
Evolución reciente y perspectivas de la economía japonesa

Este artículo ha sido elaborado por César Martín, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

1. RESUMEN

Desde principios de los años noventa, Japón viene atravesando un dilatado periodo de estancamiento económico, precipitado por el estallido de la burbuja financiera acumulada en la década anterior y caracterizado por un proceso deflacionario que se prolonga ya varios años a pesar de las políticas monetarias expansivas llevadas a cabo. No obstante, en el presente ejercicio se está asistiendo a un repunte de la actividad bastante más intenso del previsto. El motor del crecimiento actual es la inversión privada empresarial, apoyada en la mejoría de los beneficios empresariales y del entorno exterior. En consecuencia, las perspectivas de crecimiento para el presente y el próximo ejercicio han mejorado sustancialmente, si bien persisten importantes vulnerabilidades de fondo en la economía japonesa, entre las que destacarían las consecuencias negativas del proceso deflacionario, la fragilidad del sistema financiero, el todavía elevado endeudamiento del sector empresarial y la erosión de las cuentas públicas. Todo ello podría limitar el crecimiento potencial a medio plazo de Japón y hace que la presente recuperación sea bastante dependiente del entorno exterior.

Este trabajo se ocupa de la evolución de la economía japonesa durante los últimos años y de sus perspectivas. En particular, el artículo se centra en la situación del sistema financiero y de las empresas, aspecto que influye significativamente en la capacidad de crecimiento de la inversión privada, factor determinante en el contexto actual para evaluar la capacidad de la economía japonesa de retomar una senda de crecimiento sostenido.

En la siguiente sección, se describe a grandes rasgos la evolución económica de Japón desde principios de la década de los noventa. Después, se pasa revista a la situación actual del sistema financiero y de las empresas. Una vez descrito el punto de partida de la economía japonesa en este año, se analizan los principales elementos que deben conjugarse para mantener el proceso de recuperación. La sección se completa con un repaso de las vulnerabilidades más relevantes de Japón en el contexto actual.

2. EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA JAPONESA DESDE INICIOS DE LOS NOVENTA

Los orígenes del estancamiento de Japón se remontan al estallido de la burbuja financie-

GRÁFICO 1

Evolución económica

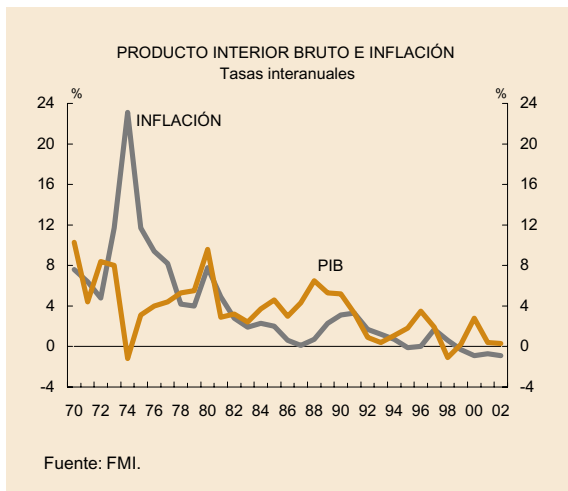
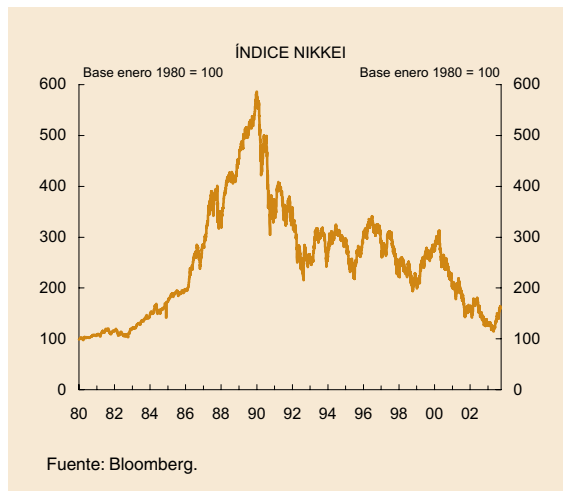


GRÁFICO 2

Evolución de las cotizaciones bursátiles en Japón



ra, tanto bursátil como inmobiliaria, generada durante la década de los ochenta, periodo caracterizado por una fase de crecimiento sostenido (4,1%) y de estabilización de la inflación (véase gráfico 1). Dicha expansión se realimentó por el rápido incremento del crédito bancario, facilitado por una incipiente liberalización financiera, que no estuvo acompañada de un fortalecimiento paralelo del marco prudencial y de supervisión [Okina y Shiratsuka (2002)]. Tanto las entidades bancarias como las empresas asumieron riesgos excesivos en función de unas garantías patrimoniales sobrevaloradas y concentradas en los sectores más involucrados en la burbuja especulativa. En el plano externo, la fortaleza de la economía nipona se manifestó en la apreciación del yen y en un fuerte incremento de la inversión en el exterior. Todo ello favoreció la adopción de una política monetaria laxa, con el tipo de descuento en el 2,5% hasta 1989, a pesar de las intensas subidas de los precios de los activos financieros y del suelo.

