

# Los riesgos para la recuperación japonesa

Antonio Carrascosa

Técnico Comercial y Economista del Estado, ex Consejero Comercial de España en Tokio

## Recuperación sólida con algún traspie

Ya nadie discute que la economía japonesa se ha recuperado vigorosamente en los dos últimos años. De una tasa de crecimiento negativa en 2002 (-0,3%) se ha pasado a un crecimiento positivo del 1,3% en 2003 y el Banco de Japón estima que se habrá llegado al 3,6% en 2004. No obstante lo anterior, si examinamos los datos trimestrales de crecimiento del PIB Cuadro 1 se observa una clara ralentización en el segundo y tercer trimestre del 2004. Tras la euforia desatada tras dos trimestres con resultados espectaculares, la desconfianza ha vuelto aparecer en algunos foros, con los últimos datos trimestrales conocidos ¿Está fundada esta desconfianza? ¿Se está agotando la recuperación?

Como es sabido, la recuperación japonesa ha tenido dos motores básicos: el sector exterior y la inversión privada. En estos últimos meses, se habla mucho de un ligero enfriamiento en China y en EEUU, dos grandes mercados para los bienes y servicios japoneses, así como de la necesidad de ajustar stocks en la industria de electrónica de consumo. Hay otros factores a tener en cuenta a la hora de diagnosticar el estado de la recuperación económica japonesa: por un lado, el escaso dinamismo salarial y sus efectos sobre el consumo privado y, por otro lado, el mantenimiento de un ritmo vigoroso en el ajuste estructural que llevan realizando varios años las empresas japonesas y sus efectos sobre la inversión y el empleo.

## Un inciso: una revisión metodológica que merma el crecimiento real

La Oficina del Gobierno está revisando la metodología de cálculo de los distintos componentes del PIB, lo que ha supuesto una revisión a la baja tanto de la serie histórica reciente de dicho agregado económico como de las previsiones del mismo. En concreto, para el consumo privado la nueva metodología ha supuesto un aumento del deflactor de dicha variable y una reducción del gasto real en consumo. En cuanto a la inversión en capital

**“ Ya nadie discute que la economía japonesa se ha recuperado vigorosamente en los dos últimos años (...) [No obstante] Tras la euforia desatada tras dos trimestres con resultados espectaculares, la desconfianza ha vuelto aparecer con los últimos datos trimestrales”**

fijo, también se ha eliminado la tradicional subestimación del deflactor de dicha variable y la sobreestimación de la inversión real.

Dicho de otra forma, con la revisión se quiere eliminar el sesgo que la metodología actual genera en el deflactor del PIB y que supone una exageración de la deflación y, en consecuencia, una sobreestimación del crecimiento del PIB real.

## Los riesgos para las exportaciones japonesas

Los riesgos “externos” de la economía japonesa son claros. En primer lugar, la economía china está sobrecalentada. En el caso concreto de la inversión real, no parece posible mantener el actual ritmo de crecimiento (superior al 30%). Como señala el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su último informe anual sobre la economía china, el mayor

CUADRO 1. Crecimiento del PIB real

	1erT 2003	2ºT 2003	3erT 2003	4ºT 2003	1erT 2004	2ºT 2004	3erT 2004
Variación trimestral en tasa anual	-1,2%	3%	2,3%	3,8%	6,8%	-0,6%	0,2%
Variación en tasa interanual	2,8%	2,1%	1,9%	3,1%	5,9%	4,2%	3,9%

## Economía

riesgo a corto plazo para ésta es que las medidas adoptadas hasta el momento por el gobierno no sean suficientes para asegurar un "aterrizaje suave" de la economía china. El dinamismo de la inversión continúa, así como la expansión del crédito, por lo que, según el FMI, se hace preciso un mayor endurecimiento de la política monetaria. De esta forma, se podría conseguir un ritmo de crecimiento económico que, aunque menor que el actual, sea sostenible a medio y largo plazo.

El FMI nos recuerda dos ciclos anteriores de la economía china (1986-90 y 1991-97) en los que la respuesta, en términos de crecimiento del PIB, a un sobrecalentamiento de la economía fue muy diferente. La relajación fiscal y monetaria llevaron a una inflación del 19% en 1988 y la falta de medidas adecuadas acabó en un "aterrizaje duro" al final del ciclo citado. En el ciclo 1991-97 la laxitud monetaria y crediticia condujo a un muy fuerte crecimiento de la inversión y del PIB en 1992 y 1993. En concreto, la inversión llegó a crecer a un 36,7% en 1993 y el PIB real alcanzó el 14,2% de crecimiento en 1992. En este caso, unas medidas de política económica más acertadas llevaron a la economía a una *soft landing*, a un "aterrizaje blando". Está por ver cómo finalizará el ciclo actual.

