embargo, la aplicación de una política fiscal expansiva y el compromiso por parte del gobierno japonés de introducir reformas estructurales en el sistema financiero junto con la inestabilidad financiera provocada por la quiebra de la entidad estadounidense *Long Term Capital Management* (LTCM) impulsaron al alza la cotización del yen hasta finales del año 2000.

En 2001, el yen ha registrado un comportamiento errático como resultado de las dificultades a las que se están enfrentando las autoridades japonesas para sanear su sistema financiero aunque el atentado terrorista del pasado 11 de septiembre ha empujado al alza el tipo de cambio del yen respecto al dólar, llevando al Banco de Japón a intervenir en los mercados de cambios para estabilizar su moneda.

Por tanto, existe un conjunto de factores que permite explicar la evolución de la cotización del yen a lo largo de la década de los noventa aunque resulte paradójico que un país cuya tasa de crecimiento se encuentra lejos de su tasa potencial y que presenta una serie de debilidades estructurales pueda contar con una moneda relativamente fuerte en los mercados de cambios.

Para explicar lo anterior cabría argumentar que el factor que más incide sobre la evolución del tipo de cambio de una moneda es la demanda que se realice de ésta en el mercado de divisas. En este sentido, la existencia de un superávit per-

EN PORTADA

sistente en las cuentas corriente y de capital ha podido incidir sobre la cotización del yen, tal como veremos a continuación.

En el Cuadro 1 aparece la evolución de la balanza de pagos de Japón entre 1998 y el primer semestre de 2001. Como podemos observar, la capacidad de financiación procede del abultado superávit comercial que, junto con las rentas de la inversión, compensa el déficit de las balanzas de servicios y de transferencias. No obstante, lo realmente interesante es conocer el empleo de estos recursos analizando los distintos componentes de la cuenta financiera.

Así, por lo que se refiere a la inversión directa, las empresas japonesas han invertido en los países del sudeste asiático obteniendo unos rendimientos de la inversión que aparecen en la balanza de rentas. Además, esta partida recoge la inversión en inmuebles que también ha sido tradicionalmente elevada en Japón. En cuanto a la inversión en cartera, ésta se ha mostrado más volátil, dado que la crisis de 1998 tuvo efectos retardados sobre las salidas de inversión en 1999 aunque experimentó un notable incremento en el año 2000. La mayor parte de esta inversión está formada por la adquisición de títulos estadounidenses por parte de los inversores y de instituciones de crédito de Japón. Por último, la rúbrica «otra inversión» recoge, entre otras operaciones, los créditos concedidos por los bancos comerciales japoneses a no residentes (que han sido considerablemente elevados dados los tipos tan reducidos) y la adquisición de activos financieros no negociados por residentes.

Las operaciones descritas en el párrafo anterior generan una demanda sostenida de yenes y un crecimiento continuado de las reservas del Banco de Japón. Esta demanda junto con las

CUADRO 1 BALANZA DE PAGOS DE JAPÓN (CIEN MILLONES DE YENES)				
	1998	1999	2000	2001(1)
Cuenta Corriente	157.846	121.738	125.764	49.987
Balanza comercial	159.845	140.155	125.635	41.887
Balanza de servicios	-64.546	-61.505	-51.336	-27.471
Balanza de rentas	74.011	56.958	62.061	40.394
Balanza de transferencias ..	-11.464	-13.870	-10.596	-4.823
Cuenta de capital	-19.312	-19.088	-9.947	-2.144
Cuenta corriente + capital	138.534	102.650	115.817	47.843
Cuenta financiera	-154.078	-7.054	-81.295	-54.652
Inversión directa	-27.437	-11.393	-25.039	-19.838
Inversión en cartera	-59.523	3.275	-40.568	10.848
Otra inversión	-67.118	1.064	-15.688	-45.662
Variación de reservas	9.985	-87.963	-52.609	-7.872
Errores y omisiones	5.559	-7.632	18.087	14681

(1) Primer semestre.
Fuente: Banco de Japón.

intervenciones del Banco Central para estabilizar el tipo de cambio de su moneda explican, en cierta medida, el comportamiento atípico de la cotización del yen en algunos períodos.

Conclusión

Uno de los aspectos más debatidos en la actualidad es la relación existente entre la cotización del yen y la coyuntura económica de Japón. En este contexto, se argumenta que la fortaleza mostrada por la moneda japonesa en algunas fases de la década de los noventa contrasta con el reducido ritmo de actividad en este país lo que resulta difícil de justificar desde el punto de vista de los fundamentos. No obstante, tal y como se ha señalado en este artículo, el tipo de cambio de una moneda no sólo depende de los fundamentos económicos de un país siendo relevante, en el caso de Japón, la existencia de una capacidad de financiación que ha generado una demanda sostenida de yenes e incrementos en los niveles de reservas del Banco Central.





INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

SERVICIO DE ATENCIÓN AL SUScriptor

El Boletín Económico de ICE pone a disposición de sus suscriptores un servicio telefónico y de fax, a fin de solucionar cualquier incidencia relacionada con la recepción, contenido, impresión e información de nuestra publicación

Teléfono: 91 349 39 65 - Fax: 91 349 36 34

E-mail: pilar.malaga@sscc.mcx.es

*No dude en llamarnos,
le atenderemos personalmente*