

PREVISIONES ECONÓMICAS A MEDIO PLAZO PARA JAPÓN*

Hitoshi Suzuki**

Koichi Ono **

En este artículo se presentan unas previsiones de la economía japonesa para el período 2002-2008 realizadas con la ayuda del modelo económico del Daiwa Institute of Research. El análisis se centra en el ajuste experimentado por el sector privado en la última década, si bien abarca diferentes aspectos de las reformas estructurales propuestas por la administración Koizumi, centradas en gran medida en el sector público, y cuyo fin último es eliminar el déficit público para el comienzo de la década de 2010. En opinión de los autores, el sector privado ha sabido ajustarse a los cambios y no cabe afirmar de forma generalizada que la industria japonesa esté perdiendo posiciones ni dentro, ni fuera de sus fronteras. También consideran que los resultados económicos futuros dependerán en gran medida de la forma en que se aprovechen los factores favorables y se gestionen adecuadamente los desfavorables.

Palabras clave: *previsiones económicas, reformar estructural, ajuste económico, coyuntura económica, Japón, 2002-2008.*

Clasificación JEL: *O53.*

1. La economía japonesa hasta 2008

2005 podría marcar el punto de inflexión

Muchos de los principales temas del debate político reciente en Japón, entre los que se cuentan la reducción de los créditos fallidos del sistema bancario, las reformas fisca-

les diseñadas para garantizar la neutralidad de los impuestos durante algunos años y la búsqueda de un nuevo enfoque para la política monetaria, van a afectar a la economía japonesa a medio plazo. Y, puesto que las reformas estructurales de la administración Koizumi, centradas en gran medida en el sector público, y entre las que se incluyen la reforma de las sociedades especiales, de la relación entre el gobierno central y los gobiernos locales, del sistema de seguridad social y de las finanzas públicas no están aún concluidas, podría parecer que el objetivo del gobierno de eliminar el déficit público para principios de la década de 2010 no es muy realista.

* SUZUKI, H. y ONO, K.: «Medium-term Economic Forecast for Japan». Traducción: Omegatranslator. Revisión: María Luisa Gómez de Pablos. Versión de 28 de febrero de 2003.

** Analistas, Daiwa Institute of Research, Departamento de Investigación Económica.

Durante la década de los noventa, no se ha perdido el tiempo en el ámbito privado y muchos sectores se han ido adaptando a los cambios, si bien hay otros que no han sido tan diligentes. En este artículo nos centramos en el ajuste del sector privado y destacamos las áreas en las que la acusación de que la industria japonesa está perdiendo posiciones tanto dentro como fuera de sus fronteras no está, en nuestra opinión, justificada. Es necesario llevar a cabo una evaluación objetiva de algunos de los temas candentes del debate actual, como son las relaciones económicas de Japón con China y con el resto de Asia, o el «vaciamiento» de la industria japonesa. Desde nuestro punto de vista, problemas como el previsible descenso demográfico en un futuro no muy lejano, y el envejecimiento de la población, se han exagerado.

Esperamos que, aproximadamente en 2005, se produzca un importante cambio de tendencia, por lo que los resultados económicos de los años siguientes dependerán en gran medida de que se esté en condiciones de aprovechar las coyunturas favorables que surjan, al tiempo que se gestionan adecuadamente las desfavorables.

1) El gobierno tiene previsto dedicar gran parte de su energía, dentro de los próximos dos o tres años, a resolver el problema de la morosidad que está dañando tanto al sector bancario, como a las empresas. Si lo logra, el año 2005 ofrecerá a la economía japonesa la oportunidad de empezar de nuevo.

2) El año 2005 podría traer consigo los primeros signos del final de la caída del valor de los activos inmobiliarios de las empresas (véase el apartado 7). También se ha sugerido que 2005 podría ser el año en el que la demanda asociada al ciclo de inversión a largo plazo en la construcción toque finalmente fondo.

3) Si los trabajadores ven despejadas las dudas sobre su futuro como consecuencia de la reforma del sistema de pensiones y del nuevo cálculo de las pensiones públicas que tendrá lugar en 2004, el consumo de las economías domésticas podría entrar en una nueva era (véase el apartado 2).

4) La opinión generalizada es que el ciclo económico a corto plazo alcanzará su máximo entre 2002 y 2003. Si esto se cumple, la experiencia sugiere que el próximo mínimo tendría lugar alrededor de 2005.

5) El principal factor de riesgo es la potencial revelación de que en torno a 2005 el gobierno va a afrontar la máxima carga del pago de intereses. Un requisito importante para solucionar este problema es que el gobierno exponga un plan claro de reforma del sector público (véase el apartado 8).

Recesión inevitable durante el primer período

En este artículo se expone la probable tendencia de la economía japonesa hasta 2008, previsión realizada con ayuda del modelo económico anual del Daiwa Institute of Research. Los puntos principales de la previsión se resumen a continuación.

La economía crecerá a una tasa nominal anual (todas las cifras que siguen son anuales, a no ser que se indique lo contrario) del 0,4 por 100, equivalente a una tasa real del 1,3 por 100 durante los años fiscales 2002-2008. Los precios continuarán cayendo a medio plazo: el deflactor del PIB caerá un 0,8 por 100 y los precios al consumo un 0,6 por 100. Aunque la economía no se encuentre en una espiral deflacionista, los factores por el lado de la oferta y el crecimiento de la demanda del tipo anticipado en esta previsión sugieren que la deflación persistirá durante algún tiempo (véase el apartado 4). Mientras la demanda se mantenga débil ante un entorno de deflación de activos y de falta de confianza, será difícil eliminar la deflación por medio de una posterior expansión monetaria (Cuadro 1 y Gráfico 1).

Sin embargo, no parece que las condiciones económicas vayan a mantenerse estables a lo largo de todo el período. Si dividimos el ejercicio fiscal 2001-2008 en dos períodos de cuatro años, el primero de 2001 a 2004 y el segundo de 2005 a 2008, esperamos que el crecimiento real caiga un 0,1 por 100 durante el primer período. Esto refleja la acumulación durante estos años de presiones negativas en forma de: a) una intensa concentración de créditos fallidos, b) una restricción de las inversiones (capex), debido a ajustes en los balances de las empresas, c) enormes recortes en la inversión pública, y d) un consumo débil por parte de las economías domésticas debido a la presión a la baja sobre los salarios procedente del entorno deflacionista

CUADRO 1
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE JAPÓN A MEDIO PLAZO*

	Real			Período de previsión 2002-2008	Previsión		
	1986-1990	1991-1995	1996-2000		Primera mitad del período previsión 2001-2004	Segunda mitad de período previsión 2005-2008	5 últimos años 2004-2008
PIB real	5,0	1,5	1,3	1,3	-0,1	1,9	1,5
Consumo final privado	4,3	2,3	0,8	0,5	0,4	0,9	0,6
Inversión privada en capital ..	10,4	-4,0	4,0	1,2	-3,5	4,5	3,1
Inversión privada en vivienda	8,8	-1,8	-3,2	1,7	-1,2	2,0	1,9
Inversión pública de capital fijo	4,4	7,9	-3,2	-2,3	-3,9	-1,5	-2,1
Consumo final del Estado	3,4	3,2	3,0	3,4	3,4	3,1	3,2
Exportación de bienes y servicios	3,5	3,1	5,5	3,5	1,1	2,9	2,8
Importación de bienes y servicios	11,3	4,3	3,3	3,2	1,3	3,1	3,0
PIB nominal	6,4	2,2	0,4	0,4	-1,3	1,4	0,9
Deflactor del PIB	1,4	0,8	-0,9	-0,8	-1,2	-0,5	-0,6
Índice de precios industriales ...	-0,8	-1,0	-0,8	-1,7	-2,2	-1,4	-1,5
IPC	1,5	1,2	0,3	-0,6	-1,1	-0,2	-0,4
Retribución salarial per cápita..	3,1	1,6	0,0	-0,2	-0,6	0,0	-0,1
Retribución salarial per cápita (sin la contribución del empleador)	2,9	1,4	0,0	-0,4	-0,9	-0,1	-0,3
Cuota de la mano de obra.....	65,4	70,4	72,9	73,7	74,2	73,4	73,5
Balanza por cuenta corriente (% del PIB nominal)	2,6	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6
Tasa de desempleo.....	2,5	2,6	4,1	6,0	5,6	6,3	6,2
Tipos de interés a muy corto plazo	4,9	3,3	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1
Rendimiento de los bonos del Estado a 10 años	5,6	4,6	2,0	1,6	1,4	1,8	1,8
TOPIX	2.071	1.529	1.406	1.075	1.013	1.151	1.121
Y/\$	142,1	112,3	117,1	113,6	119,5	110,6	111,2
Gasto de la administración central y local (% del PIB nominal)	-1,3	-4,2	-8,0	-7,8	-7,4	-7,9	-7,9
Deuda de la administración central y local (% del PIB nominal)	66,3	76,8	117,4	180,8	160,2	192,9	189,3

NOTAS:

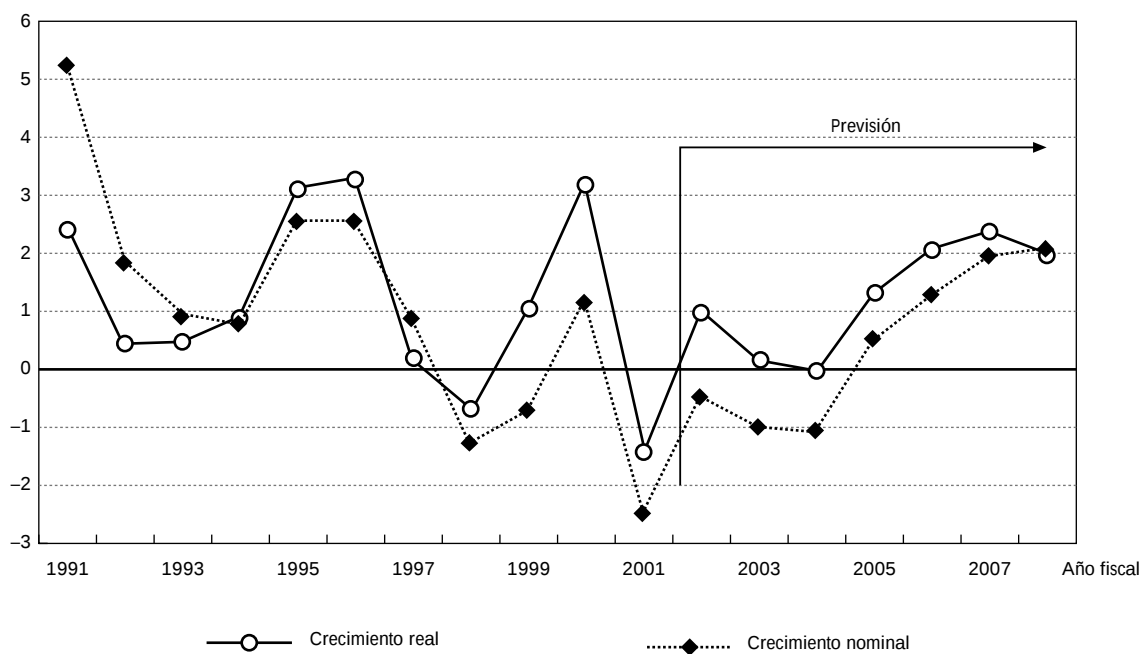
* Los datos se refieren a años fiscales.

¹ Variación anual, a no ser que se especifique lo contrario.

² Las cifras empleadas para el año fiscal 2001 son definitivas.

FUENTE: Oficina del Gabinete (CAO); previsión realizada por DIR.

GRÁFICO 1

CRECIMIENTO DEL PIB
(En %)

FUENTE: CAO; previsión realizada por DIR.

y de la inseguridad en materia de pensiones. Esperamos que el PIB nominal se contraiga en un 1,3 por 100 y el IPC descienda el 1,1 por 100. La retribución per cápita de los empleados también continuará disminuyendo a la tasa actual, ejerciendo una fuerte presión negativa sobre el consumo de los hogares.

Perspectivas más prometedoras para el segundo período, aunque con condiciones

Esperamos que durante el segundo período (años fiscales 2005 a 2008) el crecimiento real aumente hasta el 1,9 por 100 (nominal, 1,4 por 100). Esto dependerá, en gran medida, de la tasa a la que sigan cayendo los precios del suelo, si bien las tenencias empresariales de suelo deberían haber caído a un

nivel óptimo hacia finales del primer período lo que, unido al final del aumento de las quiebras empresariales y al ajuste de los balances de las empresas, debería ser suficiente para anunciar el comienzo del segundo período (véase el apartado 7).

Los precios del suelo han venido cayendo durante más de diez años, pero una valoración del patrimonio neto que tenga en cuenta las pérdidas y ganancias ficticias sobre los terrenos, demuestra que los ratios de capital se han mantenido estables durante los últimos cinco años. El saldo ahorro-inversión de las empresas sugiere que, en la práctica, pueden haberse saldado deudas más o menos equivalentes a la reducción sufrida por el capital, como resultado de la caída de los precios del suelo (véase el apartado 3). El sector privado ha reducido la inversión en capital en la misma medida, lo que sugiere que podríamos presenciar un cam-

bio completo, una vez que los precios de los activos dejen de caer a un ritmo de varias decenas de billones de yenes anuales.

Las cuentas nacionales, que miden los ratios macroeconómicos de riqueza neta a precios de mercado corrientes, muestran unos ratios en ascenso desde 1998. Dicho de otro modo, el ajuste de las estructuras financieras de las empresas ha sido algo excesivo respecto a la caída general de los precios de los activos, y el sector empresarial se ha contraído más de lo necesario. El ratio deuda neta/PIB de las empresas no financieras ha vuelto al nivel del comienzo de los años ochenta, lo que significa que el exceso de deuda del sector empresarial ha sido, de hecho, saldado en términos macroeconómicos. Por otra parte, dados los notables esfuerzos realizados desde 1999 por los sectores manufactureros para deshacerse del exceso de instalaciones, se ha abierto el camino hacia una renovada expansión de las inversiones.

Esperamos que el ajuste de los salarios, que todavía son algo elevados en relación con la productividad, continúe por el momento pero, si la revitalización del sector empresarial contribuye a recuperar el crecimiento económico nominal hacia una tasa normal positiva desde el ejercicio fiscal 2005 en adelante, sería de esperar que los salarios empezaran a moverse en esta línea. Se pretende que la reforma de las pensiones públicas prevista para el año 2004 disipe la preocupación de las generaciones en activo acerca de las futuras prestaciones y primas de pensiones (véase el apartado 2) y, si se logra eliminar al menos parte de la incertidumbre, el incremento esperado de la tasa de ahorro de las economías domésticas durante el primer período debería ir en sentido contrario en el segundo.

Esperamos que el saldo de la balanza por cuenta corriente se mantenga más o menos estable como porcentaje del PIB. Las cifras respaldan poco la opinión mantenida por algunos de que puede haber una caída estructural del superávit comercial. Ciertamente, la estructura comercial está cambiando rápidamente y China supone una presencia considerable y creciente, pero la superioridad comparativa de los fabricantes japoneses y la posición de éstos en la economía nacional no hace prever que el saldo de la balanza comercial se adentre en un territorio negativo. Es errónea la consideración de que los tipos de cambio justi-

fican, en parte, la actual debilidad económica de Japón, por lo que el escenario de una depreciación del yen a medio plazo no resulta realista, dada la competitividad internacional de los exportadores japoneses y la probable tendencia futura de la balanza por cuenta corriente (véase el apartado 5).

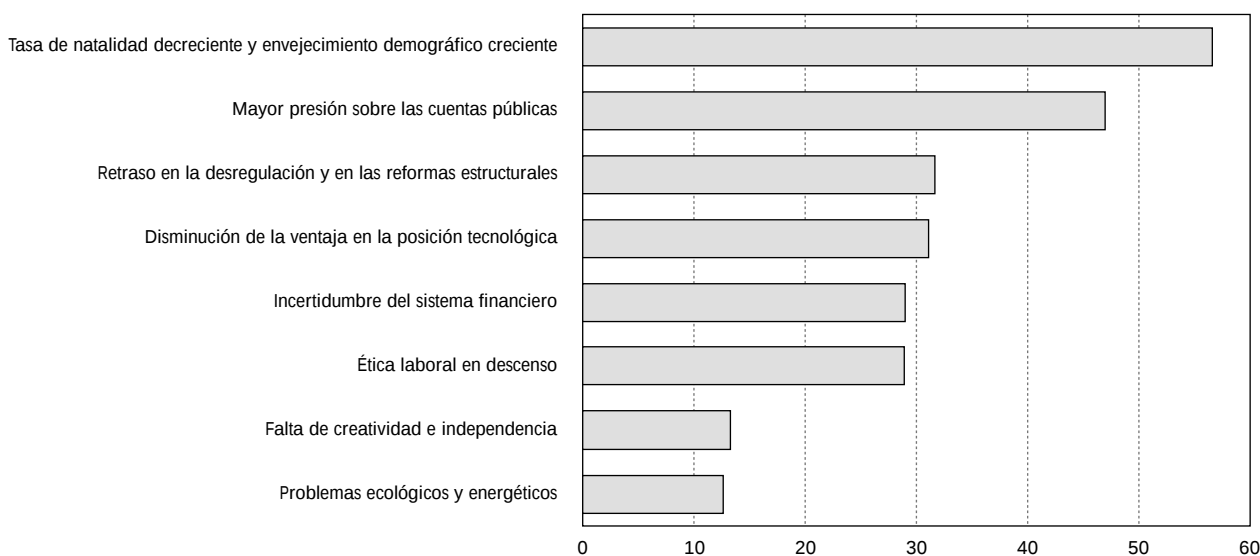
Desde luego, no prevemos que la expansión económica sea suficiente para cerrar el déficit de la demanda a corto plazo y, aunque esperamos que la deflación de los precios se reduzca poco a poco, no creemos que el IPC o el deflactor del PIB se vuelvan positivos mucho antes del ejercicio fiscal 2008. De igual modo, aunque la tasa de desempleo alcanzará el máximo en el ejercicio fiscal 2006, se mantendrá en la banda del 6 por 100 a lo largo del segundo período. Sin embargo, el crecimiento nominal se volverá positivo desde el año 2005 en adelante (desde el -1,3 por 100 en el primer período, hasta el +1,4 por 100 en el segundo período), creando así un entorno económico completamente nuevo durante el segundo período, al tiempo que los precios generales y los precios del suelo comienzan a ascender de nuevo.

El principal escenario de riesgo durante el segundo período afecta a las finanzas públicas. La administración Koizumi ha dado pasos más osados que sus predecesores para reestructurar el sector público, pero en la práctica ha supuesto poco más que el obstinado rechazo a permitir que se incremente el déficit público, sin dar ninguna indicación de cómo equilibrar las cuentas públicas a medio plazo. No hay nada en las cifras actuales que sugiera que el déficit público y el déficit primario estén en proceso de reequilibrio y, por tanto, prevemos que la deuda acumulada del Estado continuará creciendo.

La reforma de las finanzas públicas tardará al menos diez años, constituyendo el pago de intereses el principal problema. Los intereses que debe pagar la administración se han mantenido en niveles manejables, si tenemos en cuenta la envergadura de la deuda desembolsada a lo largo de los últimos 20 años, pero la deuda viva del gobierno es ahora gigantesca y, si se empieza a sentir la enorme carga del pago de los intereses antes de que se equilibren las cuentas públicas, las finanzas del Estado se hundirán. Incluso admitiendo que los tipos de interés

GRÁFICO 2

**RAZONES POR LAS QUE SE CONSIDERA IMPROBABLE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO
A LARGO PLAZO
(% de encuestados)**



NOTA: Basado en encuestados que respondieron que el crecimiento económico a medio plazo era improbable, en un cuestionario de septiembre de 2002 que permitía respuestas múltiples (hasta tres).

FUENTE: Banco de Japón (BOJ).

aumenten sólo paulatinamente y en paralelo con la recuperación económica, la imponente carga del pago de intereses podría hacerse evidente alrededor de 2005 (véase el apartado 8). Evidentemente, el gobierno debe concluir sus planes de reforma fiscal antes de esa fecha.