La preocupación de la comunidad internacional por una desaceleración del crecimiento chino ha llevado al FMI a estimar el impacto de una reducción del crecimiento de las importaciones de China derivada de una caída en la inversión en dicho país sobre Japón y otros países asiáticos. En concreto, una reducción de una sola vez de diez puntos porcentuales del crecimiento de las importaciones chinas (resultado de hipótesis bastante realistas: una caída inicial del crecimiento de la inversión de un 5,5% y una reducción inicial del crecimiento del PIB de un 2,9%) restaría un 0,5% de crecimiento al PIB real japonés.

Por otro lado, aunque el crecimiento de la economía norteamericana sigue siendo sólido, a partir del segundo trimestre de 2004 se ha reducido. El déficit por cuenta corriente ha superado el 5% del PIB y el déficit público se estima que habrá acabado el año 2004 muy cerca de ese mismo porcentaje. Existe, por tanto, el riesgo de que los déficits gemelos acaben afectando negativamente a los mercados de capitales y, por ende, al resto de la economía (básicamente, vía tipos de interés y tipo de cambio del dólar). Además, la economía norteamericana afronta el riesgo derivado de la persistencia del escaso dinamismo del consumo privado de las familias –con un nivel de endeudamiento excesivo– en un contexto de debilidad del mercado de trabajo y de alza de los precios del petróleo.

El riesgo más palpable que ya está planteando la economía norteamericana es el de un dólar cada vez más debilitado.

Durante la primera mitad del año 2004 proliferaron las intervenciones de las autoridades japonesas en los mercados de cambios para relajar las presiones apreciatorias sobre la divisa japonesa. Aunque dichas presiones desestiman, con ciertos retardos, las exportaciones japonesas, hay analistas que consideran que incluso hay cierto margen para que una ligera apreciación del yen frente al dólar (hasta 100 ¥/\$) no tenga unos efectos muy negativos, ya que los exportadores han aumentado su resistencia a dicha apreciación. En la encuesta Tankan de septiembre, las grandes empresas manufactureras esperaban un incremento significativo de los beneficios (casi un 20% en el ejercicio fiscal 2004) sobre la base de un tipo de cambio de 106-107 ¥/\$. Por tanto, la situación no sería dramática con una ligera apreciación del yen.

¿Se están concretando ya los riesgos "externos" citados? Parece que sí. El crecimiento de las exportaciones se ha ido ralentizando a medida que avanza el año 2004, especialmente por la caída del mercado asiático. El primer trimestre crecieron un 4,1%, el segundo un 3,3% y el tercero un 0,1%. Las importaciones siguen una evolución parecida a la de las exportaciones. Considerando la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB, tenemos que ésta se mantiene en los dos primeros trimestres en un 0,3%, pero ha sido ligeramente negativa en el tercer trimestre. Cabe destacar la desaceleración de las exportaciones de maquinaria eléctrica y el comportamiento claramente negativo de las de semiconductores y otros componentes electrónicos.

### El ajuste de inventarios y la desaceleración económica

Los datos del último semestre nos muestran un aumento de los inventarios, lo que ha anticipado una reducción de la producción. Sectorialmente, destaca el ritmo de acumulación de stocks en el sector de productos y componentes electrónicos. Hay que reseñar que el citado sector está creciendo a un menor ritmo y aunque sólo representa un 11,4% de la producción industrial, es un sector muy dinámico y explica la evolución del ciclo de inventarios global y el de la producción industrial.

La evolución de los pedidos de maquinaria es fundamental para determinar la probable magnitud del ajuste de inventarios. Pues bien, el descenso de dichos pedidos ya se extiende a dos meses consecutivos (septiembre y octubre de 2004) y alcanza tanto al sector manufacturero como al no manufacturero. Cabe destacar el descenso de los pedidos de los sectores de maquinaria eléctrica y telecomunicaciones (7% sobre el mes anterior). En tasa interanual, el descenso es significativo en octubre, un 9,9%, que es el más alto desde agosto de 2002. Además, este descenso es el primero en nueve meses. Si, en este contexto, las ventas de

electrónica digital de consumo crecen a un ritmo menor en el último cuatrimestre de 2004, se confirmará la necesidad del ajuste de inventarios. No obstante, hay que señalar que:

- Se espera que la demanda de los bienes citados se mantenga al menos durante 2005.
- En la actualidad, la acumulación relativa de stocks del sector de productos y componentes electrónicos es de un 60% de su nivel en 2001 (justo antes de un reajuste duro de inventarios), por lo que no se prevé un ajuste como el de ese año.
- Los sectores ligados a las tecnologías de la información han sido más prudentes que en 2000 a la hora de invertir en capacidad de producción y han comenzado a ajustar su producción antes.
- La acumulación relativa de stocks es baja en todo el sector manufacturero, por lo que el ajuste de inventarios no se espera que sea amplio.

