

# Economía japonesa: la expansión se consolida

Antonio Carrascosa Morales\*

**La recuperación económica de Japón es evidente; parece que se inicia por fin un círculo virtuoso después de una década en recesión. En este artículo se analiza el comportamiento reciente del PIB basado en el crecimiento de la inversión privada y de las exportaciones y también se señala cómo todavía se ciernen algunas amenazas serias sobre dicha recuperación.**

**Palabras clave: recuperación económica, inversiones privadas, comercio exterior, política monetaria, política fiscal, Japón, 2004.**

**Clasificación JEL: O53.**

## 1. La recuperación es evidente

Ya nadie pone en duda que la economía japonesa ha entrado en una fase de fuerte crecimiento. Los últimos datos disponibles así lo confirman: el PIB, en términos reales, creció un 1,7 por 100 en el cuarto trimestre de 2003 con respecto al trimestre anterior (un 7 por 100, en dato anualizado), siendo dicho trimestre el cuarto de crecimiento positivo consecutivo. Tenemos que remontarnos al segundo trimestre de 1990 para encontrar una tasa de crecimiento tan fuerte.

También en términos nominales puede observarse un comportamiento positivo del PIB. En concreto, el cuarto trimestre

de 2003 ha sido el tercero consecutivo de crecimiento positivo.

Centrándonos en los distintos componentes de la demanda global, hay que comenzar comentando el escaso crecimiento del *consumo privado* (un + 0,8 por 100 con respecto al trimestre anterior), aunque ya acumula cuatro trimestres de crecimiento positivo consecutivo. La falta de dinamismo de las rentas salariales totales (incluyendo «bonuses») está detrás de la relativa atonía del consumo privado. Como tendencia a medio plazo puede comentarse que el crecimiento del consumo está siendo mayor que el de las rentas de trabajo (estas últimas no acababan de despegar por el clima de reestruc-



PAÍSES

\* Técnico Comercial y Economista del Estado.

Un resumen del presente artículo se corresponde con la presentación que el autor realizó el pasado 28 de abril, en Almagro, durante las Jornadas de Macroeconomía organizadas por la Universidad de Castilla-La Mancha, en colaboración con la Asociación de Economía y Finanzas Internacionales.

Este artículo fue entregado a la Redacción del *Boletín Económico de ICE* el pasado 30 de abril, por lo que no recoge los últimos datos sobre el PIB japonés, que han sido publicados el 18 de mayo. No obstante, los nuevos datos confirman, básicamente, la tendencia seguida en los últimos trimestres y el análisis de la misma realizado en este artículo.

turación empresarial que todavía vive el país y los esfuerzos que están realizando las empresas en la contención de gastos de todo tipo) (1). La consecuencia es que el consumo está creciendo ligeramente gracias a la disminución de la tasa de ahorro.

Si ahora el consumo está creciendo más que las rentas del trabajo, en otros ciclos anteriores ha ocurrido lo contrario. Por ejemplo, entre 1999 y 2000, el consumo privado, en términos nominales, no creció al ritmo que lo estaban haciendo las rentas salariales. Esta relativa falta de respuesta del consumo se repitió al descender las rentas en 2001 y al aumentar en 2003. Esto quiere decir que si, tal y como está ocurriendo en la actualidad, las familias reducen su tasa de ahorro para mantener el consumo con unas rentas decrecientes, al recuperarse éstas se tiende a reponer los niveles de ahorro anteriores antes de incrementarse el consumo. Por tanto, la escasa fortaleza del consumo privado sólo se superará cuando se produzca una fuerte y prolongada recuperación de los beneficios empresariales, de las rentas salariales y los precios (2).

La *inversión privada* es una variable más volátil. En el último trimestre de 2003 creció un 5,1 por 100 con respecto al trimestre anterior, que había registrado un dato ligeramente negativo. Este fuerte crecimiento se explica por una contribución muy positiva de la inversión relacionada con las tecnologías de la información.