2. Excesiva preocupación ante el descenso demográfico y el envejecimiento de la población

La productividad, y no los números, es lo que cuenta

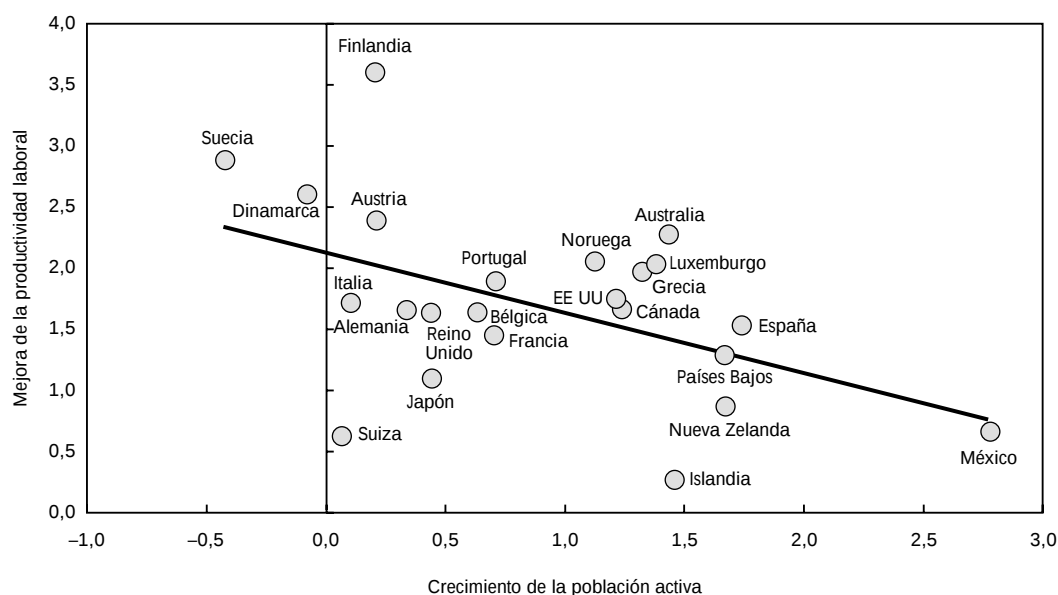
Una de las razones por las que las medidas monetarias han fracasado en su lucha contra la deflación es la enorme pérdida de confianza por parte de la población. Problemas tales como la disminución de la tasa de natalidad, el envejecimiento de la pobla-

ción y el descenso demográfico agravan actualmente la actitud de ansiedad e incertidumbre ante el futuro. Las respuestas a una reciente encuesta del Banco de Japón en relación con la vida en el país revelan la creencia de que «el crecimiento económico japonés enmudecerá a largo plazo» fundamentalmente como resultado de «las tasas de natalidad decrecientes y el envejecimiento de la población» (Gráfico 2). Se espera que la población japonesa alcance su máximo en el año 2006, y no sería sorprendente que el problema demográfico estuviera, en cierto modo, influyendo en el estado de ánimo de la población y de las empresas.

No deseáramos infravalorar la importancia de los factores demográficos en los resultados económicos de Japón a medio y largo plazo, pero hay una relación inversa observable entre el crecimiento de la población activa y la productividad (Gráfico 3). En una economía cuya población está en declive, podría interpre-

GRÁFICO 3

**POBLACIÓN ACTIVA Y PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN LA DÉCADA DE LOS 90
(Datos anualizados, en %)**



NOTA: Ecuación de regresión: $y = -0,492x + 2,1426$; $R^2 = 0,2413$.
FUENTE: OCDE, *Perspectivas económicas* N° 72; elaborado por DIR.

tarse como una mejora de la productividad asociada, por ejemplo, a la introducción de sistemas de producción innovadores, basados en ratios superiores de inversión en equipos, la subsiguiente inversión en sustitutos de mano de obra, y un aprovechamiento más eficiente de la misma. Los datos de la OCDE para la década de los años noventa muestran que en muchos países donde la población activa creció incluso más lentamente que en Japón o en los que, de hecho, descendió, la productividad creció más deprisa. No tiene, pues, sentido suponer que Japón no pueda incrementar también su productividad.

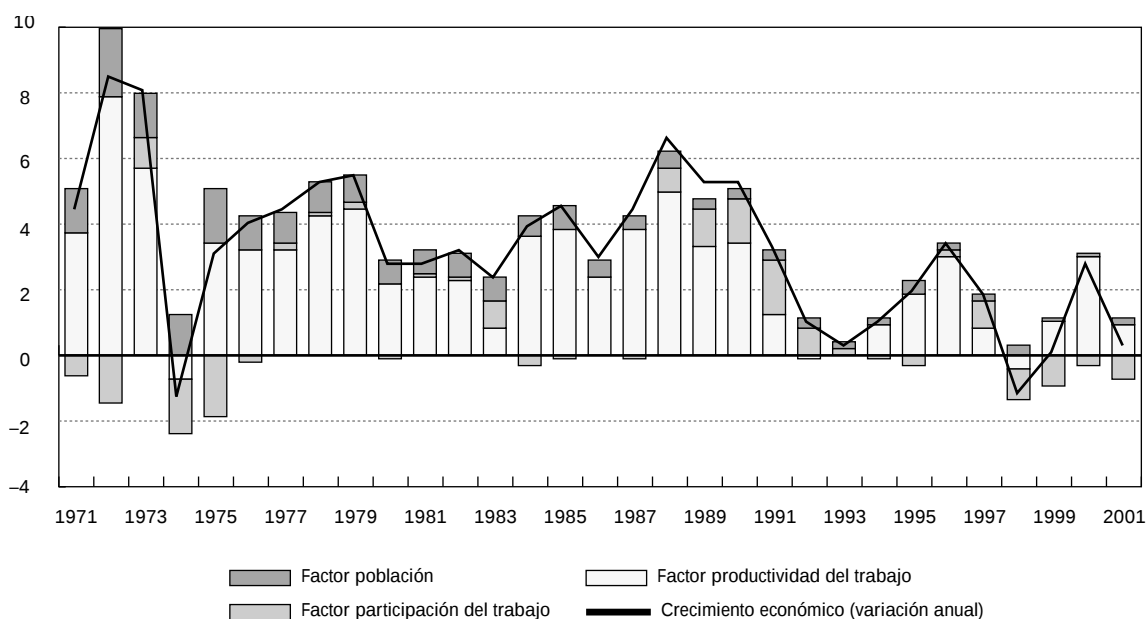
El examen de los factores que contribuyeron al declive del crecimiento económico de Japón, desde alrededor de un 4 por 100 durante la década de los años ochenta, hasta alrededor del 1 por 100 durante la de los años noventa sugiere que deberíamos

centrarnos principalmente en recuperar la productividad perdida (Gráfico 4). El incremento del PIB per cápita y el aumento de la productividad son los factores que conforman el crecimiento económico, y en la tendencia a exagerar los problemas demográficos puede muy bien que radique el fracaso generalizado a la hora de apreciar que las antiguas mejoras del poder adquisitivo de Japón deben poco o nada al crecimiento demográfico.

Ésta es una previsión a medio plazo para cinco años (hasta el ejercicio fiscal 2008) en la que no hemos hecho hincapié en el lado de la oferta. Sin embargo, merece la pena tener en cuenta que se espera que la población descienda a una tasa anual de 0,0-0,5 por 100 hasta el año 2025. Si el incremento del PIB per cápita o de la productividad pudieran mantenerse en un 2 por 100, la economía registraría un crecimiento de alrededor del 1,5-

GRÁFICO 4

DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO
(Variación anual, puntos porcentuales)



NOTA: PIB (y) = Población (p) x PIB Per capita (y/p)
= Población (p) x Participación del trabajo (l/p) x Productividad del trabajo (y/l).

FUENTE: CAO; elaborado por DIR.

2,0 por 100. Hemos supuesto que la mano de obra sufrirá pocos cambios a lo largo del período que abarca la previsión y que, como se ha señalado anteriormente, si relacionamos las tasas de crecimiento de la productividad en los países de la OCDE durante la década de los años noventa con las tasas de variación de la población activa, alcanzaremos un resultado (crecimiento de la productividad, suponiendo que la mano de obra no se incrementa) de alrededor de un 2 por 100.

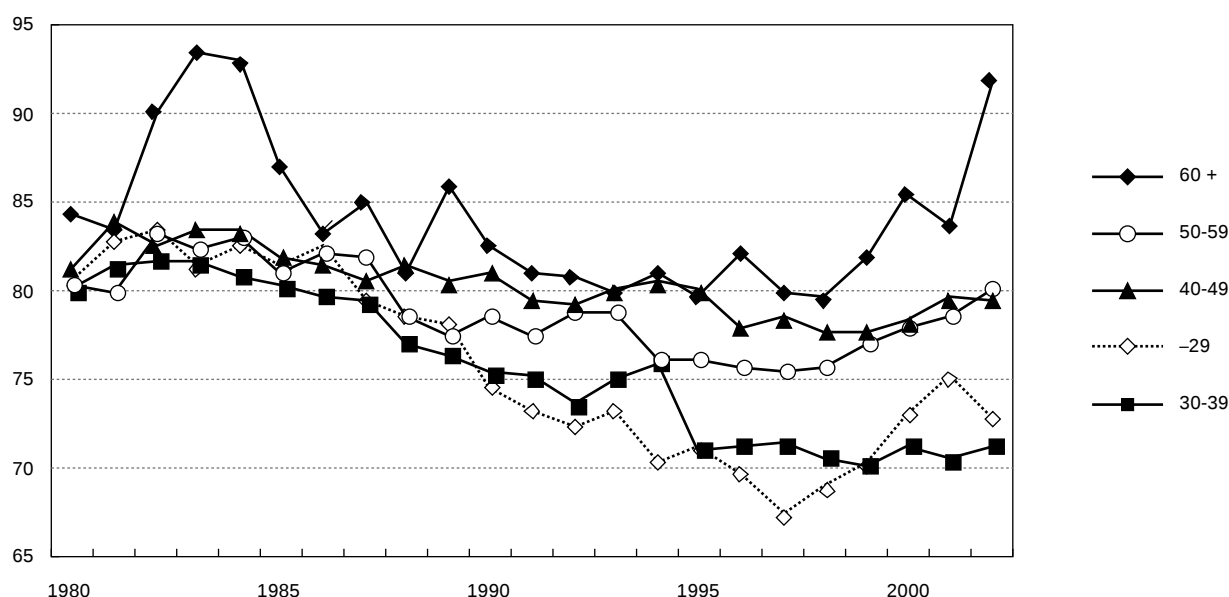
Los problemas demográficos y de las pensiones

Incluso aunque descartáramos los problemas demográficos basándonos en razones por el lado de la oferta, todavía nos

quedaría el grave problema por el lado de la demanda, a saber, la debilidad del consumo privado debida a la preocupación por las pensiones. Aunque existan provisiones de fondos asociadas a las pensiones de las empresas y a las pensiones públicas, en la práctica se tratan como sistemas de reparto. Puesto que los sistemas de reparto utilizan las contribuciones de los trabajadores en activo para financiar las prestaciones de pensiones de las clases pasivas, el envejecimiento demográfico precisa inevitablemente de tasas contributivas superiores.

El examen de los cambios del comportamiento del consumidor desde la década de los noventa por grupos de edad muestra que la confianza ha descendido notablemente en el caso de los

GRÁFICO 5

SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR POR GRUPOS DE EDAD*
(En %)

NOTAS: * La confianza de los hogares más jóvenes se estancó en los años noventa.

¹ Grupo de edad: basado en la edad del cabeza de familia.

² Percepción del consumidor = [(Gastos de consumo – Alquiler de vivienda y arrendamiento de terrenos)] / [(Renta disponible – Alquiler de vivienda y arrendamiento de terrenos – Devolución de préstamos hipotecarios)].

FUENTE: Ministerio de Administraciones Públicas, Interior, Correos y Telecomunicaciones (MHA); elaborado por DIR.

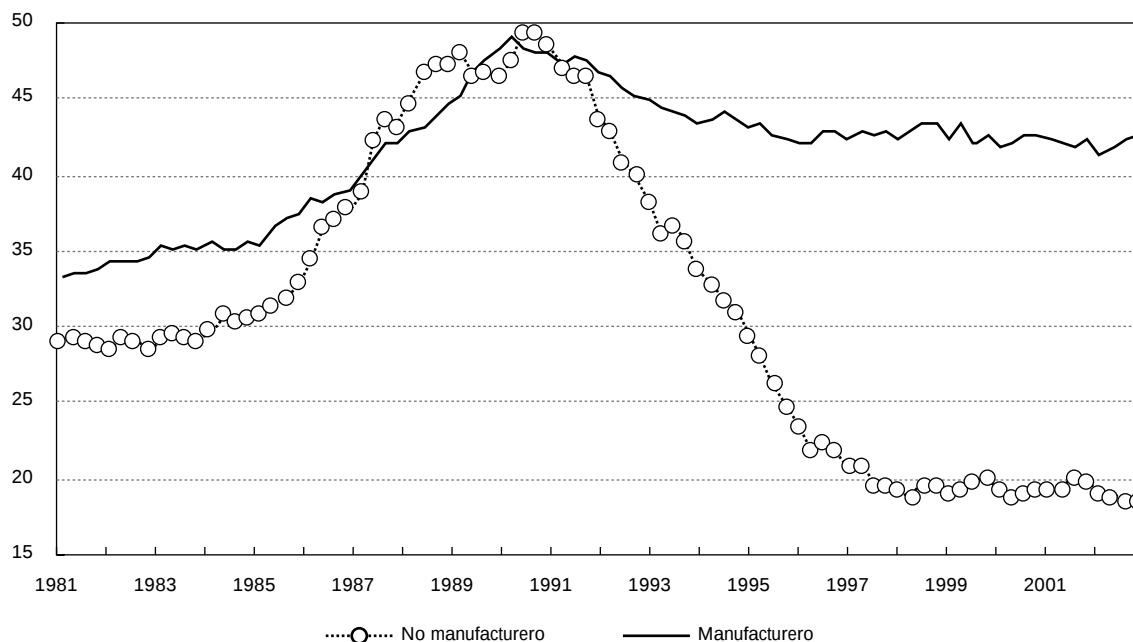
hogares con cabezas de familia de edades comprendidas entre los 20 y 30 años (Gráfico 5). Si no se hace nada para reducir la preocupación por las pensiones de las generaciones en activo, habrá pocas esperanzas de incremento del consumo de las economías domésticas a medio plazo. Sin embargo, la reforma de las pensiones prevista para el año 2004 podría resolver este problema. En diciembre de 2002 el Ministerio de Salud, Trabajo y Bienestar (MHLW) publicó un informe sobre cuestiones relativas al marco de reforma de las pensiones. El debate político de 2003 podría centrarse casi exclusivamente en la reforma de las pensiones.

El objetivo de la reforma de las pensiones es volver a crear un sistema estable a largo plazo con flexibilidad para acomodarse a

una tasa de natalidad decreciente y a otros cambios, y eliminar así los recelos de las generaciones en activo, recuperando su confianza en el sistema de pensiones. Además de considerar la carga impuesta a las generaciones en activo, el debate también se centrará en crear un sistema fácilmente comprensible que proporcione una percepción auténtica de las prestaciones a las que finalmente se tenga derecho. La importancia económica de la reforma de las pensiones se juzgará, en última instancia, por su capacidad para eliminar las reticencias de las generaciones en activo acerca del sistema de pensiones. Aún es demasiado pronto para decidir si finalmente la reforma se pondrá en marcha y si será efectiva o no, pero la naturaleza de las reformas y la forma en que se lleven a cabo podrían, sin duda, producir

GRÁFICO 6

RATIO DE PATRIMONIO NETO (Ajustado a los precios del suelo; en %)



NOTAS: ¹ Ratio de patrimonio neto = (Capital + Pérdidas y ganancias en suelo no realizadas) / (Pasivo + Capital + Pérdidas y ganancias en suelo no realizadas).

² Excepto finanzas y seguros.

FUENTE: Ministerio de Finanzas (MOF); Registro Japonés de la Propiedad (JREI); elaborado por DIR.

cambios en el ahorro de las economías domésticas por motivos de precaución.

3. Cambios estructurales en los balances de las empresas

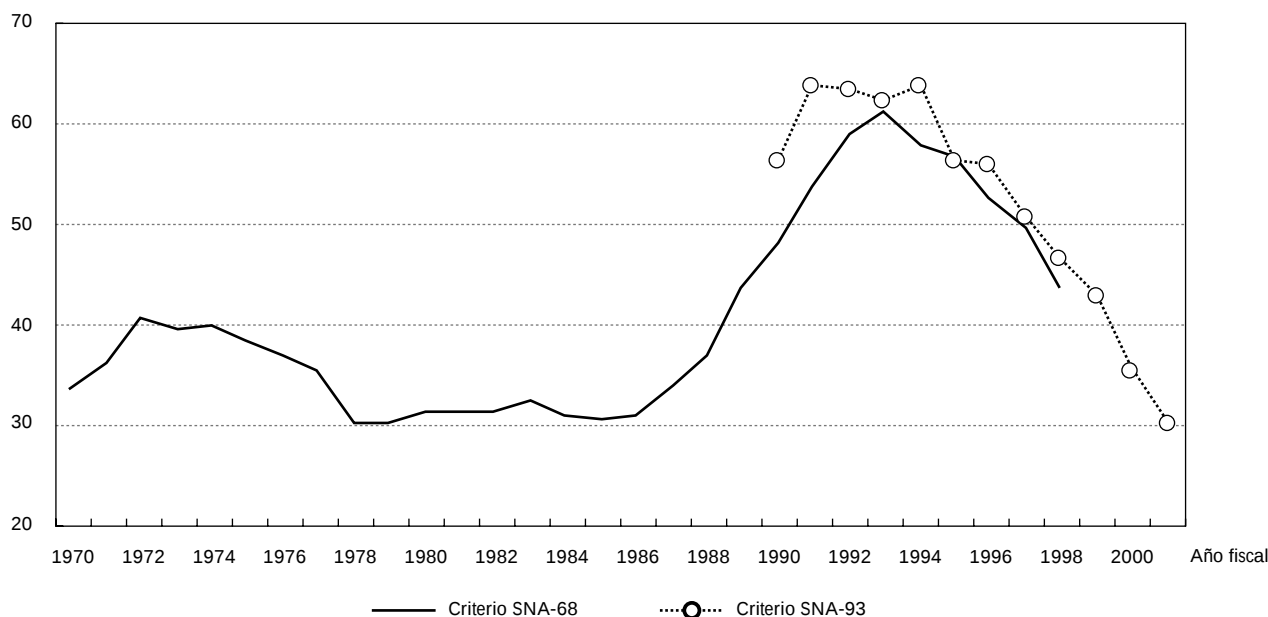
La caída de los precios del suelo y el ajuste de los balances de las empresas

El interés de las empresas por realizar inversiones disminuyó de manera sustancial durante la segunda mitad de la década de los 90 ya que, en su lugar, las compañías se centraron en reducir su endeudamiento. El descenso de los precios del suelo per-

judicó el patrimonio neto en términos de valor de mercado, y las compañías se dedicaron a combatir los factores que para ellas eran exógenos, liquidando sus deudas.

Basándonos en las *Estadísticas de la Memoria Financiera Empresarial* (trimestral, Ministerio de Finanzas), y calculando los ratios de patrimonio neto de los sectores manufacturero y no manufacturero, incluidas las pérdidas y ganancias no realizadas de terrenos, se demuestra que los ratios de ambos sectores se incrementaron rápidamente hasta la segunda mitad de los 80 y retrocedieron de nuevo en la década de los 90. En particular, el ratio del sector no manufacturero creció desde menos del 30 por 100 en la primera mitad de los 80, hasta casi el 50 por 100 en 1990. Hoy se encuentra en torno al 20 por 100 (Gráfico 6).

GRÁFICO 7

**PASIVO NETO
(En% del PIB)**

NOTAS: * El exceso de pasivo ha desaparecido en términos macroeconómicos.

¹ Pasivo neto = Pasivo financiero (excepto capital en acciones) – Activos financieros; criterio: valor de mercado.

² Excepto finanzas y seguros.

System of National Accounts (Sistema Contable Nacional).

FUENTE: CAO; elaborado por DIR.

Sin embargo, aunque los precios del suelo hayan caído de manera continuada durante 11 años desde 1991, y aunque la tasa de descenso no se haya reducido, nuestros cálculos de los ratios de patrimonio neto de los sectores manufacturero y no manufacturero muestran que se han mantenido estables durante los últimos años. Además, la creencia de que el sector no manufacturero se ha endeudado en exceso como resultado de la caída de los precios del suelo es innecesariamente pesimista.

A pesar de que los precios del suelo han sufrido una caída en picado, el ratio del sector manufacturero del 42-43 por 100 está muy por encima del de la primera mitad de los años 80; en el sector no manufacturero, cuyo ratio se ha visto muy afectado

por la volatilidad de los precios del suelo comercial, existe todavía un malestar evidente. Tal situación sólo contribuye a confirmar la solvencia del sector manufacturero y la relativamente limitada naturaleza de sus problemas.

Un examen más profundo del sector no manufacturero muestra que los subsectores más seriamente afectados son los más expuestos a los créditos fallidos, tales como el mayorista, el minorista, el inmobiliario y el de servicios. En otros subsectores, el ratio de patrimonio neto regresa al nivel de comienzos de los 80. El problema del capital no respaldado por activos equivalentes debido a la caída de los precios del suelo se limita en gran medida a aquellos sectores afectados por el problema de los créditos fallidos.

Basándonos en las cuentas nacionales, los activos no financieros de los balances de las empresas (en valor de mercado) muestran sólidas mejoras en los ratios de patrimonio neto desde 1998. En otras palabras, el cuadro macroeconómico sugiere que el ajuste de las estructuras financieras de las empresas puede haber ido demasiado lejos en relación con el descenso general de la cotización de los activos, con el resultado de que el sector empresarial se encuentra hoy muy desanimado.

Endeudamiento excesivo

También se sostiene que las empresas reducen sus pasivos cuando se encuentran muy endeudadas. Entonces, ¿en qué medida son excesivos sus niveles de endeudamiento en este momento? Basándonos en las cuentas nacionales, el saldo pendiente del pasivo (exceptuando el capital) del sector empresarial no financiero al final del ejercicio 2001 era de 731 billones de yenes, unos 189 billones de yenes menos que los 920 billones de yenes registrados al final del ejercicio 1991. Como porcentaje del PIB, corresponde a una caída de 48 puntos porcentuales, de 194 por 100 a 146 por 100.

La situación en términos de pasivo neto es incluso más clara. Puesto que, en términos macroeconómicos, el saldo de las deudas pendientes de pago de las empresas no financieras representa el equilibrio entre su pasivo y su activo financiero, el pasivo neto llegó a su nivel más alto en la década de los 90, pero más recientemente ha caído al nivel más bajo en 30 años (Gráfico 7). En términos macroeconómicos, por tanto, la percepción de que el endeudamiento es excesivo en términos de PIB ha sido más o menos desechada.

