

Rasgos de la reciente evolución de la economía japonesa

ANTONIO CARRASCOSA MORALES*

Este artículo analiza la evolución reciente de la economía de Japón. En primer lugar se plantea si se ha controlado ya o no la deflación y si la recuperación actual está agotándose. También se analiza la paradoja que se observa entre el fuerte impulso de la inversión y la reducción del stock de capital, así como el reducido valor del multiplicador monetario. Finalmente se estudia la dirección que pueden tomar los tipos de interés así como los efectos para la recuperación económica de la apreciación del yen. Por último, se alude a China y a los efectos para Japón de una apreciación del yuan chino para Japón, para terminar con la constatación de un posible cambio de tendencia en el ahorro de las familias japonesas.

Palabras clave: crecimiento económico, coyuntura económica, deflación, tipos de interés, ahorro, Japón.

Clasificación JEL: N15, O53.

En este artículo vamos analizar los aspectos más sobresalientes de la reciente coyuntura económica de Japón, a través de la respuesta a los siguientes interrogantes.

1. ¿Está la deflación bajo control?

Si examinamos los datos de crecimiento del PIB real japonés, puede observarse que en los últimos siete trimestres dicho crecimiento es positivo, incluso con tasas relativamente elevadas. No puede decirse lo mismo del crecimiento del PIB nominal: en esos mismos trimestres, sólo se registró un trimestre de crecimiento positivo. Paralelamente, el deflactor del PIB ha profundizado su comportamiento negativo en el último año y medio.

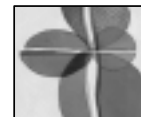
Si comparamos esta fase alcista del ciclo y la anterior (1999-2000) podemos observar que mientras que en la recuperación actual se registra

un marcado decrecimiento del PIB nominal, en 1999-2000 tuvo un comportamiento positivo. Esta evolución negativa del PIB nominal es un reflejo del estancamiento de los ingresos de las empresas y de las fuertes presiones deflacionistas todavía fuertemente enraizadas, lo que dificulta la consolidación a medio plazo de la actual recuperación.

No obstante lo anterior, tanto el Banco de Japón como la *Cabinet Office* han puesto de manifiesto que el deflactor del PIB sobrevalora los descensos de precios a medida que nos alejamos del año base (en este caso, 1995). Esta sobrevaloración parece ser mayor de lo que en un principio se pensaba. Esto quiere decir que, entre otros, el Banco de Japón no ve con preocupación la coexistencia de un fuerte crecimiento real y de un deflactor del PIB crecientemente negativo. Esto no debe sorprendernos ya que de todos es sabido que el Banco de Japón, desde hace años, ha defendido la idea de una deflación positiva, resultado del progreso tecnológico y de la liberalización de la economía, y compatible con un crecimiento real positivo.

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

Un resumen del presente artículo se corresponde con la presentación que el autor realizó el pasado 3 de diciembre, en Barcelona, durante las I Jornadas Económicas de Casa Asia.



P A I S E S

En la coyuntura económica japonesa actual hay serios obstáculos a la reducción del *output gap*, sin lo cual es difícil erradicar las presiones deflacionistas «reales» (no contables). El Banco de Japón estima que en la actualidad dicho *gap* es del 9 por 100 del PIB. La progresiva solución a los problemas estructurales de la economía japonesa (entre otros, los excesos de endeudamiento, capacidad productiva y empleo) limita la reducción del *output gap* que está siendo impulsada por la fortaleza de algunos componentes de la demanda global, como la inversión privada y las exportaciones (especialmente a Asia).

En consecuencia, no parece que el final de la deflación esté cerca. Además del persistente *output gap*, hay otros factores que entorpecen la superación de la deflación: el escaso crecimiento salarial, la competencia feroz que suponen las importaciones asiáticas y la fortaleza del yen. La respuesta de las empresas japonesas al nuevo escenario económico tampoco favorece la superación de la deflación, ya que, como hemos visto, han optado por la reestructuración (eliminación de los citados excesos).