Según se exponía en un artículo

(1) Cabe destacar la sustitución de trabajadores con contrato fijo y a tiempo completo por contratados a tiempo parcial, con el consiguiente ahorro sustancial de salarios para las empresas.

(2) El Banco de Japón también ha señalado el importante papel que juega la introducción de nuevos bienes y servicios por parte de las empresas para estimular el consumo.

reciente (3), la evolución de los pedidos de maquinaria languidecía al final del tercer trimestre de 2003, lo que anticipaba un frenazo en la inversión privada en capital fijo a mediados de este año 2004. Finalmente, los pedidos de maquinaria se han recuperado vigorosamente en el cuarto trimestre de 2003, especialmente los ligados a algunos sectores. En concreto, los pedidos de equipo productivo de semiconductores se han incrementado un 116,3 por 100 (en tasa interanual) y los pedidos de maquinaria del sector privado se han incrementado un 18,2 por 100. Este ritmo de crecimiento no continuará el primer trimestre de 2004, ya que en enero se ha registrado un fuerte descenso de los pedidos del sector privado (un 12,2 por 100 con respecto a diciembre). Resumiendo, la recuperación de los pedidos de maquinaria a finales de 2003 y la falta de una tendencia clara en la actualidad no hacen posible prever, por el momento, un estancamiento de la misma.

Por último, cabe mencionar el buen comportamiento del *sector exterior*. El último trimestre de 2003 es el quinto trimestre consecutivo de contribución positiva del sector exterior al crecimiento del PIB (y el octavo de crecimiento positivo de las exportaciones). La relativa fortaleza del yen no parece haber afectado, al menos por ahora, a las exportaciones, que han crecido un 4,2 por 100 con respecto al trimestre anterior. Por otra parte, el crecimiento de las importaciones desde el tercer trimestre del año (en el cuarto trimestre crecieron un 1,4 por 100) es un buen indicador de la recuperación económica del país. Los últimos datos mensuales publicados (marzo de 2004) confirman estas tendencias, registrando-

(3) «La reciente evolución de la economía japonesa», *Boletín Económico de ICE*, número 2788, del 24 de noviembre al 7 de diciembre de 2003, páginas 23 a 28.



PAÍSES

se fuertes crecimientos tanto en las exportaciones como en las importaciones (un 13,3 por 100 y un 12,2 por 100, respectivamente, en tasas interanuales).

Resumiendo, la recuperación del PIB japonés es clara y está basada en el crecimiento de la inversión privada y de las exportaciones. En principio, se atisba un ciclo virtuoso de aumento de la producción, aumento de los beneficios empresariales y aumento de la inversión privada, pero todavía hay dudas sobre la consolidación de dicho ciclo. Las principales amenazas que afronta la economía japonesa a corto plazo proceden de la persistente deflación, del escaso crecimiento de las rentas del trabajo y de la relativa fortaleza del yen. Otras amenazas «estructurales» son las deficitarias finanzas públicas y el todavía muy alto volumen de créditos fallidos de la banca japonesa.

## 2. Perspectivas de la recuperación

Antes de avanzar en este apartado quizás convenga aclarar que ya nadie asocia recuperación económica en Japón con la vuelta a los niveles de crecimiento espectaculares registrados antes del estallido de la burbuja a principios de los años 90 (un 5 por 100 en la década de los 70 y un 3,9 por 100 en la de los 80). La discusión se centra ahora en ciclos económicos cortos con expansiones a un ritmo poco deslumbrante. Por ejemplo, el año 2003 ha dado mucho que hablar en la prensa mundial, pero el crecimiento japonés ha sido ligeramente menor al registrado el año 2000 (incluso a este año le siguieron dos con datos poco favorables: 0,4 por 100 en 2001 y -0,4 por 100 en 2002).

