

EL HUNDIMIENTO DEL NIKKEI

Fernando Benito Valero*
Antonio Carrascosa Morales**

El presente artículo trata de dar respuesta a las razones del persistente y progresivo hundimiento del índice Nikkei, y a las repercusiones que de ello se derivan sobre la economía japonesa. Señala como factores más destacados el funcionamiento de las bolsas internacionales, estrechamente interconectadas; la modificación sustancial de la composición del índice por la introducción de valores tecnológicos; la evolución del yen frente al dólar; y las medidas de saneamiento del sistema bancario. Los bajos niveles de cotización, desconocidos con anterioridad al inicio de la burbuja especulativa de finales de los ochenta, repercuten negativamente sobre la banca y sobre la eficacia de las medidas de política monetaria, provocando un exceso de liquidez sobre el sistema, frente al que la deteriorada economía interna presenta un comportamiento anómalo. Por ello, se concluye que es preciso superar la trampa deflacionista para conseguir el despegue de un índice apagado durante los últimos 12 años.

Palabras clave: *mercado de valores, crisis bursátiles, Japón, índice Nikkei.*

Clasificación JEL: *G12, O53.*

1. Introducción

¿Está Japón pagando todavía los excesos de la burbuja especulativa de los años ochenta, o los indicadores muestran ya una corrección «excesiva» de la misma?

Si observamos la evolución de las variables que más «exceso» acumularon durante el quinquenio 1986-1991 (capitalización bursátil, precios inmobiliarios, préstamos bancarios, etcétera) podemos apreciar que algunas (préstamos bancarios) necesitan todavía un ajuste, pero otras (precios de los activos mobiliarios e inmobiliarios) ya han corregido los valores inflados durante la burbuja.

Centrándonos en los niveles bursátiles, observamos cómo el índice Nikkei está registrando, en el mes de abril de 2003, cotizaciones que no se veían desde diciembre de 1982, es decir, desde cuatro años antes del comienzo de la burbuja. ¿A qué se debe el hundimiento del Nikkei? ¿Qué repercusiones está teniendo? Este será el objeto del análisis del presente artículo.

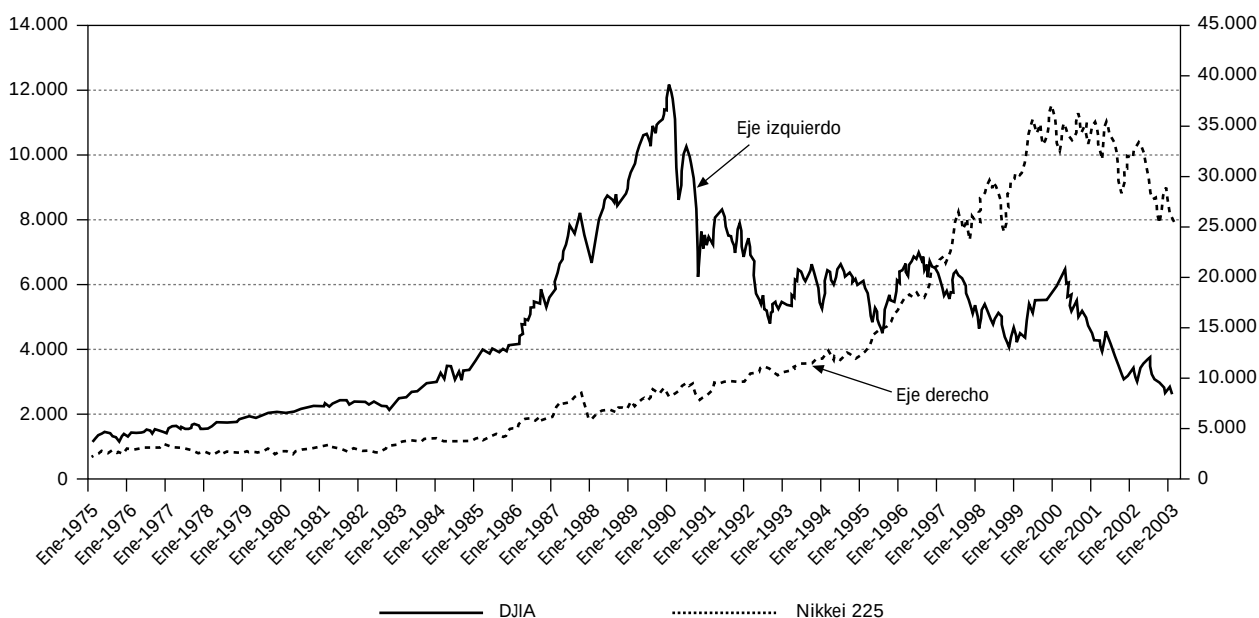
2. Las causas del descenso del Nikkei

Según las cotizaciones bursátiles expuestas en el apartado anterior, indudablemente, nos encontramos ante una corrección que compensa con creces la subida de la bolsa del período alcista de finales de los ochenta. Por lo tanto, como primera observación, intuimos que la desmesurada bajada del Nikkei responde también a otros factores.

* Economista.

** Consejero Jefe de la Oficina Económica y Comercial de España en Tokio.
Versión de 23-4-2003.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS NORTEAMERICANA Y JAPONESA
(1975-2003)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos oficiales de las Bolsas.

