

La larga crisis de la economía japonesa

Angel Vilariño

1. Introducción

Hasta el comienzo de la década de los años noventa la economía japonesa estaba considerada una de las grandes potencias, serio rival de Estados Unidos. Dotada de rasgos originales que eran objeto de intensos estudios en cuestiones como los métodos de producción, los sistemas de calidad, la participación de los trabajadores en las empresas, los sistemas de remuneración y los métodos de administración empresarial era ejemplo paradigmático, como posible modelo a seguir, para otras economías menos desarrolladas. El largo período comprendido entre los primeros años cincuenta y finales de los años ochenta, casi cuarenta años, la economía japonesa había disfrutado de altas tasas de ahorro e inversión, consiguiendo en primer lugar, la reconstrucción del país y posteriormente, que el nivel de renta per cápita se situase en los niveles más altos del mundo. Otra de las principales características del modelo de crecimiento seguido por la economía japonesa es su singular mercado de trabajo, en el que existe una fuerte vinculación de los trabajadores y empleados con la empresa, tanto en términos de larga permanencia en la empresa, como por el desarrollo de sistemas de participación dirigidos a creación de conocimientos que posteriormente se materializaban en productos, servicios y sistemas; es lo que algunos autores¹ llaman el “conocimiento organizacional”.

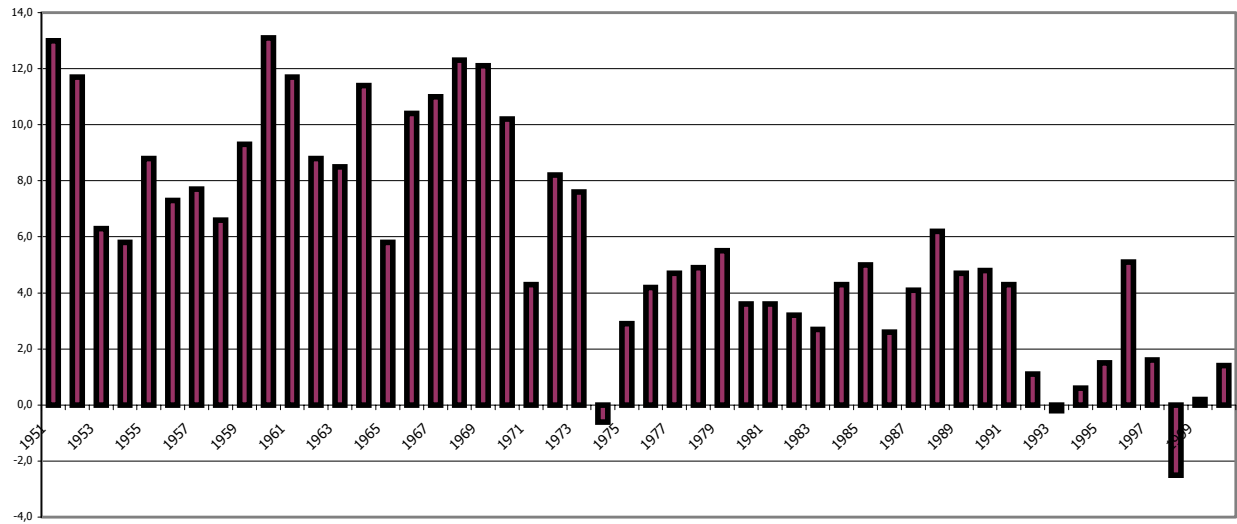
En el ámbito de las relaciones con el exterior la economía japonesa ha registrado un fuerte superávit por cuenta corriente, basado en una agresiva política de exportaciones, que permitía la expansión productiva, comercial y financiera de las empresas y bancos japoneses fuera de sus fronteras. Y en el núcleo de este modelo ha existido un gobierno activista, que diseñaba la política industrial, tutelaba a las grandes empresas y conglomerados financieros, ponía trabas a la entrada de productos, empresas y capitales en los mercados internos y era capaz de aplicar políticas macroeconómicas, monetaria y fiscal, capaces de asegurar un marco estable a la actividad económica.

En el período 1951-1970 la tasa media anual de crecimiento del PIB fue 9,6%. Y en la década 1971-1980, a pesar de las fuertes perturbaciones financieras y energéticas que ocurrieron en la economía mundial, la tasa media de crecimiento fue 4,5%. En el comienzo de los años ochenta parecía que el modelo comenzaba a agotarse y un cierto grado de pesimismo se apoderó de los agentes económicos. Sin embargo, a partir de 1986 volvió la confianza y durante cuatro años, 1987-1990, la

¹ Nonakay y Takenchi (1999)

economía japonesa creció con fuerte dinamismo en un ambiente de euforia económica. El auge fue especialmente espectacular en los mercados bursátil e inmobiliario, aunque la onda expansiva también estuvo presente en los mercados de activos industriales. La tasa media de crecimiento de estos años rondó el 5% y el crecimiento de la inversión productiva recordó la época de alto crecimiento.

Japon: Tasa anual de crecimiento del PIB



Pero al final de este período, en 1990, se produjo el derrumbe de los precios de las acciones y más adelante también cayeron con fuerza los precios inmobiliarios. Con este preámbulo se inició una larga etapa de bajo crecimiento económico, atonía inversora, una gravísima crisis bancaria, crecientes y persistentes déficits públicos, crecimiento exponencial de la deuda pública y tendencia creciente de paro. Durante más de diez años los diferentes gobiernos han aplicado fuertes estímulos monetarios y fiscales, sin que la economía haya dado muestras de recuperación, salvo una breve respuesta, en 1996. El crecimiento medio en la década 1991-2000 ha sido un poco más del 1%, dentro de un proceso que no ha sido lineal y cuyas etapas diferenciadas analizaremos más adelante.

2. La burbuja financiero-inmobiliaria en la segunda mitad de los años ochenta

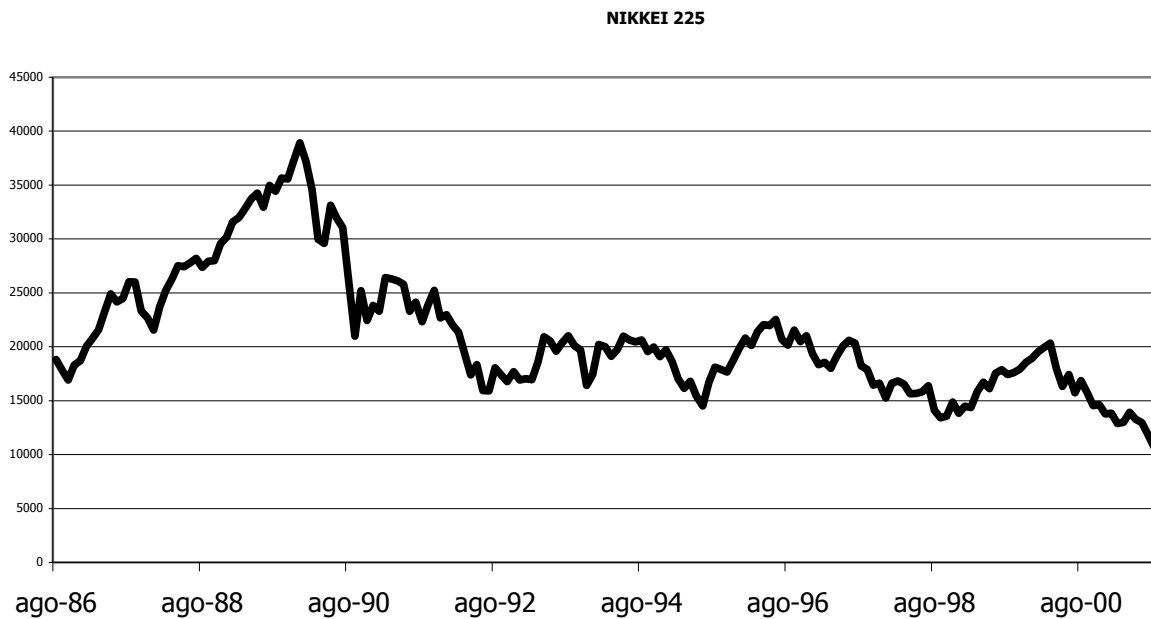
A partir de 1986 se conjugaron diversos factores que favorecieron un clima económico de gran optimismo.