Que la recuperación se mantenga o se agote dependerá de la evolución de factores que están impulsando más el creci-

miento (sector exterior e inversión privada) o de la aparición de nuevos factores (consumo privado).

La *demanda externa* depende en gran medida de la marcha de los principales mercados de las empresas japonesas: Estados Unidos y, especialmente, China. En este último caso, parece que su economía se está enfriando (en concreto, podría reducir en 2004 su tasa de crecimiento en un punto porcentual). Con respecto a la cotización del yen, no parece muy realista la hipótesis de una fuerte apreciación de la divisa nipona.

En cuanto a la *inversión privada*, no hay que olvidar que todavía se mantiene firme la deflación, por lo que si no aumenta el crecimiento nominal, las expectativas de mantenerse la actual expansión acelerada de la inversión se reducen. Hay que recordar que las empresas japonesas se enfrentan a un aumento de sus costes (productos intermedios y materias primas) y a un clima de fuerte competencia en precios. Su lógica respuesta está siendo reducir sus costes, para así no afectar en lo posible a sus beneficios (algo que no siempre se logra, según los últimos datos publicados sobre dicha variable). Esta estrategia se plasma, ante las dificultades para elevar los precios de los productos finales, en una reducción de los costes laborales (como se ha visto, un factor que retrae el consumo privado) y en un menor estímulo a emprender cuantiosas inversiones y a ampliar la capacidad productiva.

Como elemento favorable para la continuidad de la fortaleza de la inversión cabe citar la ya visible expansión de la recuperación a empresas y sectores no afectados, hasta el momento, por la misma. Esta «dualidad» del crecimiento japonés (en concreto, la imposibilidad de trasladar la fortaleza del sector de electrónica de consumo digital y, en general,



P A Í S E S

de las empresas manufactureras —sobre todo, grandes— al resto de las empresas japonesas) era una clara debilidad del mismo. Este hecho ha sido confirmado sistemáticamente por las encuestas Tankan de confianza empresarial, incluyendo la elaborada por el Banco de Japón en diciembre de 2003.

Pues bien, el índice de condiciones de negocio en la encuesta de marzo de 2004 mejora para todas las categorías de empresas, pero especialmente para las empresas manufactureras, grandes y pequeñas, y para las grandes empresas no manufactureras. En algunos casos, se han alcanzado niveles no vistos desde el estallido de la burbuja a principios de los años 90 (grandes empresas no manufactureras y pequeñas manufactureras) y en otros (grandes empresas manufactureras) se ha alcanzado el nivel máximo anterior desde dicho estallido (junio de 1997).

Con respecto a una eventual expansión del *consumo privado*, ya hemos comentado que el escenario actual de las rentas del trabajo no es el más idóneo para impulsar dicha expansión. Según la Contabilidad de Flujo de Fondos del Banco de Japón las familias sufrieron un déficit de fondos en 2003, por valor de 1,195 millardos de yenes. Esto no ocurría desde que comenzó a elaborarse esta estadística en 1954.

¿Cómo se explica dicho déficit? Por un lado, ya se ha comentado que el escenario deflacionista está impulsando a las familias a compensar la atonía de las rentas del trabajo, reduciendo su tasa de ahorro y así poder mantener su nivel de consumo. Por otro lado, el envejecimiento de la población japonesa está reduciendo la tasa de ahorro, cuestión que se examinó en el artículo citado en la nota 3.

Finalmente, hay que señalar que no parece factible un *impulso fiscal* en la actual coyuntura presupuestaria, con un

déficit público del 7,4 por 100 con respecto al PIB en 2003 y un stock de deuda pública bruta en circulación del 166 por 100 del PIB.

¿Se espera que las amenazas que afronta la presente recuperación acaben acortando o, incluso, abortando la misma? Vamos a ver que no.