La globalización de los mercados

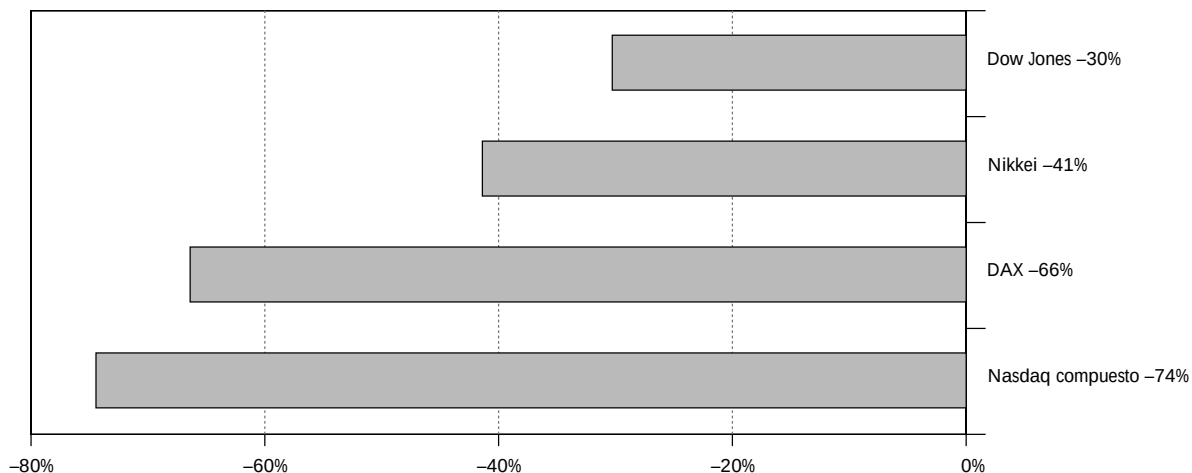
En la actualidad, la cada vez mayor interrelación de las Bolsas mundiales, es decir, la globalización de los mercados uniformiza comportamientos y reacciones, ya sean racionales o no. Eso sí, el «centro» de esta globalización está en Wall Street. Esto quiere decir que, en estos últimos tres años, la Bolsa japonesa está sufriendo los efectos del vendaval que está registrando Wall Street y las Bolsas más importantes del mundo. Desgraciadamente para los inversores japoneses esa interrelación ha sido asimétrica: el Nikkei no siguió a las Bolsas mundiales en su «exuberante subida» de los noventa, pero está sufriendo el ajuste a la baja de éstas. Únicamente, como se observa en el Gráfico 1, en el año 1999, el Nikkei

siguió la pauta alcista marcada por la Bolsa americana (DJIA), apoyado igualmente en unas previsiones y datos económicos domésticos mucho más alentadores de lo que luego resultaron ser.

En un análisis realizado por Citibank¹, para las bolsas más representativas del mundo, se observa que el grado de correlación es elevado entre las bolsas de EE UU y las del resto de los países, con la excepción del Nikkei que presenta una correlación insignificante. Sin embargo, si diferenciamos dos períodos en el estudio, los resultados son claramente distintos y se corrobora la «hipótesis de la asimetría» expuesta anteriormente. Para

¹ MARTÍNEZ CAMPUZANO (2001) : «Mercados cada vez más correlacionados», Citibank.

GRÁFICO 2

DESCENSOS EN LOS MAYORES ÍNDICES BURSÁTILES, 2000-2003*

NOTA: * Variaciones de los índices entre enero 2000 y abril 2003.

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos oficiales de las Bolsas.

la década de los noventa, el índice de correlación es negativo y con un valor que no supera el $-0,5$, pero para los tres últimos años, 2000-2003, la correlación es positiva y relativamente elevada: $0,76$. Este último período queda reflejado en el Gráfico 2, que muestra la evolución de algunos de los principales índices bursátiles mundiales en los tres últimos años.

La composición del Nikkei

Ha habido un factor que ha acentuado la caída del Nikkei en estos tres últimos años. Nos referimos a la introducción, en abril de 2000, de cambios en la composición del índice Nikkei con la inclusión de más valores tecnológicos. Una tardía inclusión que provocó una caída bursátil mucho más pronunciada que si se hubiesen mantenido los valores tradicionales. De hecho, en el Gráfico 2 se ha incluido el índice Nasdaq con el objetivo de mostrar la espectacular caída de los valores tecnológicos durante los últimos tres años.