Diversos analistas sostienen que, aunque el vigor del sector de las tecnologías de la información está reduciéndose, no se va a llegar a una recesión económica, ya que las industrias tradicionales, por ejemplo, siderurgia, química y maquinaria convencional están creciendo a buen ritmo. Además, las empresas japonesas están en una posición mucho más sólida que en anteriores recuperaciones, gracias a sus ajustes patrimoniales, al avance en el saneamiento de los balances de los bancos, a los altos niveles de beneficios empresariales, al incremento de su ritmo inversor en bienes de capital, a la menor edad media de sus instalaciones productivas y al incremento de la productividad del trabajo.

### La mayor fortaleza de las empresas apuntala la economía

Veamos con más detalle algunos de los factores señalados en el apartado anterior y que han impulsado una mayor fortaleza de las empresas japonesas.

Sobre el ajuste estructural de las empresas, cabe señalar los resultados en el terreno de los costes laborales. En la década de los ochenta, la participación de los costes laborales en la renta nacional osciló entre el 55 y el 60%. Dicha participación subió tras el estallido de la burbuja y hasta el año 2003 no bajó del 66%. El ajuste estructural ha llevado a la participación del trabajo a un 63% en el segundo trimestre

de 2004, es decir, cerca de los niveles de antes de la burbuja. Evidentemente, esta contención de los gastos salariales ha favorecido la recuperación sólida de los beneficios y la inversión, pero ha retraído el consumo privado.

También el reajuste de los niveles de endeudamiento de las empresas ha sido muy significativo. Tras varios años de reajuste, la relación entre los préstamos bancarios dispuestos y el PIB nominal al final de marzo de 2004 ha descendido hasta un 84%. Si se asume, con Mitsubishi Securities, que el coeficiente de "equilibrio" está en torno al 74% (la media registrada antes de la burbuja de los años ochenta) todavía quedaría un 10% del PIB nominal de exceso de endeudamiento (unos 50 billones de yenes). Manteniéndose el ritmo de reducción de deuda del período 2001-2003 (unos 20 billones de yenes anuales), dicho exceso quedaría eliminado al final del año fiscal 2005.

El último Tankan publicado (diciembre de 2004) ratifica lo comentado hasta el momento sobre los ajustes llevados a cabo por las empresas japonesas en los últimos años. El indicador de capacidad productiva de las grandes empresas manufactureras (diferencia entre los que piensan que la capacidad es excesiva y los que piensan que es insuficiente) se mantiene constante (+5) en diciembre y se espera el mismo valor para marzo. El indicador de las condiciones de

empleo (diferencia entre los que piensan que el empleo es excesivo e insuficiente) ha pasado de +7 en septiembre a +6 en diciembre y se prevé que sea de +4 en marzo. Si comparamos esos valores con los existentes al comienzo de anterio-

**"Diversos analistas sostienen que, aunque el vigor del sector de las tecnologías de la información está reduciéndose, no se va a llegar a una recesión económica, ya que las industrias tradicionales (...) están creciendo a buen ritmo"**

res períodos recesivos (+9 y +13, respectivamente, en el 2º trimestre de 1997 y +17 y +25, respectivamente, en el 4º trimestre de 2000) parece claro que la percepción de las empresas japonesas sobre posibles excesos a corregir en capacidad productiva y empleo es ahora claramente menor.

Por otro lado, los altos beneficios han animado la inversión en capital fijo, lo que ha facilitado un aumento drástico de la tasa de liquidación de instalaciones productivas y una reducción de la edad media de dichas instalaciones. En 2003, las empresas japonesas comenzaron a liquidar vigorosamente instalaciones productivas obsoletas. A pesar de esta tendencia, el stock de capital ha crecido ligeramente hasta el primer trimestre de 2004 gracias al fuerte impulso de la inversión en nuevo capital (sólo en 2003, el crecimiento de la inversión fue del 7,2%). Históricamente, ha habido algunas coincidencias en las fases de crecimiento de la inversión y de la liquidación de capacidad productiva, pero esta última ha representado generalmente un máximo de un 50% de la inversión. Más concretamente, la tasa de liquidación de capacidad producti-

## Economía

va se hizo máxima en 1990 (un 5% del stock de capital), justo cuando se alcanzaba también un máximo en la tasa de inversión (casi el 12,5% del stock de capital). Tras el estallido de la burbuja, las dos tasas se reducen. La tasa de liquidación de capacidad de producción alcanza un mínimo en 1995 (un 3,5% del stock de capital) y es a partir del 2003 cuando se dispara, superando en 2004 el 7%. La tasa de inversión se reduce dramáticamente, oscilando entre el 7% y el 8% entre 1994 y 2002. En 2003 comienza una recuperación de la tasa de inversión, que en 2004 es también del 7% del stock de capital. Por tanto, desde 2003 vuelve a registrarse un aumento paralelo de la tasa de inversión y de la tasa de liquidación de capacidad productiva.

