

Vuelve Japón

Daniel Citrin y Alexander Wolfson

Tras una década perdida, la economía de Japón se está recuperando

JAPÓN se está reanimando y esta vez podría ser en serio. Aunque se ha escrito mucho este último año sobre su reactivación y renacimiento tras la década perdida de principios de los años noventa, cabría recalcar que la expansión actual, que lleva ya cuatro años, podría ser la más larga desde la posguerra. En 2005 el crecimiento fue de casi 3% y la expansión en lo que va de este año es la más vigorosa de las economías del Grupo de los Siete (comparando cifras del cuarto trimestre con las del cuarto trimestre del año pasado). Y aunque en un inicio la reactivación fue impulsada principalmente por las exportaciones, en esta última etapa ha sido atribuible al gasto

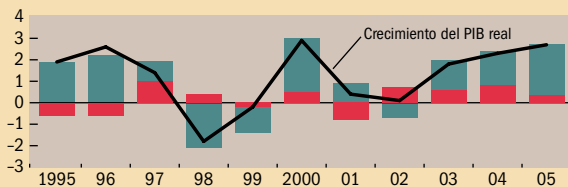
privado interno, tanto en consumo como en inversión (véase el gráfico 1).

Para comprender qué ha sucedido hay que recordar que hace 10 años, durante la recesión más grave y prolongada de la época de la posguerra, el gasto privado y la actividad económica estaban paralizados por los problemas estructurales del sector bancario y las empresas. Una vez que estalló la burbuja inmobiliaria y bursátil a principios de los años noventa, el elevado y persistente volumen de préstamos no redituables y la desvalorización de las carteras de los bancos restringieron el crédito bancario y socavaron la confianza de los hogares y de las empresas. A su vez, las empresas estaban agobiadas por los excesos cometidos durante el período de la burbuja, y los desequilibrios resultantes relacionados con la deuda, la capacidad y la mano de obra se conjugaron para contener la demanda de inversión y el ingreso de los hogares (y, por ende, el gasto en consumo) durante varios años. La gravedad de estos problemas y el enfoque gradual adoptado para resolverlos, así como ciertos shocks externos imprevistos, ocasionaron un círculo vicioso y persistente de caída de la demanda y de los precios.

Gráfico 1

El impulso de la expansión es interno

La reactivación nipona es atribuible al repunte de la demanda interna.



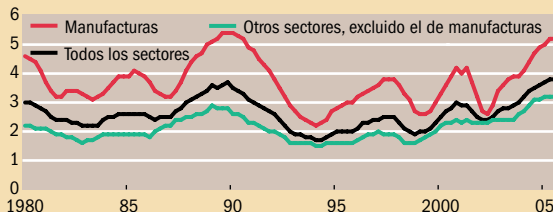
Contribución al crecimiento: Demanda privada interna Exportaciones netas
Fuentes: Gabinete del Gobierno de Japón y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 2

Las empresas son más rentables

Gracias a la mayor demanda, los márgenes de utilidad de las empresas han aumentado.

(Utilidades/ventas, promedio móvil del cuarto trimestre, porcentaje)



Fuentes: Ministerio de Hacienda de Japón y cálculos del personal técnico del FMI.

Diez años más tarde

La economía japonesa de hoy difiere radicalmente de la de hace 10 años, sobre todo en el sector bancario y de las empresas.

Los bancos son más solventes. Para fines de septiembre de 2005, la razón de préstamos no redituables de los principales bancos se redujo a menos del 2½%, frente a 8½% a principios de 2002, y la situación de los bancos regionales también daba ciertas muestras de mejora. Al no tener tanta necesidad de constituir reservas para cubrir activos en riesgo o préstamos incobrables, los bancos recuperaron, además, su rentabilidad, aunque sigue siendo baja a escala internacional. Con todo, los bancos japoneses son actualmente menos vulnerables a shocks y están en mejores condiciones para apoyar la actividad económica. Por una parte, la rees-



Calle comercial de Tokio.



fuerte demanda de los últimos años, las utilidades de las empresas han ido en auge, independientemente de su tamaño. De hecho, la razón utilidades/ventas se sitúa en los niveles máximos de fines de los años ochenta, tanto en el sector de las manufacturas como en otros sectores (véase el gráfico 2).