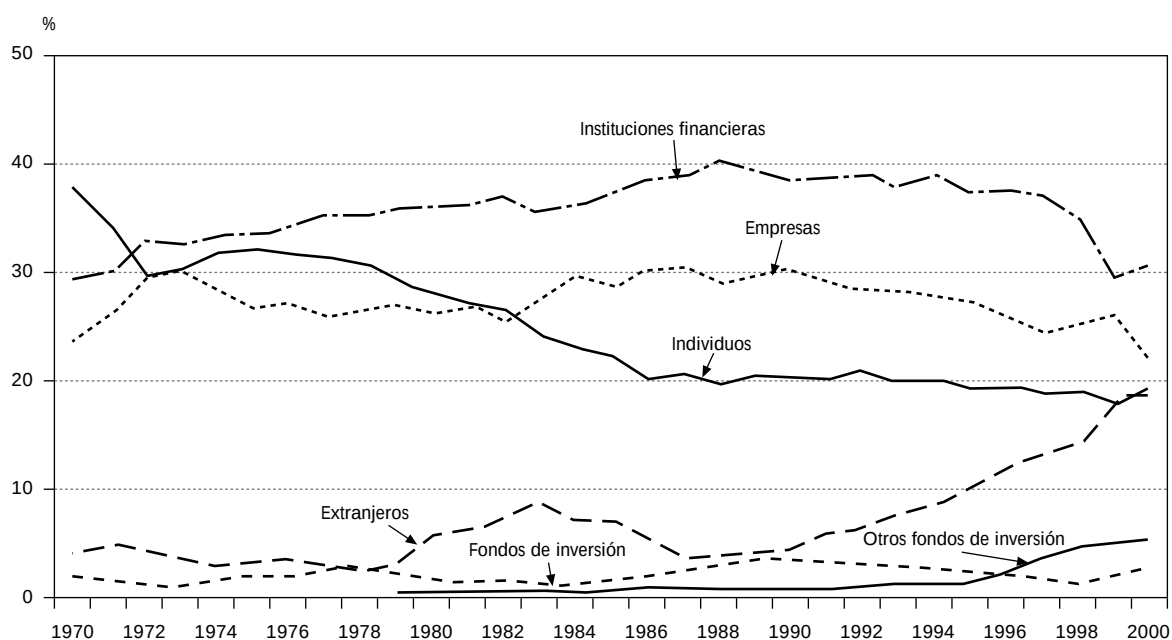
La inversión extranjera

Una vez expuesto el factor globalizador en los mercados de valores, parecería lógico que, en un contexto de acumulación de pérdidas, una caída de Wall Street supusiera unas mayores repatriaciones de fondos de los inversores extranjeros en la Bolsa japonesa, es decir, se produciría una presión vendedora en Japón y, en consecuencia, una caída del Nikkei.

Sin embargo, los datos sobre la evolución de la posición neta de los no residentes en la Bolsa japonesa, no parecen confirmar dicho comportamiento. Sólo en 1990, 1998 y 2000, dicha posición neta ha sido vendedora y el índice Nikkei ha caído en términos generales desde 1990. Es evidente, por tanto, que otros factores compradores han compensado en exceso la tendencia citada.

Ha habido un factor muy importante que ha atraído muchos capitales extranjeros a la Bolsa nipona: el proceso de apertura y «globalización» registrado en la misma en la última década. Este proceso ha permitido que el capital extranjero ostente el 20 por

GRÁFICO 3
INVERSORES EN LA BOLSA JAPONESA
(1970-2000)



FUENTE: Banco de Japón. Reproducido de OCDE *Economic Survey. Japan*, diciembre 2001, página 111.

100 de la capitalización y que sus transacciones de compra y venta representen entre un 30 y un 40 por 100 del total negociado.

La evolución de la presencia del capital extranjero en la Bolsa japonesa queda reflejada en el Gráfico 3.

El tipo de cambio

Lo que sí es claramente relevante a la hora de explicar la evolución del Nikkei es el tipo de cambio del yen respecto al dólar. En primer lugar, hemos elaborado el Gráfico 4 que muestra la relación entre las variables mencionadas.

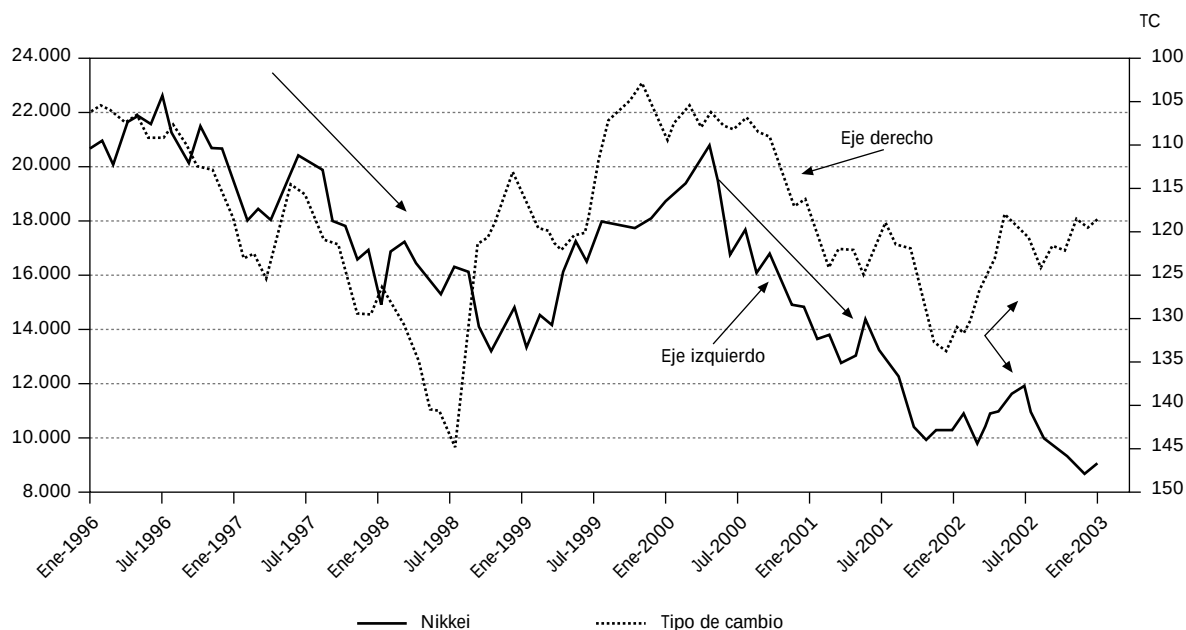
Se observa cómo depreciaciones del yen respecto a la divisa norteamericana están acompañadas con descensos en el nivel

del Nikkei. Así lo resaltamos en dos fases del Gráfico 4, la primera entre 1996-1998 y la segunda entre 2000-2002. El grado de correlación es muy elevado para ambos períodos: 0,93 y 0,83, respectivamente.

En períodos de apreciación del yen respecto al dólar, las perspectivas económicas acompañan de forma positiva, el índice Nikkei responde con subidas y se produce la entrada de capital exterior ya mencionada anteriormente.

Únicamente a partir del año 2003, la relación se ha visto quebrada dada la aparición de un elemento externo distorsionador como ha sido el conflicto bélico iraquí y que ha traído como consecuencia la apreciación del yen a pesar de la difícil situación económica doméstica.