La reciente evolución de los beneficios empresariales garantiza la sostenibilidad de los actuales ritmos de inversión privada. En 2004 su comportamiento ha sido excelente, ya que han aumentado un 24,6% en el primer trimestre, un 34,3% en el segundo y un 37,8% en el tercero, todo ello en tasa interanual. La buena marcha de los beneficios se extiende a los sectores manufacturero y no manufacturero. Comenzando por el sector manufacturero, ya llevamos seis trimestres consecutivos de aumento de los beneficios, registrándose tasas de crecimiento espectaculares en tasa interanual en los tres primeros trimestres de 2004: 25,1%, 37,8% y 35,6%, respectivamente. En el sector no manufacturero, el incremento de los beneficios se extiende a siete trimestres consecutivos, siendo también muy positivas las tasas de crecimiento (interanuales) de los tres primeros trimestres de 2004: 24,3%, 31,8% y 39,3%, respectivamente. Esta bonanza empresarial alcanza incluso a los sectores tradicionalmente menos eficientes de la economía japonesa: construcción y distribución comercial. Hay dos factores explicativos de la excelente evolución de los beneficios: la buena marcha de las ventas y el control de sus costes salariales.

Por último, la productividad del trabajo está creciendo a un ritmo anual superior al 4%, probablemente como resultado de las reformas estructurales acometidas por las empresas. Estos aumentos de productividad mitigan las presiones alcistas sobre los precios de productos finales y mejoran la competitividad externa de la economía japonesa.

### Consumo privado y salarios

La recuperación del consumo ha sido una realidad desde el 4º trimestre de 2003, registrando un fuerte crecimiento en el segundo y tercer trimestre de 2004. Como vamos a ver a continuación, al igual que ha ocurrido en otras ocasiones,

no hay una relación directa entre la evolución del consumo y la de las rentas.

Según la Encuesta Laboral de septiembre, las remuneraciones totales en efectivo (salarios y gratificaciones extraordinarias brutas de empresas con cinco o más empleados) descendieron un 0,3% en tasa interanual, siendo el quinto mes de descenso consecutivo de dicha variable. Un dato relevante es que la media de las gratificaciones extraordinarias de verano descendieron un 1,2% en tasa interanual.

**“La reciente evolución de los beneficios empresariales garantiza la sostenibilidad de los actuales ritmos de inversión privada. En 2004 su comportamiento ha sido excelente”**

Muchos analistas consideran que detrás de este comportamiento salarial está el ajuste laboral que se está llevando a cabo en la economía japonesa y que, como resultado, está incrementando el número de trabajadores con contrato temporal y a tiempo parcial (en septiembre de 2004, dichos trabajadores representaban un 25% del total de empleados).

No obstante lo anterior, no parece probable que el consumo privado acabe teniendo un comportamiento negativo, ya que:

- La evolución reciente del mercado de trabajo no es negativa. De hecho, la tasa de desempleo se ha mantenido entre el 4,5 y el 4,9% durante la segunda mitad de 2004, reduciéndose también el número de desempleados. Incluso la población activa ha crecido en los últimos meses, alterándose la tendencia predominante durante más de un año.
- Se espera un ligero incremento de las gratificaciones extraordinarias de invierno.
- El consumo ha sido el componente más estable de la demanda agregada incluso en las fases más negativas del ciclo.
- El índice de confianza de los consumidores (Oficina del Gobierno) estaba en 2004 en un nivel favorable que no se alcanzaba desde 1990 y 1991.

### ¿Qué previsiones mantienen sobre Japón las instituciones multilaterales?

En el último informe de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) sobre la economía mundial, se estima que el crecimiento del PIB real durante 2004 será del 4,4%, el más vigoroso en Japón desde hace trece años. Esta estimación revisa al alza (en un 1,4%) la realizada en mayo por dicha institución. Este ritmo de crecimiento

excede ligeramente al previsto para EEUU y ampliamente al estimado para la UE. Incluso registrándose fuertes subidas en el precio del petróleo o un ajuste a la baja en las importaciones chinas, se mantendría un crecimiento significativo.