Como es sabido, la Bolsa juega usualmente un papel de indicador adelantado de la coyuntura económica de un país. En el artículo citado anteriormente, comentábamos que a finales de octubre se había alcanzado la cota máxima del Nikkei desde junio de 2002 y que, a partir de esa fecha, la Bolsa japonesa languideció. Dada la correlación existente entre el Nikkei y el índice compuesto de indicadores coincidentes (que reflejan la situación económica presente), con un desfase de diez meses, de haber permanecido el marasmo bursátil citado, la recuperación económica debería finalizar en la segunda mitad de 2004.

Lo que ha ocurrido en realidad es que el Nikkei se ha recuperado en el mes de marzo, alcanzando un máximo el pasado 13 de abril (12.128). Esto quiere decir que incluso si no se recupera dicho máximo, la expansión económica se habría prolongado medio año más.

En esta misma línea de optimismo, todas las instituciones multilaterales (FMI, OCDE, etcétera), están revisando al alza el crecimiento esperado para Japón. En concreto, el FMI, en su último WEO (abril 2004), prevé un crecimiento mucho mayor que el Gobierno japonés para el año 2004 (3,4 por 100) y uno ligeramente menor para 2005 (1,9 por 100). Con respecto a las previsiones formuladas para el FMI en septiembre de 2003, se produce un alza espectacular del crecimiento esperado en 2004 (+1,9 por 100), siendo esta mejora la más significativa de las registradas en los países más avanzados.



PAÍSES

CUADRO 1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO					
	2004	2005	2006	2007	2008
Crecimiento del PIB real .....	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1
Crecimiento del PIB nominal.....	0,5	1,4	2,1	2,5	2,9
Deflactor del PIB .....	-1,3	-0,6	0,1	0,4	0,8

Por otra parte, la Oficina del Gobierno ha publicado recientemente sus previsiones a medio plazo, aunque con toda probabilidad las revisará en las próximas semanas (al menos, las previsiones para 2004). De entre éstas cabe destacar las que refleja el Cuadro 1.

Para todo el período 2004-2008 el Gobierno espera un crecimiento medio de alrededor del 2 por 100. ¿Cómo puede llegarse a ese dato? Considerando los ciclos cortos, habría de alcanzarse un crecimiento cercano al 4 por 100 durante las fases expansivas para compensar crecimientos menores del 1 por 100 durante las fases depresivas. Pues bien, es difícil alcanzar tasas de crecimiento tan altas durante la expansión económica. Desde el estallido de la burbuja, sólo ha habido dos años fiscales en los que se haya alcanzado o superado el 3 por 100 (en 1996, tras la rebaja del Impuesto sobre el consumo y en 2000, gracias a una fortísima expansión de los sectores relacionados con las tecnologías de la información) y en los dos hubo una contribución positiva del gasto público al crecimiento, algo que no parece factible ahora.

Otra dificultad para el cumplimiento de las previsiones citadas procede del comportamiento de los precios, ya que a partir del año 2006 el Gobierno espera que el deflactor del PIB recupere unos valores positivos. Entre 2004 y 2006 el citado deflactor pasaría del -1,3 por 100 al 0,1 por 100 y eso supone que el «output gap» negativo debería reducirse en ese período alrededor de 2,5 puntos porcentuales, algo factible, pero no exento de

dificultades. Veremos con más atención este punto en el siguiente apartado de este artículo.

### 3. Persisten las presiones deflacionistas

El cuarto trimestre de 2003 descendió el deflactor del PIB un 2,6 por 100 con respecto al trimestre anterior, lo que supone un descenso del citado deflactor durante 23 trimestres consecutivos. El peso de los productos relacionados con las tecnologías de la información, que registran los descensos de precios más acentuados, en el consumo y la inversión privada favorece el mantenimiento de las presiones deflacionistas en la economía japonesa.

En consecuencia, no parece que el final de la deflación esté cerca. Además del persistente «output gap» negativo (un 1,9 por 100, según la OCDE, y un 2,6 por 100, según el FMI), 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 racionalmente por la reestructuración (eliminación de los citados excesos).