- a) Rápido aumento de los precios de las acciones.
- b) Fuerte revalorización de los activos inmobiliarios.
- c) Incremento notable de la oferta monetaria y del crédito.

- d) Fuerte expansión de la actividad económica.
- e) Creciente superávit de la balanza por cuenta corriente y consolidación de la posición económica y financiera internacional.
- f) Restricciones a la política monetaria derivadas de la política y las relaciones con Estados Unidos.

a) Rápido aumento de los precios de las acciones

El índice Nikkey 225 de la Bolsa de Tokyo creció desde los 13.000 puntos a finales de 1985 a los 39.000 puntos en diciembre de 1989. La revalorización anual a lo largo del período considerado ascendió al 31%, rentabilidad muy por encima de los tipos de interés a largo plazo de los bonos del gobierno japonés que en aquellas fechas se situaron en torno al 5%. También fue notable la diferencia entre la Bolsa de Tokyo y las principales bolsas internacionales ya que la rentabilidad de la bolsa japonesa mostró un diferencial positivo respecto a las bolsas estadounidenses. Además, la caída de la bolsa de Nueva York, en octubre de 1987, que repercutió en todas las bolsas del mundo, también afectó a la bolsa nipona, pero registró una pronta recuperación, alimentado de este modo el optimismo reinante.



El PER² pasó de un valor medio de 21, registrado durante la primera mitad de la década de los años ochenta, a un valor cercano a 40 a finales de 1989, y en dicha fecha la capitalización del mercado de

² PER, *price earnings ratio*, es el ratio entre el precio de la acción y el beneficio esperado que como no es observado debe estimarse. En muchos casos el PER publicado corresponde a los beneficios actuales lo que en cierta medida desvirtúa el concepto.

acciones de Tokyo representó el 40% del total mundial. Estas diferentes señales, con el telón de fondo común de fuertes revalorizaciones, podrían haber planteado algunos interrogantes a los inversores sobre la sostenibilidad de los precios, y la posibilidad de un fuerte recorte, pero la cuestión no era tan sencilla ya que la valoración de las acciones está lejos de ser una teoría precisa. Desde una aproximación fundamental el precio de una acción iguala el valor actual de los dividendos futuros, y bajo determinadas hipótesis, es posible expresar el precio como una función de los dividendos estimados para el próximo período, y un factor de descuento que a su vez es función de variables como: el tipo de interés de los bonos del gobierno, el tipo impositivo medio, la prima de riesgo asignada a la acción y la tasa de crecimiento estimada para el crecimiento de los dividendos. Cuando se producen fuertes incrementos de los precios de las acciones es frecuente buscar en las anteriores variables una posible explicación. Los descensos de tipos de interés, tipos fiscales y prima de riesgo influyen favorablemente en el precio, al igual que el aumento de la tasa esperada de crecimiento de los beneficios, y a partir de ahí, de los dividendos. En el caso de la Bolsa de Tokyo es cierto que sí se produjeron recortes en los tipos de interés, y que el ambiente de euforia económica facilitaba la estimación de generosas tasas de crecimiento de los beneficios futuros. En cuanto a la prima de riesgo asignada a los valores negociados es difícil la estimación desde el punto de vista microeconómico, aunque probablemente influye en su determinación las fuertes revalorizaciones de los activos, que producen una situación financiera más holgada, y la propia expansión de la burbuja, que favorece las visiones optimistas. Pero además de buscar en la aproximación fundamental las claves para valorar el precios de las acciones hay que tener en cuenta otros factores que facilitan la presión alcista sobre los precios. Las caídas de rentabilidad de los activos de renta fija no sólo actúan a través de los factores de descuento, sino que también provocan flujos de fondos que buscan mayores rentabilidades, y esos flujos son potenciados y alimentados con la creación de liquidez y la expansión del crédito. Contrastar la existencia de una burbuja, antes de que estalle, no es tarea fácil debido a que es necesario adoptar un determinado modelo de valoración que determine el precio “racional” y respecto al cual poder medir las desviaciones de los precios de mercado y los factores que lo explican. Pero como se ha señalado, en cualquier modelo de los utilizados intervienen estimaciones de los valores que tomarán variables en el futuro y parámetros que no son observados directamente, ni siquiera *ex post*. A esto hay que añadir la existencia de agentes heterogéneos y por ello la necesaria inclusión de ciertas hipótesis sobre el comportamiento agregado de sus decisiones. Como ocurre en otros casos, el contraste de la hipótesis central no se puede separar del contraste del resto de hipótesis necesarias para poder hacer operativo el modelo.

b) Fuerte revalorización de los activos inmobiliarios.

Las estadísticas de los cambios de los precios inmobiliarios de las principales áreas urbanas nos permiten observar un ritmo impresionante de crecimiento en los años comprendidos entre 1986 y 1990, como se recoge en el Cuadro 1.

Cuadro 1. Crecimiento anual de los precios inmobiliarios³

	Área de Tokyo	Área de Osaka	Área de Nagoya
1987	57,1%	5,7%	2,4%
1988	24,1%	26,9%	13,0%
1989	2,7%	37,3%	14,8%
1990	11,0%	48,2%	23,7%

En las áreas urbanas de Tokio y Nagoya los precios casi se duplicaron en cuatro años, mientras que en Osaka, se triplicaron. Estos crecimientos contrastan con el comportamiento de los precios de consumo cuyo índice registró una tasa anual del 0,1% en 1987.

c) Incremento notable de la oferta monetaria y del crédito.

El agregado monetario M2 + CD⁴, que es objeto de especial atención por parte del Banco de Japón como representativo de la liquidez del sistema, creció bastante más que el crecimiento nominal de la economía. En el Cuadro 2 se recoge la evolución en tasa anual del agregado monetario, el crecimiento del PIB real, las tasa de inflación medida mediante el IPC y la diferencia entre el crecimiento del agregado monetario y la suma del crecimiento real y la tasa de inflación.

Cuadro 2. Crecimiento monetario y crecimiento nominal⁵

	1987	1988	1989	1990
1. M2 + CD	10,4%	11,1%	9,9%	11,7%
2. PIB	4,2%	6,2%	4,8%	5,1%
3. IPC	0,1%	0,7%	2,3%	3,1%
1-2-3	6,1%	4,2%	2,8%	3,5%

³ Instituto Estadístico de Japón.

