

[Imprimir Página Web](#)

¿Se está realmente recuperando la economía japonesa?

Pablo Bustelo

ARI Nº 146-2003 - 11.12.2003

Tema: La economía japonesa parece encaminada a crecer el 2,7% en 2003, tras dos años de expansión prácticamente nula (0,4% en 2001 y 0,2% en 2002). Además, algunos datos recientes podrían indicar que la deflación, que ha sido un serio problema durante los últimos años, estaría por fin remitiendo. Sin embargo, no cabe descartar la posibilidad de que la recuperación de 2003 sea coyuntural y que acabe por parecerse a las de 1996 y 2000, que apenas duraron un año. Así, algunos analistas hablan ya de un "falso amanecer" de la economía japonesa.

Resumen: Ciertos datos recientes parecerían indicar que la economía japonesa, inmersa, como es bien sabido, desde 1992 en una persistente recesión, podría estar finalmente recuperándose. No obstante, hay elementos que inducen a pensar que esa recuperación podría acabar siendo similar a las de 1996 y 2000, que fueron coyunturales. En ese contexto, las opciones de política económica se resumen bien en esperar al saneamiento del sistema bancario (de manera que éste empiece a prestar de manera apreciable), bien en iniciar una política más agresiva de objetivo de nivel de precios o de inflación combinada con una importante reducción de impuestos.

Análisis: La economía japonesa parece encaminada a crecer el 2,7% en 2003, tras dos años de estancamiento (0,4% en 2001 y 0,2% en 2002). Esa recuperación es importante no sólo porque podría indicar un cambio de tendencia sino porque se produce en un contexto internacional de crecimiento bajo (0,7% en la UE y 2,9% en EEUU). Sin embargo, la expansión podría no continuar en 2004 a un ritmo similar y ser, en definitiva, la expresión de una recuperación estrictamente coyuntural, como las que se produjeron en 1996 y en 2000. Las tesis de este análisis son que, en el mejor de los casos, es aún pronto para lanzar las campanas al vuelo, que es probable que la recuperación sea simplemente pasajera y que, en tal caso, Japón necesitaría adoptar medidas adicionales a las ya aplicadas si quiere salir definitivamente de una recesión que ya ha cumplido nada menos que doce años.

Los datos y su interpretación

Con arreglo a los últimos datos disponibles, el crecimiento del PIB fue del 0,3% en el tercer trimestre de 2003 respecto del segundo trimestre (1,4% en tasa anualizada), cifras que suponen que Japón lleva ya seis trimestres consecutivos de crecimiento. Además, la inflación subyacente (esto es, sin contar los precios de los alimentos frescos) fue del 0,1% en octubre, que supone la primera cifra positiva desde abril de 1998 y que podría indicar que las presiones deflacionistas están empezando a remitir. Las ventas al por menor crecieron en octubre por primera vez en 31 meses, lo que podría expresar una recuperación del consumo privado. Los pedidos de maquinaria crecieron en octubre el 17,4% respecto de septiembre, el mayor incremento de los últimos tres años. Además, las previsiones de la OCDE, en su reciente publicación *Perspectivas económicas*, indican una tasa de crecimiento del PIB que podría alcanzar el 2,7% en 2003, cifra considerablemente más alta que la registrada en 2002.

No obstante, esas cifras deben ser contempladas con precaución. En primer lugar, el crecimiento del tercer trimestre está probablemente sobrevalorado, ya que el cálculo del deflactor del PIB seguramente exagera, por diferentes razones, la deflación, con lo que el crecimiento real (crecimiento nominal menos inflación, es decir, más deflación) estaría sesgado al alza. En segundo término, el crecimiento se ha debido al aumento de las exportaciones y de la inversión, mientras que el consumo privado (que representa el 55% del PIB) ha seguido estancado. Mientras que la tasa de crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue del 0,3%, las correspondientes a la inversión privada y a las exportaciones fueron 0,5% y 3%, respectivamente, mientras que el consumo privado se redujo el 0,1%. En tercer lugar, el crecimiento del tercer trimestre (0,3% trimestral y 1,4% anual) ha sido menor que el registrado en el segundo trimestre (0,9%, esto es, el 3,5% en tasa anualizada). En cuarto lugar, la tasa positiva de inflación en octubre puede reflejar factores coyunturales, como el mayor precio del arroz, resultante de una mala cosecha, y el aumento de los impuestos sobre el tabaco y de los costes sanitarios. Algunos analistas han estimado que, descontados esos elementos coyunturales, la variación de los precios habría sido negativa (-0,3%). En quinto lugar, la producción industrial creció el 0,8% en el tercer trimestre, cifra que representa la mitad de la prevista por los analistas y que ha sido sustancialmente inferior a la registrada en el segundo trimestre (3,8%). Finalmente, las previsiones de la OCDE indican, ciertamente, una recuperación significativa en 2003 (2,7%), pero que no continuará a ese ritmo en 2004 (1,8%).