Por el contrario, un factor que sí puede estar reduciendo las presiones deflacionistas es el «agotamiento» de modelos de negocio muy prósperos en Japón desde comienzos de esta década. En concreto, se trata de empresas japonesas que producen a gran escala en Asia, importan directamente esos productos y los venden a sus propias cadenas de distribución. En algunos sectores (especialmente, bienes de consumo) esto ha supuesto una gran presión negativa



P A Í S E S

sobre los precios al consumo, pero la misma, lógicamente, se va haciendo menos perceptible en los últimos tiempos.

Con el objeto de poder aventurar alguna hipótesis sobre la próxima evolución de los precios, examinemos algunos de los determinantes de la misma: los costes de las materias primas, los costes salariales y el tamaño del «output gap».

Es indudable que los costes de las materias primas están creciendo en los últimos meses, pero para nuestro análisis lo importante es saber si esas presiones alcistas son fácilmente trasladables o no a los precios al consumo. Pues bien, en los últimos 2 años (coincidiendo con la actual fase alcista del ciclo) los precios de las materias primas han subido fuertemente, pero esa tendencia ha sido frenada drásticamente tal y como se desprende de la evolución de algunos índices de precios de bienes intermedios. Esto ha permitido que los precios al consumo hayan incluso descendido en el mismo período. Por un lado, la fuerte apreciación del yen registrada desde septiembre de 2003 ha puesto un freno a las subidas de los precios internacionales de algunas materias primas. Por otra parte, las empresas han perdido, en el escenario deflacionista en el que nos movemos (fuerte competencia en los sectores no manufactureros, rentas del trabajo decrecientes, etcétera), su capacidad para fijar precios. No parece que estos dos factores vayan a cambiar sustancialmente a corto plazo.

En este contexto, si las empresas quieren, al menos, mantener su margen de beneficio, tienen que presionar a la baja sobre otros costes, especialmente, los salarios. Esta hipótesis ha sido una realidad en los últimos meses y no parece que vaya a modificarse esta tendencia a corto plazo.

Con respecto al «output gap», pode-

mos comentar varias cuestiones. Por una parte, el fuerte crecimiento del PIB y la intensa eliminación de capital productivo redundante nos hacen aventurar que el «output gap» negativo se está reduciendo. Por otra parte, las fuertes inversiones que se están realizando en tecnologías de la información y otras nuevas tecnologías podrían estar aumentando la tasa de crecimiento potencial de la economía japonesa, por lo que se necesitaría cada año un crecimiento del PIB real mayor para así reducir el «output gap» (y, de paso, estimular el crecimiento de los precios). Según las previsiones del FMI para 2004 y 2005, la primera hipótesis se estaría imponiendo ya que se espera una reducción del «output gap» negativo de 2 puntos porcentuales en 2004 y de un 0,6 por 100 en 2005. A pesar de estos descensos, el FMI prevé un IPC negativo en 2004 y 2005; -0,4 por 100 y -0,1 por 100, respectivamente.

#### 4. ¿Se acerca el fin de la política monetaria ultraexpansiva?

En marzo de 2001 comenzó la actual etapa de política monetaria ultraexpansiva. Hagamos, en primer lugar, un breve balance:

- Los tipos de interés se han mantenido muy bajos, lo que ha contrarrestado los efectos depresivos del profundo ajuste estructural que se viene desarrollando en la economía japonesa. Como siempre, hay voces críticas que señalan que dicho ajuste ha sido más lento justo por la persistencia de unos tipos de interés nominales y reales reducidos.
- Los efectos sobre la producción y los precios no han sido claros, aunque hay que recordar que esta política ha tenido que convivir con fuertes caídas de precios de muchos activos, reducción del excesivo endeudamiento de familias y



PAÍSES

empresas y un inadecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria (que ha reducido ostensiblemente el valor del multiplicador monetario).