Aun reconociendo la relevancia del concepto de deflación «buena», hay que señalar que economías con un fuerte crecimiento económico en un período dado (por ejemplo, la norteamericana en la segunda mitad de los 90) y con un alto grado de liberalización y progreso tecnológico no han registrado las presiones deflacionistas de la economía japonesa. Como decía *The Economist* (2003) recientemente, es ciertamente difícil de creer que una economía se está expandiendo de manera robusta cuando su renta total está cayendo. Cabe reseñar que las últimas previsiones de la OCDE sobre la economía mundial (OECD, 2003), supondrían, de cumplirse, un cambio de tendencia en la citada evolución del PIB nominal de Japón, ya que prevé un crecimiento positivo de dicha variable durante el periodo 2003-2005.

2. ¿Se está agotando la recuperación actual?

Tras un comportamiento muy favorable durante más de medio año, el Nikkei vive una etapa de estancamiento, con una cotización que oscila

alrededor de los 10.000 yenes. Este marasmo bursátil empeora las expectativas de los agentes acerca del futuro económico y, de no variar la tendencia, podría ser un indicador del agotamiento de la recuperación actual. Más concretamente, *Mitsubishi Securities* (2003) nos ha mostrado que el Nikkei está estrechamente correlacionado con el índice compuesto de indicadores coincidentes (que reflejan la situación económica presente) 10 meses después. Como el Nikkei llegó a su último máximo el 21 de octubre pasado (11.238 yenes), si dicho índice permaneciera por debajo del citado techo, la recuperación económica habría finalizado en la segunda mitad de 2004.

Por otro lado, otros indicadores adelantados como, por ejemplo, los pedidos de maquinaria parecen languidecer (-1,6 por 100 en septiembre, con respecto al mes anterior). Si este cambio de tendencia se confirma, la inversión privada en capital fijo dejaría de ser el motor de la recuperación a mediados del año próximo. Si el consumo privado no toma el testigo, siendo difícil que las exportaciones mejoren su reciente evolución, especialmente con las presiones apreciatorias que sufre el yen, se habría tocado techo en la fecha citada.

Hay análisis más pesimistas que recuerdan la correlación observada entre el rendimiento de los bonos públicos a largo plazo (10 años) y los indicadores últimos coincidentes. Como, por el momento, dicho rendimiento ha tocado techo (1,67 por 100) el pasado 3 de septiembre, la recuperación económica estaría alcanzando su punto álgido en estos precisos momentos.

Hay también otros indicios de que probablemente la recuperación tocará techo próximamente. Como media, desde el final de la II Guerra Mundial la duración de las fases alcistas de un ciclo corto ha sido de 33 meses. Como el comienzo de esta fase alcista fue enero de 2002, si la misma sigue el patrón medio citado, se llegaría a un techo en la segunda mitad de 2004. No obstante lo anterior, hay que recordar que tras la burbuja de los 80, ya se ha registrado alguna recuperación más larga que la media citada, en concreto se extendió, con algún altibajo, de octubre de 1993 a mayo de 1997 (43 meses). No sería, por tanto, la primera vez que se supera la citada duración media de las recuperaciones.



P A I S E S

3. ¿Cómo se explica la paradoja que se observa entre el fuerte impulso de la inversión y la reducción del *stock* de capital?

La recuperación de la inversión privada durante los tres primeros trimestres de 2003 explica en buena parte el fuerte crecimiento del PIB real en dicho periodo (en el tercer trimestre de 2003 el PIB real crecía a una tasa interanual del 2,3% y la inversión real en capital fijo, un 14,20%). Aunque el fuerte aumento de la inversión real en el mencionado período se debe en buena parte al descenso del deflactor de dicho componente del PIB, hay que señalar que a diferencia de este último, la inversión nominal también ha crecido de forma destacable.