GRÁFICO 4
RELACIÓN ENTRE EL ÍNDICE NIKKEI Y EL TIPO DE CAMBIO \$/¥
(1996-2003)



FUENTE: Bolsa de Tokio y Banco de Japón. Elaboración propia.

La popularidad del Gobierno

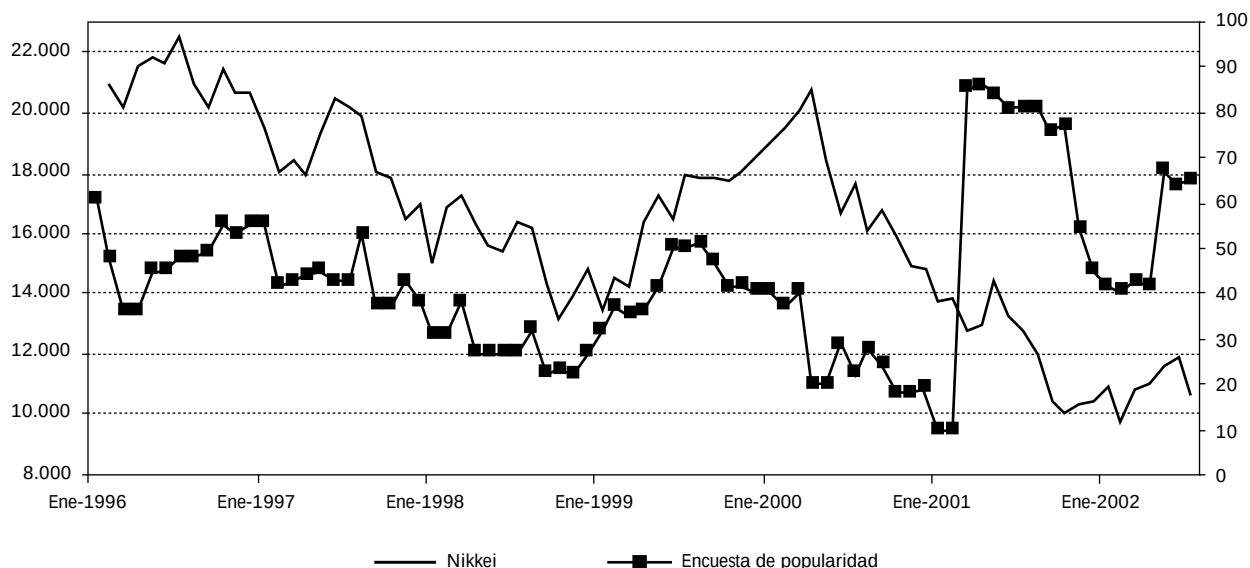
Además de los factores exteriores reseñados, hay otros factores explicativos «internos» del comportamiento bursátil japonés. Uno podría ser el índice de popularidad del Gobierno, que es especialmente relevante cuando la economía japonesa no consigue recuperarse después de más de diez años de crecimiento muy bajo. Tradicionalmente, como se puede ver en el Gráfico 5, altos niveles de apoyo al Gobierno se trasladaban como señales positivas al mercado bursátil².

La llegada de Koizumi al Gobierno hizo que esta correlación

positiva se tornase negativa. Al tomar posesión del cargo, los inversores reaccionaron con temor ante el anuncio de reformas profundas y estructurales que, a corto plazo, podrían afectar negativamente al crecimiento económico y a las cotizaciones bursátiles. La popularidad de Koizumi ha variado en estos dos últimos años en función de la percepción que va teniendo el público del grado de cumplimiento de sus promesas reformistas. Esto quiere decir que la adopción de alguna medida drástica de reforma ha provocado, generalmente, un aumento de la popularidad del Gobierno y del Primer Ministro, pero un descenso en las cotizaciones bursátiles. Un ejemplo de eso lo podemos encontrar en la bajada de las acciones de los principales bancos y consecuentemente del Nikkei, tras el anuncio del programa de reactivación económica del Gobierno en el último trimestre del 2002 que incluía medidas de saneamiento bancario.

² FIXED INCOME RESEARCH DIVISION (2002) : «Policy Turnaround: Main Risk Factor of FY03», *Japan Economic Finance Weekly*, Mitsubishi Securities, 16 diciembre.

GRÁFICO 5

RELACIÓN ENTRE EL ÍNDICE NIKKEI Y LA POPULARIDAD DEL GOBIERNO
(1996-2002)

FUENTE: Encuesta de popularidad Asahi Shimbun y Bolsa de Tokio. MITSUBISHI SECURITIES. FIXED INCOME RESEARCH DIVISION (2002) : «Policy Turnaround: Main Risk Factor of FY03», *Japan Economic Finance Weekly*, Mitsubishi Securities, 16 diciembre.

La crisis bancaria

Un último factor explicativo de la actual caída de la Bolsa japonesa, sería la incertidumbre existente sobre las medidas de salvamento bancario que está tomando el Gobierno. En esta misma línea el propio Banco de Japón decidió, en septiembre de 2002, adquirir acciones en las carteras de los bancos para reducir las pérdidas de capital que estaban teniendo los bancos. Esto ha provocado que, durante el primer trimestre del año 2003, el Banco de Japón se haya convertido en el primer comprador de acciones nacionales en la Bolsa de Japón. Incluso el pasado día 25 de marzo, el Banco decidió aumentar el límite máximo para la compra de títulos, al mismo tiempo que aumentó el máximo permitido para cada entidad. Mediante esta medida, el Banco de Japón pretende disminuir las elevadas participaciones cruzadas que los bancos poseen y que hacen del sistema financiero un elemento opaco

y frágil, esto último debido a la elevada volatilidad de las acciones.