⁴ M2 está integrado por el efectivo en manos del público, los depósitos a la vista y los depósitos a plazo, mientras que CD denomina los certificados de depósito que son depósitos negociables.

⁵ Banco de Japón e Instituto Estadístico de Japón.

Se puede concluir que el crecimiento nominal de la liquidez del sistema creció muy por encima del crecimiento nominal de la actividad económica; y la contraparte parcial en los balances bancarios de la citada liquidez, el crédito concedido por el sistema a empresas y hogares, creció en el período 1986-1989 a una tasa media anual del 14,4%.

Una parte importante de este crecimiento se dirigió al sector inmobiliario financiando la construcción y la compra, a precios crecientes, de los inmuebles, tanto para uso de vivienda como con finalidad comercial e industrial.

Otro índice de la importancia del crecimiento del crédito lo proporciona el ratio entre crédito y PIB. Entre 1980 y 1990 el ratio creció en Japón un 139% mientras que en Estados Unidos y en Reino Unido el crecimiento fue un 57% y un 70% respectivamente. Hay que añadir que en 1980 el grado de bancarización de la economía japonesa era muy alto por lo que los datos anteriores no significan la recuperación de ningún retraso histórico sino, por el contrario, su profundización. El crecimiento de los agregados monetarios se produjo en un contexto de tipos de interés a la baja ya que los tipos de interés oficiales del Banco de Japón habían alcanzado un máximo en marzo de 1980, un 9%, como resultado de la política monetaria antiinflacionista de finales de los años setenta. A partir de ese nivel el Banco de Japón realizó sucesivas reducciones hasta alcanzar un mínimo de 2,5% el 23 de febrero de 1987, tipo de interés que mantuvo hasta el 31 de mayo de 1989, día en el que subió al 3,25%. Sin duda estos niveles de tipos, y el crecimiento monetario ya comentado, alimentaron tanto el crecimiento económico como la financiación de las fuertes revalorizaciones bursátiles e inmobiliarias.

d) Fuerte expansión de la actividad económica.

El período de expansión, hasta febrero de 1991 (51 meses), fue el segundo período más largo de expansión desde finales de 1960. El PIB creció una media del 5,5% y la producción industrial un 7,2%. Se produjo un fuerte crecimiento de la inversión privada en activos fijos, que alcanzó un 20% del PIB, un nivel comparable al de la etapa de alto crecimiento de los años sesenta y también un fuerte crecimiento en inversión en viviendas y en el consumo de bienes duraderos. En contraste con estos datos, después del estallido de la burbuja, la economía conoció 32 meses (febrero de 1991 a octubre de 1993) de bajo crecimiento, el segundo período más largo desde el choque de los precios del petróleo (febrero 1980 a febrero de 1983). El crecimiento medio del PIB fue un 0,8% y la producción industrial cayó un 5,2% anualmente.

En el período 1986-1990 la productividad creció a una tasa media del 5,6%, que combinado con aumentos moderados de los salarios reales, tuvo el efecto de conseguir reducciones de los costes laborales unitarios cercanas al 3% en los años 1987 y 1988. Esto dinamizó la generación de beneficios actuando como fuerte estímulo a la inversión privada.

e) Creciente superávit de la balanza por cuenta corriente y consolidación de la posición económica y financiera internacional.

La capacidad exportadora de la economía japonesa se desarrolló con un fuerte dinamismo y el superávit por cuenta corriente fue casi simétrico al déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Japón se convirtió en uno de los países con mayores inversiones en el exterior, localizadas en Estados Unidos, Europa y países asiáticos de su entorno. Esas inversiones se materializaron, una gran parte, en títulos del Tesoro de Estados Unidos, también en participaciones empresariales, en algunos casos filiales exteriores de las propias empresas japonesas, y en menor medida, en inversiones bursátiles en acciones. Al mismo tiempo que protagonizaba esa expansión internacional, la economía japonesa siguió siendo un coto cerrado para las inversiones extranjeras, especialmente en el caso de inversiones directas en empresas japonesas, aunque abierta a las inversiones en cartera. La Bolsa de Tokyo se convirtió en un centro financiero internacional de primer orden situación que reforzó, en aquellas fechas, la autoconfianza de los inversores japoneses en su potencial económico.

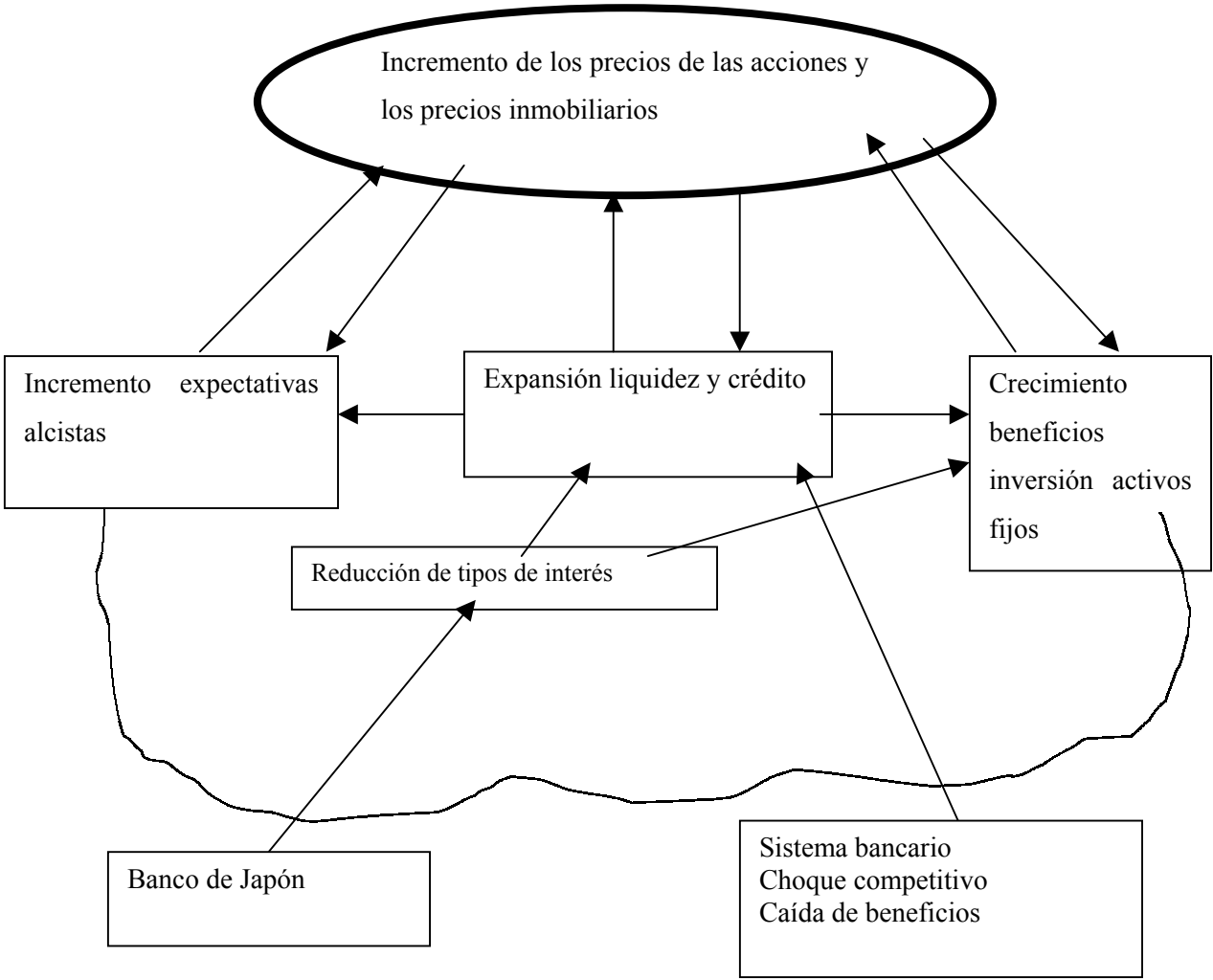
f) Restricciones a la política monetaria derivadas de la política y las relaciones con Estados Unidos. Según analistas del Banco de Japón la política monetaria implementada en el período de la burbuja fue el resultado de un compromiso entre los criterios propios de las autoridades monetarias japonesas y las exigencias de lo que ellos llaman la “agenda política”, es decir, los compromisos de coordinación con la política económica de Estados Unidos. De los cinco movimientos de tipos de interés realizados entre 1989 y 1990, sólo reconocen como propio el primero, realizado el 31 de mayo de 1989; los dos siguientes, en octubre y diciembre del mismo año, respondieron a exigencias de coordinación con la Reserva Federal de Estados Unidos, y fueron movimientos simultáneos en ambos países. Los otros dos, en marzo y agosto de 1990, se realizaron en el contexto de los acuerdos del G-7. El telón de fondo de las exigencias de coordinación fue el tipo de cambio del yen con el dólar, las recomendaciones de un yen fuerte y, en concreto, las presiones de las autoridades de Estados Unidos para que Japón abriera su economía tanto a las exportaciones de otros países como a la participación de empresas extranjeras en sus empresas.