La rápida subida de la Bolsa se revirtió bruscamente en 1990 (véase gráfico 2), con una caída superior al 50% tras una fuerte subida de los tipos de interés durante 1989, precipitada por la adopción de una política monetaria más restrictiva ante el aumento de la inflación [Ahearne *et al.* (2002)]. Los riesgos contractivos asociados al estallido de la burbuja bursátil se mitigaron transitoriamente por la pujanza de los precios del suelo, cuyo ascenso contribuyó a sostener la actividad. Pero el clima económico se debilitó rápidamente a partir del tercer trimestre de 1991, al colapsarse los precios de los inmuebles.

La materialización de los riesgos latentes anteriormente mencionados deterioró signifi-

cativamente la posición financiera del sector empresarial. El sistema bancario sufrió las consecuencias del aumento sustancial de la morosidad y de la pérdida de valor de sus activos [Kashyap (2002)]. Posteriormente, la rentabilidad del sistema bancario se vio perjudicada por los descensos sucesivos de los tipos de interés nominales. Todo esto debilitó el multiplicador bancario de la política monetaria y provocó la contracción de la oferta de crédito (véase gráfico 3).

Incluso después del desplome de los precios del suelo, las autoridades japonesas reaccionaron con mucha cautela. Con la información *ex post* se puede concluir que se subestimaron los posibles efectos deflacionistas del desplome de los precios de los activos, aunque también parece difícil que hubieran podido predecir ese efecto *ex ante*, ya que las expectativas de los agentes no contemplaban riesgos significativos de deflación [Ahearne *et al.* (2002)]. Así, el tipo de descuento no retornó al 2,5%, el nivel previo a las medidas restrictivas de 1989, hasta abril de 1993. Posteriormente, el tipo de intervención fue bajando progresivamente, hasta que en febrero de 1999 se adoptó la política de tipos de interés cero. Ante la falta de reacción de la economía, el Banco de Japón amplió adicionalmente la liquidez mediante la adopción de un esquema cuantitativo en marzo de 2001, que sigue en vigor y cuyos objetivos expresos son acabar con la deflación y favorecer la estabilidad financiera. Esta estrategia se instrumenta mediante la elevación de las inyecciones de liquidez en el sistema bancario y las compras de bonos públicos por parte del Banco de Japón. A pesar de ello, no ha tenido lugar una reanimación del crédito ban-

cario, que ha descendido un 9,3% durante la década de los noventa (1) (véase gráfico 3).

Desde 1992, tuvo lugar una ralentización significativa de la actividad (la tasa media de crecimiento de los noventa se situó en solo el 1,3%), que, de hecho, se deterioró aún más a finales de la década de los noventa (véase gráfico 1). La subida del IVA en 1997 y la crisis asiática, también en dicho año, elevaron la incertidumbre y deprimieron la demanda agregada, de modo que Japón atravesó una fuerte recesión. La brusca caída de la Bolsa afectó sensiblemente a la posición financiera de la banca privada, perjudicada también por un aumento significativo de la morosidad. En respuesta, las entidades liquidaron una porción significativa de sus inversiones externas, ya que optaron por priorizar la actividad interna, dada su estrecha relación con las corporaciones industriales japonesas [Peek y Rosengren (2000)]. Tras el breve repunte de la actividad en el año 2000 (el PIB creció un 2,3%), la economía japonesa se deterioró de forma intensa tras los atentados del 11 de septiembre. La contracción del comercio internacional perjudicó gravemente las exportaciones japonesas, que cayeron un 6,1% anual. A su vez, el deterioro del entorno exterior y la elevada incertidumbre afectaron negativamente al mercado bursátil, lo que terminó por trasladarse a los balances bancarios. Ello llevó al Banco de Japón a instrumentar un programa de compras de acciones en poder de la banca privada en 2002, con la finalidad de impedir que los problemas bancarios se hicieran más profundos. En este clima, la formación bruta de capital se resintió significativamente, sobre todo en 2002, año en el que la inversión cayó un 4,8%, a raíz de los esfuerzos de las empresas por sanear su balance y de la persistencia de la incertidumbre internacional. Como resultado, el PIB solo creció un 0,1% anual, a pesar de la recuperación de las exportaciones. En consecuencia, el balance económico entre 1998 y 2002 fue bastante pobre, con un crecimiento medio anual de solo el 0,5%.