Las carteras de los bancos han perdido un enorme valor en los últimos años. En el Gráfico 6 se muestra la evolución de esta pérdida de valor desde el estallido de la burbuja.

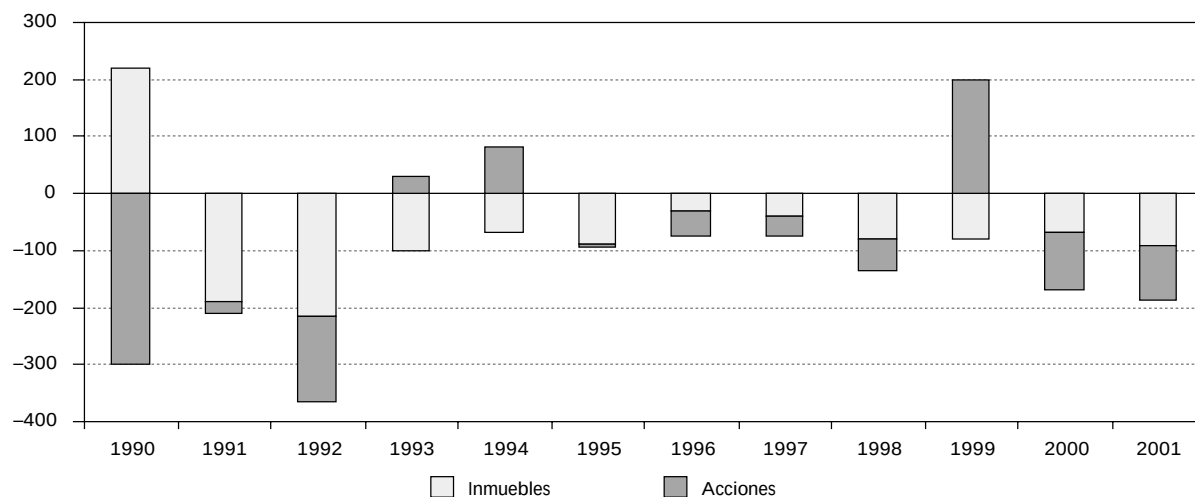
Si a las pérdidas en las carteras de los bancos, le sumamos un importe desmesurado de préstamos de dudoso cobro, la consecuencia es que las acciones de los bancos se han desplomado bien por razones puramente financieras o por expectativas adversas de los inversores ante la posible nacionalización de las entidades.

En el Gráfico 7 se muestra la estrecha relación existente entre la evolución del índice de bancos en la Bolsa de Tokio y la del Nikkei. En concreto, el índice de correlación alcanza un 0,91.

Dado este elevadísimo índice de correlación, sin un saneamiento bancario es complicado asistir a una recuperación de los índices bursátiles pero, al mismo tiempo, sin una recuperación del valor de los activos en las carteras de los bancos es difícil

GRÁFICO 6

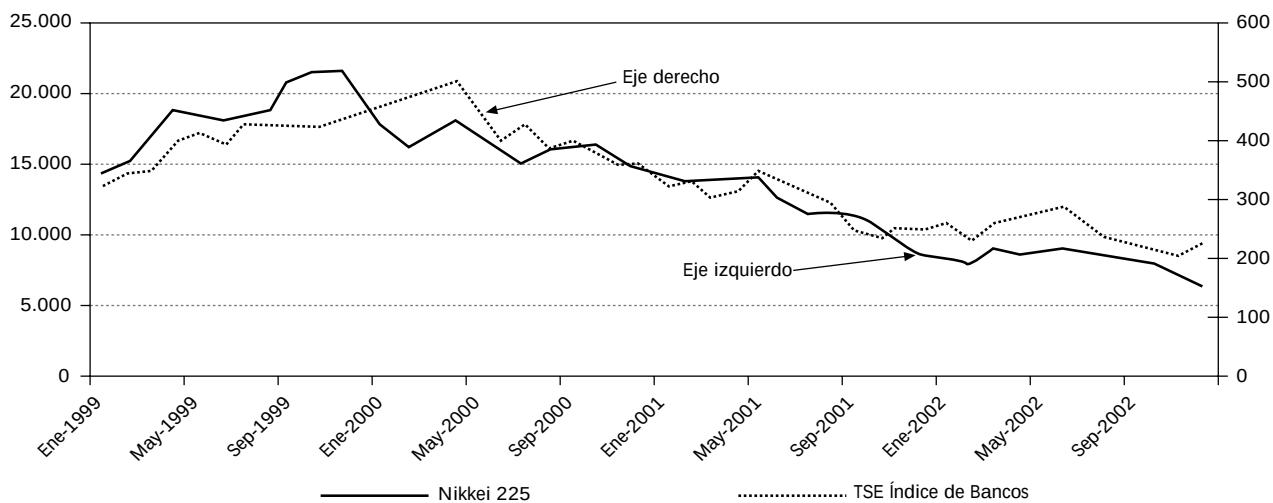
**PÉRDIDAS DE CAPITAL DE LOS GRANDES BANCOS
(1990-2001)**



NOTA: Los años del gráfico son años fiscales.
FUENTE: OFICINA DEL GABINETE.

GRÁFICO 7

**COTIZACIONES BANCARIAS E ÍNDICE NIKKEI
(1999-2002)**



FUENTE: BOLSA DE TOKIO. Elaboración propia.

alcanzar el objetivo de saneamiento del sistema financiero. La estrategia del Gobierno y del Banco de Japón parece ir orientada a minimizar las pérdidas de capital, a través de las compras de acciones en las carteras bancarias por parte del Banco, y a tratar de reducir progresivamente los créditos morosos.