3. La dinámica de la burbuja

En el núcleo de cualquier burbuja financiera se encuentra siempre la formación y retroalimentación de fuertes expectativas alcistas sobre los precios de ciertos activos financieros, que más adelante se revelan insostenibles y que caen bruscamente con el cambio de sentimiento de los inversores. No todos los agentes participan de las mismas expectativas y con la misma intensidad, debido a que disponen de diferentes conjuntos de información y poder de mercado, pero existe un número de

agentes con la suficiente capacidad para marcar la tendencia del mercado. En el caso de Japón varios factores alimentaron el proceso de formación y retroalimentación de las expectativas alcistas. En primer lugar, la finalización de una etapa de altos tipos de interés y el comienzo de una nueva etapa con descenso de la inflación y reducción de tipos de interés, circunstancia que supone casi siempre un buen empujón al alza de los precios de las acciones. Si además existe la ayuda del crecimiento de la productividad y la reducción de costes laborales unitarios, entonces están en juego todos los factores positivos que favorecen el alza; esta situación es la propia de la fase alcista del ciclo económico. En el caso japonés se añadió un tratamiento fiscal favorable y la reducción de tipos de interés citada para empujar, también al alza, los precios inmobiliarios. Pero en esta fase del proceso entraron en escena los bancos, con políticas muy agresivas como respuesta al choque competitivo, erosión de los márgenes y caída de los beneficios, que estaban sufriendo. Mediante el crecimiento del volumen del balance, y en particular mediante el crecimiento del crédito, intentaron compensar las tendencias negativas citadas. Bajo una gran presión competitiva entraron en nuevos segmentos de clientes, asumiendo riesgos de los que tenían poca experiencia y privilegiando la valoración de las garantías y los colaterales más que la calidad intrínseca de los prestatarios. La fuerte expansión del crédito financió el crecimiento del consumo y la inversión de las empresas, pero también las compras apalancadas de acciones, las adquisiciones inmobiliarias y la construcción. Y entonces la retroalimentación apareció por varias vías. La revalorización de las acciones y de los inmuebles alimentó expectativas optimistas y aumentó el valor de las garantías y los colaterales, facilitando un aumento del endeudamiento de los hogares y las empresas. Además otra particularidad del sistema financiero japonés es la amplia participación accionarial en empresas no financieras, que al revalorizarse, generaron plusvalías no realizadas que, parcialmente, podían utilizarse para la mejora de los ratios de capitalización de los bancos, con lo que les facilitó hacer frente a las necesidades crecientes de recursos propios derivados del crecimiento de los riesgos en balance, a su vez consecuencia de la expansión crediticia. Por último, las mayores facilidades para la financiación de los inversores, gracias a menores tipos de interés, mayor valor de sus garantías y la política de oferta de crédito de las entidades financieras, fue otro factor que fomentó las expectativas alcistas, ya que las facilidades de financiación tienen el efecto de relajar la restricción presupuestaria, y puede relacionarse con la reducción de la aversión al riesgo que muestra fuertes vínculos con la situación patrimonial de los inversores. Por último, parece verosímil aceptar, en base a los acontecimientos posteriores, que el Banco de Japón no tenía los elementos de control necesarios para asegurar una adecuada supervisión del sistema bancario. Una de las pruebas está en las enormes dificultades, que una vez estallada la burbuja, han existido para conocer la situación

real de pérdidas originadas por los créditos en situación de morosidad, y la incapacidad y/o la falta de voluntad para tomar medidas drásticas ante la grave crisis bancaria.



4. La crisis bancaria

Uno de los pilares del modelo económico japonés es el llamado sistema del banco principal que está construido sobre un conjunto de prácticas, la mayoría informales, y sobre otras que son producto de reglamentaciones, y que vinculan a las empresas con los bancos, a los bancos entre si, y a los bancos con las autoridades monetarias. El sistema intenta obtener la minimización de las asimetrías de información presentes en las relaciones financieras, y en especial, en las relaciones de crédito.

Los bancos principales son bancos comerciales en el caso de grandes empresas, y bancos regionales en el caso de las de tamaño medio.

La influencia sobre las empresas de los bancos principales es muy grande. El banco principal de una empresa generalmente es uno de sus principales accionistas, por lo que esta posición le permite acceder a una información esencial desde el punto de vista del riesgo de crédito. Las relaciones de las empresas con su banco tienen como núcleo las relaciones de crédito, pero también son muy importantes otros servicios bancarios como el sistema de pagos, las cuentas de ahorro y liquidez que se depositan en el banco, la administración de las emisiones de títulos de la empresa, la concesión de garantías bancarias y el asesoramiento financiero. Este conjunto tan estrecho de relaciones proporciona al banco principal información relevante sobre la salud financiera y económica de la empresa, y neutraliza parcialmente los problemas de información asimétrica y azar moral. Además, asegura una situación de monopolio en el suministro de servicios financieros. Como contrapartida, el banco principal asume el salvamento de empresas en dificultades con el diseño de programas de refinanciación o incluso dirige la liquidación.