Además, el crecimiento previsto para 2003 parece insuficiente para acabar con la deflación (los precios seguirán cayendo el 2,5% en 2003 y el 1,3% en 2004, según la OCDE). El crecimiento de las exportaciones se ha debido al fuerte dinamismo de los

mercados estadounidense y chino, que absorben dos quintas partes de las ventas al exterior. El PIB creció un 8,2% en EEUU y un 9,1% en China en el tercer trimestre, cifras que podrían no mantenerse en los próximos trimestres. Por añadidura, el crecimiento parece haberse concentrado sólo en algunos sectores manufactureros, como los automóviles, los productos electrónicos y la maquinaria.

El contexto de la recuperación

Conviene tener en cuenta que el contexto es adverso: el PIB nominal sigue cayendo; existen presiones alcistas sobre el yen, que, si se mantienen, podrían cortocircuitar la recuperación; la deflación es persistente y está aún lejos de remitir; la elevada deuda pública y el considerable déficit presupuestario impiden aplicar políticas fiscales expansivas; la política monetaria no da más de sí; la reestructuración de un sector financiero plagado de préstamos de dudoso cobro, aunque ha progresado, podría ser insuficiente; y la tasa de desempleo parece encaminada a permanecer alta.

El PIB nominal seguirá probablemente cayendo en 2003 y 2004 (con tasas negativas del 0,1% y del 0,9%, respectivamente, según las estimaciones de los analistas de Credit Suisse First Boston). Esto es importante porque, al fin y al cabo, el volumen de la producción sigue contrayéndose y sólo se registra una variación positiva del PIB real de resultados de la importante caída de los precios. Además, contrasta con la recuperación de 2000, cuando el PIB nominal registró una variación positiva.

El yen se ha apreciado considerablemente en los últimos tres meses, puesto que su tipo de cambio ha pasado de 117 yenes por dólar a mediados de septiembre a 107 yenes el 9 de diciembre, un nivel desconocido desde noviembre de 2000. La apreciación de la moneda japonesa podría continuar en los meses siguientes como consecuencia de la política de dólar bajo en EEUU (que inicia un año electoral), del elevado y creciente superávit nipón por cuenta corriente (2,9% del PIB en 2003 y 3,6% en 2004, con arreglo a los datos de la OCDE) y de la posible venta de bonos del Tesoro estadounidense por los inversores extranjeros dado el previsible aumento de los tipos de interés a largo plazo en EEUU. Como parece improbable que se produzca una apreciación del yuan chino, la tendencia alcista del yen sólo podría contenerse con compras masivas de dólares por el Banco de Japón. De hecho, el Banco de Japón ha vendido yenes por valor de 17,8 billones (165.200 millones de dólares) durante los once primeros meses del año.

La deflación, que se ha mantenido desde 1999, impone una seria restricción al crecimiento, ya que los consumidores posponen sus compras y porque afecta negativamente a los beneficios empresariales y encarece las deudas en términos reales. La apreciación del yen, de continuar, ejercería un impacto deflacionario adicional.

La deuda pública supera el 150% del PIB mientras que el déficit presupuestario ronda el 8% del PIB. En tal contexto, y a la vista de los imperativos demográficos del país, el gobierno se considera obligado a consolidar o reducir ambos indicadores. La proporción de japoneses con 65 años o más pasará del 17% de la población total en 2000 al 20% en 2005 y al 29% en 2025. Las autoridades, conscientes de los mayores compromisos en pensiones y sanidad que tendrán que afrontar, están empezando a recortar el gasto público (incluidas pensiones y seguridad social) y a aumentar los impuestos. La política fiscal se está haciendo así pro-cíclica, a diferencia de la aplicada en el último decenio.

La política monetaria ha tocado techo en cuanto a tipos de interés, que son prácticamente nulos. El Banco de Japón ha tomado desde 2001 medidas para aumentar la base monetaria, pero ese crecimiento no se ha trasladado hasta ahora a la oferta monetaria, porque la mala situación de los bancos hace que sean reacios a prestar.

La reestructuración del sector financiero, aunque ha progresado en los últimos años, sigue siendo una asignatura pendiente. Se estima que los préstamos de dudoso cobro ascienden nada menos que a 44 billones de yenes (400 mil millones de dólares), equivalentes al 6% de los préstamos totales y al 7% del PIB.

La tasa de desempleo, que alcanzó el 5,5% en enero de 2003, fue ligeramente más baja en octubre (5,2%) pero con una tendencia al alza respecto de meses anteriores (5,1% en septiembre). La previsión de la OCDE es que será del 5,3% en 2003 y del 5,2% en 2004. La inseguridad en el empleo es, junto con la deflación, un factor que contiene el consumo privado.

Los riesgos

Dada la dependencia de la recuperación actual respecto de las exportaciones, una mayor apreciación del yen podría afectar muy negativamente al crecimiento. Como parece muy improbable que se produzca una revalorización del yuan chino, pese a las presiones de EEUU sobre Pekín, no se puede confiar en una mejora, para Japón, del tipo de cambio bilateral yen/yuan. Existen además factores que pueden impulsar al alza al yen respecto del dólar: además de los ya mencionados (año electoral en EEUU, elevado superávit corriente japonés y crecientes tipos de interés a largo plazo en EEUU), hay que citar los altos tipos de interés reales de los bonos gubernamentales en Japón, la recuperación de los beneficios empresariales en Japón y el alza del Nikkei (18% en lo que va de año). Algunos analistas prevén incluso un tipo de cambio de 104 o 105 yenes por dólar durante 2004. No obstante, cabe esperar que las autoridades japonesas, conscientes de ese riesgo, sigan vendiendo yenes en el mercado internacional, aunque no está claro si podrán contrarrestar por completo las tendencias alcistas de fondo.