El estancamiento económico y la instrumentación de políticas fiscales expansivas (2) en todos estos años deterioraron seriamente las cuentas públicas, con déficit públicos superiores al 7% del PIB en los últimos años y una deuda bruta que alcanzó el 143% del PIB en

(1) Un análisis más detallado del estallido de la burbuja financiera se puede encontrar en García Herrero y Martín (2003).

(2) A pesar del incremento del gasto público, distintos análisis subrayan que el impacto efectivo de los paquetes fiscales ha sido bastante más reducido que las previsiones oficiales.



2002, el nivel más elevado de la OCDE (3). Asimismo, la situación patrimonial de los gobiernos regionales y de las agencias públicas es especialmente delicada, lo que limitaría eventualmente los recursos disponibles para acometer la reestructuración del sistema bancario.

Por último, durante los últimos años se ha reducido significativamente la tasa de crecimiento potencial de la economía japonesa, que, según algunas estimaciones, habría pasado de un 4% a principios de los noventa a aproximadamente un 1% [OCDE (2002)], lastrada por la trayectoria descendente de la productividad, el elevado endeudamiento público, un entorno excesivamente regulado y los escasos avances en el saneamiento de los sectores financiero y empresarial. Estas características han configurado una estructura económica dual, con un sector exportador, dinámico y productivo, que coexiste con un sector interno protegido y cuya productividad es inferior a la media de los países avanzados [OCDE (2002)]. Adicionalmente, las autoridades cuentan con un margen de maniobra sumamente estrecho, dada la situación de tipos de interés nominales nulos y el deterioro fiscal.

3. LA SITUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO Y DE LAS EMPRESAS

Las pérdidas asociadas al estallido de la burbuja financiera y el estancamiento economí-

(3) La debilidad financiera del sector público se matiza cuando se tiene en cuenta que la deuda pública neta es de solo el 62,7% del PIB y que los tenedores extranjeros de deuda, totalmente denominada en yenes, solo poseen entre el 5% y el 6% del total. No obstante, el crecimiento de la deuda neta ha sido bastante más intenso en Japón que en EEUU y en la UE.

co provocaron un claro empeoramiento de la posición patrimonial de las entidades financieras y de las empresas, que aún se mantiene.

El conjunto del *sistema financiero* —banca privada, pública y sector asegurador— está aquejado de graves problemas, que han conducido a la contracción del crédito y a la pérdida de efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria. El impacto económico es muy relevante, ya que el crédito bancario sigue siendo la principal fuente de financiación empresarial [52% del total (FMI, 2002)]. No obstante, se aprecia una dicotomía entre la industria tradicional, más expuesta a la contracción del crédito, y los sectores de transporte, exportadores y de alta tecnología, que han experimentado un repunte del mismo, al tiempo que han podido acceder a la financiación directa a través del mercado de capitales [FMI (2002)].

En el caso de la *banca privada*, aunque se han registrado algunos avances en la posición de capital y en la reducción de la morosidad bajo el Programa de Revitalización Financiera, la situación patrimonial sigue siendo frágil [FMI (2003a)]. Las pérdidas acumuladas desde el estallido de la burbuja se estiman en el 16,5% del PIB, y, según cifras oficiales, los préstamos fallidos de las entidades más importantes supusieron en marzo de 2003 un 7,2% de su cartera total de créditos (4). La calidad del activo bancario está sujeta a fuertes fluctuaciones, a causa de su elevada sensibilidad a las cotizaciones bursátiles (5) y a las variaciones en los tipos de interés. Además, las entidades recurren a los impuestos diferidos para sostener sus *ratios* de capital (6), pero la aplicación de auditorías más estrictas puede poner en una situación difícil a los bancos. Así, en mayo de 2003 las autoridades intervinieron el banco Resona, la quinta entidad de Japón por tamaño, después de que una contabilización más rigurosa de los impuestos diferidos supusiera una caída de su *ratio* de capital ponderado por activos al 2%, por debajo del 4% requerido por la Agencia de Supervisión de Japón a los bancos que no operan en el exterior (7).

(4) Las estimaciones privadas arrojan cifras bastante superiores. Por ejemplo, en mayo de 2000, la estimación oficial de la cartera de créditos fallidos de la banca fue de 30,8 billones de yenes, frente a los 53,8 billones de yenes estimados por la agencia de calificación Fitch Ibcá.