En el sistema del banco principal existen fortalezas y debilidades. Las fortalezas más citadas son la minimización de los riesgos derivados de la asimetría de la información, reducción de los costes de agencia, minimización de las primas de riesgo y la obtención de financiación fluida por parte de las empresas. También la relación a largo plazo entre el banco principal y la empresa favorecía una financiación a largo plazo de los proyectos de inversión de la empresa y de sus planes de crecimiento. Las debilidades aparecieron cuando el sistema sufrió un choque competitivo y afloraron las carencias en materia de análisis de riesgos; también las situaciones de falta de transparencia favorecieron prácticas incorrectas. Además, las empresas japonesas tenían ratios de endeudamiento muy superiores a los de sus homólogas extranjeras resultado de la relación monopolística con el banco principal. Este mayor volumen de crédito no era percibido por el banco principal como mayor riesgo sino como mayor volumen de negocio. Por último, otra debilidad del sistema era el diseño y la realidad de la regulación, que incidía en cuestiones como la baja capitalización y la opacidad del sistema.

El sistema del banco principal también afectaba al contenido de la supervisión bancaria. Las tareas de supervisión las realiza el Banco de Japón como actividad delegada del Ministerio de Finanzas. En 1998 se reguló la independencia formal del Banco de Japón, pero hasta esa fecha la reglamentación y la supervisión, la política monetaria y la fiscal emanaban del Ministerio de Finanzas. El Ministerio potenciaba relaciones informales con las entidades financieras, buscando el consenso en torno a sus directrices y colocando funcionarios jubilados⁶ en los puestos de dirección

⁶ *Amakudari*, caído del cielo, Guichard (2000)

de las entidades financieras. Las entidades financieras mantenían relaciones fluidas con el Banco de Japón para una adecuada interpretación de su regulación y sugerencias. Bajo el consejo del Ministerio de Finanzas los bancos en dificultades eran salvados por el resto. La regulación sobre los recursos de capital establecía que los capitales propios no podían ser inferiores a un diez por ciento de los depósitos, pero durante los años sesenta y setenta se movió en torno a un seis por ciento, sin que las autoridades monetarias ejercieran ninguna presión sobre los bancos para que cumplieran la regulación. En el cálculo de los recursos propios también se incluían una parte de las plusvalías latentes.

El sistema sufrió un fuerte choque competitivo a mediados de los años ochenta. Hasta 1985 el sistema estuvo muy regulado, con una gran segmentación de las actividades y los clientes, y con nula competencia internacional; a esto se unía unos mercados de capitales estrechos en los que la financiación de las empresas por medio de títulos de deuda era la excepción y, por el contrario, la intermediación bancaria tenía gran peso. Las empresas se financiaban mediante recursos propios, crédito de proveedores y crédito bancario.

Pero la actividad exterior de las grandes empresas japonesas cambió la situación descrita anteriormente. Las grandes empresas comenzaron a emitir deuda en los mercados internacionales de capitales, a veces bajo la dirección de bancos de inversión no japoneses, y también obtuvieron financiación bancaria de los grandes bancos internacionales. Estos hechos modificaron notablemente el statu quo, ya que la financiación bancaria interna se redujo notablemente en este segmento de empresas. La burbuja financiera también ejerció influencia en las formas de financiación, ya que favoreció las ampliaciones de capital. El mercado de bonos privados comenzó a tener cierto nivel de desarrollo, por lo que se unieron varios factores que empujaban en el mismo sentido: la pérdida de importancia de la financiación bancaria. El resultado fue un duro choque competitivo en el sector bancario. Cada grupo de entidades que anteriormente ocupaba una determinada cuota de mercado vio invadido su campo por nuevos competidores que buscaban recuperar, por medio de sus nuevas actividades, el volumen de negocio perdido. Los grandes bancos que financiaban grandes empresas, y habían perdido una parte importante de cuota de mercado en ese segmento, buscaron en la financiación de las pequeñas y medianas empresas, y en el mercado hipotecario, la compensación adecuada. Pero esta política, por una parte, enfrentó a las entidades a riesgos para los que no estaban preparadas, y por otra, empujó a otras entidades financieras a un desplazamiento similar, obligándolas a buscar nuevos clientes y negocios. La liberalización de los tipos de interés fue otro de los hechos que impactó en el sistema bancario, y generó una nueva situación de competencia por el pasivo bancario y presionó a la baja sobre los márgenes financieros. El resultado de estos importantes cambios en el entorno competitivo se tradujo en políticas de fuerte

expansión crediticia en nuevos segmentos de clientes, de los que las entidades financieras tenían poca experiencia de análisis del riesgo.

5. Las etapas de la crisis⁷

1991-1993.

El desplome de los precios de las acciones se produjo a lo largo de 1990, con caídas de amplitud desconocida en la bolsa japonesa. El índice Nikkei 225 cayó un 40% desde el máximo⁸ alcanzado en diciembre de 1989. Sin embargo, como ya se ha señalado, el Banco de Japón subió los tipos de interés en marzo y agosto ya que la preocupación de la autoridad monetaria estaba situada en la contención de la inflación y no en los efectos que la caída de las acciones ejercía sobre la actividad económica y la salud financiera de los bancos. Además, la actividad económica continuó fuerte durante 1990 con un crecimiento del PIB del 5,1% por lo que la percepción de la situación no era tarea fácil para las autoridades monetarias y más aún teniendo en cuenta el retraso con el que las variables macroeconómicas son observadas. El ciclo de inversión entró en la fase bajista, y a partir de 1991 el Banco de Japón cambió el signo de la política monetaria mediante reducciones sucesivas de los tipos de interés. El Gobierno instrumentó una política fiscal expansiva con fuerte apoyo en la inversión pública y en la reducción de los tipos impositivos. En los primeros meses de menor crecimiento económico el diagnóstico de la situación realizado por las autoridades económicas apuntaba al inicio de un ciclo de negocios típico, sin que nadie vaticinara el inicio de una larga etapa recesiva; aunque el desplome de los precios bursátiles era ya una realidad y se iniciaba la caída de los inmobiliarios, la situación no se consideraba dramática. Los problemas de los créditos insolventes comenzó a aflorar, aunque en este caso la debilidad de los sistemas de supervisión y control de las autoridades monetarias les impidió tener una visión precisa de la magnitud del problema que se estaba gestando.

1994-1996.

En este período los estímulos fiscales alcanzaron un nivel record. El saldo de la deuda pública en circulación comenzó una senda creciente, y en 1996 el ratio de deuda sobre el PIB se elevó al 80,5%, mientras que cuatro años antes no superaba el 60%. Este cambio en el endeudamiento tuvo como motor el creciente déficit público, que en términos de ratio sobre el PIB rozó el 7% en 1996. El Banco de Japón continuó adelante con la reducción de tipos de interés, y la preocupación por la

⁷ Mori, Shiratsuka y Taguchi ()

⁸ En septiembre de 2001 pero antes del día 11, el valor del índice acumulaba una pérdida del 75% desde el máximo citado.

fuerte apreciación que estaba teniendo el yen le llevó a facilitar liquidez en exceso a las entidades financieras. El Gobierno tomó algunas importantes medidas para aumentar la competencia en el sector de las telecomunicaciones, y como fruto de todas estas iniciativas la actividad económica tuvo un fuerte y único repunte en 1996, no sostenido en la recuperación de la inversión privada, sino en los fuertes estímulos fiscales y monetarios. También se produjeron avances informativos sobre la verdadera magnitud de los préstamos insolventes, con lo que la grave dimensión del problema empezó a verse con cierta nitidez. En octubre de 1995 los bancos japoneses eran penalizados en las operaciones interbancarias realizadas con otros bancos con primas de riesgo en torno a los 50 puntos básicos.