- La fuerte intervención de las autoridades japonesas en el mercado de cambios (comprando dólares y vendiendo yenes) también ha sido un factor impulsor de la liquidez del sistema, por lo que compartiría responsabilidades en los efectos de la política monetaria.

- La extraordinaria creación de liquidez junto al todavía escaso crédito bancario han supuesto la canalización de dicha liquidez hacia los mercados de bonos y acciones apuntalando los mismos.

Examinemos uno de los temas apuntados: el mecanismo de transmisión monetaria sigue sin funcionar adecuadamente. Prueba de ello es que los fuertes crecimientos de la base monetaria (25,7 por 100 en 2002 y 16,4 por 100 en 2003) no se traducen en unos crecimientos tan sólidos en la oferta monetaria (3,3 por 100 en 2002 y 1,7 por 100 en 2003). De hecho, el dato de 2003 es el más bajo de la última década.

El escaso crecimiento de la oferta monetaria se debe a la falta de recuperación del crédito bancario. En concreto, en 2003 dicho crédito descendió un 4,8 por 100, siendo el sexto año consecutivo de descenso.

Las empresas japonesas, muy disciplinadamente, están reduciendo su exceso de endeudamiento (uno de los tres excesos de la economía japonesa durante más de una década) lo que es un indudable freno a la recuperación crediticia. Cabe señalar que todavía hay sectores importantes, especialmente los no manufactureros, con unos niveles de endeudamiento vivo excesivo (si los comparamos con los niveles existentes antes de la burbuja especulativa de mediados de los

años 80). Asimismo, el desarrollo de alternativas al endeudamiento bancario (especialmente, para grandes empresas), por ejemplo, la titulización de activos, explica una parte de la escasa actividad crediticia de la banca. Por otra parte, el Banco de Japón considera que hay factores estructurales que impiden que el crédito bancario crezca incluso cuando los bancos están dispuestos a prestar. Uno de los factores más reseñables es el mantenimiento de prácticas bancarias tradicionales en las que prevalece en la gestión crediticia la aportación de garantías sobre el análisis de riesgos.

Dicho de otra forma, las reformas estructurales que se están produciendo en la economía japonesa limitan el crecimiento de la oferta monetaria. Por otra parte, debe señalarse que buena parte del exceso de liquidez que mantiene la banca se sigue canalizando al mercado de bonos públicos, lo que mantiene la presión a la baja a las rentabilidades de dichos bonos.

Si tenemos que hacer unas previsiones sobre lo que va a ocurrir en los próximos meses, podemos aventurar que la política monetaria no se va a modificar, ya que:

- Aunque la recuperación es un hecho, las presiones deflacionistas persisten en la economía japonesa. Cabe recordar que como mínimo hasta el año 2005, según la Oficina del Gobierno, no se romperá la tendencia de decrecimiento del IPC. Otras instituciones, como el FMI, son incluso más pesimistas.

- Permanecerá la cooperación entre Gobierno y Banco de Japón para acabar con la deflación. Sólo si tienen lugar una apreciable apreciación del yen o una subida de los tipos de interés y, por tanto, se recrudecen las presiones deflacionistas, el Banco de Japón podrá intentar flexibilizar aun más su política monetaria.



PAÍSES

No obstante, no hay que ocultar las dificultades existentes para ello: cabría el reforzamiento de los instrumentos de política monetaria ya en uso (ligero aumento de los saldos de las cuentas de los bancos en el Banco Central) o la introducción de algunos nuevos (aceptación de valores con garantía hipotecaria como colateral en operaciones de suministro de fondos). Por contra, podría haber un menor uso de las compras directas de bonos públicos por el Banco de Japón, con el objeto de no seguir aumentando el ya muy elevado volumen de dichas inversiones en el Balance del Banco.

- Los mercados de valores se mantienen relativamente estables.