- *Los balances son más favorables.* Los esfuerzos por reducir la carga de la deuda han dado fruto, sobre todo en las empresas medianas y grandes. La deuda nominal de las empresas ha bajado ¥125 billones desde 1996, y las razones deuda/ventas se sitúan nuevamente en los promedios observados antes de la burbuja en el sector de las manufacturas, registrándose fuertes disminuciones en el resto de la economía (véase el gráfico 3).

- *El exceso de capacidad se ha suprimido.* Además de reembolsar deudas, desde mediados de los años noventa la reestructuración de las empresas ha incluido recortes de inversiones nuevas para reducir el exceso de capacidad. Ello permitió eliminar el exceso de capital fijo, y para 2005 la utilización de la capacidad se situaba una vez más en los niveles medios de 1980–89 (véase el gráfico 4).

- *Los costos de la mano de obra se han ajustado.* Las medidas de las empresas para deshacerse del exceso de mano de obra también han sido fructíferas. Tras recurrir inicialmente a estrategias más convencionales, como reducir la contratación y las horas extraordinarias, las empresas han optado por despedir trabajadores y reemplazar trabajadores a tiempo completo por puestos a tiempo parciales y contratos de duración determinada. Sin embargo, ya que la disminución de las ventas en valores nominales coincidió con un entorno deflacionario, el costo unitario de la mano de obra siguió aumentando hasta 1999 inclusive. Posteriormente, los costos de la mano de obra bajaron, y para 2005 se situaban en los niveles de principios de los años noventa. Aunque es posible que se efectúen nuevos ajustes, del mismo modo que la reducción de la capacidad excesiva fomentó la inversión desde 2003, la situación laboral más favorable ha respaldado la creación de empleo y los aumentos salariales desde principios de 2005. La oferta de empleo se sitúa en niveles sin precedentes y actualmente el empleo a tiempo completo aumenta más rápidamente que el de tiempo parcial.

Estas tendencias positivas son cada vez más patentes para el público japonés y los inversionistas internacionales. Las cotizaciones bursátiles se han duplicado con creces desde los

reestructuración de las empresas y la reactivación económica han ayudado a corregir el sobreendeudamiento y, por la otra, los esfuerzos desplegados para intensificar la supervisión y otros ámbitos han sido esenciales para sanear el sistema bancario.

Las empresas son más sólidas. Por lo general han logrado corregir los excesos de los años noventa reduciendo los costos y la capacidad no utilizada y destinando sus ganancias a reducir el endeudamiento.

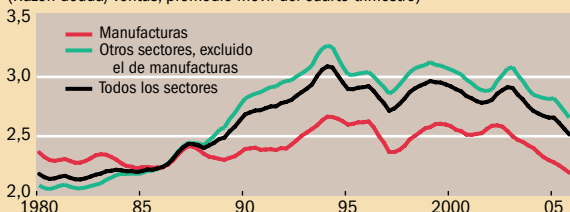
- *Las utilidades han aumentado.* Gracias a la persistencia con que se han reducido los costos de la mano de obra y otros costos, al retiro de productores y proveedores ineficientes y a la

Gráfico 3

Reducción de la deuda de las empresas

La reducción de la carga de la deuda de las empresas les ha permitido obtener mejores resultados.

(Razón deuda/ventas, promedio móvil del cuarto trimestre)



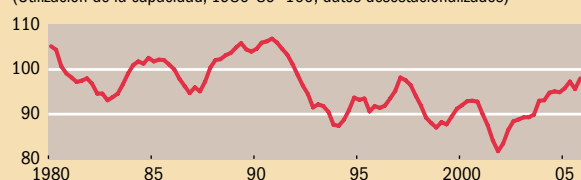
Fuentes: Ministerio de Hacienda de Japón y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 4

El acelerador a fondo

Las empresas japonesas están recobrando su impulso.