1997-2000.

Después del repunte económico del año 1996 el gobierno, ante la magnitud que había alcanzado el déficit público y la deuda, inició un cambio en la política fiscal con un aumento de los tipos impositivos sobre el consumo. Los resultados de 1996 fueron interpretados como el inicio de la recuperación económica y por lo tanto las autoridades consideraron necesario cambiar la orientación de la política monetaria y fiscal. Sin embargo, en julio de 1997, se inició la crisis asiática con la caída de la divisa tailandesa. Aunque al comienzo no se vieron con claridad los hechos y el alcance real de lo que estaba ocurriendo, la propagación del problema a Corea del Sur en el otoño de dicho año, y las primeras sacudidas en los mercados financieros internacionales, propagó la onda depresiva a la economía japonesa que fue alcanzada por varios canales.

En primer lugar, la componente financiera y bancaria de la crisis tuvo un efecto desestabilizador sobre los ya debilitados bancos japoneses y la desconfianza de los ahorradores e inversores japoneses sobre su sistema bancario aumentó, potenciada por la quiebra de importantes entidades. En los mercados interbancarios internacionales la prima de riesgo para los bancos japoneses llegó en algún momento a alcanzar los 100 puntos básicos. La respuesta del gobierno fue echar marcha atrás en el intento de recuperación fiscal e instrumentó un nuevo paquete fiscal, junto con la inyección de fondos públicos a los bancos, dado que los niveles de capitalización, al tener en cuenta las estimaciones que iban aflorando sobre las pérdidas de crédito, situaban a muchas entidades en situación de quiebra técnica. También aumentó la inversión pública aunque sin poder compensar la fuerte caída de la inversión privada en activos fijos.

Otro de los canales de propagación de la crisis asiática fue a través de la contracción de las exportaciones de Japón. El año 1997 se cerró con un crecimiento económico del 1,6% que devolvía a la economía al perfil de bajo crecimiento de los años anteriores. A partir de 1997 el Banco de Japón instrumentó la política de tipos de interés cero, aunque nominalmente no interviene con un

tipo nulo, acompañada de una política de suministro de exceso de liquidez para que los bancos tuvieran una situación holgada.

A la expansión fiscal se añadió un sistema de garantías públicas para préstamos a pequeñas y medianas empresas dado que la contracción del crédito de los bancos estaba siendo especialmente dura para el segmento de pequeñas y medianas empresas.

6. El mercado de trabajo⁹

El llamado sistema de empleo japonés se caracteriza por la existencia de relaciones de empleo a largo plazo, y salarios basados en la antigüedad. Estas características parece que son confirmadas con los datos al comparar la situación de Japón con la de otros países.

a) En cuanto a la duración del empleo, para la media de los trabajadores, es más alto en Japón que en Estados Unidos y Reino Unido. Según datos de la OCDE, en 1995 la media de años de trabajo en la empresa se situó entre 11 y 12 en Japón, entre 10 y 11 en Alemania y Francia, en torno a 8 en Reino Unido y Canadá y un poco más de 7 en Estados Unidos. Como complemento de estos datos el porcentaje de trabajadores con menos de una año de duración en la empresa no llegaba al 7% en Japón superaba el 25% en Estados Unidos y tomaba valores intermedios entre ambos países en los casos de Alemania (10%), Francia (15%), Reino Unido (20%) y Canadá (24%).

b) Respecto a las comparaciones salariales basadas en la antigüedad, la escala salarial en función de los años de trabajo tiene una pendiente más pronunciada en Japón que en Estados Unidos, Reino Unido, Francia y Alemania.

Sin embargo, desde los años 80 se observaron algunos cambios. En primer lugar una cierta bipolarización en la movilidad de los trabajadores, aunque en el segmento de edad media y alta la movilidad seguía siendo muy baja, mientras que en el segmento de edad joven la movilidad ha llegado a ser muy alta. También en el segmento joven comenzó a cambiar la regla de incremento salarial según el aumento de la edad que dieron lugar a períodos de estancamiento salarial.

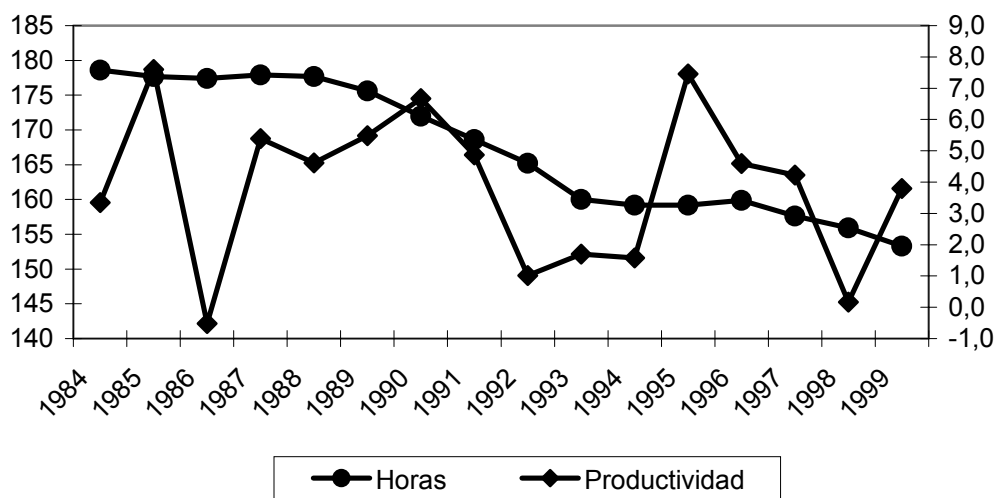
La tasa de paro muestra una tendencia creciente desde 1970, en cuyo año se situó en el 1%, hasta un 2,5% en 1988. Posteriormente se redujo algo durante el boom económico, y alcanzó el 5% en el 2000. La alta inversión en habilidades y formación de los trabajadores ha hecho muy ilíquidos los mercados de trabajo en Japón. En la tasa de paro juega un papel importante el colectivo de personas desanimadas, que abandonan el mercado de trabajo, y que en Japón este colectivo ha crecido con fuerza desde 1993; aproximadamente medio millón en el caso de los hombres y un millón para las mujeres. La tasa de paro incluyendo este contingente adicional de desanimados estaría cerca del 10% (6 a 7% para los hombres y entre el 12 y 14% para las mujeres)

⁹ Hattori y Maeda (2000)

A lo largo de la etapa de estancamiento la respuesta de los empresarios se ha caracterizado, además de por una menor demanda de asalariados, por la reducción de las horas de trabajo, la extensión del trabajo a tiempo parcial, la creación de menos puestos para las personas recién graduadas y el incremento de transferencias temporales de trabajadores entre empresas.