En el último *World Economic Outlook* (WEO), el FMI estima un crecimiento del PIB real, para 2004 y 2005, del 4,4 y del 2,3%, respectivamente. Con respecto al WEO de abril de 2004, el FMI ha revisado al alza su previsión para los dos años, más concretamente, un 1,1% para 2004 y un 0,5% para 2005. Esta revisión es si cabe más reseñable si recordamos que el FMI, para 2004, ha revisado muy ligeramente al alza el crecimiento de la producción mundial (+0,3%), de las economías avanzadas (+0,3%) y del área euro (+0,4%), y ha revisado a la baja el crecimiento norteamericano (-0,3%). Para 2005, el FMI ha revisado a la baja su previsión de crecimiento para todas las áreas: producción mundial (-0,1%), economías avanzadas (-0,2%), área euro (-0,1%) y EEUU (-0,3%).

### La opinión de los empresarios

Estamos viendo del análisis de los determinantes del comportamiento de la demanda agregada de la economía japonesa que no es previsible un estancamiento grave de ésta. Las instituciones multilaterales corroboran esta opinión. ¿Cuál es la opinión de los empresarios japoneses sobre la evolución de la economía?

Diversas encuestas muestran la ralentización de la economía, pero también las favorables expectativas de los agentes sobre la marcha de la misma. Un ejemplo lo tenemos en la Encuesta de Perspectivas Empresariales, realizada por el Ministerio de Finanzas y la Oficina del Gobierno. En términos generales, puede decirse que la recuperación se mantiene sólida, aunque está sufriendo un ligero reajuste. Las perspectivas de las grandes empresas se mantienen estables para el primer trimestre de 2005, aunque aumenta la incertidumbre para el segundo trimestre de 2005. En el caso de las pequeñas empresas, las perspectivas se mantienen estables para el primer trimestre de 2005 y se hacen inciertas para el segundo.

Sobre los planes de inversión, se anticipa también una ralentización. En general, el sector industrial prevé un incremento de la inversión durante el año fiscal 2004 de un 3,8%, en tasa interanual, pero se pasaría de un 7,2% de crecimiento en la primera mitad del año, a un 0,8% en la segunda mitad. Si nos centramos en el sector manufacturero, el rea-

juste es también muy drástico: de un crecimiento de la inversión de un 28,5% en la primera parte del año fiscal se pasaría a un 6,8% en la segunda mitad.

Las opiniones recogidas en los últimos Tankan han sido muy favorables. Más concretamente, como media, en el Tankan de diciembre, las empresas prevén para el ejercicio fiscal 2004 un crecimiento de las ventas del 2,6% y de los beneficios del 15,3% con respecto al ejercicio anterior. Con relación a los planes de inversión, las empresas esperan, para el ejercicio fiscal 2004, un crecimiento de la misma de un 7,7% con respecto al año anterior (que es la tasa de crecimiento más alta desde el Tankan de 1990). Estas perspectivas son incluso más favorables que en septiembre.

**“ Muchos analistas consideran que detrás de este comportamiento salarial está el ajuste laboral que se está llevando a cabo en la economía japonesa y que, como resultado, está incrementando el número de trabajadores con contrato temporal y a tiempo parcial ”**

### Ciclo económico, industrial y bursátil

Podemos utilizar otros instrumentos para hacer una previsión sobre la próxima evolución de la economía japonesa. Por ejemplo, la producción industrial ha tocado techo, según todos los indicios, en el segundo trimestre de 2004 (rompiendo una tendencia positiva que comenzó el segundo trimestre de 2003). Como el ciclo industrial ha explicado el ciclo económico global, el cambio de tendencia en el primero está afectando claramente al segundo.

El máximo más reciente de la producción industrial se registró en mayo de 2004 y hasta noviembre del mismo año no se registró una variación positiva, habiendo alcanzado el ajuste en la producción un valor del 1,4%. Como puede observarse, este ajuste ha sido muy limitado y si lo comparamos con los registrados, en el mismo intervalo de tiempo, en ciclos anteriores (1997 y 2000), puede concluirse que es uno de los más suaves.

¿Son los precios de las acciones cotizadas un buen indicador adelantado de la próxima evolución de la economía en Japón? Generalmente, se considera que la correlación existente entre el Nikkei Average y el llamado indicador coincidente de las condiciones económicas es más estrecha entre el Nikkei hoy y las condiciones de la economía japonesa dentro de nueve o diez meses. Pues bien, como el último máximo del Nikkei se registró el 26 de abril de 2004 (12.164), si se mantiene la correlación citada, la economía japonesa estaría alcanzando un techo de su actividad a primeros de 2005.