(Utilización de la capacidad, 1980–89=100; datos desestacionalizados)



Fuentes: Ministerio de Hacienda de Japón y cálculos del personal técnico del FMI.

mínimos registrados en 2003, los precios de los bienes raíces han tocado fondo y han empezado a aumentar, y la confianza de los consumidores es alta. Además, pese a la deflación persistente, a fines de 2005 la inflación de los precios al consumidor empezó finalmente a resurgir. En un gesto simbólico de la reactivación y del final de una época larga y dolorosa, en marzo el Banco de Japón abandonó su política monetaria de “atenuación cuantitativa”, en que los bancos recibían inyecciones masivas de liquidez contra un telón de fondo de crisis financiera y deflación.

Las perspectivas económicas a corto plazo son muy favorables y, según el FMI, la tasa de crecimiento del PIB real podría alcanzar casi un 3% en 2006 y más de 2% en 2007. No obstante, cabe preguntarse si este pronóstico es resultado de las reformas, o si obedece más bien a un repunte predecible dado el tiempo que la economía llevaba en el punto más bajo del ciclo. Pese a que es difícil dar una respuesta definitiva, es sorprendente que el cambio de rumbo haya ocurrido tras la intensificación de las presiones reglamentarias para que los bancos solventasen sus balances. A su vez, la mejora del sector financiero ha ayudado a fomentar la revitalización del sector empresarial (y viceversa). Al mismo tiempo, la disminución de la importancia de las participaciones accionarias recíprocas de los bancos y las compañías de seguro por un lado, y de las empresas keiretsu por el otro, ha fomentado la eficiencia de la asignación de recursos ya que actualmente los gerentes tienen mayor capacidad para basar sus decisiones en consideraciones de precio y calidad. En general, los mejores resultados económicos del país han coincidido con el gradual abandono de las prácticas comerciales y estatales autárquicas del pasado. Con todo, persisten rigideces estructurales que frenan el crecimiento. La corrección de las distorsiones en el mercado de mano de obra y de productos, la racionalización de la reglamentación excesiva y el fortalecimiento del régimen antimonopolístico son iniciativas muy recientes.

Los próximos 10 años

Con miras al futuro, el temario de trabajo es largo e incluye medidas para mejorar la utilización de la mano de obra, incrementar la competencia de los mercados de productos, liberalizar el sector agropecuario y fomentar la inversión extranjera directa. Al mismo tiempo, es menester reducir la elevada deuda pública (legado de la eclosión de la burbuja). Aunque hay acuerdo, en general, en que se requieren reformas en este sentido —las elecciones más recientes en septiembre de 2005 se consideraron como el apoyo del público a nuevas reformas—, ponerlas en marcha podría ser difícil dada la vehemente oposición de intereses arraigados y de los beneficiarios del statu quo.

Puesto que las perspectivas económicas a corto plazo son favorables, el principal reto es cómo mantener un sólido crecimiento autosostenido ante la intensificación de las presiones demográficas. La población japonesa está envejeciendo rápidamente y la tasa de natalidad es muy inferior a la de reposición. La población en edad de trabajar viene reduciéndose desde 2000, y la tasa de dependencia de ancianos (la proporción de la población activa de al menos 65 años) es la más alta de los países industriales. Si bien es cierto que una población en contracción puede mantener su nivel de vida con una tasa de crecimiento global más baja, se requiere una sólida tasa de

crecimiento del ingreso per cápita para financiar el aumento de los gastos de jubilación y de atención de la salud atribuible al envejecimiento demográfico.

Dada la contracción de la fuerza laboral, el crecimiento per cápita dependerá de la medida en que pueda incrementarse la productividad aprovechando mejor los recursos y los avances tecnológicos. En un estudio reciente sobre la visión de Japón del siglo XXI se recalca la importancia de elevar la productividad y cosechar los frutos de la globalización para evitar que se deteriore el nivel de vida, fomentando la inversión extranjera directa, liberalizando el comercio agrícola y reduciendo las restricciones de la oferta de mano de obra por medio de normas laborales y una política de inmigración menos restrictivas.

¿Pueden las autoridades y el sector privado aunar esfuerzos para transformar la economía y crear un “nuevo Japón”? Los primeros indicios son alentadores. La economía parece estar a punto de iniciar una nueva etapa caracterizada por condiciones financieras más normales, un gobierno más pequeño y un sector privado más eficiente.