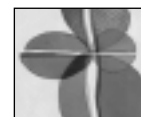
Pues bien, se da la paradoja de que esta recuperación de la inversión va acompañada de un escaso crecimiento e incluso decrecimiento del *stock* de capital en algunos sectores manufactureros. La aceleración en la liquidación de capacidad productiva redundante, uno de los problemas graves de la economía japonesa en la década de los 90, está detrás de la citada paradoja (en total, dicha liquidación ascendió en el periodo junio 2002-junio 2003 a 59 billones de yenes, un 5 por 100 del *stock* de capital existente).

Aunque la inversión se está recuperando, todavía queda lejos de niveles anteriores. Baste recordar (Sawano, 2003) que la tasa de inversión en capital fijo fue, como media, del 10 por 100 en buena parte de los años 80. Al final de la burbuja (comienzos de los 90), esa tasa había subido al 12 por 100. Tras el estallido de la burbuja se ha estado en niveles cercanos al 8 por 100, llegando a un mínimo alrededor del 6,5 por 100 en 2002. En la actualidad, estamos en torno al 7 por 100. Por otra parte, la tasa de liquidación del *stock* de capital se mantuvo, durante los 80 y hasta el final de la burbuja en torno al 4-4,5 por 100. La mencionada tasa tocó fondo en 1995 (alrededor del 3,5 por 100) y, a partir de ese momento, se ha acelerado, alcanzando hoy en día valores en torno al 5 por 100.

Generalmente las tasas de inversión y de liquidación de capital van paralelas. Lógicamente se reemplaza capacidad productiva anticuada cuando

la economía va mejor. Lo que es llamativo en la economía japonesa es que, a partir de 1999, la liquidación de los bienes de equipo se está acelerando y sin que exista una clara relación con la evolución de la inversión. Esto quiere decir que se está liquidando más de lo necesario para reemplazar instalaciones y bienes de equipo obsoletos. Al darse este fenómeno exclusivamente en el sector manufacturero, lo que refleja es el abandono de líneas de producción para concentrarse en algunas actividades más rentables y/o para producir en algún país asiático.

La competencia exterior es más fuerte en los sectores manufactureros y ello ha puesto de manifiesto que en Japón es muy caro mantener muchos procesos productivos, especialmente los más estandarizados y con más requerimientos de mano de obra. Este proceso explica básicamente la reducción del crecimiento potencial de Japón en los últimos años. Ahí está el reto de la economía japonesa. Por un lado, se está acelerando la eliminación de instalaciones obsoletas e improductivas, pero para elevar la capacidad productiva potencial hay que invertir en nuevos sectores (y mantener las fuertes inversiones que se están realizando en el desarrollo de nuevos modelos y productos en sectores manufactureros tradicionales).



PAISES

4. ¿Vuelve a estar operativo el multiplicador monetario?

El reducido valor del multiplicador monetario se mantiene (su valor ha decrecido en octubre por quinto mes consecutivo). Así lo muestra la extraordinaria diferencia entre el crecimiento de la base monetaria (octubre ha sido el quinto mes consecutivo con una tasa de crecimiento superior al 20 por 100 en tasa interanual) y el de la oferta monetaria (en octubre creció sólo al 1,5 por 100 en tasa interanual, su valor más bajo en los últimos 6 meses). Además de crecer poco, la oferta monetaria está siendo impulsada básicamente por el crecimiento del crédito al gobierno.

El descenso en el valor del multiplicador se explica tanto por problemas en la oferta como en la demanda de crédito. Una consecuencia del citado descenso es la acumulación de liquidez (y sustitutos cercanos) en la banca. Para dar algún

dato, la cartera de préstamos de los bancos está descendiendo a un ritmo anual del 5 por 100 desde 1998. Es difícil pensar que los bancos van a invertir en acciones, por lo que la alternativa es clara: mantener su interés por los bonos públicos. Esto hace que el mercado de dichos bonos no se vea afectado negativamente ni en periodos en los que hay vencimientos masivos que renovar como, por ejemplo, en noviembre y diciembre de este año, con casi 9 billones de yenes.