En fases del ciclo anteriores, el Nikkei Average ha anticipado la evolución del ciclo real. Por ejemplo, el 12 de abril de 2000

## Economía

se alcanzó un máximo (20.833) y desde ese momento hasta el final de mayo, la cotización había descendido casi un 25%. Pues bien, seis meses después del máximo de abril, se alcanzó el punto de inflexión en el crecimiento del PIB. El ciclo bursátil actual parece menos definido, ya que desde el máximo citado de 26 de abril de 2004 al mínimo posterior (el 17 de mayo) se registra una reducción del 15,8%, pero en 33 sesiones se recupera un 13,2% de la cotización y a partir de ese momento hay continuos altibajos sin marcarse una tendencia claramente definida. Trasladándonos al ciclo real, podría decirse que no parece probable un ajuste severo del PIB real y que todavía no se atisba una nueva fase claramente alcista del ciclo económico real.

### Los tipos de interés y la evolución de la economía

El rendimiento normal de los bonos públicos a diez años superó el 2% en junio-julio de 2004, pero en septiembre bajó hasta el 1,4%. A mediados de diciembre su valor estaba por debajo de dicho porcentaje. El mínimo del año 2004 se registró el 20 de febrero (1,190%). Esta volatilidad quizás se deba a la falta de unas expectativas claras en los agentes sobre la evolución de la economía, de los precios y de la política monetaria.

Si los agentes esperan una fuerte y prolongada contracción económica, las expectativas de una reducción de los tipos de interés se acentúan, pero si lo que se anticipa es una desaceleración temporal del crecimiento para luego recuperarse, el movimiento en los tipos de interés es más complicado de predecir, pudiendo contrarrestar las expectativas de aumento de los tipos (ligadas a la futura recuperación) a las de reducción de los mismos (derivados de la desaceleración).

¿Qué previsiones pueden hacerse sobre la evolución de los tipos de interés? Mitsubishi Securities ha desarrollado un método de análisis a partir del comportamiento del diferencial entre los tipos a corto y a largo plazo en los últimos treinta años. El diferencial "corto-largo" se expande y contrae siguiendo la evolución del ciclo. En los últimos años, la política monetaria no ha tenido que endurecerse, por lo que los tipos a muy corto plazo nunca han excedido los tipos a largo plazo. Por tanto, siempre que se mantengan las actuales condiciones económicas (bajo crecimiento nominal, ligera deflación y una política monetaria muy expansiva), no parece probable una curva de rendimientos invertida. Veamos ahora un nivel de equilibrio del diferencial "corto-largo".

**“ La subida de los precios del petróleo también ha cogido más preparada a la economía japonesa que en los años setenta y ochenta (...) hoy Japón usa una tercera parte del petróleo que emplea EEUU para producir una unidad equivalente de PIB”**

Considerando las fases de curva de rendimientos positiva en los últimos treinta años, el citado diferencial ha tenido como valor medio un 1,47% (con una desviación media del 0,65%). Ese valor podemos considerarlo como "natural" (un 1,5%). Si la economía crece por encima de su tasa potencial y la política monetaria se endurece, el *spread* se supone que excederá el 1,5%. Lo contrario ocurrirá cuando se produzca una ralentización o estancamiento del crecimiento. Suponiendo que en los próximos meses, el tipo a muy corto plazo estará cercano a cero, el 1,5% sería el tipo de equilibrio

para el bono público a diez años. Esto quiere decir que si se crece por encima de la tasa potencial, el bono a diez años oscilará entre el 1,5% (0% + valor de equilibrio del *spread* corto-largo) y 2,2% (0% + valor de equilibrio del *spread* + desviación media). Y si la economía crece por debajo, entre el 0,8% (0% + valor de equilibrio del *spread* - desviación media) y el 1,5%.

Si queremos calcular el nivel apropiado del rendimiento real del bono público a diez años (rendimiento de referencia - variación interanual del IPC subyacente), tenemos que el tipo sería del +1,8%, por lo que el rendimiento nominal del bono a diez años oscilará entre el 1,4% y el 1,8%. Todo ello suponiendo una inflación subyacente entre del -0,4% y el -0,3%, en tasa interanual. Por tanto, a medida que la inflación subyacente se acerque al 0% (mediados de 2005), el rendimiento nominal a diez años aumentará (coincidirá con el rendimiento real del equilibrio, el 1,8%).

Con respecto a años anteriores, hay factores que apoyan la entrada paulatina de los tipos en una nueva fase "alcista": la deflación es menor y el crédito bancario ha tocado suelo, lo que altera el equilibrio reciente entre oferta y demanda de bonos públicos.

### Un posible factor perturbador: la subida de precios del petróleo

La subida de los precios del petróleo también ha cogido más preparada a la economía japonesa que en los años setenta y ochenta. Por ejemplo, hoy Japón usa una tercera parte del petróleo que emplea EEUU para producir una unidad equivalente de PIB.