(5) Las carteras de acciones de los principales bancos supusieron, en marzo de 2003, cerca del 100% del capital Tier-1.

(6) Se estima que representan aproximadamente un 50% del capital Tier-1 de los grandes bancos.

(7) Para las entidades que operan en el exterior, es del 8% ponderado por activos, en consonancia con el Acuerdo de Basilea.

La recuperación del sistema bancario está limitada por una serie de factores, tanto de carácter macroeconómico como relativos a la estructura del sistema financiero, que reducen la rentabilidad de la banca. Entre los primeros, destacarían los siguientes: *a)* la debilidad de la economía, que mantiene en una posición frágil a buena parte del sector empresarial, en especial los sectores tradicionales ligados a la demanda interna; *b)* la deflación, que reduce los márgenes bancarios y eleva la morosidad, a raíz del aumento de la carga real de la deuda; y *c)* los tipos de interés nulos, que facilitan la supervivencia de prestatarios insolventes. Entre los segundos, cabría mencionar, por una parte, la competencia de la banca pública, que no carga comisiones y retiene una porción significativa del negocio bancario (8), y, por otra, la incidencia negativa de los elevados costes laborales y del escaso grado de innovación.

La situación de las entidades que componen el *sistema financiero público* es, en algunos casos, delicada, pues soportaron grandes pérdidas tras el desplome de los precios de los activos. Según ciertas estimaciones, las pérdidas potenciales de las entidades financieras públicas podrían ascender al 15% del PIB [Kashyap (2002)]. Esta situación, junto con la competencia que ejercen sobre el sector privado, muestra la necesidad de racionalizar el sistema financiero público, un proceso que se enfrenta a importantes resistencias derivadas de su popularidad y de su papel en la financiación del gasto público.

También atraviesa por dificultades el *sector del seguro*, cuyos activos se elevan al 30% del PIB, a raíz, básicamente, de la corrección a la baja de las perspectivas de rendimiento de sus inversiones. Las participaciones cruzadas con la banca privada y su importante exposición a la Bolsa amplifican la vulnerabilidad del sector y del conjunto del sistema financiero. En este caso, las entidades públicas también retienen una porción significativa del mercado.

La recuperación del sistema financiero depende de la evolución de la *posición económica y financiera de las empresas*, dado el peso de los préstamos concedidos por la banca a las empresas (cerca del 75% del total). No obstante, los avances que han tenido lugar en el proceso de consolidación empresarial no han sido suficientemente intensos [FMI (2003b)]. Persiste un elevado grado de endeudamiento, particularmente en las pequeñas y medianas empre-

(8) La banca pública japonesa es la más importante, con diferencia, de las economías avanzadas. Por ejemplo, en el caso del crédito a la vivienda, la Corporación de Préstamo Hipotecario contabiliza el 40% del préstamo total.

Situación financiera de las empresas					
	1990	1995	2000	2001	2002
<i>Ratio deuda/acciones</i>	228	219	169	157	155
Rendimiento sobre activos (ROA)	4,9	3,0	3,4	2,9	2,8
Rendimiento sobre acciones (ROE)	18,5	10,6	12,4	10,2	10,2

Fuente: FMI (2003).

sas. Así, aunque la *ratio* deuda/acciones se redujo de un 228% en 1990 a un 155% en 2002, continúa siendo bastante más elevada que en otras economías avanzadas (véase cuadro 1). A pesar del repunte de los beneficios empresariales desde el último trimestre de 2002, la rentabilidad del conjunto del sector sigue siendo débil, lastrada por el exceso de capacidad existente (véase gráfico 4). La mejoría de la capacidad de pago de las empresas ha dependido, en buena medida, de la notable reducción de los tipos de interés de los créditos (2% en 2002, frente a un 6,8% en 1991). Por otro lado, el análisis agregado esconde importantes diferencias entre los distintos sectores empresariales, ya que la situación financiera de las pequeñas y medianas empresas no manufactureras es bastante más delicada [FMI (2003b)]. Por ello, buena parte del sector continúa siendo vulnerable a una subida significativa y prolongada de los tipos de interés.

La resolución de los problemas del conjunto del sistema financiero requiere la adopción de una reestructuración integral, dada la interrelación entre el sistema financiero y el sector empresarial. Resulta necesario solventar la cuestión de los préstamos fallidos de las entidades bancarias, mejorar su seguimiento del riesgo de crédito, fortalecer su capital y rentabilidad y acometer la racionalización de las agencias públicas, así como la consolidación del sector financiero privado, aquejado de exceso de capacidad. Para facilitar todo este proceso se requieren en paralelo avances sustanciales en el saneamiento del sector empresarial, pero diversos factores obstaculizan esta tarea, como, por un lado, el relativamente escaso grado de competencia interna en Japón y la rigidez de su mercado laboral, y, por otro, la renuencia de las autoridades a ejercer medidas que puedan resultar lesivas en el corto plazo.