Con un multiplicador poco operativo y unas expectativas todavía deflacionistas, los impulsos monetarios no se trasladan correctamente a la economía real. No obstante, esto no es óbice para que la mayoría de los analistas consideren necesario mantener la actual política monetaria ultraexpansiva.

En los últimos dos meses, la tasa de inflación (IPC) subyacente ha sido del -0,1 por 100. Como este dato está cercano al 0%, ha habido especulaciones sobre el final de la actual política monetaria ultraexpansiva. Sin embargo, hace menos de dos meses, el Banco de Japón recordó los 3 requisitos que tienen que cumplirse para cambiar la orientación de su política monetaria:

- Tras registrarse una tasa de inflación subyacente del 0 por 100 o ligeramente superior, esta nueva tendencia debe confirmarse a lo largo de varios meses.
- El Banco de Japón debe estar convencido de que la inflación subyacente no volverá a valores negativos.
- Incluso dándose los dos requisitos anteriores, el Banco podría mantener la orientación de la política monetaria si las condiciones económicas (incluidas la evolución de los precios) lo aconsejan.

5. ¿Qué dirección pueden tomar los tipos de interés?

La recuperación económica ha traído un lógico aumento de los tipos de interés a largo plazo. Ya hemos comentado que, hasta el momento, se ha alcanzado un techo el pasado 3 de septiembre, con un 1,675 por 100, que era un nivel no visto en Japón desde diciembre de 2000. En la actualidad, el rendimiento de los bonos públicos a 10 años está en torno al 1,3 por 100.

Si el decrecimiento de los componentes menos estacionales del IPC desaparece, la inversión de capital permanece robusta y los tipos de interés repuntan en EEUU, los tipos seguirán una senda ascendente, pudiendo superar pronto el 1,5 por 100. Si la recuperación económica pierde fuelle, los tipos se mantendrán en los niveles actuales. Otro factor importante de resistencia al alza de los tipos de interés es que los inversores institucionales no tienen todavía muchas alternativas de inversión a los bonos públicos.

Por otra parte, no hay que olvidar algunos riesgos de la política monetaria ultraexpansiva. Un ejemplo lo tenemos en el Banco de Japón, cuya cartera de bonos públicos a largo plazo asciende a unos 65 billones de yenes. Una subida brusca de tipos podría afectar gravemente a la cuenta de resultados del Banco.

6. ¿Puede afectar la mayor fortaleza del yen a la recuperación económica?

Desde el comienzo de 2003 hasta septiembre, el yen ha permanecido en una franja de 115-120 yenes por dólar. A partir del 22 de septiembre, el yen se ha apreciado significativamente, saliéndose de la franja citada. Esto supone el inicio de una nueva fase en la cotización del yen. A finales de noviembre, ésta se sitúa en torno a los 109 yenes por dólar.

Los efectos de esta apreciación del yen son preocupantes. Cabe recordar que las pérdidas para los exportadores japoneses comienzan a partir de una cotización de 115 yenes por dólar. Sobre la base de un modelo desarrollado por el Nikkei, *Mitsubishi Securities* (2003) estima que una apreciación de 10 yenes en el tipo de cambio yen/dólar (por ejemplo de 120 yenes a 110) reduciría, en el primer trimestre después del cambio, las exportaciones reales de bienes y servicios japoneses un 1,2 por 100 y la producción industrial un 0,7 por 100. Los efectos de dicha apreciación continuarían en 2004 y 2005, reduciéndose las exportaciones un 3 por 100 y un 4 por 100, respectivamente, así como la producción industrial, un 2 por 100 y un 3 por 100, respectivamente. Si tomamos como indicador el PIB real, en 2003 dicha apreciación reduciría el crecimiento



P A I S E S

un 0,1 por 100 y en 2004, un 0,5 por 100. Pues bien, como ya hemos indicado, en las últimas semanas ya se ha superado esa hipotética apreciación, lo que supondrá una ralentización de la recuperación económica.