En el gráfico 3 se recoge la evolución de las horas de trabajo por mes (escala izquierda del gráfico) y la tasa anual de crecimiento de la productividad (escala derecha). Entre 1989 y 1999 las horas trabajadas han retrocedido a un ritmo medio anual del $-1,33\%$ por lo que este hecho ha sido un importante factor de ajuste en el mercado de trabajo, influyendo en la contención del deterioro de la tasa de paro y favoreciendo el crecimiento de la productividad, que en el mismo período señalado creció a una tasa media anual del $3,8\%$, lo que supone un registro bastante aceptable, teniendo en cuenta la situación de estancamiento económico. Por otra parte los salarios reales crecieron, pero a un ritmo inferior al de la productividad, por lo que en el período, los costes laborales unitarios descendieron en media. El efecto final ha sido favorable al mantenimiento de la tasa de beneficios aunque estos han disminuido en volumen. Respecto a la productividad es necesario matizar que el crecimiento obtenido mediante la reducción de las horas de trabajo, consecuencia del menor ritmo de actividad, tiene un carácter defensivo muy alejado del crecimiento de la productividad vinculada al progreso técnico y a las nuevas inversiones en bienes de equipo.

Horas trabajadas y crecimiento de la productividad



Otra de las respuestas de los empresarios para hacer frente a la crisis ha sido el aumento de los trabajos a tiempo parcial. En el año 2000 el porcentaje de las personas empleadas a tiempo parcial

fue el 22% del total, frente al 12% en 1985; gran parte de este incremento está vinculado a la incorporación de las mujeres al mercado de trabajo. Desde 1986 se ha incrementado la fuerza laboral de las mujeres en 5,6 millones, mientras que en el caso de los hombres fue en 3,7 millones; sin embargo, de los 5,6 millones de mujeres que accedieron al mercado de trabajo, 4,3 millones lo hicieron mediante trabajos a tiempo parcial. El 42% del empleo de las mujeres era a tiempo parcial en el año 2000.

En Japón la distinción entre trabajo a tiempo parcial y trabajo a tiempo completo no se identifica exclusivamente con menores horas de trabajo. El trabajo a tiempo completo significa: salarios basados en la antigüedad, empleo estable (contratos de larga duración), aprendizaje y formación en el trabajo, además de diversas formas de protección en el empleo. En 1995 el 16% de los trabajadores a tiempo parcial trabajaron igual número de horas que los trabajadores a tiempo completo. Uno de los elementos diferenciadores se encuentra en los salarios. El diferencial entre los salarios de los trabajadores a tiempo completo y los salarios a tiempo parcial ha ido aumentando desde 1986 hasta la actualidad, y sin embargo, la demanda por parte de las empresas de este último excede a la oferta, lo que tendría que haber actuado en el sentido de presionar al alza los salarios. Este aumento de la demanda es básicamente una cuestión de precio ya que un 38% de 13.000 empresas encuestadas respondían que la demanda de trabajadores a tiempo parcial estaba motivada por la necesidad de ahorrar costes laborales. Una posible explicación de la diferencia salarial entre trabajo a tiempo completo y trabajo a tiempo parcial se apoya en aspectos fiscales ya que a partir de un umbral se produce el pago de impuestos por lo que la aceptación de un nivel más bajo del umbral podría estar relacionado con una rentabilidad fiscal del salario. Así, las personas empleadas a tiempo parcial ajustarían las horas y estarían dispuestas a la aceptación de un menor incremento salarial para que el resultado fuese un salario no sujeto a impuestos; pero otra hipótesis sería la influencia que ejercen las condiciones de trabajo en la aceptación de los niveles salariales de las personas retribuidas a tiempo parcial. La posibilidad de poder elegir entre días y horarios favorece la aceptación de salarios más bajos. También es posible que influya la distancia al trabajo, sobre todo en el caso de mujeres que compatibilizan el trabajo externo con el trabajo doméstico, y por último hay que citar la menor capacidad de negociación que suele existir en este segmento del mercado laboral.

7. Los factores explicativos del estancamiento

La formación de la burbuja y el largo período posterior de estancamiento ha sido objeto de numerosas investigaciones que han tratado de discernir cuáles habían sido los factores más relevantes.

La interpretación coyuntural entiende la crisis como una sucesión de choques desfavorables que han sacudido a lo largo del tiempo a la economía japonesa. Consideran que la burbuja es un elemento endógeno y a partir de su estallido aparece la crisis bancaria, la apreciación del yen entre 1991 y 1995, el terremoto de Kobe de 1995, la crisis asiática y en 2001 el debilitamiento de la economía de Estados Unidos. A estos choques se añade las debilidades de la política monetaria que no ha actuó ni con la intensidad necesaria ni con el sentido adecuado.

Otra interpretación pone el énfasis en los aspectos estructurales y en el agotamiento del modelo económico japonés. Los problemas estarían situados, en esta interpretación, en lo inadecuado del sistema de empleo, en la falta de competencia empresarial, en el exceso de intervencionismo estatal, en las debilidades del sistema de regulación y supervisión financiera, y en la necesidad de una apertura profunda de la economía a la entrada de productos y capitales extranjeros.

Una visión intermedia pone el acento en la interrelación entre la crisis financiera y la crisis económica con influencias mutuas, en el contexto de políticas monetarias tímidas y sobre todo al cometer graves errores en el tratamiento de la crisis bancaria.

Según sea una u otra la interpretación de la crisis, así serán las políticas y recomendaciones que se proponen para salir de ella. Desde la óptica de crisis coyuntural como producto de choques exógenos, la solución se busca estimulando la demanda. Esto parece que ha sido básicamente la interpretación realizada desde los sucesivos gobiernos y desde el Banco de Japón. También es cierto que la dimensión de la crisis, su persistencia y la falta de respuesta a los estímulos de las políticas monetaria y fiscal expansivas se ha ido agravando a lo largo del tiempo. En 1996, con la apariencia de recuperación del crecimiento y todavía sin crisis asiática y sin que hubiera aflorado totalmente la grave situación del sector, no era tan fácil realizar el diagnóstico que es posible hacer cinco años después. A esto hay que añadir que siempre es más probable que un gobierno encare una época de dificultades como crisis coyuntural que como estructural, ya que esto último puede cuestionar gran parte de las políticas, y de las instituciones y personas, defendidas hasta esa fecha.

Del conjunto de estos análisis destacan, en mi opinión, los siguientes aspectos:

1. Errores de la política monetaria instrumentada por el Banco de Japón durante el período de formación y expansión de la burbuja, y en una fase posterior, existencia de una trampa de liquidez.
2. Agotamiento del modelo de crecimiento vigente en la economía japonesa desde los años cincuenta.
3. Debilidad del sistema bancario como resultado de la interacción de varios factores: un choque competitivo, la desregulación financiera, deficiente administración de los riesgos y ausencia de una adecuada estructura de control prudencial; además de errores en el diagnóstico de la profundidad de la crisis bancaria y predominio de la política de “comprar tiempo”.

7.1. Errores de la política monetaria instrumentada por el Banco de Japón durante el período de formación y expansión de la burbuja, y en una fase posterior, existencia de una trampa de liquidez.