## 5. ¿Qué perspectivas hay para el yen?

Desde el comienzo de 2003 hasta septiembre, el yen permaneció 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 supuso el inicio de una nueva fase en la cotización del yen.

Desde enero de 2004 no hay una tendencia clara en el mercado de divisas. La cotización media está alrededor de 107¥/\$ con un mínimo de 112,28 (8 de marzo) y un máximo de 103,39¥/\$ (2 de abril). En los últimos días, cotiza alrededor de 108¥/\$.

En principio, la situación no variará mucho a corto plazo si no hay cambios drásticos en el escenario económico internacional y, en concreto, en la diferencia de crecimiento entre Japón y Estados Unidos (ahora a favor de Japón) o en la estrategia monetaria de la Reserva Federal y del Banco de Japón. Por tanto, no parece muy probable que el yen se fortalezca a medio plazo, rompiéndose clara-

mente la tendencia que comenzó, a finales de septiembre, tras la reunión del G7.

Durante el último semestre, el yen se ha mantenido en un nivel medio cercano a la cotización actual sólo gracias a la intervención masiva de la autoridades japonesas comprando dólares y vendiendo yenes, que han contrarrestado la debilidad del dólar y los consiguientes movimientos especulativos de los operadores. Con el objeto de demostrar al mercado su disponibilidad a intervenir en caso necesario, el Gobierno tramitó el pasado mes de febrero una modificación presupuestaria para aumentar en 21 billones de yenes el límite de endeudamiento para nutrir la cuenta presupuestaria contra la que se realizan las intervenciones y en el Presupuesto del Estado para el ejercicio fiscal 2004 se ha vuelto a subir dicho límite en 40 billones. Los últimos datos disponibles muestran que la intervención en el mercado de divisas (comprando dólares) ha ascendido a 7 billones de yenes en enero de 2004 y a algo más de 3 billones en febrero.

Examinando factores estructurales que determinan la cotización del yen, hay que recordar que en el año 2003, el superávit por cuenta corriente de Japón creció un 11,6 por 100 con respecto al año anterior, alcanzando el 3,2 por 100 del PIB. El superávit alcanzado es el mayor desde 1998, y se explica tanto por el incremento del superávit comercial como por la reducción del déficit de la cuenta de servicios. La teoría predice que el superávit por cuenta corriente japonés (unos 6 billones de yenes) debería suponer una salida neta de capitales por ese mismo importe. La realidad japonesa no se ajusta a esta previsión, lo que refleja el sesgo «nacionalista» de los ahorros en Japón y hace que se registre también un superávit en la balanza de capitales (unos 8 billones de yenes). El resultado es doble:



PAÍSES



por un lado, se ejerce una presión alcista sobre el yen y, por otro lado, al tratar de evitar una apreciación fuerte del yen, se incrementan extraordinariamente las reservas de divisas (21,5 billones de yenes en 2003).

Por otro lado, las casi permanentes expectativas de apreciación del yen han retraído la inversión japonesa en valores extranjeros. ¿Qué subyace en las citadas expectativas? Por un lado, la fortaleza de la balanza japonesa por cuenta corriente. Por otro lado, la propia deflación, que ha ampliado el diferencial de tipos de interés reales entre Japón y el resto de países desarrollados.

## 6. Japón-EEUU: hay amores que matan

La interrelación existente entre las economías norteamericana y japonesa es creciente, aunque, en ocasiones, ello perjudique a una de las partes.

Si nos centramos en las relaciones comerciales, hay que señalar que las grandes empresas manufactureras japonesas, incluyendo las de electrónica de consumo digital, dependen fuertemente de sus ventas en el mercado norteamericano (sin olvidar los productos fabricados en China por empresas japonesas). Esto quiere decir que uno de los actuales motores del crecimiento económico japonés depende de la evolución de variables tales como el consumo privado norteamericano (o lo que es lo mismo de la situación del mercado de trabajo en EEUU).