Antes de finalizar veamos otra consecuencia de la fortaleza del yen. Como es sabido, la depreciación del dólar va en paralelo a la reducción de los flujos de capital extranjero hacia Estados Unidos. La única excepción es Japón, con unos fuertes incrementos de adquisición de bonos de Tesoro americano. La debilidad del dólar (y, consecuentemente, la fortaleza del yen) ha traído como respuesta de la Administración japonesa una política muy activa de intervención en el mercado de divisas. Más concretamente, el Ministerio de Finanzas (a través del Banco de Japón) ha vendido yenes contra los citados valores denominados en dólares. Por tanto, con su intervención masiva en el mercado de divisas (que está a punto de llegar a su límite cuantitativo máximo en este año fiscal) tratando de frenar la subida del yen, el gobierno japonés está apuntalando la política financiera estadounidense.

7. ¿Quién teme al yuan chino?

La preocupación por la cotización del yuan en Estados Unidos y Japón tiene un origen claro: el continuo aumento del superávit comercial que mantiene China con ambos países y la indudable repercusión política de la pérdida de empleos que suponen las exportaciones chinas en los mismos.

Supongamos que las presiones de EEUU se concretan en una apreciación del yuan (a través de una relajación de los controles de capital). ¿Cómo afectaría dicha apreciación a Japón? En principio, nos encontraríamos con efectos positivos y negativos. Dentro de los positivos, cabe señalar el incremento de la demanda de los productos japoneses que compiten directamente con los chinos. Hay autores (C.H. Kwan 2003) que defienden que esta competencia es muy reducida, dada la amplitud del *gap* tecnológico que separa todavía a Japón y China. En consecuencia, este efecto positivo debería ser poco significativo.

Un segundo efecto positivo para Japón sería la sustitución de inversión directa en China por

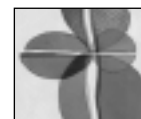
inversión doméstica. De nuevo, esta ventaja es relativa. Si las empresas japonesas están invirtiendo en gran escala en China es porque esa misma inversión (y la producción resultante) no resulta rentable en Japón. Son productos tecnológicamente poco sofisticados e intensivos en mano de obra. Japón no puede aspirar ya a liderar esos sectores produciendo en Japón. Si se invierte menos en China se invertirá más en otros países asiáticos en desarrollo.

Por último, al encarecerse las importaciones chinas, tendremos otro efecto positivo: las presiones deflacionistas disminuirán. También puede matizarse este efecto positivo. Kazumasa Iwata, Subgobernador del Banco de Japón, exponía recientemente (Iwata, 2003) que no puede respaldarse la hipótesis de que la deflación japonesa es importada. Por un lado, el deflactor del PIB comenzó con valores negativos antes que el IPC, cuando es este último el afectado por el precio de las importaciones. Por otro lado, otros países desarrollados importan también mucho de China y no han caído en la deflación.

El efecto negativo más claro sobre la economía japonesa de una apreciación del yuan sería el aumento del coste de las importaciones de China que pasan a formar parte de un proceso productivo en Japón, lo que supone un deterioro de la competitividad de las mismas.

La Administración japonesa (*Cabinet Office*, 2003) ha realizado una estimación de los efectos cuantitativos de un yuan más fuerte sobre la economía japonesa. En concreto, una revaluación del 10 por 100 del yuan aumentaría el PIB japonés un 0,02 por 100 durante el primer año después de la revaluación. Los efectos positivos sobre el PIB, aunque muy modestos, durarían 4 años y sobre los precios durarían 10 años.