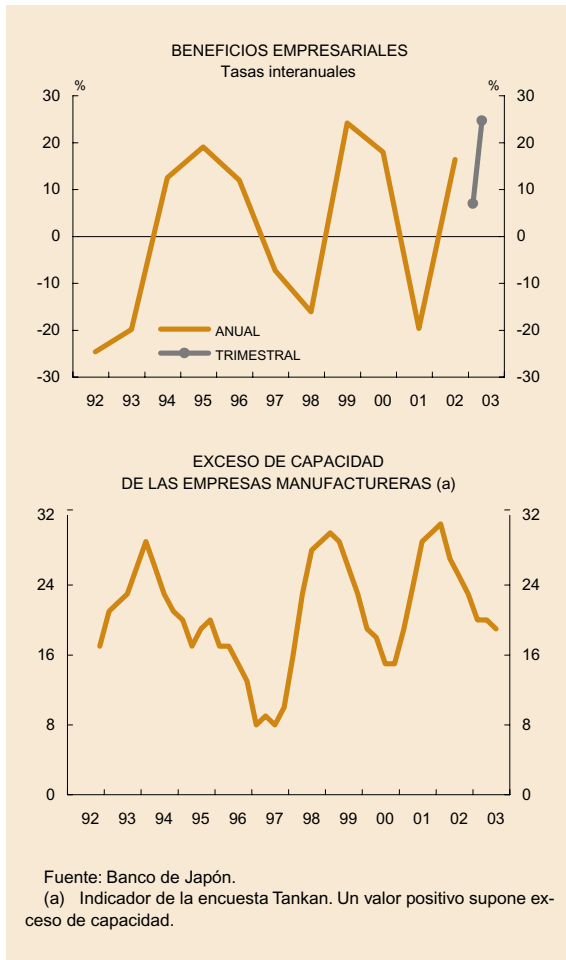
Las decisiones adoptadas en los últimos años, si bien están encaminadas en la dirección

adecuada, son de carácter parcial. Por el lado de la banca privada, ha tenido lugar un sensible aumento del reconocimiento de préstamos fallidos [FMI (2003a)], particularmente en las grandes entidades, pero resulta necesario mejorar el nivel de transparencia de las inspecciones y elevar su exigencia. Así, de acuerdo con estimaciones oficiales, la aplicación de criterios más estrictos llevaría a un incremento del 13,2% del total de créditos fallidos [OCDE (2002)]. En lo que se refiere al saneamiento empresarial, el gobierno creó recientemente una Corporación de Revitalización Industrial, cuyo objetivo es la compra de la cartera de créditos de empresas juzgadas como viables, para proceder posteriormente a su reestructuración. La efectividad de esta medida depende de que los recursos y la transparencia en su gestión alcancen unos niveles adecuados.

El avance insuficiente en el saneamiento de los sectores financiero y empresarial ha contribuido a difuminar la frontera entre las políticas monetaria y prudencial, con la instrumentación de una serie de medidas heterodoxas destinadas a sostener a la banca privada y a potenciar canales de financiación empresarial alternativos al crédito bancario. Ante la fuerte caída de la cotización de las acciones de la banca privada en 2002, se concedió al Banco de Japón la facultad de comprar paquetes de acciones en manos de los bancos por un total de siete billones de yenes (cifra superior al 5% del balance actual del Banco de Japón) y por un plazo que se ha prorrogado hasta septiembre de 2004. A partir de agosto de 2003, la autoridad monetaria tiene la facultad de adquirir directamente papel comercial por un monto total de un billón de yenes, con el objetivo de potenciar el mercado de titulización de las pequeñas y medianas empresas. Las medidas anteriores plantean algunos interrogantes sobre su efectividad, que por el momento es incierta. Además, estas medidas plantean la cuestión de una posible pérdida de credibilidad y de margen de maniobra del Ban-

GRÁFICO 4

Determinantes de la inversión Beneficios de las empresas y exceso de capacidad



co de Japón, debido a los riesgos acumulados en su balance, cuya gestión podría, potencialmente, entrar en conflicto con los objetivos de la política monetaria (9). Finalmente, las acciones de este tipo pueden retrasar las reformas estructurales, al proporcionar soluciones transitorias y parciales.