Las conclusiones basadas en el análisis y los cálculos que efectuamos sugieren que si la caída de los precios del suelo y las quiebras empresariales persisten al ritmo actual (si aumentan las quiebras y las compañías supervivientes persiguen incrementar sus ratios de capital), la presión para reducir más el pasivo se mantendrá inevitablemente, si bien de forma más suave. Por otra parte, si se modera la caída de los precios del suelo,

como hemos supuesto en esta previsión, la presión para reducir el pasivo será la mayor en la actual coyuntura y el potencial de incremento del endeudamiento aparecerá de nuevo a partir del año 2006.

Debería señalarse, sin embargo, que pase lo que pase con los precios del suelo, si la aceleración de los créditos fallidos conduce a la quiebra de una o más grandes empresas, el sector empresarial recibirá un duro golpe y los efectos se seguirán sintiendo a medio plazo.

El suelo y los activos financieros como factores reductores del ROA

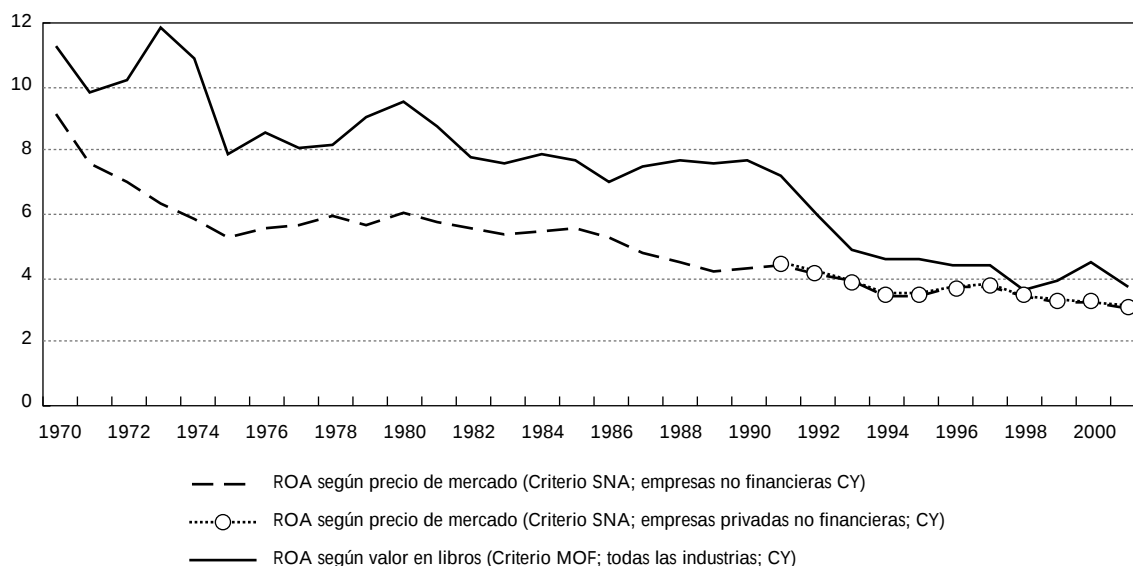
Si suponemos que la evolución de los ratios de patrimonio neto en los años 90 es resultado de una respuesta pasiva del sector empresarial a la caída de las cotizaciones de los activos y a las quiebras, la caída de la tasa de beneficios sobre activos (ROA) es responsable del descenso del beneficio sobre el capital (ROE) (la opinión puede diferir, dependiendo de lo que se entienda, pero el ROE es, en el fondo, el ratio entre el ROA y el ratio de patrimonio neto).

Sin embargo, deberíamos tener cuidado con el ROA medido según el valor contable. En efecto, el aparentemente elevado ROA de las compañías japonesas es reflejo de plusvalías no realizadas (un valor contable bajo) sobre activos (generalmente, terrenos), por lo que es probable que, de hecho, el ROA no haya sido nunca especialmente alto. El ROA calculado a precios de mercado según las cuentas nacionales muestra una tendencia a la baja parecida a la del ROA calculado según el valor contable, y los niveles pasados no fueron altos, ni mucho menos. La caída del ROA no es, por tanto, resultado de un cambio estructural a comienzos de la década de los 90, sino que ya estaba en curso a finales de los 80 (Gráfico 8).

Aparentemente, fue consecuencia del excesivo aumento del precio de los activos y de la acumulación de activos financieros que tuvo lugar en la segunda mitad de los años 80. El ratio entre superávit de explotación del sector no financiero y activos fijos netos (valorados según mercado, excluyendo terrenos) ha sido

GRÁFICO 8

VALOR CONTABLE Y VALOR DE MERCADO DEL ROA* (En %)



NOTAS: * La caída de la eficiencia de capital comenzó en los años noventa.

¹ Ajustado a cambios del sistema contable del ejercicio fiscal 1997 y posteriores.

² ROA según precio de mercado = [Superávit operativo + Rentas inmobiliarias] / [Pasivo + Patrimonio neto].

³ ROA según valor contable = [Beneficio de explotación + Beneficio ajeno a la explotación] / Capital total empleado.

CY: año natural.

FUENTE: CAO; MOF; elaborado por DIR.

constante, en torno al 10 por 100, desde el final de la década de los 70 hasta alrededor de 1990. Esto indica la importancia del suelo como factor reductor de la tasa de rendimiento en la segunda mitad de la década de los 80. Las compras de terrenos contribuyeron poco a mejorar el valor añadido a finales de los 80, y puede que muchas de las compras de terrenos que tuvieron lugar durante este período no tuvieran nada que ver con la creación de valor añadido.

A finales de los años 80, el balance de situación del sector japonés manufacturero y no manufacturero muestra igualmente un enorme incremento gradual de activos financieros en comparación con los activos fijos tangibles. Aunque tiene sentido que una empresa tenga en cartera activos financieros, para

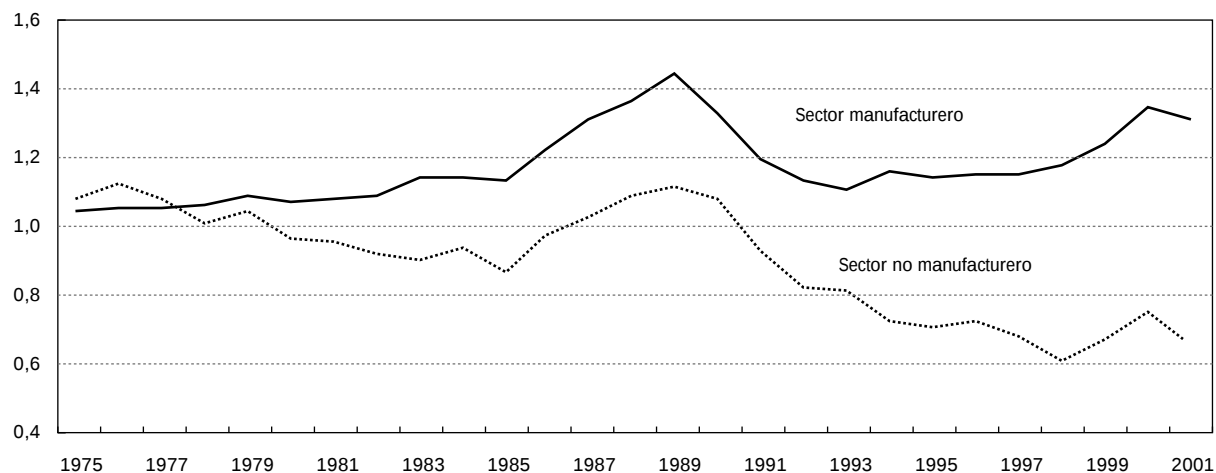
que se recupere la tasa de ROA, la clave es optimizar las reservas de activos financieros reduciendo activos no necesarios (Gráfico 9).

El stock de capital real

La esencia de la eficiencia del capital es el inmovilizado material y su proporción. La primera línea de acción que se le ocurre a los directivos de las empresas cuando quieren incrementar la tasa de rendimiento sobre del inmovilizado es, bien dar rienda a nuevas inversiones, bien amortizar equipos. Dado que se le dice constantemente a la industria que se deshaga de equipos (superavitorios) que estén técnicamente obsoletos e

GRÁFICO 9

RATIO DE ACTIVOS FINANCIEROS SOBRE INMOVILIZADO FIJO TANGIBLE

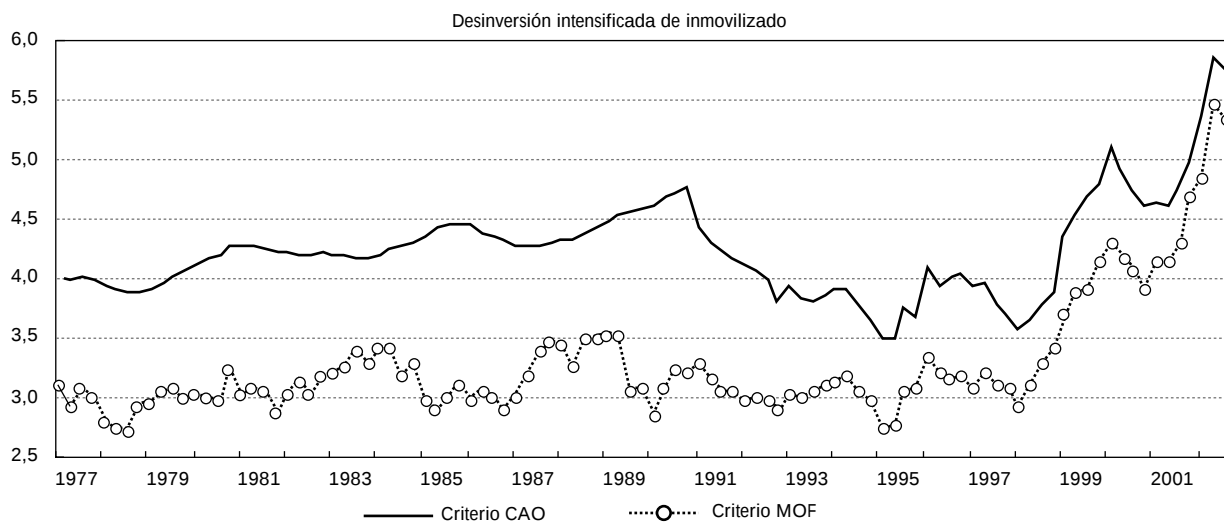


NOTA: Activos financieros sobre inmovilizado fijo tangible = [Efectivo y depósitos + Valores mobiliarios + Inversión en valores mobiliarios]/[Inmovilizado fijo tangible – Construcciones en curso].

FUENTE: MOF; elaborado por DIR.

GRÁFICO 10

**COEFICIENTE DE DESINVERSIÓN EN ACTIVOS OBSOLETOS
(Sector manufacturero; en %)**

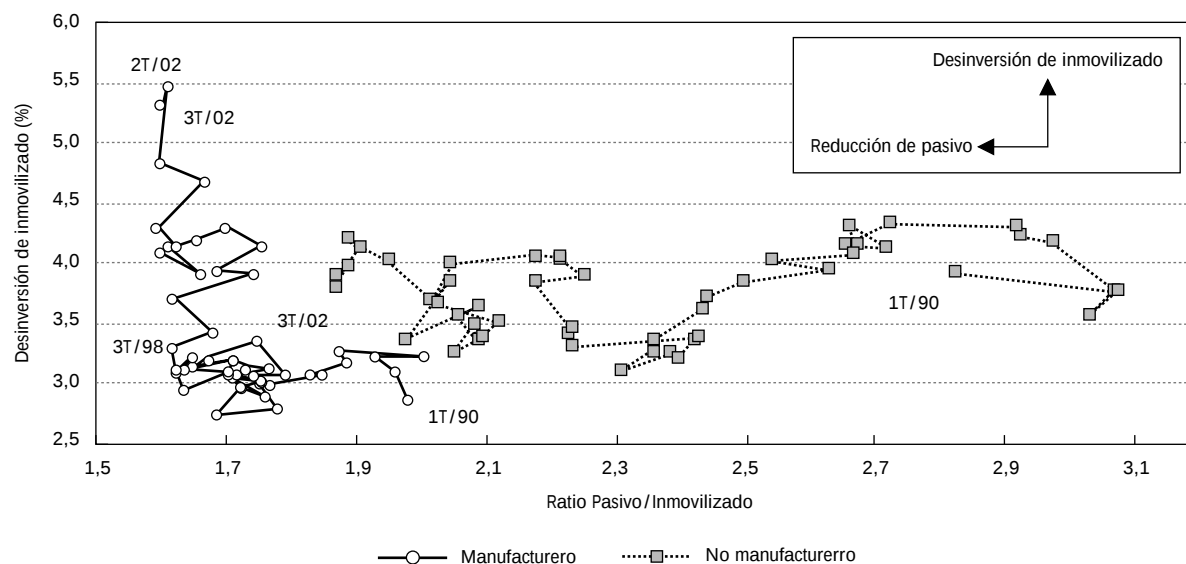


NOTAS: ¹ Criterio de CAO: criterio bruto (depreciación incluida) y real. ² Criterio de MOF: criterio contable.

FUENTE: MOF; CAO; elaborado por DIR.

GRÁFICO 11

DESINVERSIÓN DE ACTIVOS OBSOLETOS Y REDUCCIÓN DEL PASIVO



NOTAS: ¹ Inmovilizado: Inmovilizado fijo tangible (excepto construcciones en curso).

² Depreciación: Desinversión, *writing-off*, etcétera.

FUENTE: MOF; elaborado por DIR.

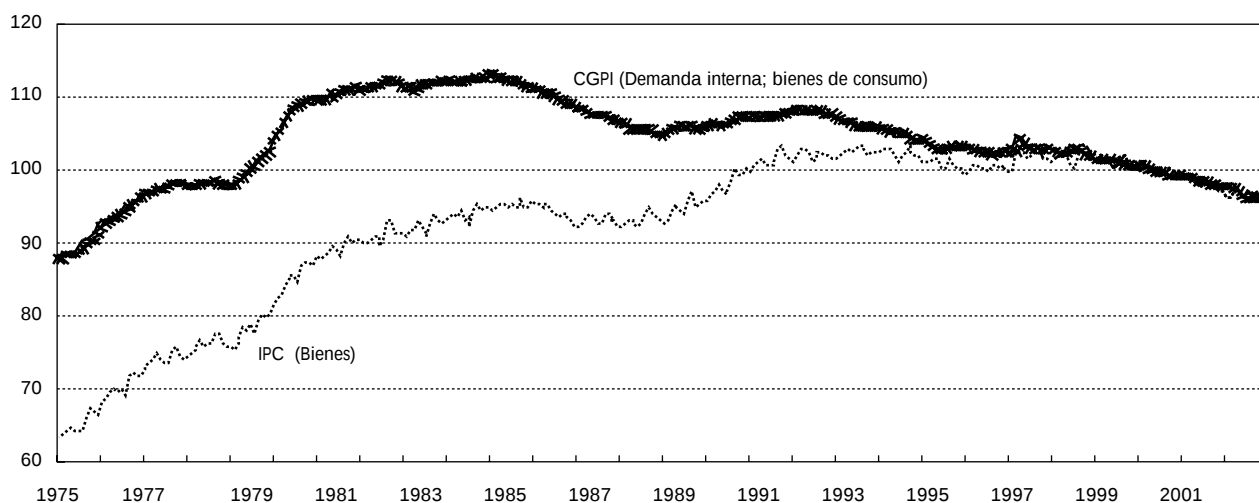
inutilizables, merece la pena destacar que la tasa de amortización de equipos del sector manufacturero ha crecido muy aceleradamente en los últimos años. En resumen, parecería que está en marcha la revitalización de la industria manufacturera (Gráfico 10).

Por el contrario, aunque la proporción de inmovilizado material de vida relativamente más larga (edificios y estructuras) es alta en el sector no manufacturero, no se ha visto ningún signo de que se incremente la amortización del mismo. Sin embargo, su deuda en relación con el ratio de inmovilizado material tendió continuamente a la baja hasta la década de los 90 (Gráfico 11). Dicho de otro modo, los problemas de inmovilizado excedente y deuda excesiva (créditos fallidos) son dos caras de la misma moneda, y los esfuerzos realizados por el sector no manufacturero, que está en el centro del problema de los créditos fallidos, para reducir los mismos (disminuir el endeu-

damiento) se han corregido completamente por la caída de los precios del suelo. En resumen, la eficiencia con la que las compañías del sector han asignado sus recursos deja mucho que desear.

Además, a pesar de los programas de amortización en curso, no hay garantía de que el sector manufacturero mejore su tasa de rendimiento del inmovilizado material, mientras frene la inversión necesaria en nuevos equipos. En términos macroeconómicos, de lo que se precisa es de la aceleración de políticas de desinversión de activos obsoletos y de nuevas compras, de fusiones y adquisiciones, etcétera, para corregir la asignación del capital. La fuente del crecimiento económico es el incremento permanente de la productividad marginal del capital a través de la mejora continua de la tecnología de la producción. En el apartado 6 se habla de las políticas necesarias para el logro de este objetivo.

GRÁFICO 12
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO*



NOTA: * Año 2000 = 100.

FUENTE: MHA; BOJ. CGPI: Índice Empresarial de Precios de Bienes Industriales.

Participación de la población activa

La eficiencia decreciente del capital se suele relacionar con nuestra evaluación de la distribución actual del valor añadido o, dicho de otro modo, con el incremento de la población activa (caída de la cantidad asignada a la compañía). Si analizamos la relación entre los costes per cápita de personal (incluidos los sanitarios y los sociales) y el valor añadido (valor añadido nominal), podemos ver que tanto el sector manufacturero como el no manufacturero se desviaron de manera sustancial de sus tendencias a largo plazo. Dicho de otro modo, ambos sectores han visto crecer sus costes de personal en relación con la productividad nominal. Si se compara la situación de hoy con la tendencia a largo plazo durante los 15 años que van hasta el comienzo de la década de los años noventa, los sectores manufacturero y no manufacturero han visto incrementar sus costes laborales

per cápita en 700.000 y 500.000 yenes, respectivamente, sobre la tendencia.

Desde luego, los costes laborales han crecido en comparación con la media anterior, pero esto es resultado de la debilidad económica de los años noventa. No significa que la situación deba rectificarse mediante recortes de los salarios y de los puestos de trabajo, ni tampoco sería posible. La tendencia a medio plazo desde 1992 en adelante es más constante que nunca en los sectores manufactureros y no manufactureros. Esto sugiere que, incluso aunque el valor per cápita añadido descendiera, sería difícil rectificar la situación recortando más los costes laborales. Dicho de otro modo, la estructura de costes de la industria es tal que si se recuperara la demanda o creciera la productividad, aportaría inmediatamente más beneficios y un mayor rendimiento de capital sin aumentar los costes laborales. Este cambio estructural puede verse como resultado de la activa reestructuración de las empresas durante los años noventa.

4. Estructura de la deflación

Los datos históricos a nivel mundial muestran que las caídas en los índices de precios son menos comunes que la incursión del crecimiento económico en terrenos negativos. Sin embargo, y a pesar del entorno mundial de baja inflación, el deflactor del PIB japonés cayó durante cuatro años seguidos hasta el ejercicio fiscal 2001 y el índice de precios al consumo, que se considera menos susceptible de caer, puesto que refleja la distribución de los costes y los precios de los servicios, también registró caídas en cada uno de los tres años hasta el ejercicio fiscal de 2001.

Hay pocas dudas de que si el crecimiento de la demanda no alcanza su potencial, el *gap* deflacionista se ampliará (exceso de oferta) y los precios se reducirán. Sin embargo, no deberíamos perder de vista los enormes cambios que han tenido lugar en la estructura de la oferta, que abarcan desde caídas de precios posteriores a la explosión de la burbuja hasta la recesión de la industria, la revolución del sector de la distribución y la globalización.

Para respaldar parte de estas afirmaciones con datos estadísticos, vemos que tanto los precios de los bienes comerciables en el IPC como los precios finales de la demanda interna en el Índice Empresarial de Precios de Bienes Industriales (CGPI), que se superponen hasta cierto punto entre sí, cayeron en la segunda mitad de los 90. Teniendo en cuenta el hecho de que el CGPI disminuyó con el comienzo del yen fuerte, tras el Acuerdo del Plaza, mientras que el IPC descendió sólo marginalmente, podríamos lógicamente llegar a la conclusión de que la racionalización del sector de la distribución avanzó en los años 90 (Gráfico 12). Durante este período, tanto el número de mayoristas como sus ventas cayeron, mientras que las ventas de minoristas por negocio se incrementaron (debido al aumento del tamaño de los establecimientos).