Por tanto, a no ser que la revaluación del yuan fuera desmesurada, los efectos positivos de la misma sobre la economía japonesa no serían muy significativos, especialmente, en los que respecta a la competitividad de sus empresas frente a las chinas. Lo que no debe olvidarse es que una revaluación traumática, producto de una liberalización radical del control de capitales y del sistema financiero chino, puede traer como consecuencia mayores costes que beneficios para las economías



P A I S E S

asiáticas y, en general, para la economía mundial. Una economía china creciendo vigorosamente es una gran fuente de demanda y de inversiones exteriores para la economía mundial. En el caso concreto de Japón y China, parece claro que hay muchos más elementos complementarios que competitivos entre dichas economías, por lo que la mejor garantía para la continuidad de la recuperación japonesa está en la fortaleza del crecimiento chino.

8. ¿El final del japonés ahorrador?

De todos es conocida la imagen de los japoneses como pueblo ahorrador (no es de extrañar esa imagen, ya que las familias japonesas poseen activos financieros por un valor cercano a 1,4 trillones de yenes o, lo que es lo mismo, 14,6 millones de yenes por familia ahorradora media). No faltan explicaciones socioeconómicas e incluso culturales y religiosas para esta alta propensión al ahorro. Pues bien, recientemente (Diario Nikkei de 12 de octubre) se ha conocido que las familias japonesas han desahorrado 1,3 billones de yenes en el periodo junio 2002-junio 2003 y este dato se explica, por un lado, por el intento de compensar la caída de rentas (efecto *ratchet*) y, por otro lado, por el envejecimiento de la población (el gasto de las personas mayores está más ligado al uso de sus ahorros). El primer factor es coyuntural, pero el segundo es estructural y permanecerá a largo plazo.

Hasta hace muy poco, Japón parecía contradecir la hipótesis del ciclo vital, que predice un descenso de la tasa de ahorro a medida que aumenta el grado de envejecimiento de la población. En estos momentos, podría estar cumpliéndose dicha hipótesis.

Este posible cambio de tendencia en el ahorro de las familias tiene múltiples repercusiones. Una que debe destacarse es la financiación del déficit público. El descenso de la tasa de ahorro familiar obliga a incrementar el ahorro de las empresas o

la proporción de éste que se destina a financiar el déficit público (directamente, comprando bonos públicos, indirectamente, repagando deuda con entidades financieras y dedicando éstas los fondos a comprar bonos públicos). Cuando esos requisitos no se den, habrá una presión alcista sobre los tipos de interés, siempre y cuando no se tomen las medidas oportunas para conseguir la sostenibilidad de la deuda pública japonesa. Por el momento, la suma de depósitos bancarios de las familias más reservas en compañías de seguros y fondos de pensiones (más de 1,1 trillones de yenes) excede con holgura el total de bonos públicos en circulación, por lo que no hay motivo de preocupación a corto y medio plazo. No obstante, la tasa de crecimiento de los citados activos de las familias japonesas ha descendido fuertemente en los últimos años por los motivos citados anteriormente.

Bibliografía

1. BANK OF JAPAN (2003a): «Monthly report of recent economic and financial developments», (enero a noviembre).
2. BANK OF JAPAN (2003b): «Outlook and risk assessment of the economy and prices», octubre y abril.
3. CABINET OFFICE'S ECONOMIC AND SOCIAL RESEARCH INSTITUTE (2003): «An eastern Asian macroeconomic LINK model», Economic Analysis Series n° 164.
4. IWATA, Kazumasa (2003): «China y la superación de la deflación en Japón», Información Comercial Española, n° 807, mayo-junio.
5. KWAN, C.H. (2003): «La superación del <<síndrome de China>> en Japón», Información Comercial Española, n° 807, mayo-junio.
6. MITSUBISHI SECURITIES (2003): «October scenario review and Outlook for November», Japan Economic & Finance Weekly, Mitsubishi Securities, 10 de octubre y 5 de noviembre.
7. OECD (2003): «Economic Outlook n° 74», Preliminary Edition, noviembre.
8. SAWANO, Tetsuro (2003): «Slow down in growth of capital stock», Japanese Economy-Special Report, Mitsubishi Securities, 15 de octubre.
9. THE ECONOMIST (2003): «The World Economy. Altogether now...», 22-28 de noviembre.



P A I S E S