En resumen, el conjunto del sistema financiero japonés continúa presentando una situación delicada, que lastra la recuperación económica y bloquea la efectividad de la política monetaria. La interrelación entre la banca, el sector asegurador y las entidades financieras públicas subraya la necesidad de adoptar una estrategia de saneamiento más amplia, ya que los pasos que se han dado hasta ahora son insuficientes.

(9) En la actualidad, las tenencias de bonos públicos por parte del Banco de Japón ya representan el 68% de su activo, a lo que hay que añadir las compras de acciones y de títulos de medianas y pequeñas empresas.

4. LA RECUPERACIÓN EN EL 2003. CARACTERÍSTICAS Y ELEMENTOS DE FRAGILIDAD

4.1. Características

A pesar de la fragilidad de la economía en los últimos años y de la debilidad del sistema financiero, Japón está registrando un crecimiento bastante superior al previsto inicialmente, en particular en el segundo trimestre, si bien hay signos de una cierta desaceleración en el tercero, propiciada, al menos parcialmente, por factores climáticos transitorios que incidieron negativamente en el consumo privado.

En el primer trimestre de 2003, el crecimiento fue débil (véase cuadro 2), lastrado por las incertidumbres generadas por las tensiones geopolíticas internacionales y por el posible impacto del SARS en las economías asiáticas. Pero, a continuación, el dinamismo de la actividad mejoró sensiblemente, con un crecimiento interanual del 3% en el segundo trimestre. Esta mejoría se ha reflejado en un ascenso significativo de los indicadores de confianza y de la inversión empresarial, facilitado por el saneamiento financiero realizado por buena parte del sector manufacturero durante los años anteriores y las perspectivas de mejoría del entorno exterior. Además, de acuerdo con las encuestas más recientes, las empresas prevén planes de inversión adicionales para el año fiscal 2003 (que finaliza en marzo de 2004).

Aunque gracias a la formación de capital la demanda interna está siendo el principal motor del crecimiento, el consumo privado mantiene una tasa de crecimiento moderada (véase cuadro 2). Su aceleración precisa una mejoría más clara de la creación de empleo, todavía incipiente, que permita compensar las pérdidas de renta derivadas de la deflación, pero sin basarse en un crecimiento de los costes laborales, que cuestionaría la recuperación de los beneficios empresariales, necesarios para sostener la inversión. Por el contrario, el dinamismo de las exportaciones se moderó sensiblemente en el segundo trimestre de 2003, a causa de la debilidad del comercio con las restantes economías asiáticas derivada del SARS y de la tensión geopolítica. Para lo que resta de año, es previsible una reactivación del comercio externo, apoyada en la recuperación de dichas economías y en el dinamismo de EEUU.

En los últimos meses ha tenido lugar una reducción de las presiones deflacionistas, reflejada tanto en los precios de consumo como al por mayor. Así, la inflación subyacente se situó en agosto en el -0,1% interanual, frente a un -0,8% en diciembre de 2002. No obstante,

todavía sería apresurado concluir que se ha iniciado una reversión definitiva de la deflación, ya que la moderación de la caída de los precios se ha debido parcialmente a factores transitorios, relacionados con subidas de tarifas públicas y de los precios de las materias primas. Asimismo, persiste un importante grado de exceso de capacidad en la economía japonesa, que limita el recorrido al alza de los precios (véase gráfico 4).

El comportamiento de las variables financieras a lo largo del año ha sido, en general, bastante positivo. Las cotizaciones bursátiles subieron un 19% hasta finales de septiembre, si bien su nivel es todavía bastante inferior al de finales de 2000 (desde esa fecha la caída acumulada fue del 26%). La subida de la Bolsa estuvo favorecida por una reasignación de carteras a favor de la renta variable y por la mejora de la confianza económica. El buen comportamiento de las acciones ha permitido compensar los efectos negativos sobre el balance bancario de la reciente subida de los tipos de interés a largo plazo, que se han situado en el entorno del 1,4%, tras alcanzar mínimos históricos ligeramente superiores al 0,4% en junio. En cuanto al tipo de cambio, las autoridades japonesas intervinieron a lo largo del año para contener la tendencia apreciativa del yen frente al dólar, de manera que su evolución se separó de la del euro. Sin embargo, las recientes declaraciones del G-7 a favor de una mayor flexibilidad cambiaria propiciaron una súbita y fuerte apreciación del yen a finales de septiembre, con riesgos potenciales para la economía japonesa, como se verá en el siguiente apartado. Ello ha motivado nuevas intervenciones de las autoridades japonesas para contener la revalorización excesiva del yen frente al dólar, que solo en septiembre supusieron 40,8 mm de dólares.