Otro rasgo de la deflación de los últimos tres años aproximadamente es que la intensificación de la competencia internacional, que ha acompañado a la globalización, no sólo ha frenado el incremento de los precios de los bienes domésticos, acercándolos a los precios extranjeros, sino que también han caído los precios de los servicios, que siempre se han considerado menos susceptibles de ejercer presiones a la baja sobre los precios, ya que la producción

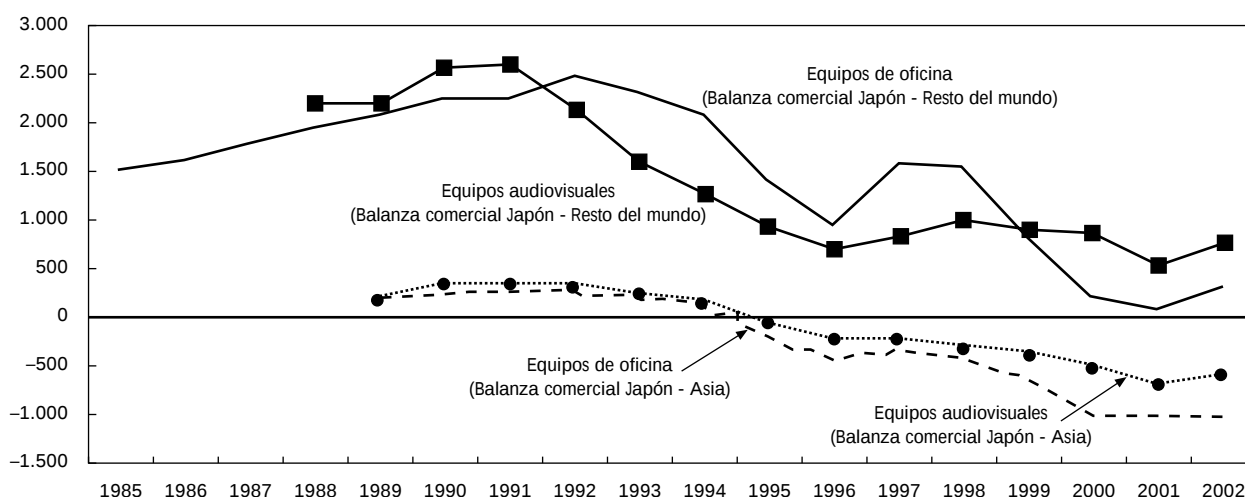
de servicios es más intensiva en el factor trabajo que la de los bienes manufacturados. En nuestro análisis final, llegamos a la conclusión de que la deflación a la que nos enfrentamos hoy no se debe a la debilidad de la demanda, sino a una diversidad de factores entre los cuales se incluye un cambio por el lado de la oferta.

Entonces, ¿la deflación que estamos experimentando es un fenómeno temporal debido a la debilidad económica y la corrección de costes excesivamente altos, o es estructural? Las estimaciones de las curvas de oferta y demanda que provocaron el cambio de los precios durante dos períodos consecutivos, el primero desde 1970 hasta 1993, justo antes de que comenzara la deflación, y el segundo desde 1993 hasta 2001, muestran que la elasticidad-precio de la demanda del sector manufacturero cae menos de la mitad, mientras que la de la oferta crece casi un 40 por 100, lo cual refleja, entre otras cosas, un avance en la gestión de inventarios. Por el contrario, el cambio de la elasticidad de ambos es relativamente pequeño en el sector no manufacturero.

El descenso (pendiente más acusada) de la elasticidad-precio de la demanda del sector manufacturero ha hecho, por tanto, más probable que el desplazamiento de la curva de oferta hacia abajo y hacia la derecha provoque la caída de los precios. En efecto, el descenso del deflactor en la industria manufacturera desde su pico en 1992 se ha debido casi en su totalidad a un desplazamiento de la curva de demanda hacia abajo y hacia la derecha. Si la competencia excesiva (exceso de demanda) ha ocasionado estos cambios, éste podría ser un problema en sí mismo. Sin embargo, si calculamos las curvas de oferta y demanda de la manera descrita anteriormente, encontramos que más del 60 por 100 de la caída del 18,5 por 100 del deflactor desde 1992 hasta 2001 se puede explicar por los costes unitarios descendentes del trabajo, lo cual sugiere que refleja en gran medida una corrección continua de unos costes demasiado altos.

Por otra parte, aunque el desplazamiento hacia arriba y hacia la derecha de la curva de demanda (incremento de la demanda autónoma) se detuviera en los años 90, no hay pruebas del desplazamiento hacia la izquierda (descenso de la demanda autónoma). Dicho de otro modo, no estamos ante una espiral deflacionista en la que los precios y la producción caigan en paralelo,

GRÁFICO 13

BALANZA COMERCIAL DE JAPÓN
(En miles de millones de yenes)

FUENTE: MOF.

mientras los recortes en puestos de trabajo y salarios reducen la demanda, socavando las ventas por ello y conduciendo a más recortes del ahorro y de los puestos de trabajo. Esto es tanto más cierto en el sector no manufacturero, donde las curvas de oferta y demanda se han resistido al desplazamiento de manera obstinada durante los últimos cinco años aproximadamente, lo cual no muestra ningún signo de entrada en una espiral deflacionista.

La presión para la corrección de los costes laborales que apareció durante la década de los 90 se hará irresistible de ahora en adelante y, en consecuencia, esperamos que la deflación continúe como respuesta durante algún tiempo. Sin embargo, puesto que no hay pruebas de la existencia de una espiral deflacionista en este punto, igualmente no encontramos apenas razones para que la deflación continúe, una vez que la corrección de los costes laborales haya seguido su curso. Se ha sugerido que la globalización continua y la emergencia de China, con su cantera sin fondo de mano de obra barata, hará de la deflación el rasgo permanente de la vida de Japón y del resto del mundo, pero la

confirmación de este hecho tendrá que esperar a la noticia de que la mayoría de los países del mundo, a excepción de China, realmente está sufriendo una deflación.

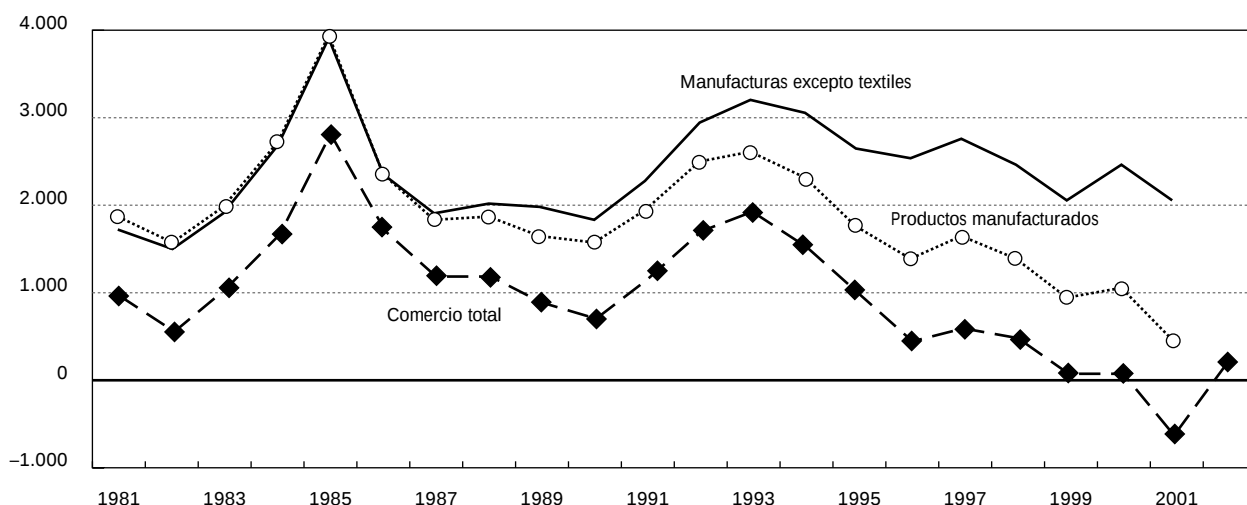
5. Cambios en la estructura del comercio y en la balanza de pagos

Cambios en la estructura del comercio

Hasta los años 80, el comercio japonés conllevó la importación de materias primas y recursos naturales, y la exportación de productos manufacturados. Sin embargo, la importación japonesa de productos manufacturados, que suponía menos del 30 por 100 a comienzos de los 80, ha aumentado hasta un 60 por 100 en la segunda mitad de los 90.

El desglose por regiones señala la creciente importancia del comercio exterior con Asia, que pasó de la mitad inferior de la banda del 20 por 100, a comienzos de los 80 hasta algo más de la

GRÁFICO 14

BALANZA COMERCIAL POR PRODUCTOS JAPÓN - CHINA
(En miles de millones de yenes)NOTAS: ¹ China incluido Hong Kong.² Balanza comercial de productos manufacturados: incluidas las pequeñas exportaciones distintas de los «bienes».

FUENTE: MOF.

banda 30 por 100 superior y hasta menos del 40 por 100 a finales de los 90. La distribución por productos muestra un marcado incremento de las importaciones de equipos industriales de procesamiento y ensamblaje, tales como equipos de oficina, de audio y video, y componentes electrónicos como los semiconductores. Hacia 2002, el valor de los equipos de oficina importados era 7,3 veces el del nivel de 1985, y el de los semiconductores importados y otros componentes electrónicos, 7,8 veces. En el caso concreto del comercio de Japón con Asia, las importaciones de equipos de oficina, de video y de audio superaron hacia 1995 a las exportaciones (Gráfico 13).

Basándonos en datos de la Oficina del Gabinete, la penetración de importaciones (importaciones/demanda interna) de todos los bienes aumentó desde el 4,5 por 100 en 1985 hasta el 5,6 por 100 hacia 1990 y el 8,6 por 100 hacia 2001. El desglose por tipos de productos muestra que la maquinaria eléctrica

aumenta rápidamente del 3,7 por 100 en 1985 al 4,9 por 100 hacia 1990 y al 16,3 por 100 hacia 2001. En otros sectores, los instrumentos de precisión aumentaron desde el 9,0 por 100 en 1985 hasta el 10,4 por 100 hacia 1990 y, más tarde, pasaron al 21,5 por 100 hacia 2001. Por el contrario, los productos que habían disfrutado de coeficientes de penetración de importaciones relativamente altos, como los metales en bruto, el petróleo y los productos derivados del carbón, mostraron poco ascenso hasta los años noventa (cayeron los productos petrolíferos y derivados del carbón), y el desglose producto por producto muestra diferencias sustanciales entre ellos (Cuadro 2).

China

China ha aparecido cada vez más en los últimos años en las discusiones sobre el modelo en proceso de cambio del comer-

CUADRO 2
RATIO DE PENETRACIÓN DE LAS IMPORTACIONES*
(En %)

	Manufacturas	Alimentos	Textiles	Pastas y derivados del papel	Productos químicos	Derivados del petróleo y carbón	Cerámica, arcilla derivados de la piedra
1970.....	3,4	3,4	2,1	2,4	5,3	6,7	0,6
1975.....	3,7	5,3	3,8	2,7	5,1	6,4	0,6
1980.....	4,6	5,3	4,1	4,0	5,9	8,6	1,0
1985.....	4,5	4,0	5,0	3,5	6,3	9,6	1,8
1990.....	5,6	6,1	7,8	3,8	6,6	11,0	2,5
1995.....	6,0	5,7	9,5	4,0	6,5	6,4	2,3
2000.....	8,1	6,3	10,5	4,2	7,9	8,5	3,3
2001.....	8,6	6,7	12,4	4,1	8,7	8,0	3,7
	Metales primarios	Derivados de metales	Maquinaria general	Maquinaria eléctrica	Equipos de transporte	Instrumentos de precisión	Otros
1970.....	4,3	0,6	4,7	3,2	2,5	8,0	2,1
1975.....	2,8	0,8	4,2	3,9	2,4	11,6	2,7
1980.....	5,0	0,9	3,5	3,8	3,0	9,9	3,7
1985.....	6,5	0,9	2,9	3,7	3,0	9,0	3,5
1990.....	7,8	1,3	3,6	4,9	4,1	10,4	5,9
1995.....	7,5	1,6	3,7	8,9	3,7	12,2	6,7
2000.....	8,7	2,2	5,2	15,1	4,4	19,5	8,5
2001.....	8,3	2,6	6,0	16,3	4,5	21,5	9,6

NOTA: * Ratio de importaciones sobre demanda interna. Hasta 1989: estadísticas antiguas.

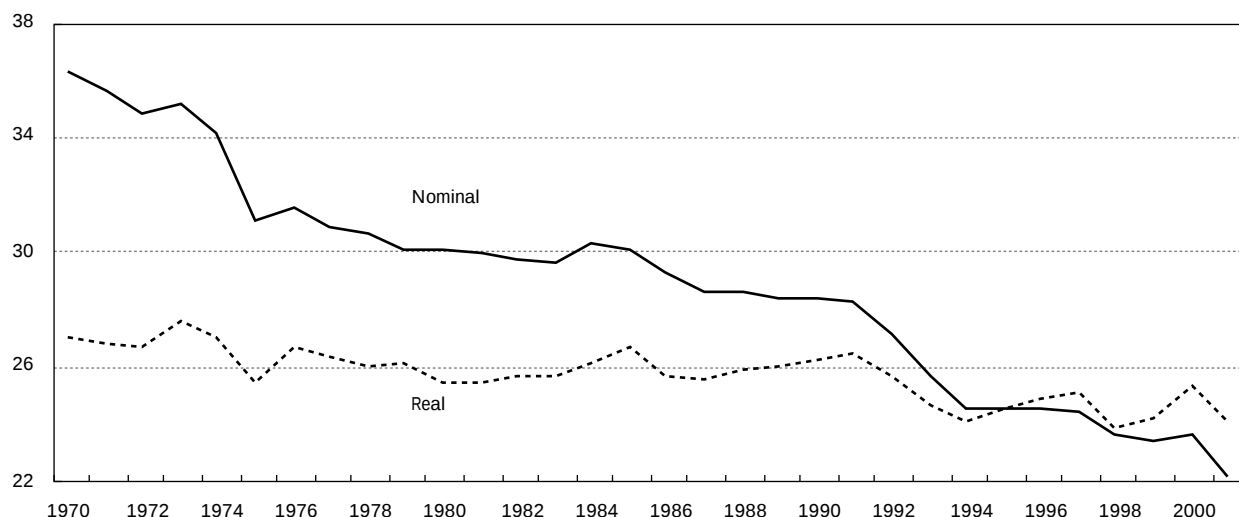
FUENTE: CAO.

CUADRO 3
IMPORTACIONES DESDE CHINA

	% de Producción nacional + Importaciones				% de Producción Nacional + Importaciones – Exportaciones			
	1985	1990	1995	2000	1985	1990	1995	2000
Alimentos.....	0,7	1,2	1,1	1,6	0,7	1,2	1,2	1,6
Productos químicos.....	0,3	0,5	0,5	0,7	0,3	0,5	0,6	0,8
Textiles.....	1,7	3,1	9,6	19,0	2,0	3,4	10,4	21,0
Derivados de minerales no metálicos.....	0,3	0,8	3,0	5,0	0,4	0,9	3,8	6,7
Metales y sus derivados.....		0,2	0,5	0,7		0,2	0,5	0,7
Equipos de oficina.....	0,0	0,0	0,4	2,1	0,0	0,0	0,6	2,7
Equipos audiovisuales.....		0,3	2,7	7,1		0,4	3,2	7,9
Equipos de comunicación...				0,5				0,6
Semiconductores.....	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	0,0	0,2	0,8
Automóviles.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

FUENTES: MOF; METI.

GRÁFICO 15
RATIO DE PRODUCCIÓN DE MANUFACTURAS
(En %)



NOTAS: ¹ Hasta 1989: estadísticas antiguas.

² Ratio de producción de manufacturas de todas las industrias, excepto servicios de las administraciones y servicios privados no lucrativos.

FUENTE: CAO.

cio japonés. Las importaciones chinas hacia Japón se multiplicaron en aproximadamente 2,3 veces desde 1995 hasta 2002 y 4,5 veces desde 1990 hasta 2002. La cuota de importaciones de China hacia Japón también creció desde el 5,1 por 100 del total mundial en 1990, hasta el 10,7 por 100 en 1995 y el 18,3 por 100 en 2002. El desglose por tipo de producto muestra el crecimiento sustancial de la cuota de importaciones de China, no sólo en áreas como los textiles (del 24,9 por 100 en 1990, al 72 por 100 en 2002), en los que ha sido durante largo tiempo altamente competitiva, sino también en áreas como productos minerales no metálicos (del 29,5 por 100 al 28,3 por 100), equipos de oficina (del 0,5 por 100 al 26,4 por 100), equipos de audio y video (del 6,8 por 100 al 40,1 por 100). Además, aunque en 1990 la proporción de la oferta agregada interna de Japón (bienes nacionales + bienes importados) cubierta por las importaciones chinas era casi insignificante en todos los productos, a excep-

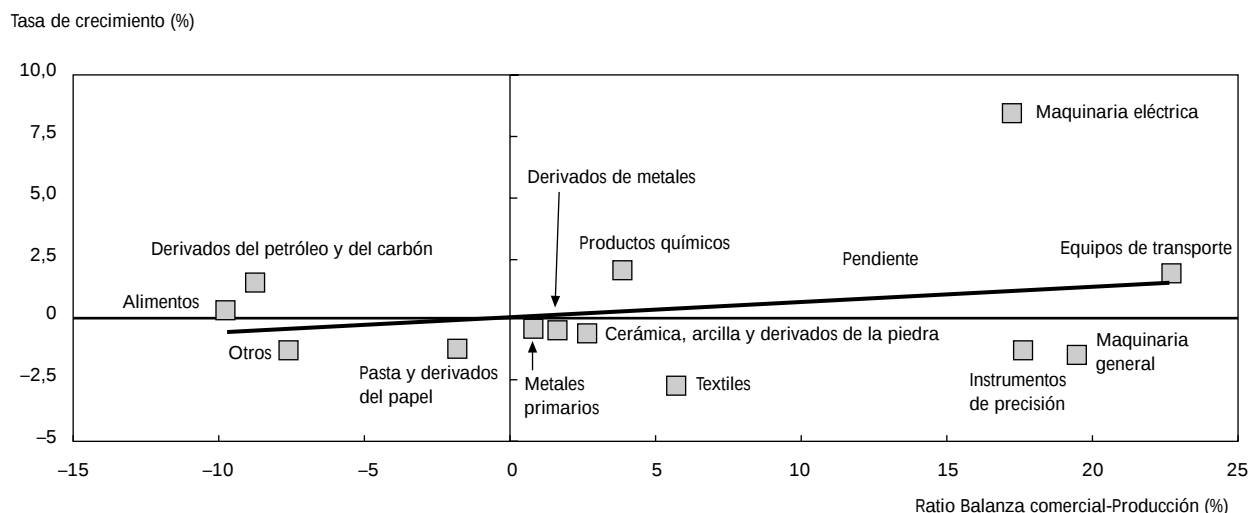
ción de los textiles, en el año 2000 los textiles no sólo acaparaban el 19,0 por 100 del mercado, sino que los equipos de audio y video vieron crecer su cuota hasta el 7,1 por 100.

Debería tenerse en cuenta que la emergencia de China también conviene a las exportaciones japonesas. Dado que el grueso de las exportaciones a Hong Kong se reexporta finalmente a China, merece la pena resaltar que, tomadas conjuntamente, las exportaciones japonesas a China y a Hong Kong se multiplicaron aproximadamente en 2,9 veces desde 1990 hasta 2002. Su cuota de todas las exportaciones japonesas también creció desde el 6,7 por 100 al 15,7 por 100 durante el mismo período (Cuadro 3).

Sin embargo, en términos de la balanza comercial con China (incluido Hong Kong) desde los años ochenta, Japón ha presentado generalmente un superávit que abarca desde cero a unos 2 billones de yenes, lo que equivale aproximadamente al 0,5 por

GRÁFICO 16

BALANZA COMERCIAL Y TASA DE CRECIMIENTO POR RAMAS EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA



NOTAS: 1 Pendiente: $y = 0,064x + 0,0389$; $R^2 = 0,0653$.

2 Tasa de crecimiento, y ratio de la balanza de pagos sobre la producción: media de 1990-2001.

FUENTE: CAO.

100 del PIB nominal. Aunque mostró un pequeño déficit en 2001, el saldo volvió a ser positivo en el año 2002. La balanza comercial de productos industriales, excluidos los textiles, en los que Japón perdió la capacidad de competir en su propia casa hace muchos años, muestra un continuo superávit en la banda de 2 billones de yenes (Gráfico 14). Así pues, aunque la creciente presencia de China es más evidente en el sector textil, no hay hasta ahora ningún signo real de la tan cacareada amenaza en otras áreas.

Otra cuestión muy discutida es la del yuan, que ha caído casi un quinto de su nivel de 1980 frente al dólar y un décimo del nivel de 1980 frente al yen. El tipo real efectivo del yuan, que afecta las actividades comerciales, también ha caído en un 70 por 100. Para ser un país emergente y con altas tasas de crecimiento, China tiene una tasa de inflación sorprendentemente baja (quizá haya algo de deflación) como resultado de la cual el tipo del yuan, que se ha fijado frente al dólar, se inclina a la

depreciación en términos reales. Por tanto hay un amplio margen de pérdida de equilibrio entre el tipo de cambio de China y su economía en auge. En consecuencia, la prometida y esperada revaluación del yuan no carece de fundamento.

A China no le preocupa la inflación, ni hay presiones inflacionistas generadas por la debilidad de la moneda. Por otra parte, es probable que el debate sobre si China debería adoptar un sistema de tipo de cambio variable para el yuan cobre fuerza en un futuro no muy lejano. Sin embargo, sería un error basar los argumentos para la apreciación del yuan en el impacto de un yuan débil sobre la economía de Japón. En términos de tipo de cambio real efectivo que afecte al comercio, el yen, frente a otras divisas, incluidos el yuan y el dólar de Hong Kong, (Banco de Japón) no es muy elevado todavía —el yen ha caído aproximadamente el 18 por 100 frente al yuan en los últimos tres años— y sería inapropiado culpabilizar al yuan de la debilidad económica de Japón.

¿Ha perdido su ventaja la industria japonesa?