Un segundo riesgo es el posible menor crecimiento de las economías china y estadounidense en 2004 y 2005. El

sobrecalentamiento de la economía china podría hacer que la política monetaria se tornase más restrictiva, mientras que la mala situación del empleo en EEUU podría provocar que el crecimiento estadounidense se frenase en el segundo semestre de 2004. Así, The Economist anticipa un crecimiento del PIB en China del 8,6% en 2003, del 8,4% en 2004 y del 7,7% en 2005. La OCDE prevé un crecimiento del PIB en EEUU del 4,2% en 2004 (cifra que parece bastante optimista ya que The Economist la rebaja al 3,7%) y del 3,8% en 2005.

Las opciones

Existe, como es sabido, una gran controversia sobre las medidas que deberían adoptar las autoridades japonesas para salir de la recesión.

Una primera tesis es la defendida por el Banco de Japón. Según ese análisis, el problema principal no es la deflación sino el alto porcentaje de préstamos de dudoso cobro en el sector bancario, que hace que sea renuente a efectuar más préstamos pese a la abundante liquidez. La tesis es, por tanto, que hay que esperar a que el sector bancario se sanee, momento a partir del cual empezará a funcionar el mecanismo de transmisión monetaria, esto es, el traslado del aumento de la base monetaria a un crecimiento equivalente de la oferta monetaria.

Otra tesis, defendida por buena parte de los economistas occidentales (encabezados por una mayoría de los vinculados a la Reserva Federal de EEUU) es que el problema principal es la caída de los precios. Así, lo que se propone es que el Banco de Japón establezca un objetivo explícito de inflación o de nivel de precios, de manera que cambien las expectativas de los consumidores. Adicionalmente, se propone una reducción importante de impuestos, financiada con una mayor compra de bonos gubernamentales por el Banco de Japón, con miras a estimular el consumo sin que la deuda pública se resienta.

Lo cierto es que todo parece indicar que la política adoptada hasta la fecha por el Banco de Japón no parece estar surtiendo efecto. Las expectativas de deflación se han convertido en el problema principal de la economía japonesa. El Banco de Japón podría, cuanto menos, experimentar con un objetivo de inflación o de nivel de precios, dado que las alternativas ya usadas no han sido eficaces. La delicada situación presupuestaria parece desaconsejar a primera vista una política fiscal más expansiva, pero lo cierto es que una reducción de impuestos, financiada con compra de bonos por el banco central, podría estimular el consumo y el crecimiento, lo que permitiría que aumentasen a medio plazo los ingresos impositivos. Además, es necesario seguir saneando y recapitalizando el sector bancario, obligando a las instituciones financieras a provisionar créditos y a emitir acciones, nacionalizando los bancos insolventes, inyectando dinero público y rescatando préstamos de dudoso cobro.

Conclusiones: Cabe, por tanto, preguntarse si la recuperación de la economía japonesa es cíclica o bien estructural, es decir, si estamos asistiendo a un "falso amanecer" o a una recuperación genuina.

Una primera respuesta, la más optimista, es que aún es pronto para saber a ciencia cierta si la recuperación es sostenible. Habrá que esperar a los datos de los próximos trimestres para observar si la expansión se mantiene al mismo ritmo que en los tres primeros trimestres de 2003.

La otra respuesta, menos optimista, es que existen riesgos importantes que pueden poner en peligro la recuperación de 2003: la previsible persistencia de la deflación, la apreciación del yen y, sobre todo, un posible menor crecimiento de los principales mercados de exportación (EEUU y China). Incluso si las autoridades japonesas evitan la apreciación del yen, que, si es importante, descarrilaría la recuperación actual, los otros dos nubarrones son importantes. Todo hace pensar, por consiguiente, que es muy posible que la recuperación actual, salvo que haya un cambio rápido en la política económica, vaya a ser coyuntural.

En tal caso, las autoridades japonesas podrían intentar estimular el consumo privado creando un objetivo de nivel de precios o de inflación y reduciendo impuestos mientras que aumentan a la vez la compra, por el Banco de Japón, de bonos gubernamentales.

Pablo Bustelo

Investigador principal (Asia Pacífico) del Real Instituto Elcano

Profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid

<p>El Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos es una fundación privada e independiente cuya tarea es servir de foro de análisis y discusión sobre la actualidad internacional, y muy particularmente sobre las relaciones internacionales de España. El Real Instituto Elcano no comparte necesariamente las opiniones manifestadas en los documentos firmados por sus analistas o colaboradores y difundidos en su página web o en cualquier otra publicación.</p>

[Subir ▲](#)