Condiciones financieras normalizadas. Puesto que la era de la deflación está por terminar, los hogares y las empresas tendrán que reacostumbrarse a tasas de interés reales más normales. Incluso a medida que las condiciones financieras se normalicen, se prevé que la política monetaria seguirá siendo acomodaticia. En la primera etapa, el exceso de liquidez del sistema bancario se retirará gradualmente a lo largo de varios meses, período en que la tasa de interés básica se mantendrá en cero. Más adelante, dada la evolución prevista de los precios, es probable que la tasa de interés suba gradualmente.

Un gobierno más pequeño. Tras años de abultados déficits, se han adoptado medidas de saneamiento fiscal para frenar el aumento de la deuda pública y crear margen para sufragar los gastos del envejecimiento de la población. Ya que la deuda neta del sector público asciende a casi un 100% del PIB, es posible que la precaria situación fiscal frene la recuperación prevista. Ha habido avances con respecto a la meta oficial de lograr un superávit primario (excluida la seguridad social) para principios de la próxima década; en el ejercicio 2005 el déficit primario se redujo a un 3% del PIB, frente a 5½% en el ejercicio 2003 (véase el gráfico 5).

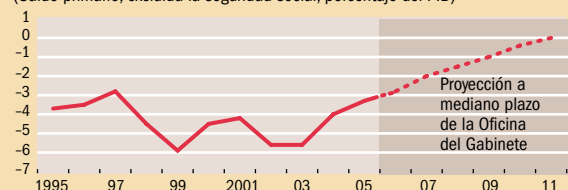
Hasta ahora se ha hecho hincapié en recortar los gastos, especialmente en infraestructura innecesaria. No obstante, en los próximos años habrá que centrar la atención en el ingreso y en la posibilidad de elevar el impuesto sobre el consumo (la tasa de

Gráfico 5

Mejores perspectivas fiscales

El déficit primario de Japón se ha reducido y podría convertirse en superávit para 2011.

(Saldo primario, excluida la seguridad social, porcentaje del PIB)



Fuente: Oficina del Gabinete de Japón.



Japón es la más baja con respecto a otros países industriales que también gravan el consumo). Además, habrá que reducir las prestaciones e incrementar las primas para hacer frente al fuerte aumento proyectado del gasto en seguridad social y atención de la salud (suponiendo que se mantengan las tendencias actuales, y pese a las recientes reformas de las pensiones, el gasto en seguridad social alcanzará un 20% del PIB en el ejercicio 2025, frente a 16% del PIB en el ejercicio 2005, y durante este período el gasto en atención de la salud se duplicará).

Asimismo, se prevé que las autoridades seguirán recortando las actividades de las instituciones financieras estatales: si se excluye a Correos de Japón, los préstamos de dichas instituciones han disminuido un 20% desde 2000, en tanto que los depósitos de Correos de Japón —que financian principalmente inversiones públicas subóptimas— también se han reducido un 20%. La privatización de esta institución —la entidad de captación de depósitos más grande del mundo— eliminará una fuente de competencia imperfecta para el sistema bancario privado. Aunque privatizarla llevará mucho tiempo, los beneficios de una asignación más eficiente del ahorro japonés podrían ser considerables.

Un sector bancario más sólido. Los principales bancos han sido consolidados (actualmente están agrupados en tres grandes grupos bancarios) y han generado utilidades considerables en los últimos años. Un aumento de la rentabilidad permitirá a los bancos reembolsar las inyecciones de capital público y fortalecer su base de capital. A corto plazo, aunque el aumento de las tasas de interés debería elevar las utilidades al incrementar los márgenes de tasa de interés, la clave para proteger la solidez del sector financiero y evitar problemas es seguir mejorando la determinación de los precios de los préstamos y dejar de conceder crédito exigiendo garantías excesivas. Ello será especialmente importante conforme el saneamiento de las empresas respalde el repunte de la demanda del crédito bancario (en febrero de 2006, tras ocho años de disminución ininterrumpida, la tasa de crecimiento del crédito se volvió finalmente positiva).