El cambio en el patrón de las importaciones y, en particular, en el comercio de Japón con Asia, refleja variaciones en la ventaja comparativa de los distintos subsectores del sector manufacturero japonés. Aunque el coeficiente de especialización comercial del sector manufacturero (exportaciones netas/exportaciones + importaciones; Oficina del Gabinete), que sirve para medir la ventaja comparativa, se ha mantenido constantemente positivo, también está tendiendo a la baja. De forma más destacada, el sector de maquinaria eléctrica, que ha experimentado un gran aumento en sus importaciones, ha visto desplomarse su coeficiente desde un máximo del 0,802 en 1986 hasta el 0,253 en 2001, mientras que los sectores de maquinaria general y de equipo de transporte han mantenido coeficientes altos en comparación.

Los coeficientes de especialización comercial de algunos productos concretos (Ministerio de Hacienda), que calculamos a intervalos de cinco años desde 1985 en adelante, muestran los mismos patrones que los productos principales. Entre los productos con altos coeficientes, sin tendencia evidente e importante a la baja, se incluyen algunos como la maquinaria de procesamiento de metal; maquinaria textil; maquinaria de construcción y maquinaria minera; bombas y centrifugadoras y equipos de manipulación de material en el sector general de maquinaria; automóviles; piezas de automóviles; barcos, etcétera, en el sector de equipos de transporte. Por tanto, hay muchos productos en los sectores de maquinaria general y maquinaria de transporte que continúan manteniendo una alta ventaja comparativa frente a sus rivales extranjeros. Otros muchos muestran signos de haber perdido ventaja comparativa pero, con la excepción de los equipos de oficina, aparatos electrodomésticos, relojes y sus piezas, ninguno de ellos ha caído en picado desde niveles altos a cifras negativas, o incluso próximas a cero. Los aparatos electrodomésticos son una pieza familiar en la vida cotidiana y hay una tendencia a equiparar lo que ocurre en este sector con lo que ocurre fuera de las fronteras. Sin embargo, aunque la competencia con las economías asiáticas emergentes crece, Japón sólo ha visto su ventaja comparativa fuertemente erosionada en algunos

casos, sobre todo en maquinaria de fabricación intensiva en trabajo y en industrias de ensamblaje.

Relación entre los cambios en la estructura del comercio y la recesión

Si la debilidad de la economía japonesa se debiera a la recesión de la industria porque la producción se ha trasladado al exterior, se observaría una disminución clara de la cuota del sector manufacturero en el PIB. Sin embargo, desde que la estructura del comercio comenzó a cambiar en los años 90, el coeficiente (real) de producción de las manufacturas respecto del de todas las industrias, ha descendido, de hecho, sólo marginalmente en relación con los años 80, cuando el creciente superávit comercial japonés era motivo de fricción internacional. Teniendo en cuenta la tendencia del sector servicios a expandirse en consonancia con el desarrollo económico, las industrias manufactureras han demostrado ser bastante resistentes (Gráfico 15).

Las comparaciones transversales de la relación entre la balanza comercial (como porcentaje del valor de la producción) y el crecimiento de varios subsectores industriales manufactureros en los 90, no dan pruebas de la existencia de correlación (Gráfico 16).

Por consiguiente, aunque la emergencia de Asia ha forzado cambios inevitables en la estructura del comercio japonés, ésta no ha sido la causa principal de la debilidad económica interna.

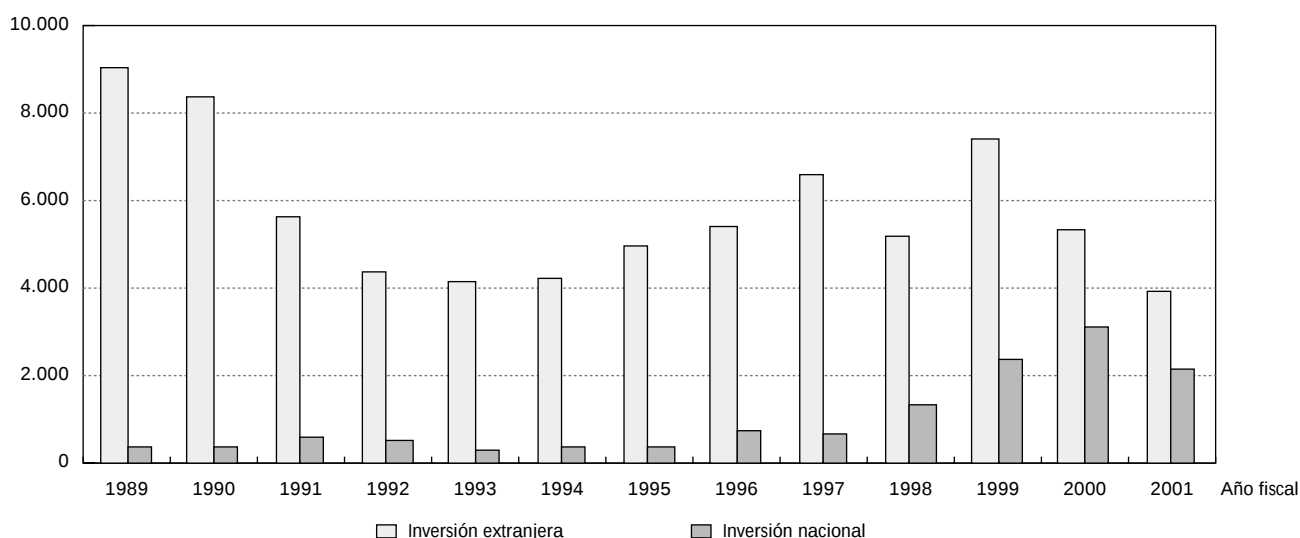
Margen de mejora de la balanza de servicios y entradas de capital extranjero

Por supuesto, no es que no haya problemas con el comercio japonés o su balanza de pagos. Es probable que el comercio del sector servicios adquiera una importancia cada vez mayor, dado el creciente interés por las industrias de la información y el conocimiento.

Aunque la balanza de servicios de Japón, que mostró un déficit de aproximadamente 5,32 billones de yenes en 2001, ha variado

GRÁFICO 17

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA E INVERSIÓN NACIONAL (En miles de millones de yenes)



FUENTE: MOF.

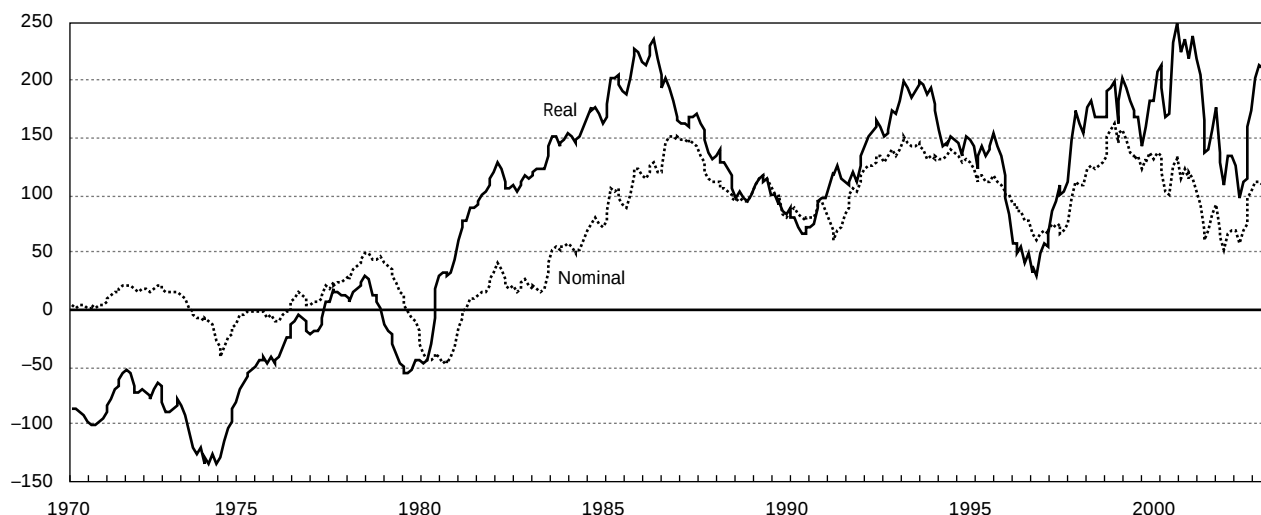
poco desde los años 90, la proporción de los servicios dentro de las exportaciones continúa siendo escasa en comparación con el G7 y las economías asiáticas, y deja amplio espacio para mejoras. El desglose por categorías muestra mejoras parciales en áreas como derechos de patentes, pero sería importante que se extendiera a componentes clave como el transporte y los viajes. El sector no manufacturero, a diferencia del manufacturero, está bastante protegido y, si la falta de competencia resultante se refleja en el comercio de servicios japonés, debe también ser un objeto de desregulación, cuyo fin último es revitalizar la economía japonesa.

Unos niveles más altos de inversión extranjera directa, que incluso precisa mejorar más que el comercio de servicios en Japón, aliviarían directamente las preocupaciones sobre la recesión de la industria japonesa (incrementando la inversión directa en el exterior). A diferencia de China, la mano de obra barata nunca podría ser un incentivo para la inversión extranjera en Japón, pero el tamaño del mercado japonés sí podría serlo. Por

otra parte, cuanto más base tenga la inversión, mejor podrá soportar el riesgo la economía, lo cual estimularía la inversión. La inversión extranjera directa despegó en el ejercicio fiscal de 1998, a causa de la preocupación sobre la inestabilidad del sistema financiero japonés, en la medida en que las empresas financieras y de seguros del país pretendieron aprovechar el *Big Bang* de los servicios financieros para reforzar sus bases de explotación llevando a cabo alianzas de capital con empresas extranjeras (Gráfico 17). Más tarde, una sucesión de alianzas y reestructuraciones afectó incluso a la industria del automóvil, en la que Japón todavía tiene una sustancial ventaja comparativa. De igual manera, Japón se vio afectada por la realineación mundial en el sector de las comunicaciones y una sucesión de detallistas extranjeros importantes abrieron mercado en el sector de la distribución.

En términos acumulativos, sin embargo, la inversión extranjera directa en Japón está todavía muy por debajo de la inversión

GRÁFICO 18

**BALANZA COMERCIAL
(1995 = 100)**

NOTA: Media simple; media móvil trimestral.

FUENTES: MOF; BOJ.

japonesa en el exterior. En la primera mitad de los años 90, Asia, y en la segunda, Estados Unidos, aprovecharon el «viento de cola» de la globalización para animar niveles superiores de inversión extranjera, lo que a cambio impulsó la actividad económica. Es probable que (el capital) las empresas extranjeras interesadas en invertir directamente en Japón sean muy competitivas, lo que, a cambio, podría otorgar a Japón una vía para combatir las presiones deflacionistas a las que se enfrenta hoy.

La balanza por cuenta corriente

Especial interés reviste el modo en que los cambios de la estructura del comercio afectan a la balanza por cuenta corriente. Al analizar la balanza por cuenta corriente debemos tener en cuenta tanto la balanza comercial, su componente principal, como la diferencia entre ahorro e inversión internos (saldo ahorro-inversión); ambos son iguales por definición. Hablando en

términos generales, los efectos sobre el comercio de los tipos de cambio y de la situación económica nacional e internacional son más importantes a corto plazo, mientras que los efectos de los factores demográficos, los cambios institucionales, etcétera, sobre el saldo estructural ahorro-inversión son más importantes a largo plazo.

Los datos básicos sobre comercio muestran que la balanza comercial (después de aduanas) ha sufrido tres contracciones significativas desde la década de los 80, cuando el superávit estaba firmemente asentado. Sin embargo, en ningún caso el superávit se redujo seriamente ni en términos absolutos, ni como porcentaje del PIB. Además, la balanza comercial más reciente, deflactada por el Índice de Precios del Comercio Exterior, no está lejos de su máximo histórico (Gráfico 18).

La comparación de los tres últimos períodos de debilidad del yen (agosto de 1978 a octubre de 1982; abril de 1995 a agosto de 1998; diciembre de 1999 a febrero de 2002) muestra que las

exportaciones reales sólo se han incrementado de manera significativa en el primer período (agosto de 1978 a octubre de 1982). Dada la brusca desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos desde la segunda mitad de 2000 en adelante, parece que el yen débil ha tenido menor impacto durante el tercer período (diciembre de 1999 a febrero de 2002). Las importaciones reales no frenaron el ritmo descendente en el tercer período en comparación con los otros dos. Las importaciones tampoco han sido tan fuertes durante la última recesión como lo fueron en las que siguieron a la explosión de la burbuja y a la primera crisis del petróleo. La última disminución del superávit comercial se explica adecuadamente por la debilidad de la demanda en todo el mundo debido al descenso de la actividad económica en Estados Unidos tras las repercusiones del *boom* inversor en tecnologías de la información.

Además de lo anteriormente expuesto, el hecho de que la importante pérdida de ventaja comparativa haya afectado solamente a un número limitado de bienes sugiere que los que respaldaban la opinión, popular en 2001, de que «el superávit comercial experimentará una reducción con independencia de cualquier depreciación del yen o debilidad económica», podrían haberse precipitado. Actualmente, no hay nada que sugiera que la estructura del comercio esté experimentando la clase de cambio que sería necesario para inducir un deslizamiento de la balanza por cuenta corriente hacia el déficit.

En cuanto al saldo ahorro-inversión, el rasgo más destacable desde la década de los 90 ha sido el creciente superávit de las inversiones por parte de la administración general (como se demuestra en el creciente déficit fiscal) y el exceso de *cash-flow* del sector empresarial. Ya que ambos han tendido de hecho a eliminarse entre sí, y puesto que la tasa de ahorro de las economías domésticas se ha mantenido estacionaria, la balanza por cuenta corriente simplemente ha subido y bajado de manera cíclica en torno al 2-3 por 100 del PIB nominal. La experiencia sugiere que los cambios en el saldo ahorro-inversión de la administración y de los sectores empresariales tienden a compensarse entre sí, con el resultado de que los movimientos a largo plazo de la balanza por cuenta corriente se ven más afectados por la tasa de aho-

rrero de las economías domésticas. De hecho, generalmente se espera que la tasa de ahorro descienda paralelamente al envejecimiento demográfico y al aumento del número de hogares que viven del cobro de pensiones. Por ello, el escenario en el cual la balanza por cuenta corriente finalmente se deslice hacia el déficit no está, por tanto, fuera de la realidad. Sin embargo, es improbable que el tipo de cambio fluctúe bruscamente a corto plazo y, dado que las economías domésticas podrían ponerse más a la defensiva frente a una debilidad económica a largo plazo, las probabilidades de que la balanza por cuenta corriente se deslice hacia el déficit durante el período previsto son escasas.

¿Es realista el escenario de un yen débil?

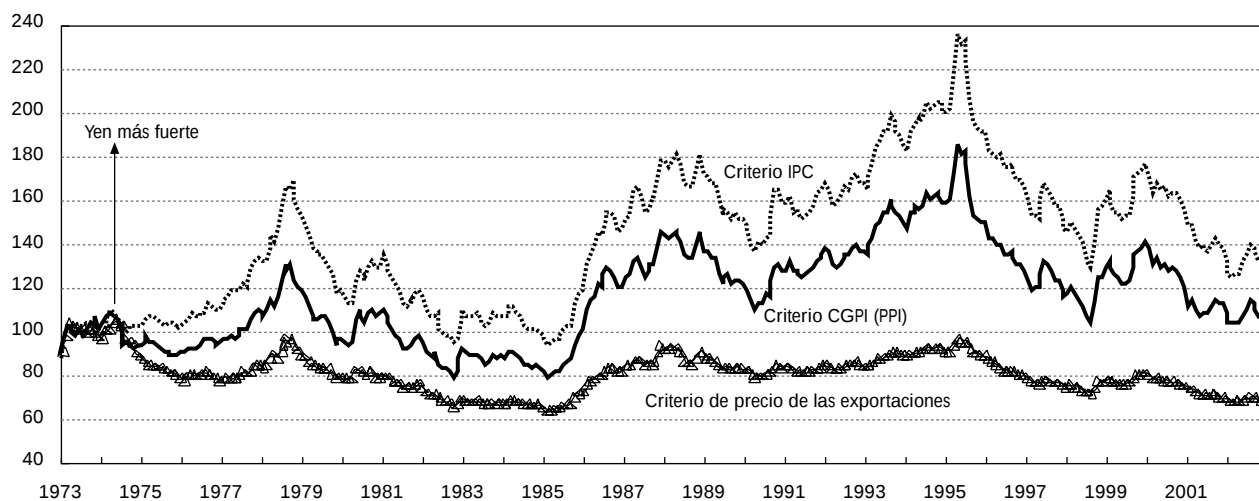
Es probable que los tipos de cambio atraigan el mismo interés que la balanza por cuenta corriente. El escenario de un yen débil se ha popularizado como salida para la economía japonesa, pero el tipo de cambio real yen-dólar, que tiene en cuenta las fluctuaciones de los precios que desempeñan un papel importante en la fluctuación a largo plazo del tipo de cambio, no está sobrevalorado ni infravalorado por ninguna medida. El tipo de cambio real del yen, deflactado por el Índice de Precios de las Exportaciones, se encuentra actualmente en el extremo inferior de la banda desde el cambio a un régimen de tipo de cambio variable (Gráfico 19). Dicho de otro modo, una fortaleza excesiva del yen no sometería a la economía japonesa a demasiada presión.

Al llegar a este punto, afirmar que el yen no está sobrevalorado significa que es improbable que la preocupación por el sistema financiero produzca un brusco descenso del yen. Pruebas de ello se pueden encontrar en las crisis financieras de Estados Unidos y del norte de Europa, que duraron desde finales de los 80 hasta comienzos de los 90. En este caso, los tipos de cambio real de las monedas sueca y finlandesa, que habían subido de manera especial, cayeron bruscamente a continuación, pero las monedas noruega y estadounidense, que no se encontraban próximas a sus puntos máximos, no sufrieron caídas graves.

Los esfuerzos para justificar la debilidad del yen basándose en la paridad del poder adquisitivo (PPA) son muy cuestionables.

GRÁFICO 19

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL YEN CON EL DÓLAR*



NOTA: * Tipo real; media de 1973 = 100.

FUENTE: MHA; BOJ; Ministerio de Trabajo de EE UU; FRB; IMF; elaborado por DIR. CGPI: Índice Empresarial de Precios Industriales.

Desde luego, el yen ha sido sobrevalorado, más o menos coherentemente, frente al dólar en comparación con la PPA, obtenida mediante el empleo de índices de precios (IPC y deflactor del PIB) que incluyen los servicios. Por otra parte, los movimientos de las principales monedas basados en la PPA calculada por la OCDE revelan que existe un número de casos inesperadamente pequeño en los que los tipos actuales han fluctuado a ambos lados de la PPA. En la mayoría de los casos, ambos tipos han tendido (como el yen) a desviarse en la misma dirección (Cuadro 4).

Es interesante señalar que las monedas de Suiza y Japón, cuyos tipos de cambio reales se desviaron muy por encima de los índices de PPA en el inicio del Acuerdo del Plaza desde 1986 en adelante, también obtuvieron un superávit estable de la balanza por cuenta corriente. De los países del norte de Europa (Noruega, Suecia, Dinamarca y Finlandia) cuyas monedas se desviaron al alza, pero en menor medida que en el caso de Japón y Suiza, Noruega y Dinamarca vieron cómo sus balanzas por cuenta corriente se instalaban en el superávit a comienzos

de los 90, y Suecia y Finlandia vieron que las suyas igualmente alcanzaban el superávit desde la mitad de la década de los 90. Por el contrario, los países cuyos tipos de cambio de sus monedas se debilitaron incluyen los países europeos meridionales como Grecia, España y Portugal, así como Irlanda y Nueva Zelanda. Todos estos países (excepto Irlanda) presentan un continuo déficit por cuenta corriente.

Hay otros factores que pueden provocar la fluctuación de los tipos de cambios y las monedas principales no se pueden clasificar fácilmente por categorías. Sin embargo, en general, la prima de riesgo de activos denominada en las monedas de países con superávit de la balanza por cuenta corriente es baja, y hay una tendencia consiguiente a que los tipos actuales sobrepasen la PPA. La relativamente baja tasa de inflación de Japón se refleja en la fortaleza a largo plazo del yen frente al PPA. Dado también el hecho de que es improbable que la balanza de pagos de Japón se deslice hoy por hoy hacia el déficit, es difícil prever que el yen se debilite de manera significativa en un futuro previsible.

CUADRO 4

**TIPO DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS FRENTE AL \$ USA
Y SU RELACIÓN CON LA PPA Y LA BALANZA DE PAGOS, 1986-2001**

	Diferencia entre el tipo real y PPA (Media, en %)		Número de años en que el tipo real era superior a la PPA		Número de años en que la balanza por cuenta corriente fue superavitaria
	Referencia: Media 1974-2001		Referencia: Media 1974-2001		
Japón	47,0	28,7	16	21	16
Suiza	42,5	33,4	16	26	16
Suecia	32,1	33,0	15	24	9
Noruega	31,9	38,4	16	28	12
Dinamarca	31,5	28,8	16	25	11
Finlandia	25,6	22,0	14	23	8
Alemania	17,3	15,8	14	22	5
Austria	12,2	6,2	13	18	3
Francia	11,1	7,8	13	20	10
Países Bajos	8,3	10,5	11	20	16
Bélgica	6,0	7,1	12	20	16
Reino Unido	0,4	-5,1	9	12	0
Italia	-3,2	-11,5	7	7	7
Canadá	-5,9	1,1	5	16	4
Australia	-6,4	2,0	6	17	0
España	-11,1	-17,2	3	4	4
Nueva Zelanda	-13,4	-15,7	2	2	0
Grecia*	-21,3	-23,8	0	0	0
Portugal	-31,7	-36,6	0	0	4
Irlanda	-51,9	-57,1	0	0	9

NOTAS: * Desde 1982.