3. Consecuencias de la crisis bursátil

Centrémonos ahora en las repercusiones de este hundimiento bursátil.

Repercusiones sobre la banca

Durante los últimos meses, el tema de mayor preocupación dentro de la economía japonesa, era conocer el nivel al que el Nikkei cerraría llegado el día 31 de marzo, fecha de cierre del año fiscal japonés. Si el Nikkei perdía el nivel de los 8.000 yenes, el coeficiente de recursos propios de muchos bancos no alcanzaría el 8 por 100 exigido por el Banco Internacional de Pagos de Basilea (y eso que la regulación financiera de Japón permite incluir en la definición de recursos propios bancarios conceptos que no son habituales en la regulación norteamericana). El empeoramiento de la situación de los bancos tendría evidentes consecuencias en la oferta de crédito bancario, ya de por sí muy debilitada, y mermaría de nuevo la capacidad de reacción económica y bursátil, dado que los bancos, como principales tenedores de acciones de empresas japonesas, arrastrarían a éstas en su caída.

A 31 de marzo, el índice Nikkei cerró a 7.972, quedando el coeficiente de solvencia en la horquilla más baja posible. La reciente entrada de grandes grupos financieros norteamericanos como Goldman Sachs o Merrill Lynch en el capital de algunos de los grandes bancos japoneses como UFJ o Mizuho ha sido interpretada como una maniobra de éstos para evitar la nacionalización.

Efectos sobre el consumo privado

Otra posible y comentada repercusión tiene que ver con el nivel de consumo privado y su debilitamiento en respuesta a la

pérdida de valor de los patrimonios familiares. En nuestra opinión, los efectos riqueza negativos generados por la desvalorización bursátil no debería provocar un deterioro sensible del consumo privado, ya de por sí ajustado. De hecho, el ajuste brutal registrado en la Bolsa japonesa desde comienzos de los años noventa ha provocado un descenso significativo de la relación riqueza neta/renta disponible, pero su efecto sobre el consumo privado ha sido proporcionalmente bajo. No es previsible que ahora vayamos a experimentar un cambio en este comportamiento. El reducido porcentaje de riqueza mantenido por las familias japonesas en acciones es la explicación básica de la escasa relevancia de los efectos riqueza sobre el consumo. En el Gráfico 8 se puede observar la diferente composición de los patrimonios familiares en Japón y en Estados Unidos a finales de 2002.

Efectos sobre la inversión privada

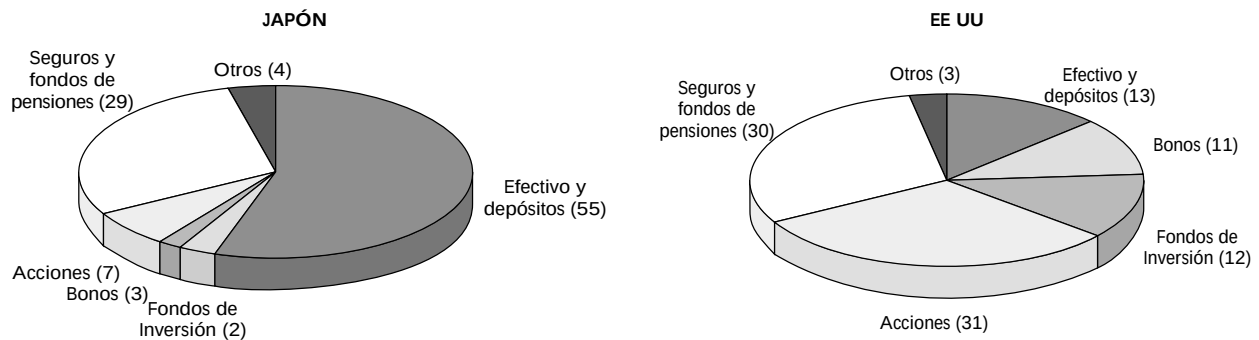
Más importantes han sido los efectos del deterioro bursátil sobre la inversión privada: la crisis patrimonial de las empresas japonesas y la necesidad de reajuste ha llevado a dichas empresas a reducir sus inversiones durante esta última década. Como se puede observar en el Gráfico 9, que recoge la evolución de la encuesta Tankan del Banco de Japón en el apartado de capacidad de producción, desde el inicio de 1991, las empresas manifestaron que su capacidad productiva resultaba excesiva tras el estallido de la burbuja. La percepción de que la capacidad productiva (en la industria manufacturera) es excesiva ha continuado, con altibajos, hasta el día de hoy. No obstante, el reajuste fundamental en la capacidad productiva ya se ha realizado o se está realizando, no siendo previsible que la situación se deteriore drásticamente por las recientes caídas del Nikkei.

La Bolsa y los bonos públicos

Los efectos del desplome bursátil sobre el mercado de bonos públicos no son claros. Por un lado, este último podría estar actuando como refugio de los inversores en Bolsa, lo que presiona a la