Un sector empresarial más eficiente. Las perspectivas de Japón dependen de la medida en que las empresas puedan aprovechar el saneamiento de sus balances y evitar los errores del pasado (concretamente, manteniendo los coeficientes de endeudamiento en niveles prudentes, respondiendo a las señales de los precios y concentrándose en las utilidades). El sector empresarial está prestando menos atención a la reducción de la deuda y demostrando mayor interés en ampliar sus operaciones. Las grandes empresas manufactureras están en condiciones de hacer frente a los retos

de la globalización y han racionalizado sus operaciones e intensificado su integración mundial, trasladando parte de la producción a China y Asia sudoriental. Según el último estudio sobre las operaciones extranjeras de las empresas manufactureras, a mediano plazo la razón entre la producción extranjera y el producto total podría alcanzar un 34%, frente a 28% en el ejercicio 2004. Además, las empresas han incrementado el gasto en investigación y desarrollo, y han empezado a invertir más en la reposición del capital obsoleto (véase el gráfico 6).

El gobierno de las sociedades será fundamental para garantizar que las empresas niponas puedan aprovechar su sólida posición actual. Ya hay indicios de mejoras en este sentido a medida que los estrechos vínculos con los bancos (ejemplificados por el gran volumen de participaciones accionarias recíprocas) siguen debilitándose y la rendición de cuentas a los accionistas aumenta. Aunque recientemente ha habido escándalos graves, la competencia para adquirir el control de las empresas parece intensificarse: el número de fusiones se sitúa en niveles sin precedentes y las empresas adineradas son objeto de crecientes presiones para que paguen dividendos más altos. Aunque la adopción de nuevas reglas para facilitar las adquisiciones y aclarar las defensas para evitar la absorción podrían acelerar este proceso, mucho depende de la implementación (ya se ha retrasado la propuesta que permitiría a empresas extranjeras utilizar sus acciones para adquirir empresas japonesas).

Punto de inflexión

Japón se encuentra en una encrucijada. Gracias a las mejoras ya descritas y al entorno externo generalmente favorable, es probable que el crecimiento sea mucho mayor en la próxima década. De hecho, varios académicos y analistas del mercado sostienen que la tasa tendencial de productividad se ha acelerado y que la tasa global de crecimiento del PIB podría mantenerse en 2%–2½%, aunque disminuya la población. Alcanzar semejantes tasas demostraría las ventajas de las reformas ya emprendidas, y ayudaría a crear un círculo virtuoso que respaldaría la próxima ronda de reformas estructurales necesarias para salvaguardar la solidez de la expansión.

Un crecimiento autosostenido en Japón reportaría ventajas significativas a escala mundial. Por ser la segunda economía más grande del mundo, ello redundaría en beneficio de Asia y de la economía mundial, y ayudaría a equilibrar la expansión internacional y a reducir los actuales desequilibrios mundiales en cuenta corriente. Aunque el camino recorrido ha sido largo, Japón está actualmente en condiciones de coadyuvar a crear una economía mundial estable y dinámica. ■

Daniel Citrin es Subdirector del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI. Alexander Wolfson, actualmente Director de Citigroup Inc. de Global Country Risk Management, fue Economista del Departamento de Asia y el Pacífico entre 2001 y 2005.

Referencias:

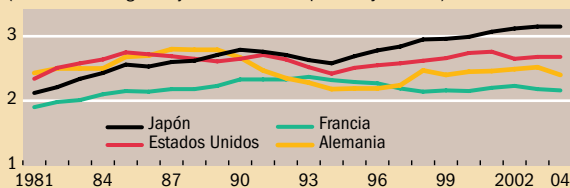
- Fondo Monetario Internacional, 2005a, Japan: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation (Washington).
- , 2005b, "Recovery of Japanese Firms", en Japan: Selected Issues (Washington), págs. 28–39.
- Koll, Jesper, 2005, "Japan Is Back, for Real This Time", Far Eastern Economic Review, vol. 168 (octubre), págs. 11–5.

Gráfico 6

Invertir en el futuro

Japón gasta en investigación y desarrollo más que sus competidores.

(Gasto en investigación y desarrollo como porcentaje del PIB)



Fuentes: Ministerio de Hacienda de Japón y cálculos del personal técnico del FMI.