Tipo de cambio: Paridad del poder adquisitivo.

FUENTE: OCDE; FRB; elaborado por DIR.

6. Políticas adecuadas

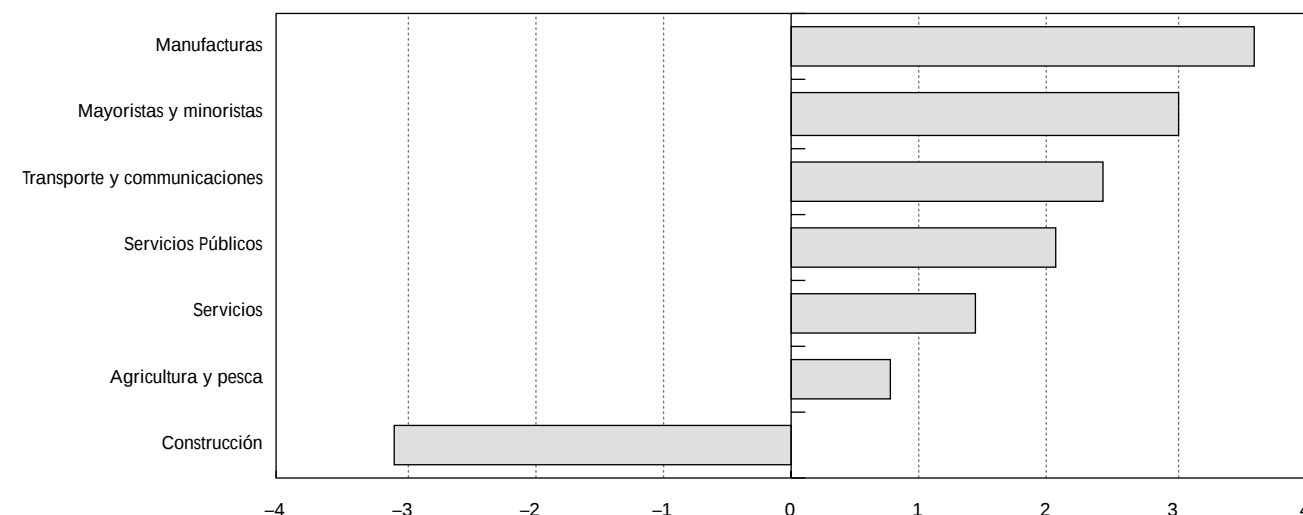
Medidas para estimular la demanda y la redistribución de la renta

La sucesión de paquetes de medidas económicas puestas en marcha desde 1992, en los que el gobierno aumentó la inversión pública para facilitar la creación de puestos de trabajo en el sector de la construcción y compensar así el retroceso del sector manufacturero, tuvieron éxito en la medida en que aseguraban el empleo. En ausencia de estos paquetes de medidas, la economía japonesa podría haberse visto obligada a sondear mayores profundidades.

Mirando hacia atrás, el efecto a largo plazo de esos paquetes de medidas consistió en la reducción sustancial de la productividad del sector de la construcción durante la década de los 90 (Gráfico 20). Dicho de otro modo, contribuyeron de manera importante a la debilidad económica de Japón durante aquel período. El apoyo artificial a la demanda es una solución a corto plazo que no puede sostenerse indefinidamente. En el fondo, el gobierno debería haber coordinado un paquete de medidas efectivas para el medio y largo plazo con paquetes de estímulo a corto plazo, pero los esfuerzos en este sentido fueron especialmente inadecuados.

Un modo de estimular la demanda que merecía la pena tener en cuenta podría ser introducir incentivos fiscales a las inversio-

GRÁFICO 20

**TASA DE CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD DE LA INDUSTRIA EN LA DÉCADA DE LOS 90
(Datos anualizados, en %)**

NOTA: Tasa de crecimiento de la productividad: Tasa de Crecimiento de [Valor añadido real / (Número de empleados x Horas trabajadas)] desde 1990 hasta 2000.

FUENTE: CAO; elaborado por DIR.

nes destinadas a reducir directamente el coste de capital. El sector empresarial comenzó a poner los cimientos de nuevas inversiones en los años 90, como se ha explicado anteriormente. Revisar el sistema impositivo para proporcionar incentivos que impulsen las inversiones, que prevemos serán débiles todavía durante algún tiempo, podría tener beneficios sustanciales para las finanzas públicas de Japón.

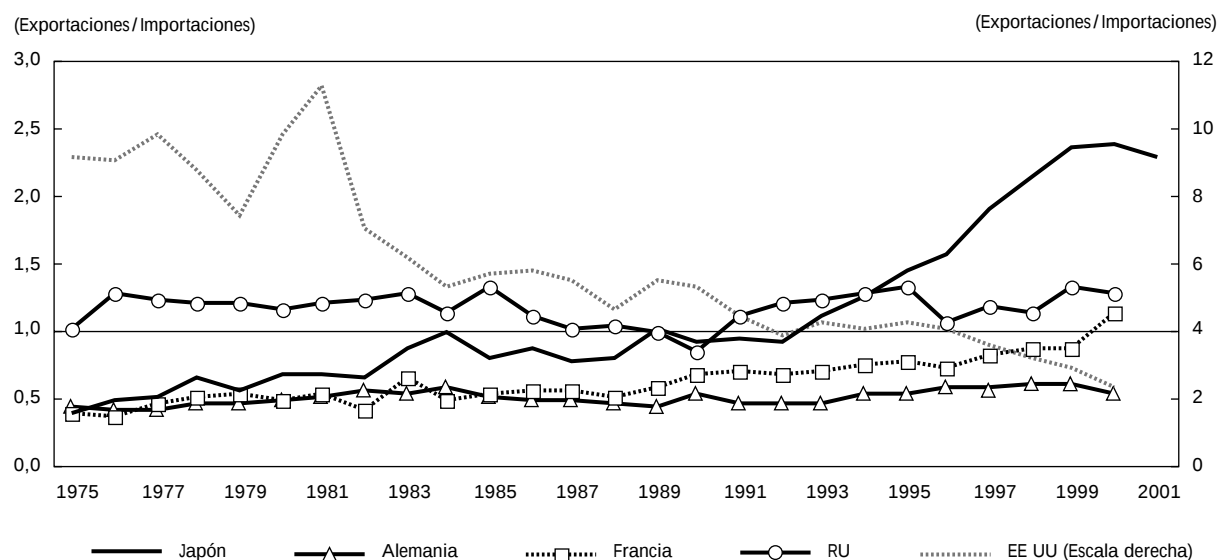
El debate en foros como el Consejo de Política Económica y Fiscal indica el fuerte apoyo a los recortes impositivos en general en forma de reducción de los tipos del Impuesto de Sociedades. En un momento en el que la participación del trabajo se mantiene alta, el recorte de los tipos impositivos de las empresas es algo que sólo el gobierno puede hacer para asegurar la redistribución incrementando la carga sobre los hogares, mientras reduce la carga sobre las sociedades activas. Asimismo, reducir los impuestos sobre el capital estimularía la inversión desde el exterior.

En resumen, las medidas por el lado de la oferta para reducir los impuestos generales y las medidas por el lado de la demanda para la introducción de incentivos a la inversión, etcétera, tienen diferentes objetivos y horizontes temporales, y no son incompatibles. Será necesario analizar la situación para determinar prioridades relativas, pero preferiríamos ver el énfasis puesto sobre medidas por el lado de la demanda en el primer período (ejercicios fiscales 2001-2004) de esta previsión. Al mismo tiempo, para asegurar la actividad a medio plazo, necesitaríamos considerar medidas inmediatas para reforzar los impuestos sobre el trabajo (sector de las economías domésticas) y reducir la imposición sobre el capital (sector empresarial). A no ser que el sector empresarial invierta lo suficiente, la economía no se recuperará.

Sin embargo, la renta no se puede expandir en términos macroeconómicos sólo a través de la redistribución. Ya sea a corto o a largo plazo, la gran duda consiste en si va a aumentar

GRÁFICO 21

BALANZA TECNOLÓGICA (Mejora tecnológica observada en Japón)



NOTA: Discontinuidad estadística entre 2000 y 2001.

FUENTES: MHA; MECST.

o no el «pastel». Uno de los medios posibles para aumentar la productividad a medio y largo plazo sería aumentar los incentivos fiscales a la I + D.

Inversión en I+D y crecimiento económico

A diferencia de otros países, el gobierno japonés comparte pocos costes de inversión con la industria (privada). En consecuencia, el campo para que el sistema impositivo encuentre soluciones es amplio.

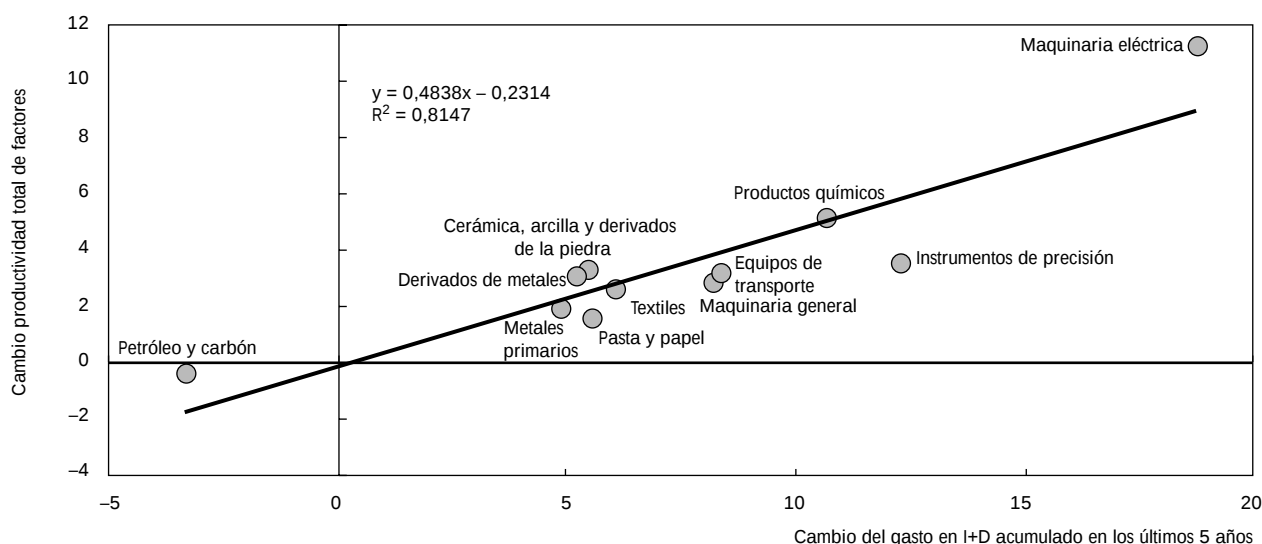
Para comprobar el efecto estimulante de la I+D empresarial, medimos la elasticidad-gasto en I+D de la productividad por industria. De manera más específica, construimos series de gasto en I+D real acumulativo durante los últimos cinco años y los empleamos para calcular ecuaciones de regresión para explicar la productividad del trabajo, excluyendo el efecto del incre-

mento del ratio de capital por trabajador. La elección del período de cinco años no es significativa, excepto en la medida en que la inversión en I+D, formada por el gasto en I+D pasado, al cabo del tiempo se vuelve obsoleta. Con la premisa de que el tiempo requerido para que el gasto en I+D se traduzca en beneficios productivos difiere según las industrias, introdujimos plazos en nuestros cálculos (incluso donde los plazos no eran aparentes, estuvieron no obstante presentes, puesto que las variables explicativas que empleamos se basaron en datos acumulados a lo largo del tiempo).

En nuestros resultados, todas las industrias cumplían en teoría las condiciones y casi todas tenían parámetros significativos. Aunque había limitaciones en los datos disponibles y el análisis se restringió a los sectores manufactureros, los resultados, no obstante, mostraban que las empresas de maquinaria eléctrica, de derivados metálicos, textiles y químicos tenían una elevada

GRÁFICO 22

INVERSIÓN EN I+D DE LA INDUSTRIA Y PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (Datos anualizados, en %)



NOTA: Cambio desde 1980 hasta 2000; anualizados.

FUENTES: MHA; CAO; MHLW; MOF; METI; elaborado por DIR.

elasticidad-gasto en I+D y mostraban una fuerte relación entre I+D y productividad.

De hecho, durante los años 90, la llamada «década perdida», Japón exportó más tecnología de la que importó. La balanza tecnológica de Japón fue, asimismo, la más elevada entre los cinco países en cabeza en el año 2000 (*Informe sobre Actividades Investigación y Desarrollo*, Ministerio de Administraciones Públicas, Interior, Correos y Telecomunicaciones) (Gráfico 21). Cálculos similares basados en la Balanza de Pagos del BOJ, que mide el comercio tecnológico en términos algo más amplios, colocó a Japón en el cuarto lugar, pero todavía muestra que la balanza mejora a largo plazo). Este potencial de incremento de nuestras fuerzas de desarrollo indica que no tenemos por qué perder la confianza. Si sugiere que nuestra producción tecnológica es obsoleta, y que hoy tenemos menos campo para el crecimiento basado en las importaciones de tec-

nología y/o innovación tecnológica, debería interpretarse como una indicación de la creciente importancia de la inversión en I+D para el crecimiento a medio y largo plazo de la economía y la productividad.

Efectivamente, hay una clara correlación positiva entre la productividad total de los factores (PTF) de cada industria y su gasto en I+D (Gráfico 22). El incremento de la PTF se ha hecho más evidente en los últimos años en el sector de maquinaria eléctrica, donde el elevado crecimiento del valor añadido no sólo es consecuencia del dinamismo del sector, sino que se ha visto reforzado por una creciente PTF, lo que no deja de estar relacionado con la fuerte expansión de la inversión en I+D en esta industria a lo largo de los últimos años. El incremento del valor añadido en la industria textil ha disminuido, entre otras razones, por la reducción del factor trabajo. Sin embargo, el crecimiento de PTF de la industria podría sin duda haber sobrepasado

sado el de los metales en bruto como el hierro y acero, si se hubiera invertido activamente en I+D.

El debate sobre las medidas de política económica da prioridad a la resolución de problemas como la reducción de la morosidad o a los ligados a la distribución de la renta que afecten a los impuestos, las pensiones, etcétera. Son problemas serios que deben controlarse, pero aunque su solución podría ser una condición necesaria para el crecimiento económico a medio y largo plazo, sin duda no es condición suficiente. Si la reducción de la morosidad es una medida diseñada para ayudar a la desinversión de activos obsoletos, los incentivos fiscales a la I+D son medidas a largo plazo, que dan amplio sentido a la construcción del futuro económico de Japón. Con el 70 por 100 de nuestras empresas en números rojos, es esencial para la economía japonesa que tengamos para el restante 30 por 100 con balances saneados el sentido de animarles a permanecer junto a los que están dispuestos a hacer inversiones de futuro en estos tiempos difíciles.

Algo que debemos entender claramente respecto a la política de incentivos fiscales que es si éstos están diseñados para incentivar las inversiones de capital o I+D, será imposible que el propio gobierno identifique campos o industrias prometedores. Dicho de otro modo, los incentivos a la inversión de capital e inversión en I+D no se deben restringir a ningún tipo de instalación, campo o empresa.

7. Los precios futuros de los activos

Acciones

En 2002, el índice de cotizaciones de la Bolsa de Tokio (TOPIX) se encontraba, en promedio, un 62 por 100 por debajo de su máximo de 1989. Nuestra previsión es que las cotizaciones caigan en el ejercicio fiscal 2002 y tiendan a subir a medio plazo. Esperamos que el TOPIX aumente más de un 30 por 100 hacia el ejercicio 2008, en comparación con la media de 2002, y en torno al 50 por 100 en comparación con el nivel actual (febrero de 2003). Es totalmente compatible con nuestra previsión macroeconómica pecando, en cualquier caso, de un poco conservador.

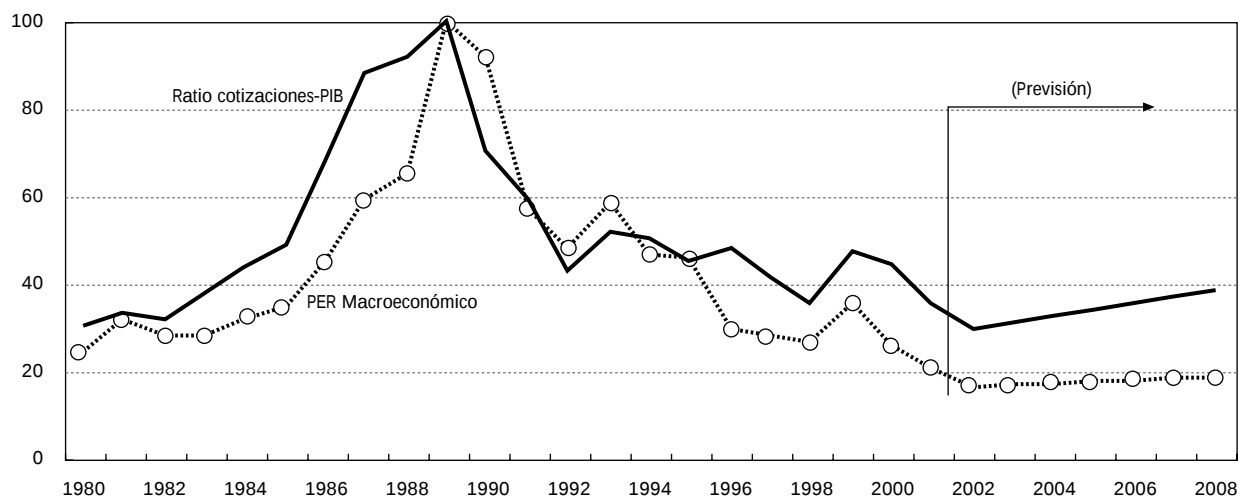
El nivel de cotizaciones macroeconómico se analiza con frecuencia en relación con el PIB nominal. Los resultados de esta previsión indican el incremento del ratio cotizaciones/PIB. Sin embargo, el PER macroeconómico más riguroso no relacionaría las cotizaciones sobre el PIB *per se*, sino sobre el PIB ajustado a la participación del capital. La reducción de la carga de intereses, debida a la reducción de los pasivos y a unos tipos de interés más bajos, contribuirá a reforzar los beneficios de las empresas. Asimismo, los impuestos de sociedades se han reducido de manera sustancial en los ejercicios fiscales 1998 y 1999.

Definamos, pues, el ratio PER macroeconómico como el índice de capitalización del mercado TOPIX dividido por ingresos después de impuestos (basados en las cuentas nacionales: [Ingresos de empresas privadas tras la recepción y el pago de renta inmobiliaria] – [Impuestos directos pagados por las empresas privadas]). Según este cálculo, el actual PER macroeconómico está a su nivel más bajo en 30 años (Gráfico 23). De forma indexada, con la cotización de las acciones a 100 en 1989, está claro que el PER macroeconómico ha sufrido un ajuste mayor que la proporción cotizaciones-PIB. Ello apunta a un descenso sustancial de la carga de las empresas en intereses e impuestos.

De manera más específica, la proporción de los ingresos inmobiliarios netos del sector no empresarial (intereses de las familias y renta de dividendos) sobre la renta nacional se desplomó desde el 13 por 100 del ejercicio fiscal 1990 hasta el 2,2 por 100 del 2001, lo que en apariencia reflejaba la reducción correspondiente de los pagos de intereses por el sector empresarial. La proporción de impuestos directos ([Impuestos corrientes pagados por empresas privadas sobre la renta, patrimonio, etcétera] / [Renta de empresas privadas tras pago de intereses pero antes del pago de dividendos]) también cayó del 60,6 por 100 del ejercicio fiscal 1990 hasta el 31,8 por 100 del ejercicio fiscal 2001. Como se supone en esta previsión que el PER macroeconómico permanecerá en el punto más bajo registrado, existe el potencial de revisión al alza de las cotizaciones.

¿Qué es lo que nos dice el índice macroeconómico PBR, obtenido por la división del TOPIX por los activos netos del sector privado sobre las cotizaciones? Si seguimos los ajustes de los

GRÁFICO 23
PER MACROECONÓMICO*



NOTAS: * Año fiscal 1989 = 100.

¹ PER macroeconómico = TOPIX / (Ingresos de empresas privadas tras la recepción y el pago de ingresos inmobiliarios – Impuestos directos pagados por empresas privadas); pago efectivo de impuestos en el futuro: situación actual extrapolada y calculada como (Impuestos directos [Ingresos de las empresas privadas tras el pago de intereses, pero antes del pago de dividendos]).

² Ratio cotizaciones-PIB = TOPIX / PIB nominal

FUENTES: CAO; TSE; previsión realizada por DIR.

balances de situación de la década de los 90, las pérdidas y ganancias no realizadas sobre activos inmobiliarios son de gran importancia a la hora de medir el nivel de las cotizaciones.