Si pasamos a las relaciones financieras, podemos ver que son también muy estrechas, pero con unos resultados paradójicos. Por un lado, la economía norteamericana tiene que financiar su déficit gemelo (presupuestario y de balanza por cuenta corriente), lo que está

atraído capitales (en 2003 se ha alcanzado la cifra record de 711 millardos de dólares en inversiones en bonos, siendo un 40 por 100 de los mismos bonos del Tesoro americano a medio y largo plazo). De estas inversiones, Japón ha realizado un cuarto (alrededor de 180 millardos de dólares), reemplazando al Reino Unido como principal país inversor financiero en EEUU. Esta tendencia está siendo confirmada por los primeros datos publicados sobre el año 2004. Por otro lado, el dólar está sufriendo presiones depreciatorias (en buena parte, debidos a los desequilibrios de la economía norteamericana) lo que supone una mayor fortaleza del yen. El Gobierno japonés, para evitar las presiones deflacionistas derivadas de la apreciación del yen con respecto al dólar, ha estado interviniendo masivamente en el mercado vendiendo yenes y comprando dólares (elevándose las reservas en divisas de Japón a casi 800 millardos de dólares). Estas compras de dólares son, evidentemente, compras de valores denominados en dólares.

Tenemos, por tanto, que el déficit gemelo norteamericano (además del deseo de la Administración Bush de incrementar las exportaciones a través de un dólar débil) supone una presión alcista sobre el yen. La reacción de las autoridades japonesas es intervenir en el mercado vendiendo yenes y comprando valores denominados en dólares. De esta forma, intentan evitar que las exportaciones (uno de los motores básicos de la recuperación japonesa) se vean perjudicadas y contribuyen a financiar los déficits por cuenta corriente y presupuestario de EEUU, favoreciendo tipos de interés más bajos y favoreciendo un mayor crecimiento en dicho país.

Resumiendo, la estabilidad de la economía norteamericana se consigue, en parte, por las intervenciones de las auto-



P A Í S E S

ridades japonesas en el mercado de divisas y éstas están motivadas, en buena parte, por los desajustes de la economía norteamericana.

## 7. Conclusiones

El Gobierno ha avanzado en su programa de reformas estructurales, mejorando la solvencia del sistema bancario y profundizando las empresas sus reajustes productivos. El crecimiento del PIB, en este escenario, ha mejorado sustancialmente, gracias a la buena marcha de la inversión privada y del sector exterior. No obstante, la recuperación afronta todavía amenazas serias.

La política monetaria debe continuar con su actual orientación hasta que haya desaparecido completamente la deflación actual. Sería deseable un incremento de la eficacia de la política monetaria, lo que pasa por la recuperación del crédito bancario. Sin esta recuperación, los efectos de la expansión monetaria sobre la economía real seguirán siendo poco perceptibles.

La situación fiscal en Japón es difícilmente sostenible. Evidentemente, hay un

dilema entre acelerar la consecución del objetivo de reducción del déficit público y coadyuvar a la recuperación económica del país, ya que el proceso para alcanzar la sostenibilidad fiscal puede tener efectos recesivos, al menos a corto plazo. La salida pasa por el fortalecimiento del crecimiento nominal de la economía (sin que se eleven significativamente los tipos de interés) y por la adopción de un programa de consolidación fiscal a medio plazo.

## Bibliografía

1. BANK OF JAPAN (2003 y 2004): *Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments*.
2. BANK OF JAPAN (2004): «Outlook and Risk Assessment of the Economy and Prices», abril.
3. IMF (2004): «World Economic Outlook», abril.
4. MITSUBISHI SECURITIES (2004): «The Staying Power of Deflation», *Japan Economic & Finance Weekly*, Mitsubishi Securities, 9 de febrero.
5. OECD (2003): «Economic Survey of Japan, 2003», diciembre.
6. THE ECONOMIST (2004): «Japanese Company Debt: An End in Sight», 14 de febrero.



P A Í S E S