GRÁFICO 8

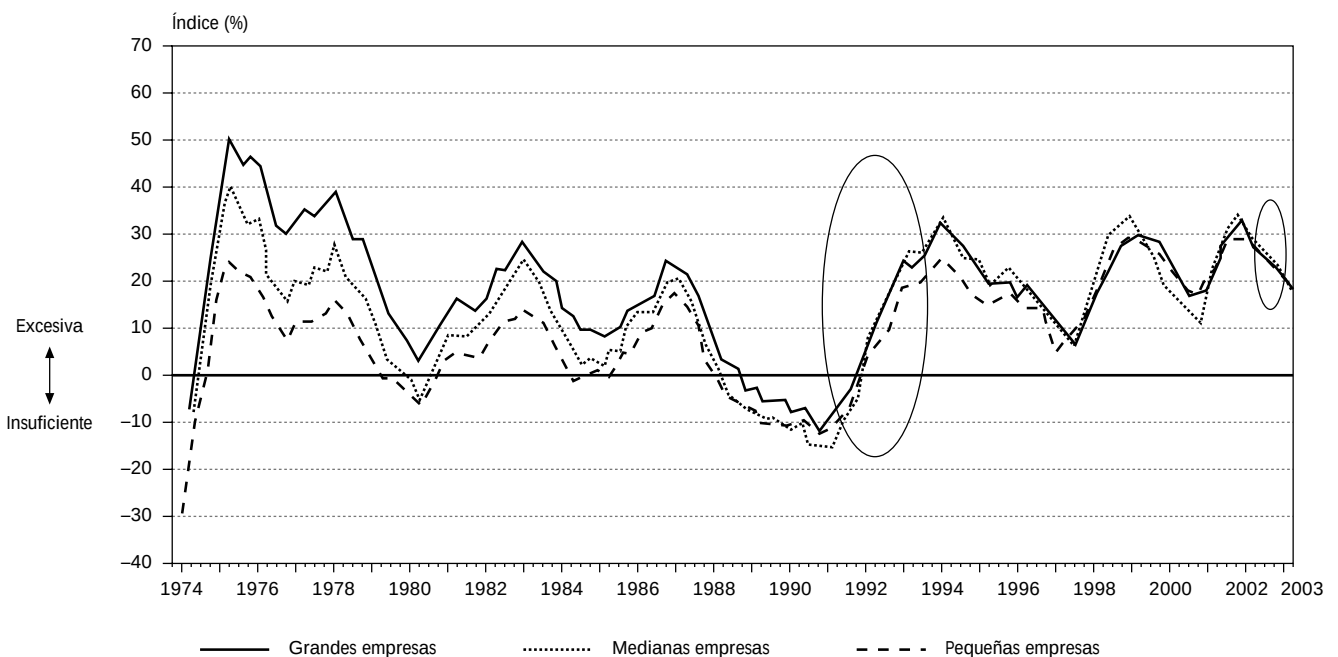
**DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO FAMILIAR EN JAPÓN Y EN EE UU
(En %)**



FUENTE: BANCO DE JAPÓN: *Flow of Funds*.

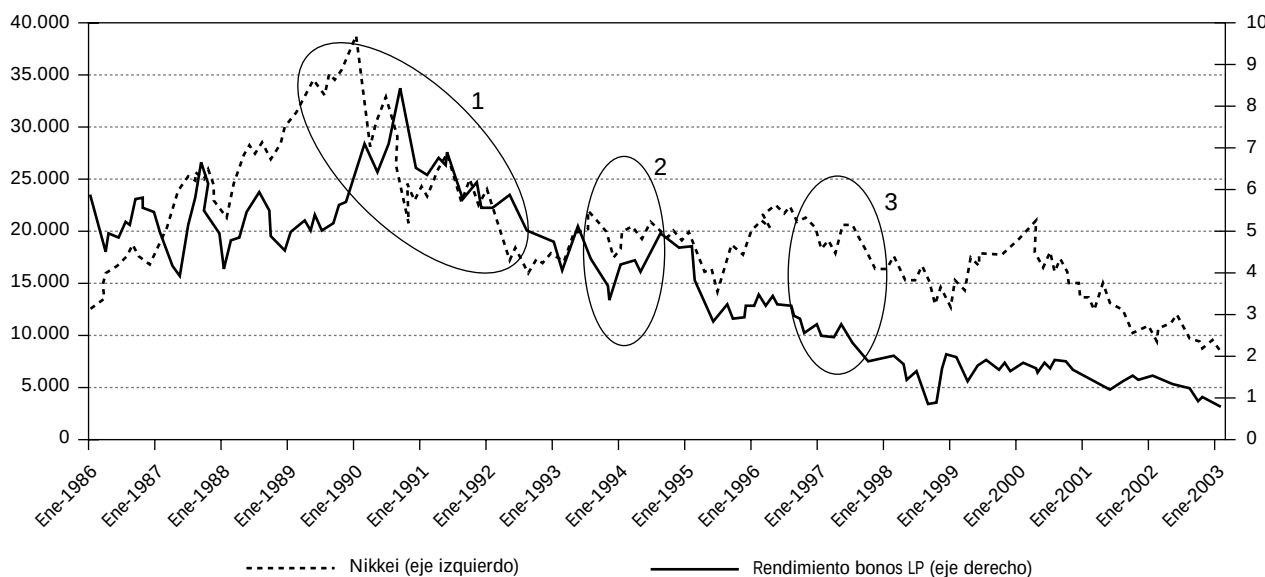
GRÁFICO 9

**CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN DE LAS EMPRESAS MANUFACTURERAS EN JAPÓN
(1974-2003)**



FUENTE: BANCO DE JAPÓN: *Encuesta Tankan*.

GRÁFICO 10

**RELACIÓN ENTRE EL NIKKEI Y EL RENDIMIENTO DE LOS BONOS A LARGO PLAZO (10 AÑOS)
(1986-2003)**

FUENTE: BANCO DE JAPÓN y BOLSA DE TOKIO. Fixed Income Research Division (2002) : «Fate of Global Markets Visible in Japan?», *Japan Economic & Finance Weekly*, Mitsubishi Securities, 21 octubre.

baja las rentabilidades de dichos bonos. Por otro lado, si se genera una alarma excesiva por el desplome del Nikkei, el mercado de bonos podría contagiarse de la mala coyuntura bursátil y podría registrarse un desplazamiento de valores negociables a liquidez.