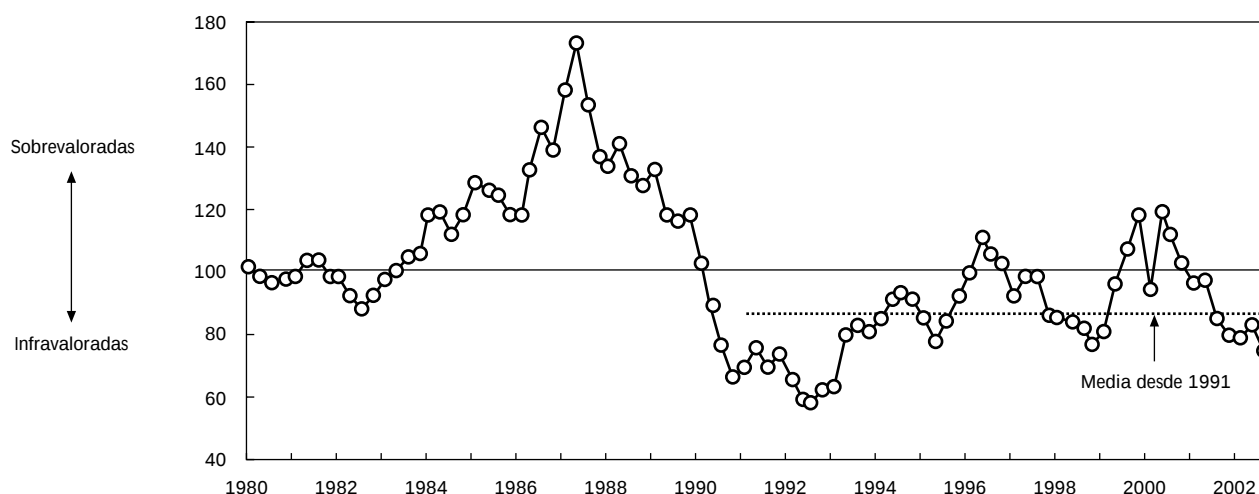
Hay que ser prudente al valorar las reservas de suelo de las compañías cotizadas en bolsa. Como se ha explicado en el apartado 3, el suelo es un problema grave para el sector no manufacturero y existen grandes diferencias entre las valoraciones de los sectores manufacturero y no manufacturero desde un punto de vista macroeconómico o de valor bursátil. Por ejemplo, la relación del valor contable del capital en manos de accionistas de todas las compañías manufactureras y no manufactureras japonesas (*Informe Estadístico de Empresas*, trimestral, Ministerio de Hacienda) es 47:53, mientras que el de las compañías cotizadas en bolsa (excluidas finanzas y seguros) es 63:37 (final del ejercicio fiscal 2001). Esto sugiere que el problema del suelo, que se considera especialmente

grave en sectores no manufactureros como mayoristas y minoristas, construcción, inmobiliarias y servicios es, en realidad, relativamente pequeño en el caso de las compañías cotizadas en bolsa. Por tanto, calculamos los activos netos industria por industria sumando las pérdidas y ganancias no realizadas de propiedad inmobiliaria al capital en manos de accionistas (con criterio de valor contable e incluyendo a todas las compañías) y multiplicamos los resultados por el peso calculado empleando del capital en manos de los accionistas por cada sector (compañías cotizadas en bolsa/todas las compañías) y las totalizamos para obtener el valor de los activos netos con el criterio de las compañías cotizadas en bolsa.

Dejando aparte, por el momento, el problema del modo en que se han formado los precios del suelo y suponiendo que las cotizaciones han mantenido una relación estable con los activos netos (ajustados para las pérdidas y ganancias no realizadas)

GRÁFICO 24

**RATIO DE LAS COTIZACIONES SOBRE PATRIMONIO NETO AJUSTADO AL PRECIO
DE MERCADO DEL SUELO
(Media de 1980-2002 = 100)**



NOTAS: ¹ Patrimonio neto ajustado al precio de mercado del suelo i) cálculo realizado por las empresas con criterios del *Informe Estadístico de Empresas* (MOF) y ii) resultados ajustados a la proporción de empresas cotizadas.

² Cotizaciones: TOPIX.

FUENTES: MOF; JREI; elaborado por DIR.

desde 1980, nuestros resultados indican que las cotizaciones han sido relativamente baratas frente a los activos netos a lo largo de la mayor parte de la década de los 90 (Gráfico 24). El TOPIX tuvo una media de 959 en el tercer trimestre de 2002, un 25 por 100 menos de su media desde 1980. Todavía está al 14 por 100 de la media desde 1991 y, si suponemos una relación estable con el ratio de precio sobre valor contable desde 1991, debería haber estado en torno a 1.110. En esta previsión, esperamos que el TOPIX vuelva a subir a 1.111 en el ejercicio fiscal 2006 y a 1.258 en el ejercicio 2008, una estimación bastante conservadora a la luz de lo expuesto.

Precios del suelo

Los precios del suelo publicados en 2002 muestran que éstos han caído durante 11 años consecutivos. Incluso parece que la

tasa de descenso se ha recuperado un poco en los últimos años. Sin embargo, hay muchos tipos distintos de suelo y habría que resaltar que las mayores caídas de los dos últimos años han sido experimentadas por el suelo industrial.

Varios índices de precios del suelo muestran que, aunque los precios del suelo para uso comercial están descendiendo en picado, el ritmo de descenso no se ha acelerado de manera significativa, mientras que el del suelo industrial sí lo ha hecho. Los precios del suelo publicados muestran que el descenso de los precios del suelo industrial en las tres áreas metropolitanas principales han sobrepasado el del suelo comercial en el año 2002. Ha sido éste el caso de los dos últimos años en la región de Tokio, lo que es una situación poco usual.

Como factor de producción, el suelo industrial está estrechamente asociado al sector manufacturero. Si los fabricantes traladan sus bases de producción a Asia, movidos por la industrializa-

ción intensificada y los mercados en rápida expansión, la demanda interna de suelo industrial tendrá necesariamente que descender y sería razonable suponer que presionaría a la baja a los precios. Sin embargo, el precio del suelo industrial subió en la segunda mitad de los años 80, cuando el ritmo de producción en el exterior aumentó, en los inicios del Acuerdo del Plaza. Más tarde, el precio del suelo industrial no cayó significativamente, incluso en la mitad de la década de los 90, cuando el valor del yen se disparó y el traslado de producción al exterior cobró ímpetu. Al final, el precio del suelo no depende tanto de la oferta y la demanda como de la capacidad de creación de beneficios. Lo importante es si el suelo es transferido, o no, a quien pueda hacer mejor uso de él. Si existe conexión entre las caídas de los precios de suelo industrial y el cierre de fábricas, etcétera, por industrias y compañías que han dejado de ser competitivas y buscan reducir sus activos, debería verse como una gestión de futuro.

Una posibilidad es que la caída de los precios del suelo haya empezado a extenderse desde el suelo comercial al industrial. A finales de los 70, los precios del suelo comercial e industrial se movían más o menos al unísono. Más tarde, a mediados de los 80, el precio del suelo comercial subió más deprisa que el de otros tipos de suelo, pero el rápido ritmo de la subida finalmente se extendió también al suelo residencial e industrial. Una posible explicación de la respuesta más lenta es que el suelo industrial es, por lo general, más extensivo y suele tener un valor de transacción mayor que, por ejemplo, el suelo comercial, lo que puede llevar a que las empresas desinviertan en activos obsoletos a cambio de efectivo y se retrasen las transacciones. Por consiguiente, esto sugiere que se necesita más tiempo antes de que la información se incorpore a los precios.

La comparación del ajuste de los precios del suelo industrial con el del suelo comercial sugiere que dicho ajuste pueda no haber seguido su curso. Por ejemplo, los últimos precios de suelo comercial están a un 10 por 100 por detrás de sus precios de marzo de 1980, justo antes del que el precio del suelo se disparara. Los precios de suelo industrial, por el contrario, todavía están a un 30 por 100 sobre sus niveles de marzo de 1980 y podrían tener que bajar más.

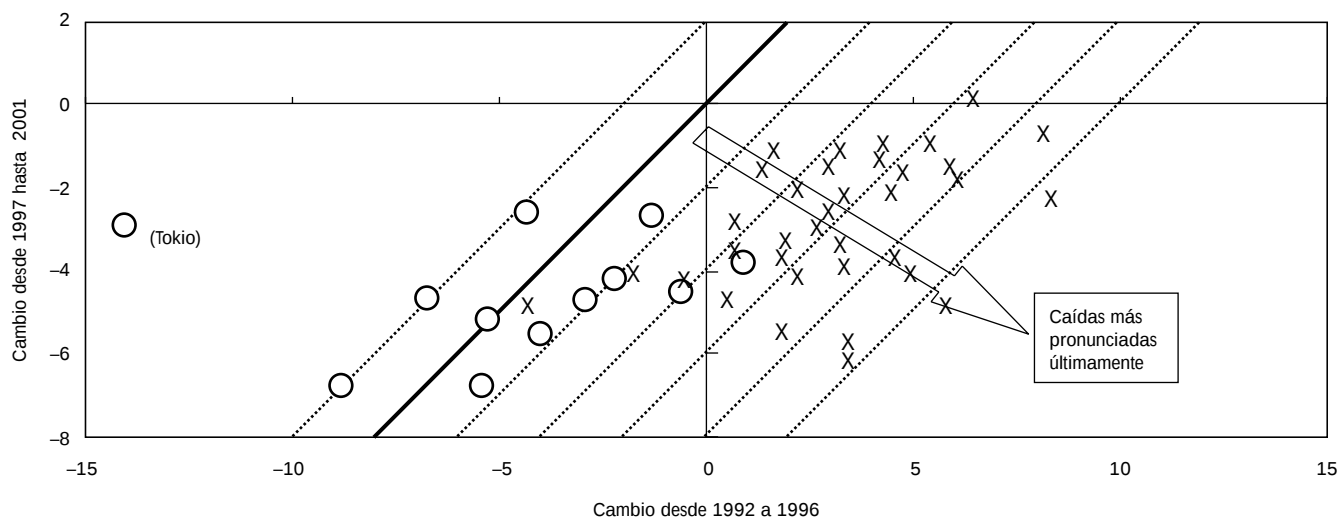
Otra característica de los recientes movimientos del precio del suelo ha sido el descenso en las áreas rurales y no en los centros urbanos. Según los precios del suelo publicados, la tasa de descenso de la media rural de todas las categorías fue relativamente modesta, 2 por 100 hasta 1998. Desde entonces, sin embargo, la tasa ha cobrado ímpetu hasta llegar al 5,0 por 100 en 2002. La tasa de descenso del Índice de Precios de Suelo Urbano (Registro Japonés de la Propiedad) para todo el país fuera de las áreas de las seis grandes ciudades también se ha acelerado en la misma medida que la de las seis áreas.

La diferencia temporal en el cambio de los precios del suelo, que se puede remontar a comienzos de los 80, muestra la forma en que las subidas de precios del centro de Tokio se extendieron primero a la región en su conjunto y, más tarde, a las principales áreas metropolitanas de Osaka y Nagoya y, finalmente, al resto del país. Este retraso se confirma en el ritmo del Índice de Precios de Suelo Urbano (media de todas las categorías) que llegó a su máximo en las áreas de las seis grandes ciudades en septiembre de 1987 y en el resto del país en septiembre de 1990. El grado subsiguiente de caída de precios en estas dos áreas alcanzó su máximo en septiembre de 1992 y septiembre de 1993, respectivamente. (Desde septiembre de 1999, el precio del suelo fuera de las seis principales áreas metropolitanas ha continuado cayendo a mayor ritmo que antes). Una posible explicación consiste en que la actividad económica y la comercialización del suelo correspondiente prevalece, por lo general, en las áreas urbanas, con el resultado de que la información se descuenta primero en los precios del suelo urbano y se extiende a las áreas rurales sólo pasado cierto tiempo.

El Gráfico 25 muestra la variación en los precios de suelo privado en 47 prefecturas (criterio de las cuentas nacionales) en ambos ejes, las tasas para 1992-1996 en el eje horizontal y las de 1997-2001 en el eje vertical. 33 prefecturas se muestran en los cuadrantes primero y cuarto, indicando que los precios de suelo privado de esas prefecturas continuaron subiendo hasta 1996. Claramente, a pesar de la extendida creencia de que los precios del suelo han estado cayendo a nivel nacional desde comienzos

GRÁFICO 25

CAÍDAS DE PRECIOS DEL SUELO MÁS PRONUNCIADAS EN LAS ÁREAS RURALES (Datos anualizados, en %)



NOTA: Valor unitario del suelo en manos privadas calculado por prefecturas.

Círculos: Prefecturas incluyendo las principales ciudades

Cruces: Otras.

FUENTES: CAO; *Tokio Keizai Sinposha*, elaborado por DIR.

de los 90, en la mayoría de las prefecturas el suelo privado sólo comenzó a perder valor a partir de 1997.

El Gráfico 25 también muestra las diferencias entre regiones. La línea gruesa dibujada a 45 grados a través del origen de coordenadas conecta todos los puntos a los que la tasa de variación de los precios del suelo es igual en ambos períodos de tiempo. Otro punto está hacia la derecha y bajo esta línea—cuanto mayor es la subida de los precios desde 1992 hasta 1996 o la caída de los precios desde 1997 hasta 2001— tanto más bajos son los precios actuales. Las líneas de puntos marcan distancias iguales a ambos lados de la línea gruesa. Las prefecturas que cubren la mayor parte de los centros urbanos están a la izquierda de la línea gruesa (esto es, la tasa de descenso de los precios del suelo disminuye) y las que cubren las capitales regionales principales están a la derecha, pero bastante próximas a la línea gruesa. Cuanto menos urbana sea

una prefectura, tanto más tenderá a estar más abajo y hacia la derecha de la línea gruesa. Probablemente sería justo decir que cuanto más rural sea un área, será más probable que los precios se debiliten en este punto, y que, una vez que la tasa de descenso de los precios del suelo rural comience a acelerarse, podría esperarse de manera razonable que siguieran el patrón establecido por Tokio. En resumen, el ajuste del precio del suelo ha pasado lo peor.

Dado el anterior análisis, la siguiente pregunta obvia es solamente cuál sería el nivel de precios óptimo del suelo, basándose en los fundamentos. La tasa de descenso de la media de precios de suelo de todas las categorías, explicada en nuestro modelo por la oferta monetaria y el PIB real, se contrae a lo largo del período de la previsión y finalmente hace un alto al final del período. Examinemos nuestras proyecciones sobre el precio del suelo con más detalle.

Según un modelo simple de precios de los activos, el precio del suelo es el valor actual descontado de los arrendamientos futuros. En términos macroeconómicos, suponemos que el precio del suelo es el valor real de mercado de todas las reservas de suelo de empresas no financieras y el arrendamiento real, el superávit de explotación real de aquellas empresas. Ya que no es fácil medir cuánto del superávit de explotación se destina al suelo, optamos por asumir que es la tasa de rendimiento (beneficio) del suelo, sobre la base de que es la cantidad de valor añadido obtenido de las reservas de suelo.

Modelo de determinación del precio del suelo:

$$L = R / (r + RP - g)$$

donde, L es el precio real del suelo, R , el beneficio real del período en curso, r , la rentabilidad sobre activos de bajo riesgo, RP , la prima de riesgo, y g la tasa de crecimiento nominal del rendimiento esperado

Primero, obtenemos el valor residual sustrayendo el rendimiento de activos de bajo riesgo de la tasa de rendimiento de las reservas de suelo de las empresas no financieras y sumando el crecimiento esperado del rendimiento. En términos de la ecuación anterior, significa calcular $[R/L - r - g]$. Sin embargo, en este caso, el rendimiento no se calcula como arrendamiento de suelo, sino como parte del valor añadido obtenido por la empresa. El crecimiento de rendimiento esperado (g) se considera que es la tasa de crecimiento nominal del superávit de explotación a lo largo de los últimos cinco años. La rentabilidad de activos de bajo riesgo se considera que es el tipo de interés nominal a largo plazo (rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años; la tasa de inflación esperada no fue descontada, lo cual se reflejó en el valor residual).

Se considera valor residual la prima de riesgo, suponiendo que el precio del suelo se haya fijado correctamente. La prima de riesgo cayó de manera continuada durante los años 80, y sugiere que fue un importante factor que subyace a la subida de los precios del suelo (rentabilidad decreciente del suelo) durante este período. Los factores que contribuyen a bajar la prima de

riesgo incluyen la subida prevista de los precios, los beneficios percibidos de las reservas en suelo durante los años 80, y el sistema fiscal de la propiedad, que hizo ventajosa la posesión de suelo.

La tasa de rendimiento del suelo descendió al 10,5 por 100 en 1990 y de nuevo, por última vez, al 10,4 por 100 en 1994. Fue a causa de que el valor residual continuó bajando hasta 1994 en un marco de tasa de crecimiento nominal esperada negativa. Se debió bien a que no se entendieran adecuadamente a comienzos de los 90 los cambios que estaban teniendo lugar en el mercado del suelo, bien a la firme creencia de que faltaba poco para que los precios comenzaran a subir de nuevo.

Más tarde, la tasa de rendimiento del suelo se incrementó lentamente, subiendo al 12,9 por 100 en 2000, pero volviendo a caer al 12,3 por 100 en 2001. La diferencia entre hoy y el comienzo de los 80 todavía es sustancial, con el resultado de que, desde nuestro punto de vista, es inevitable que se produzcan más caídas del valor de mercado en general de las reservas de suelo de las empresas. La principal razón para que esto ocurra es que el valor residual, calculado como se ha descrito más arriba, inesperadamente no ha logrado subir a pesar de: 1) haberse visto desde los años 90 los cambios de criterio de formación de los precios del suelo, 2) disiparse las expectativas de subida de precios del suelo, 3) ajustarse el sistema impositivo del suelo y 4) más recientemente, las expectativas deflacionistas.

Esto se podría explicar diciendo que está conectado de algún modo con la debilidad de la inversión en la construcción desde mediados de los 90. De la noche a la mañana, creció la construcción de oficinas desde la segunda mitad de los 80 hasta comienzos de los 90, pero perdió fuerza más tarde. Ello redujo la oferta de espacio para oficinas, al descender la proporción de oficinas vacías hasta un nivel generalmente bajo durante la segunda mitad de los 90, y, al hacerlo, dificultó que se incrementara la prima de riesgo (la oferta y la demanda de espacio de oficinas es una útil variable explicativa para el cálculo del valor residual).

La década de los 90 se sitúa en la fase de recesión del ciclo de inversión a largo plazo en la construcción, lo cual podría haber

restringido el crecimiento de la prima de las propiedades inmobiliarias. Sin embargo, actualmente está débil y la proporción de oficinas vacías ha ido creciendo desde 2001, dando origen a hablar del «problema de 2003» (la construcción de enormes complejos comerciales que tiene previsto concluirse en Tokio en 2003). Esto es coherente con nuestra previsión del incremento de la prima de riesgo y, de momento, continuación del descenso de los precios del suelo.

Es difícil decir cuál es el grado de la prima de riesgo o, dicho de otro modo, qué tasa macroeconómica de rendimiento del suelo justificaría el valor de hoy en día de las reservas de suelo de las empresas. Cuando, por tanto, calculamos el valor teórico de mercado de todas las reservas de suelo de las empresas no financieras (en el contexto del entorno macroeconómico planteado en esta previsión) sentando como premisa que el valor residual para el período que abarca desde 1975 hasta 1984 (cuando los efectos de la primera crisis del petróleo se habían establecido) constituía una prima de riesgo apropiada, obtuvimos el valor de unos 200 billones de yenes para la segunda mitad del período de la previsión. Si el crecimiento nominal excede la tasa anticipada en esta previsión, por ejemplo, o los tipos de interés no suben tanto como se espera, el valor teórico del mercado será superior. El momento también dependerá, en la práctica, de la tasa a la que el precio del suelo descienda de ahora en adelante.

Las cuentas nacionales muestran que las empresas no financieras públicas arrojan una pérdida de capital en suelo de 24,2 billones de yenes en 2001. El suelo es un concepto de activo, pero la escala de esta pérdida quizás se comprenda mejor comparándola con la inversión anual en vivienda de unos 20 billones de yenes, unos 30 billones de yenes en inversiones públicas, o 43 billones de yenes publicados como superávit de explotación (todo ello, tomando como criterio las empresas no financieras) en 2001. El sector ha visto reducidas sus reservas de suelo en unos 280 billones de yenes desde los años 90, en gran parte como pérdidas de capital (la capitalización agregada del mercado de la Bolsa de Tokio, primera Sección, se sitúa hoy en unos 250 billones de yenes).

Sin embargo, el descenso no va continuar indefinidamente y, aunque son inevitables varios años más de ajuste, existe, desde nuestro punto de vista, una fuerte posibilidad de que el valor de las reservas de suelo caigan hasta un nivel apropiado a finales del período de esta previsión. Y una economía cuyos activos no pierden valor a ritmo de 20-30 billones de yenes al año tendrá, casi con toda seguridad, una sensación diferente de la economía actual. La fase recesiva del ciclo de inversiones en construcción dura en torno a los 15 años, entonces hacia el año 2005 llegará a su final. Debería destacarse que el sector empresarial no financiero realizó ventas netas de suelo en cada uno de los cuatro años, desde el ejercicio fiscal 1996 a 1999, pero pasó a ser comprador neto en los ejercicios fiscales 2000 y 2001.