4.2. Elementos de fragilidad

Aunque la posición coyuntural de la economía japonesa ha mejorado de forma significativa, todavía persisten importantes vulnerabilidades de fondo que pueden limitar el alcance de la recuperación. En primer lugar, se analizan los factores que podrían bloquear la recuperación de la inversión empresarial, principal motor del crecimiento en los últimos trimestres. Posteriormente, se repasan otras áreas de fragilidad, como la situación de las cuentas públicas y del sistema financiero, el proceso deflacionario y, por último, una apreciación sostenida del yen, que puede llevar a una pérdida de competitividad de las exportaciones japonesas. Estos riesgos no son excluyentes entre sí; al contrario, la emergencia de cualquiera de ellos puede propi-

CUADRO 2

Evolución económica reciente de Japón (a)

%

	2000	2001	2002	2003	
				I TR	II TR
PIB	2,8	0,4	0,1	2,9	3,0
Demanda interna	2,4	1,1	-0,6	2,4	2,7
Consumo privado	1,0	1,7	1,4	1,2	1,4
Consumo público	4,7	2,6	2,3	1,4	1,0
Formación de capital	2,7	-0,9	-4,8	1,6	6,1
Exportaciones	12,4	-6,1	8,2	12,5	5,9
Importaciones	9,5	0,1	2,0	8,4	3,1

Fuente: Estadísticas nacionales.
(a) Tasas interanuales.

ciar la aparición de los restantes, al deteriorar el clima económico.

La *inversión empresarial* está teniendo un papel relevante en el proceso de crecimiento actual, aunque su recuperación está siendo relativamente débil si se tiene en cuenta su reducido nivel de partida. Este comportamiento se explica por una serie de factores, que contribuyeron al estancamiento de la inversión durante los últimos años [Banco de Japón (2003)]. Entre ellos, destacan los siguientes: a) el amplio exceso de capacidad de la economía japonesa; b) la disminución de las expectativas de rendimiento de la inversión, derivada de la debilidad de la economía; c) la caída de los precios de los activos, que ha provocado el deterioro de los balances empresariales; y d) la fragilidad del sector bancario y el escaso desarrollo de vías alternativas de financiación empresarial, sobre todo para las pequeñas y medianas empresas. La solidez de la inversión depende, en buena medida, de la situación financiera de las empresas, cuya mejora facilitaría la consolidación del sistema bancario y la consiguiente reanimación del crédito. Pero, como se analizó en la sección precedente, la posición del conjunto del sector empresarial sigue siendo frágil, vulnerable a aumentos bruscos de los tipos de interés o a una apreciación significativa y sostenida del yen. Por todo ello, no se puede descartar que la reciente mejora de la inversión sea solo transitoria, a pesar del fuerte crecimiento de los ingresos empresariales.

Otros dos riesgos relacionados entre sí son la *erosión de las cuentas públicas* y la *fragilidad del sector financiero*, que implica costes potenciales significativos para el sector público, derivados de posibles operaciones adicionales de rescate de entidades financieras de

cierto tamaño. Los riesgos relacionados con esta área de fragilidad pueden llegar a emerger de forma súbita, a raíz de un deterioro de las expectativas de los agentes, y su impacto económico depende de la evolución de las variables financieras y de la reacción de las autoridades japonesas. En este punto, hay que señalar que las autoridades han desarrollado una serie de mecanismos conducentes a evitar episodios de turbulencia financiera, mediante ampliaciones sustanciales de la liquidez (10) y un esquema de garantía de depósitos muy amplio (11). Pero la hipotética adopción de medidas heterodoxas —por ejemplo, encaminadas a sostener la cotización bursátil de las entidades financieras— podría acrecentar la incertidumbre entre los agentes y deteriorar aún más la posición financiera del sector público o de la autoridad monetaria.

La deflación en Japón tiene su origen en la debilidad de la demanda interna y, al mismo tiempo, realimenta la atonía económica a través de una serie de mecanismos. La caída de los precios eleva la carga real de la deuda, constriñe los márgenes empresariales, reduce la efectividad de la política monetaria, particularmente una vez alcanzado el límite cero de los tipos de interés nominales, y erosiona la posición del sector público, ya que se reducen los ingresos en términos nominales y aumenta su endeudamiento en términos reales. Por otro lado, si bien los bajos tipos nominales de interés contribuyen a la estabilidad financiera, también tienen consecuencias adversas, ya que inciden negativamente sobre la rentabilidad bancaria y obstaculizan la estimación del riesgo de crédito. La estimación de los costes económicos provocados por la deflación y el límite cero de tipos de interés nominales es una tarea difícil, pero con bastante seguridad alcanzan una magnitud significativa. Así, la desviación al alza de los tipos de interés reales respecto a las tasas derivadas de una regla de política monetaria óptima habría ocasionado una pérdida acumulada de hasta 6 puntos porcentuales del PIB durante el periodo 1998-2002 [FMI (2003c)].