En general, se considera que la relación existente entre el rendimiento de la deuda a largo plazo y las cotizaciones bursátiles es positiva, es decir, a mayores precios de las acciones, el rendimiento de la deuda es mayor, debido a la menor cuantía de fondos prestables que se destinan a la renta fija. Lo contrario ocurre si los mercados bursátiles bajan. Esta última pauta queda expuesta, para Japón, en el período 1 del Gráfico 10. Sin embargo, lo que resulta revelador³ es que durante las dos recuperacio-

nes bursátiles de los noventa (95 y 99), los tipos de la deuda no se recuperaron, tal y como se refleja en los periodos 2 y 3 del citado gráfico.

Especialmente interesante es el período entre junio de 1995 y agosto de 1996, al ser el más cercano al estallido de la burbuja y durante el cual los mercados bursátiles subieron sustancialmente (el índice Nikkei alcanzó los 22.000 puntos). En cambio, el rendimiento de la deuda a largo plazo no siguió este comportamiento y permaneció estable en torno al 3 por 100. En esas fechas estaba comenzando la gran presión compradora de bonos que preside la realidad financiera japonesa en estos últimos años.

Por lo tanto, la conclusión a día de hoy es recíproca, si el índice Nikkei cotiza entre los 8.000 y los 9.000, los tipos de interés muy posiblemente se mantendrán en torno al 1 por 100, y mientras que éstos no se recuperen, será difícil asistir a una sólida recuperación bursátil.

³ FIXED INCOME RESEARCH DIVISION (2002) : «Fate of Global Markets Visible in Japan?», *Japan Economic & Finance Weekly*, Mitsubishi Securities, 21 octubre.

Repercusiones sobre la política monetaria

Una última valoración. La persistente caída de la Bolsa japonesa (y sus efectos sobre la banca) es una de las razones de la pérdida de eficacia de la política monetaria desarrollada por el Banco de Japón. La base monetaria está creciendo anualmente a tasas elevadas (un 7,4 por 100, en 2001, y un 25,7 por 100, en 2002, ambas respecto al período anterior), pero los agregados monetarios más amplios están creciendo mínimamente (un 2,8 por 100, en 2001, y un 3,3 por 100, en 2002, ambas respecto al período anterior). Parece claro que el mecanismo de transmisión monetaria (en el que juega un papel primordial la banca) no funciona adecuadamente en Japón, lo que convierte en estériles los esfuerzos expansivos del Banco de Japón. De aquí que resulte fundamental la buena evolución del programa de saneamiento bancario y que las expectativas deflacionistas vayan desapareciendo progresivamente.

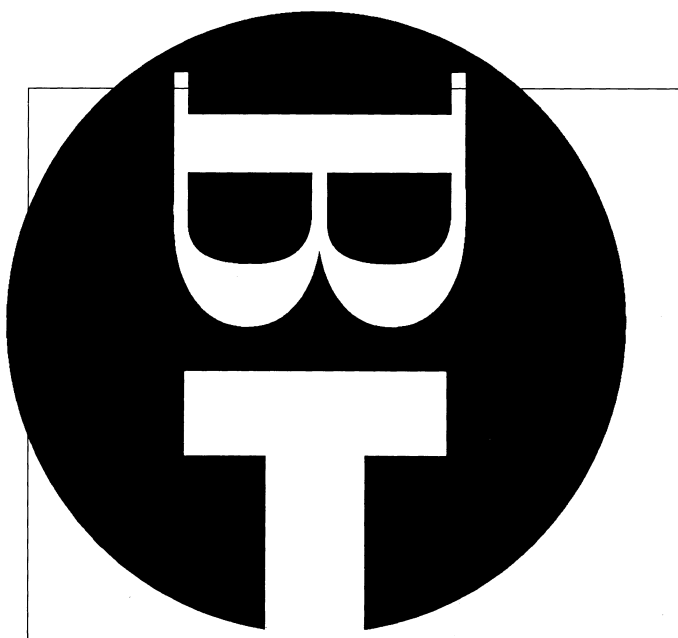
Si relacionamos la liquidez del sistema con el producto interior bruto en términos nominales, podemos comprobar que la econo-

mía japonesa experimenta, en la actualidad, un período de exceso de liquidez. Durante la burbuja especulativa de 1986-1991 se dio el mismo fenómeno, aunque en mayor cuantía. Hay además, una diferencia fundamental en cómo se está utilizando el exceso de liquidez por parte de los agentes: en los años ochenta se destinó dicha liquidez a la Bolsa y en los dos últimos años ha sido el mercado de renta fija el que ha registrado una gran entrada de capitales.

¿Cuáles son las principales razones que han hecho variar de forma tan sustancial el comportamiento de los agentes económicos ante el exceso de liquidez? La respuesta la encontramos en la inestabilidad del sector financiero, que dificulta el mecanismo de transmisión monetaria, y en la deflación, que castiga a los deudores y que debilita extraordinariamente la demanda de crédito. La conclusión es que la liquidez creada va a los bancos que compran bonos públicos.

Sin salir de la trampa deflacionista, lo que supone también un restablecimiento progresivo del sistema financiero, será difícil que el Nikkei salga del marasmo en el que se encuentra prácticamente desde hace 12 años.

Si busca un economista, aquí lo encontrará



La Bolsa de Trabajo
del Colegio de Economistas
de Madrid,
con sus once mil colegiados,
está en condiciones
de proporcionarle el economista
que mejor se adapte
a sus necesidades específicas.
Póngase en contacto
con nosotros y lo comprobará.



**Bolsa de
Trabajo**



**Colegio de
Economistas
de Madrid**