En el WEO de septiembre, el FMI simulaba los efectos del PIB de una subida de 5 dólares el barril. En el caso de Japón, el PIB se reducía un 0,2% (para EEUU un 0,4%). Suponiendo un aumento más cercano a lo ocurrido en 2004, unos 15 dólares, y si éste se mantuviera, el efecto



negativo para Japón superaría el 0,5% (y en EEUU, el 1%). Según diversos analistas, esta simulación podría estar sesgada al alza, ya que el FMI suponía que la política monetaria se endurecería para reducir las presiones inflacionistas, lo que impactaría negativamente sobre el crecimiento. En realidad, las presiones inflacionistas son menores de las esperadas por el FMI, ya que sigue creciendo la productividad y reduciéndose los costes laborales unitarios.

### ¿Está llegando a su fin la política monetaria ultraexpansiva?

A medida que las presiones deflacionistas se reducen en la economía japonesa, crece la polémica sobre cuándo y cómo va a finalizar la política monetaria ultraexpansiva.

Como es sabido, hay un compromiso público del Banco de Japón con esta política hasta que se cumpla lo siguiente:

- La tasa de variación interanual del IPC subyacente sea igual o mayor que cero y que ese cambio de tendencia se confirme durante varios meses.
- Convencimiento de que no es previsible un cambio en la tendencia anterior.
- Incluso cumpliéndose los supuestos anteriores, el Banco de Japón podría mantener la política ultraexpansiva si lo juzga prudente.

Muchos analistas consideran necesario que el Banco de Japón vaya desarrollando mecanismos de comunicación con el mercado para ir señalizando un posible cambio de estrategia monetaria que, por lo demás, siempre será gradual.

¿Qué factores favorecerían la aparición de un IPC positivo?:

- Reducción del *output gap* (confirmando la tendencia que se inició en 2003), lo que no resulta muy realista si se confirma la expectativa de una clara desaceleración económica en Japón desde la segunda mitad de 2004 a la primera de 2005. Como el crecimiento del PIB real durante ese período estará ligeramente por debajo del crecimiento potencial de la economía (en torno al 2%), el *output gap* se ampliará durante dicho periodo. Como la ampliación del *output gap* afecta al IPC subyacente con un retardo de entre seis y doce meses, es difícil que el IPC abandone el territorio negativo durante todo el año 2005.

**“La tasa de crecimiento potencial de la economía japonesa se ha visto reducida drásticamente en los últimos veinte años, (...) ha pasado de un 4% a alrededor de un 1,5%”**

- Menor aumento de la productividad del trabajo al desacelerarse el crecimiento del PIB real, lo que presionaría al alza los precios.

No obstante, hay que recordar que hasta ahora el grado de respuesta del IPC al crecimiento del PIB real ha sido muy limitado. Esto obliga a considerar otros factores a la hora de decidir sobre la continuidad de la actual política monetaria. Por ejemplo, al ser el sector manufacturero el motor de la recuperación económica y experimentar dicho sector un fuerte aumento de la productividad, el incremento de la producción no se ha plasmado en un aumento del empleo hasta hace pocos meses. Además, la presión sobre los salarios y los precios del aumento del empleo es escasa, ya que lo que más crece es el empleo a tiempo parcial y temporal.

De todas formas, todavía el IPC no ha llegado al territorio positivo que generaría un sustancial incremento de rumores sobre un cambio de estrategia monetaria por el Banco de Japón. Si consideramos la fuerte subida de precios que están experimentando los productos energéticos y algunas materias primas que, por ejemplo, han llevado al Índice de Precios Empresariales a un territorio positivo en prácticamente todo el último año y que, sin embargo, el IPC mantenga todavía un signo negativo, podemos concluir que las presiones deflacionistas no han desaparecido todavía de la economía japonesa.

### La salud de la banca y el funcionamiento del multiplicador monetario

La mejoría del problema de los créditos fallidos de la banca puede apreciarse viendo la evolución del multiplicador del crédito. A principios de la década de los noventa el multiplicador comenzó a descender y esta tendencia se ha mantenido hasta comienzos del 2004. Ya en 2003 el ritmo de descenso del multiplicador se desaceleró claramente. Su recuperación supone que la intermediación bancaria se restablece, ya que el crédito bancario amplifica los aumentos que se registran en la base monetaria. Evidentemente no

hay que olvidar la importancia de la demanda de crédito, ya que sin una recuperación plena de ésta, la mayor disposición a prestar de la banca no se materializa en créditos. Pues bien, diversos indicadores de dicha

demanda muestran también la recuperación de la misma. El espectacular descenso del exceso de endeudamiento de las empresas no es ajeno a la recuperación del crédito.