Finalmente, una apreciación del yen de carácter significativo y sostenido supone un elemento de riesgo que puede llegar a ser relevante. En los últimos tiempos, el yen se ha apreciado hasta niveles máximos de los últimos tres años. La última vez que se situó en esos nive-

les, la actividad terminó resintiéndose a causa de la desaceleración de las exportaciones, intensificada tras los ataques del 11-S. En el contexto actual, la apreciación del yen podría limitar el dinamismo de la actividad, al afectar de forma negativa a la competitividad de las exportaciones, con efectos perniciosos sobre la producción industrial y los beneficios empresariales, que finalmente redundarían en una disminución de la rentabilidad de los proyectos de inversión empresarial (12). La apreciación de la divisa podría llegar a bloquear también la reversión del proceso deflacionario, si bien ello requeriría una pérdida de competitividad bastante significativa (13). Además, la fortaleza del euro limita parcialmente el impacto de una apreciación frente al dólar sobre la competitividad global japonesa, ya que las exportaciones hacia la zona euro supusieron en 2002 un 11% del total (las destinadas a EEUU representaron un 29,2%).

En resumen, las perspectivas de crecimiento de Japón han mejorado sensiblemente en los últimos tiempos, gracias al buen comportamiento de la inversión empresarial y a la mejoría del entorno exterior. Pero, para que el proceso de recuperación se consolide, es necesario acometer con decisión los procesos de reforma necesarios en el sistema financiero y en el sector empresarial, de forma que se impida la materialización de los riesgos derivados de los elementos de fragilidad de la economía japonesa que se han descrito en este artículo.

20.10.2003.

BIBLIOGRAFÍA

AHEARNE, A., J. GAGNON, J. HALTRNAIER, y E. KARNIN (2002). «Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s», *International Finance Discussion Papers*, n.º 729, Comité de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

BANCO DE JAPÓN (2003). «Recent Trends in Business Fixed Investment and the Issues Attending a Full Recovery: Restoring Firm's Capacity to Generate Capital Investment», *Quarterly Bulletin*, noviembre.

COENEN, G. y V. WIELAND (2003). *The Zero Interest Rate Bound and the Role of the Exchange Rate for Monetary Policy in Japan*, Documento de Trabajo n.º 218, BCE.

(12) De hecho, en la última encuesta empresarial Tankan, correspondiente a septiembre de 2003, el tipo de cambio medio esperado era de 117,99 yenes/dólar, frente a una cotización media durante el mes de octubre de 110,94 yenes/dólar.

(13) Por ejemplo, las estimaciones sobre la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal necesaria para revertir la deflación oscilan entre un 22% y un 40%. Véase Coenen y Wieland (2003).

(10) Ante el rescate público del banco Resona, la autoridad monetaria elevó la meta cuantitativa de cuentas corrientes en el Banco de Japón de 27 billones de yenes a 30 billones.

(11) La garantía universal a los depósitos bancarios constituye un problema a medio plazo, ya que favorece la asunción de riesgos excesivos por parte de los depositantes. Su eliminación se enfrenta a importantes problemas políticos, y ha sido prorrogada hasta el 2005.

FMI (2000). *World Economic Outlook*.

— (2002). *Japan: 2002 Article IV Consultation*.

— (2003a). *Japan: Financial Stability Assessment and Supplementary Information*.

— (2003b). «Health and Vulnerability of the Corporate Sector in Japan», *Japan. Selected Issues*, agosto.

— (2003c). «Japan's Experience with Deflation and Associated Costs», *Japan. Selected Issues*, agosto.

GARCÍA HERRERO, A. y C. MARTÍN MACHUCA (2003). *La Política monetaria en Japón: Lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU*, Documento Ocasional n.º 0305,

Banco de España, y de próxima aparición en el n.º 52 de la revista *Ekonomiaz*.

KASHYAP, A. K. (2002). «Sorting out Japan's Financial Crisis», *Economic Perspectives 4Q/2002*, Banco de la Reserva Federal de Chicago.

OCDE (2002). *Economic Surveys. Japan*.

OKINA, K. y S. SHIRATSUKA (2002). «Asset Price Bubbles, Price Stability and Monetary Policy: Japan's Experience», *Monetary and Economic Studies*, Banco de Japón.

PEEK, J. y S. E. ROSENGREN (2000). «Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States», *The American Economic Review*, marzo.