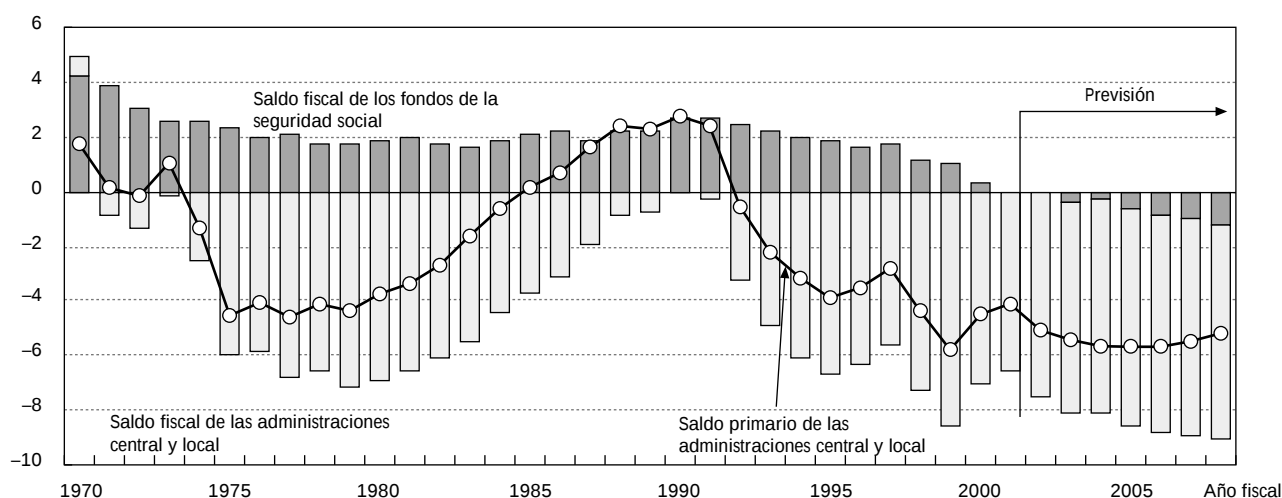
8. Punto de inflexión para las cuentas públicas

¿Puede reducirse el déficit primario?

Puede decirse, con razón, que el gobierno Koizumi ha mantenido su compromiso de no aumentar el déficit fiscal. Al mismo tiempo, el Banco de Japón ha incrementado cuatro veces el valor de las operaciones de compra de sus bonos del Estado a largo plazo desde que el gobierno Koizumi llegó al poder (estas compras se han incrementado en torno a 10 billones de yenes al año, comparado con las de los predecesores de la administración Koizumi). La política de la administración y la política monetaria del Banco de Japón, ésta necesaria por el entorno deflacionista, se han combinado para aplacar el recelo del mercado de bonos, con el resultado de que el tipo de interés a largo plazo, que permaneció constante o tendió al alza durante el ejercicio fiscal 2001, ha tendido claramente a la baja desde el ejercicio fiscal 2002.

Las reformas prioritarias del Primer Ministro Koizumi, la de sociedades especiales y la de las cuentas públicas, han hecho algún progreso, a pesar de los contratiempos del camino. En la línea básica de su política hasta el ejercicio fiscal 2006, como se resume en *Reforma y Perspectivas*, el gobierno Koizumi se ha comprometido, no sólo a asegurar que «el gobierno

GRÁFICO 26

**SALDO FISCAL
(En % del PIB)**

NOTA: Saldos fiscales y primarios sin la transferencia de deuda desde la Empresa Ferroviaria de Japón (Japón Railway Settlement Corporation) y la cuenta especial de bosques nacionales hasta la cuenta general del Estado central en el ejercicio fiscal 1998.

FUENTES: CAO; previsión realizada por DIR.

no crezca más que hoy (en el sentido de gastos generales de la administración sobre PIB)», sino a unos objetivos concretos, incluido el de sanear las cuentas públicas hacia el comienzo de la década de 2010. Sin embargo, sigue incompleta toda una lista de reformas estructurales del sector público (reforma fiscal, inversión pública, seguridad social desde la sanidad a las pensiones, descentralización y haciendas locales). Asimismo, no está muy claro si podemos esperar, de manera realista, la conclusión de estas reformas y, por extensión, el logro de los objetivos fiscales del gobierno. En esta coyuntura el gobierno verá difícil el saneamiento de las cuentas públicas (Gráfico 26).

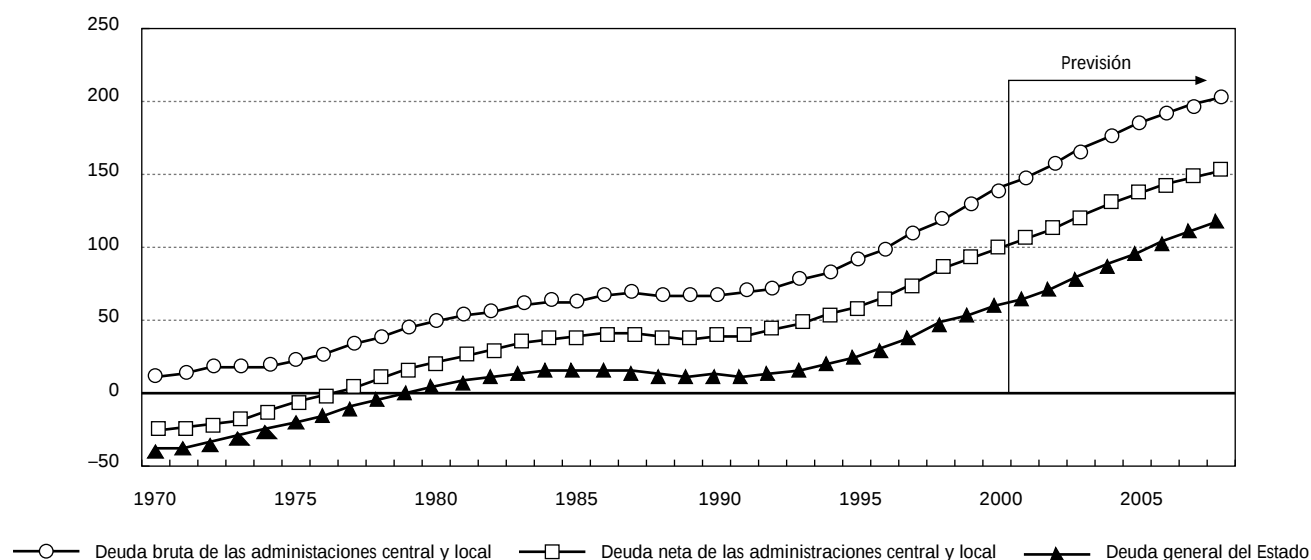
Se calcula que el actual (ejercicio fiscal 2002) déficit público local y nacional es superior al 5 por 100 del PIB o casi 30 billones de yenes en términos de caja. Si no tenemos en cuenta las posibles repercusiones, las cuentas públicas se podrían sanear

recortando el gasto y subiendo los impuestos. Sin embargo, a pesar de la vaga sospecha de que la subida de impuestos pueda ser necesaria a medio y largo plazo, en la actualidad no hay planes para llevarla a cabo. Se podrían proyectar una serie de recortes fiscales para el ejercicio fiscal 2003, aparentemente como parte de un plan que asegure la neutralidad de la renta a lo largo de unos años, pero no hay confirmación hasta ahora de cómo se recuperaría el déficit en el futuro. Por tanto, no hemos supuesto ningún incremento de la fiscalidad durante el período de la previsión, con el resultado de que el coeficiente fiscal (Ingresos por fiscalidad/PIB) permanece como al día de hoy (banda del 17 por 100).

Para sanear las cuentas públicas, necesitaríamos recortar el gasto en áreas distintas a los intereses (las reducciones del pago de intereses basadas en la buena gestión de los bonos del Estado no mejorarían las cuentas públicas). En cuanto a

GRÁFICO 27

DEUDA DE LA ADMINISTRACIÓN (En % del PIB; fin del ejercicio fiscal)



NOTA: Deuda neta = Deuda – Activos financieros en manos del Estado.

FUENTES: CAO; previsión realizada por DIR.

los recortes de gasto anual, concluiremos que consistirá en algo más que recortar la inversión pública y despedir a los funcionarios.

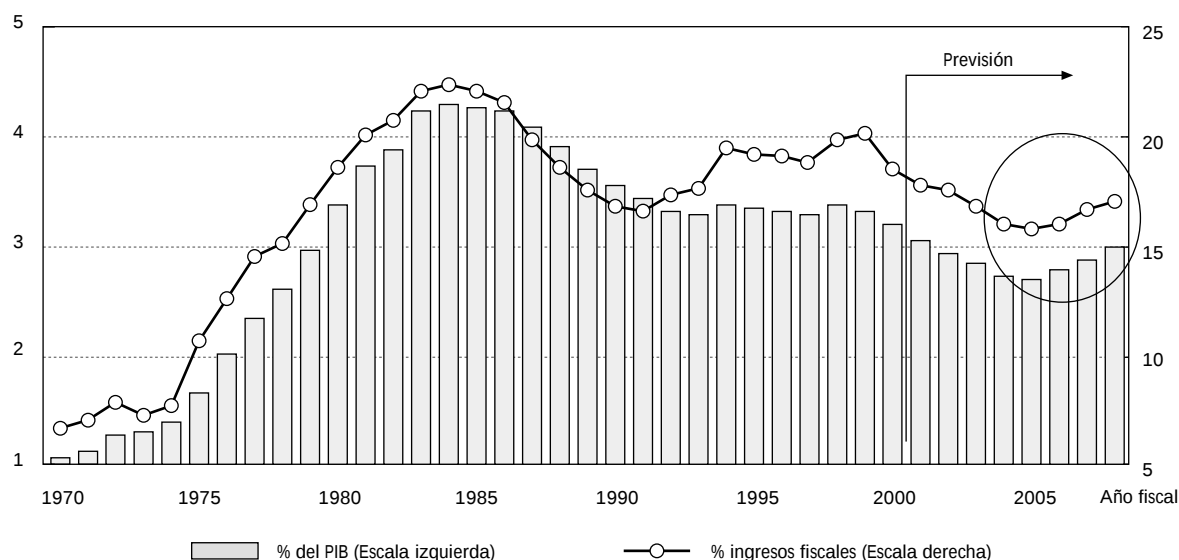
El hecho es que se espera que el consumo de la administración, que se encontraba en torno al 10 por 100 del PIB en la primera mitad de los 90, suba al 13 por 100 en la segunda parte del período de la previsión. Esta previsión implica que se acometa la reducción del número de funcionarios, y se basa en un crecimiento del gasto de la administración de alrededor del 2 por 100 interanual, ajustable en comparación con el crecimiento pasado. Nuestra previsión también presagia la reducción continuada de la inversión pública, en consonancia con la política del gobierno actual. Una reducción mayor no sólo sería difícil sino poco deseable.

También crecerá obligatoriamente la aportación de impuestos asociados a los fondos de la seguridad social, que cubren presta-

ciones como las pensiones públicas y la asistencia sanitaria. Aunque esta previsión tiene en consideración el incremento de la proporción de las pensiones básicas financiadas por la recaudación tributaria, proyectada para el ejercicio fiscal 2004, el envejecimiento demográfico continuado seguirá ejerciendo presión sobre las cuentas públicas. Los fondos de la seguridad social también alcanzaron saldos negativos en el ejercicio fiscal 2001, por primera vez desde el ejercicio fiscal de 1970, período sobre el que se pueden hacer comparaciones, y esperamos que esta situación persista a medio plazo. Es difícil pensar que se vayan a diseñar los fondos de la seguridad social para permitir un mayor incremento del déficit, y, en consecuencia, prever crecientes reivindicaciones para que se hagan transferencias más cuantiosas a los fondos de la seguridad social desde los impuestos y los bonos del Estado.

GRÁFICO 28

PAGO AGREGADO DE INTERESES DE LAS ADMINISTRACIONES CENTRAL Y LOCAL



NOTA: Basado en el impuesto sobre la propiedad pagado por las administraciones central y local.

FUENTES: CAO; previsión realizada por DIR.

La imposibilidad de realizar recortes en el gasto sugiere la necesidad de una amplia y generalizada reforma de las cuentas públicas. Por ejemplo, tendría poco sentido limitarse a transferir los medios de recaudación de fondos desde el gobierno central al local, en consonancia con la descentralización, ya que la cuestión está en reducir el papel de los gobiernos central y local en conjunto. Debería resaltarse que el gasto anual ajeno a la inversión pública y el consumo de la administración es enorme. Si la reforma de las sociedades especiales, etcétera, continúa progresando, podría ayudar a reducir el nivel de subvenciones y transferencias fiscales. La reforma de sociedades especiales realmente suscita grandes dudas sobre la asignación de recursos económicos. Asimismo, si no se mejora la eficiencia del sistema de prestaciones de la seguridad social, mediante la reforma de las pensiones, seguros sanitarios y otras reformas, la carga fiscal asociada no será, ni mucho menos, insignificante.

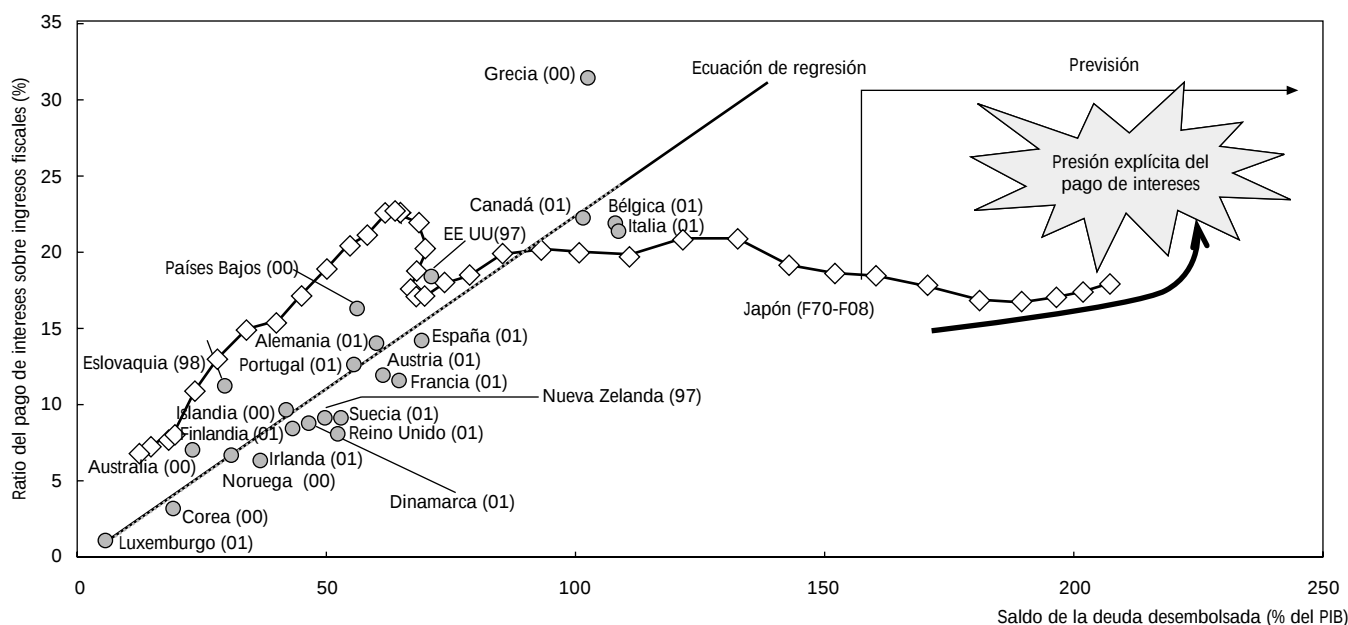
Empleando nuestro modelo econométrico, es difícil mostrar que el gobierno incremente la eficiencia de sus gastos anuales y, al hacerlo, reduzca la escala de los mismos en términos macroeconómicos. Aunque los resultados de nuestra previsión muestran que las cuentas públicas mejoran paulatinamente desde el ejercicio fiscal 2005, muestran también que el déficit de 2008 estará en torno al 5,2 por 100. Dicho de otro modo, si el gobierno debe lograr el objetivo de equilibrar las cuentas públicas o incluso empujarlas al superávit hacia comienzos de la década del 2010, deberá poner en marcha reformas generalizadas, incluida la fiscal, a una escala no visualizada por esta previsión.

Momento crucial para las cuentas públicas

Esperamos que la deuda desembolsada de la administración a finales del ejercicio fiscal 2008 sea equivalente al 201,4 por 100

GRÁFICO 29

RATIO DEL SALDO DE LA DEUDA Y RIGIDEZ PRESUPUESTARIA



NOTAS: 1 Ecuación de regresión: basada en datos por países; $Y = 0,2278X - 0,4847$. $R^2 = 0,8356$.

2 Desde FY02 en adelante: calculado por DIR.

3 Cifras entre paréntesis: Datos anuales.

FUENTES: OCDE; CAO; previsión realizada por DIR.

del PIB, que abarca a los gobiernos central y local, y al 203,3 por 100 del PIB para el gobierno general. Es un nivel de tiempos de paz y, de aquí en adelante, las cuentas del Estado japonés entrarán en un área nunca experimentada hasta la fecha por ningún país. Aunque esta previsión visualiza el regreso hacia el crecimiento positivo en términos nominales, desde el ejercicio fiscal 2005 en adelante, no hay señal de que se reduzca el déficit fiscal, que parece que se está yendo de las manos.

Es importante que controlemos el gasto del pago de intereses. En general, es conveniente mantener el nivel del saldo primario, puesto que esto implica no asumir nuevas deudas y, al mismo tiempo, estabilizar la proporción de la deuda pendiente sobre el PIB. Sin embargo, si, como ocurre con Japón, un país

tiene ya un alto nivel de deuda desembolsada, el déficit secundario creado por el pago de los intereses acumulados, será un lastre del Estado por derecho propio. Incluso aunque los tipos de interés y el crecimiento económico nominal fueran iguales a un plazo muy largo, el pago de intereses produciría nuevos pagos de intereses, sin tener en cuenta el control ejercido sobre las cuentas públicas, y se hundirían las cuentas de la administración. Los próximos años serán particularmente difíciles en el sentido de que la deflación continuada y la debilidad del PIB nominal significan que no podemos contar con el aumento de los ingresos fiscales. Incluso aunque el crecimiento del PIB nominal fuera superior al esperado, la proporción de ingresos fiscales procedentes de impuestos directos se vería reducida de

manera sustancial como consecuencia de que el tipo impositivo marginal es bajísimo. Una vez que se incrementase el ratio del pago de intereses sobre los ingresos fiscales, la situación podría empeorar más.

El ratio de pago de intereses sobre el PIB de los gobiernos central y local alcanzó el máximo en el ejercicio fiscal de 1984, después de lo cual descendió hasta la segunda mitad de los 80 y permaneció constante o tendió ligeramente a la baja hasta los 90, a pesar de que el saldo pendiente de la deuda estatal se disparara en los 90, lo cual sugiere que los tipos de interés se redujeron para liquidar de manera eficaz la deuda disparada (Gráficos 28 y 29). El descenso del tipo de interés a largo plazo tuvo un efecto reductor de la carga del pago de intereses con el paso del tiempo, y la reducción de los vencimientos de la deuda de la segunda mitad de los 90 también desempeñó su papel. Según el Ministerio de Hacienda, el gobierno necesitará emitir bonos de conversión por la friolera de unos 75 billones de yenes en el ejercicio fiscal 2003, subiendo a más de 100 billones de yenes en el ejercicio 2005, y continuando hasta 130 billones de yenes en el ejercicio 2008 y posteriores. Este crecimiento disparado de la deuda se expondrá a los caprichos de los movimientos de los tipos de interés en el momento de la conversión, lo cual demuestra la vulnerabilidad financiera del Estado.

Desde luego, hay posibilidades de que se produzcan más caídas del tipo de interés a largo plazo y las autoridades presupuestarias están trabajando duramente en la política de gestión de los bonos del Estado japoneses. Pero, a pesar de todos los esfuerzos del gobierno actual para contener el déficit fiscal, no ha logrado convencer a la población de que pueda reducirlo. Si se mantiene un déficit elevado, los efectos beneficiosos de la disminución de los pagos de intereses finalmente irán desapareciendo, y el peso de la carga del pago de intereses empezará a hacerse sentir.

El pago de intereses por el gobierno podría comenzar a subir respecto al PIB y los ingresos fiscales, marcando el cambio de rumbo de los últimos 20 años. El momento más probable será 2005, lo cual sugiere la perspectiva de un cambio importante en Japón en relación con este problema. Quedan unos dos o tres años durante los cuales el gobierno debe persuadir a la población de que las reformas a las que se ha comprometido son factibles y de que está tomando medidas para resolver sus problemas financieros. Si, cuando finalmente empiece el sector privado a recuperar fuerzas y, después del ejercicio 2005, los problemas fiscales se convierten en un lastre, el escenario de esta previsión no llegará a materializarse, y anunciará el comienzo de otro capítulo muy sombrío del destino económico de Japón.

ICE

INFORMACION COMERCIAL ESPAÑOLA

Boletín Económico de Información Comercial Española

38 números anuales

Artículos y documentos sobre economía española, comunitaria e internacional, con especial énfasis en temas sectoriales y de comercio exterior.

Información Comercial Española Revista de Economía

8 números anuales

Artículos originales sobre un amplio espectro de temas tratados desde una óptica económica, con especial referencia a sus aspectos internacionales.



El Sector Exterior

Anual

Análisis del sector exterior y sus determinantes. Economía española y comercio mundial. Política comercial española. Comercio exterior por sectores, países y CCAA. Balanza de pagos. Apéndice estadístico.



Cuadernos Económicos de ICE

Artículos de economía teórica y aplicada y métodos cuantitativos, que contribuyen a la difusión y desarrollo de la investigación económica.

Información y venta: Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo.
Tel.: 91 349 36 47 - Fax.: 91 349 36 34
28071 Madrid.