La vuelta a la normalidad crediticia de los bancos tiene otros efectos. En primer lugar, la preferencia de los bancos

## Economía

por la deuda pública se reducirá progresivamente, lo que presionará al alza a los tipos de interés. Sólo el insaciable apetito de bonos públicos de la banca ha mantenido estable el mercado de deuda pública, ya que las emisiones se han disparado dado el crecimiento del déficit público en los últimos años. Desde la introducción de la política de tipos cero al final del año fiscal 1999 hasta finales de junio de 2004 los préstamos bancarios dispuestos se han reducido en 71 billones de yenes y las tenencias de bonos públicos por dichas instituciones han aumentado en 82 billones de yenes (la diferencia se ha "financiado" con ventas netas de acciones). En segundo lugar, una demanda de crédito más activa también estimulará los tipos de interés.

### Un riesgo a medio plazo: las finanzas públicas

La situación de las finanzas públicas no mejora. El fuerte crecimiento registrado en los dos últimos años, así como las restricciones de gasto, han reducido el déficit primario de algo más de un 6% del PIB en 2003 a un 5%, que es el valor estimado para 2004. No obstante, los datos de déficit público y stock de deuda en circulación con respecto al PIB son poco sostenibles a largo plazo: un 7% y un 164%, respectivamente.

En los últimos años, la situación no ha sido alarmante por la conjunción de diversos factores, en concreto, el 57% de los bonos públicos lo posee el sector público y sólo el 5% es propiedad de extranjeros. Asimismo, la alta tasa de ahorro doméstico y el tradicional superávit de la balanza por cuenta corriente han asegurado cierta estabilidad financiera, a pesar de los datos extremadamente negativos de déficit y deuda.

El gobierno japonés, en sus perspectivas fiscales y económicas a medio plazo, se ha comprometido a alcanzar un superávit primario a comienzos de la próxima década, lo que supone, dependiendo de la evolución del crecimiento, de los tipos de interés y de la tasa de inflación, un ajuste fiscal de más del 5% del PIB.

### Otros desafíos a medio y largo plazo de la economía japonesa

La tasa de crecimiento potencial de la economía japonesa se ha visto reducida drásticamente en los últimos veinte años,

más concretamente se ha pasado de un 4% a alrededor de un 1,5%.

¿Cómo puede explicarse este descenso? Según la OCDE, un factor muy relevante ha sido la contribución negativa del factor trabajo desde comienzos de los noventa, lo que, a su vez, viene explicado por una reducción en las horas de trabajo, un fuerte aumento del paro estructural y un descenso en la población en edad de trabajar desde 1996. Otro factor clave para

explicar el descenso de la tasa de crecimiento potencial es la desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo, que ha pasado de más de un 3% en la segunda mitad de los 80 a alrededor del 2% durante los noventa.

¿Cómo se espera que evolucione la tasa de crecimiento potencial en los próximos años? De ahora al 2010, la OCDE estima que puede estar en torno al 1,3%, basándose en los siguientes supuestos: las horas de trabajo permanecen constantes, la tasa de participación laboral aumenta ligeramente y la productividad del trabajo crece casi el 2% (justo la media de los países de la OCDE).

### Conclusiones

Se puede concluir que, aunque la desaceleración del crecimiento japonés es clara en los últimos trimestres, no es probable una nueva recesión en Japón a corto plazo. De hecho, las principales instituciones multilaterales han revisado al alza, durante 2004, las previsiones de crecimiento para Japón en 2004 y 2005.

La desaceleración económica se explica por la conjunción de diversos factores, entre los que cabe destacar un menor crecimiento económico en los principales mercados exteriores de Japón y un importante ajuste de inventarios en sectores claves de la industria japonesa. No obstante, la mayor fortaleza de las empresas tras la realización de profundos reajustes en sus niveles de empleo, capacidad productiva y endeudamiento, hace menos probable una recesión económica en Japón. La evolución de diversos indicadores nos anticipa una corta desaceleración y una recuperación poco significativa durante 2005. La marcha de la economía japonesa parece muy ligada a la próxima evolución de la economía mundial y, especialmente, de la de China y Estados Unidos.

**"Aunque la desaceleración del crecimiento japonés es clara en los últimos trimestres, no es probable una nueva recesión en Japón a corto plazo"**



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

*International Monetary Fundation (2004): Japan: 2004 Article IV Consultation-Staff Report, Staff Supplement and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, agosto.*

*International Monetary Fundation (2004): World Economic Outlook, septiembre.*

*Mitsubishi Securities (2004): Japan Quarterly Outlook , diciembre.*

*Organisations for Economic Cooperation an Development (OECD) (2004): 2004 Economic Review. Japan.*