El propio Banco de Japón reconoció que la política monetaria instrumentada durante los años ochenta favoreció la formación de la burbuja financiera e inmobiliaria. Tanto la creación monetaria, como la política de tipos de interés, favorecieron la expansión del crédito. La creación de liquidez, tanto en términos de base monetaria como medida por el agregado M2+CD, estuvo durante años por encima de la tendencia histórica. El análisis¹⁰ del ratio del agregado monetario respecto al PIB nominal, el inverso de la velocidad de circulación, detecta valores por encima de la tendencia definida en el período 1970-1986, desde 1986 hasta la actualidad. Los tipos de interés¹¹ alcanzaron el 9% el 3 de marzo de 1980, fruto de la política antiinflacionista instrumentada en los años setenta. A partir de dicho nivel fueron descendiendo y en marzo de 1986 se situaron en el 4%. En la mitad de los años 80 la economía japonesa había experimentado una recesión debido a la rápida apreciación del yen después de los acuerdos del Plaza, y el sentimiento de los empresarios y de los consumidores era muy bajista. Sin embargo, este sentimiento cambió de signo significativamente en poco tiempo y ya con la economía en proceso de reactivación, el Banco de Japón realizó nuevas reducciones de manera que el 23 de febrero de 1987 los situó en el mínimo histórico del 2,5%, que mantuvo hasta el 31 de mayo de 1989. A partir de dicha fecha, y con datos y expectativas de la inflación al alza, comenzaron las subidas hasta el 6% el 30 de agosto de 1990.

La posibilidad de que la economía japonesa estuviera atrapada en una trampa de liquidez fue planteada en 1997 por Isabelle Weberpals en un documento de trabajo del Banco de Canadá. Posteriormente, a partir de que Krugman se adhirió a esta idea, se ha desarrollado un debate sobre la existencia o no de la trampa y, en su caso, la forma de superarla. Algunas de las soluciones planteadas se pueden consultar en Svensson¹² y en la bibliografía que este autor cita. Se suele denominar trampa de la liquidez a una situación en la que la política monetaria no tiene efecto ni sobre las variables nominales ni sobre las variables reales. En el caso de Japón la reducción de los tipos de interés a un nivel prácticamente cero (Keynes planteó un 2%) y la inyección masiva de

¹⁰ Mori, Shiratsuka y Taguchi (2001), p. 84.

¹¹ El tipo de interés al que se refiere el texto es la tasa de descuento del Banco de Japón en sus operaciones de inyección de liquidez.

¹² Krugman: una tasa de inflación del 4% durante 15 años. Posen: Una fuerte expansión fiscal, reducción de los tipos impositivos, tasa de inflación del 3% para posteriormente reducirla al 2% a los pocos años y una fuerte depreciación del yen. Meltzer: Recomienda el incremento de la base monetaria para estimular la demanda agregada. Buitier y Panigirtzoglou y Goodfriend plantean introducir un impuesto sobre las reservas y el dinero. McCallum: masivas intervenciones para depreciar la divisa doméstica. Bernanke: objetivo de inflación entre el 3 y 4%, agresivas intervenciones en el mercado de cambios e inyección monetaria.

liquidez no ha conseguido que el crédito concedido por el sistema bancario aumentara, como tampoco ha logrado generar las expectativas inflacionistas que desea para luchar contra la persistente deflación. El anuncio de la política de tipos de interés cero y la inyección creciente de liquidez también habrían actuado, en condiciones “normales”, contra el yen, que sin embargo sufrió una fuerte apreciación respecto al dólar y al euro, aunque posteriormente cedió.

La posibilidad de la trampa de la liquidez fue postulada por Keynes en la *Teoría General*. En el contexto del modelo IS-LM, creado por Hicks en 1937, la trampa de la liquidez corresponde a una situación donde la curva de demanda de dinero tiene pendiente nula en el plano ingreso-tipos de interés, en cuyo caso una expansión monetaria no modifica el equilibrio. En los modelos teóricos de la trampa de la liquidez el énfasis se pone en la demanda de dinero y en los factores que permiten explicar la falta de respuesta de los demandantes finales de dinero a los estímulos monetarios, pero la estructura empresarial no se supone dañada. En particular, el mecanismo de transmisión monetaria, el sistema bancario, no está en una situación crítica, e incluso en muchos modelos teóricos ni siquiera existe, o en todo caso el sistema bancario es un instrumento pasivo, una correa de transmisión de los impulsos monetarios. En el caso de Japón es evidente que formalmente parece que existen las circunstancias para hablar de trampa de la liquidez, dado el nivel de los tipos de interés que nominalmente no pueden bajar y la inyección de liquidez por encima de las reservas requeridas por el sistema, pero lo que está fallando es el mecanismo de transmisión. Los bancos hacen frente a una fuga de depósitos, como ya se ha señalado anteriormente, primer factor que no favorece la expansión del crédito; y por otra parte en situaciones recesivas y con una alta tasa de préstamos morosos, aumenta el racionamiento del crédito debido a la sensibilización de los bancos a los problemas de selección adversa y riesgo moral. Son los bancos los que se niegan a conceder créditos e invalidan así los efectos expansivos de la política monetaria y no la alta elasticidad de la función de demanda de dinero. Este argumento fue desarrollado por Stiglitz desde un punto de vista teórico y encaja bien con los hechos recientes de la economía japonesa. Cuando una economía entra en recesión se incrementa la probabilidad de insolvencia de los prestatarios, con lo que aumenta el riesgo de crédito y se reduce el rendimiento esperado. Esto conduce a una contracción del crédito que puede continuar en una reducción o menor crecimiento del balance, o en una sustitución de créditos por títulos sin riesgo de crédito, como los bonos del Tesoro. Stiglitz argumenta que Keynes tenía una visión muy neoclásica de la inversión ya que establecía el equilibrio en términos de la igualdad de la rentabilidad marginal esperada con el tipo de interés real, ignorando los riesgos y las imperfecciones de mercado.

7.2. Agotamiento del modelo de crecimiento vigente en la economía japonesa desde los años cincuenta.

Bajo la denominación de modelo económico japonés se encierran factores de muy diversa índole que van desde políticas activas de tipo industrial, potenciación de exportaciones y desarrollo de barreras a la entrada de competidores externos, hasta factores culturales y demográficos.

Podemos sintetizar¹³ el modelo económico japonés en los puntos siguientes:

1. Un sistema económico y social que valora la cohesión social y los objetivos colectivos sobre la persecución del bienestar individual, que persigue el consenso antes que el conflicto y que enfatiza la cooperación más que la competencia agresiva; también valora una posición conservadora ante el riesgo.
2. Un sistema económico basado en límites a la competencia con fuertes estructuras oligopolísticas, dotado de activismo gubernamental provisto de una burocracia estable que realiza una amplia regulación de sectores industriales y servicios, y con existencia de licencias que son otorgadas por las autoridades e incluso la necesidad de procedimientos administrativos para la aprobación de ciertas inversiones, ampliación de centros operativos y compras de empresas. Apoyo gubernamental a la consolidación de ciertos grupos económicos de interés.
3. Fuerte regulación e intervención gubernamental en los mercados aunque esa regulación no asegura que el control y la supervisión sean eficientes. Apoyo gubernamental al sistema de banco principal.
4. Régimen de protección de exportaciones y restricciones a las entradas de capital extranjero. Agresiva promoción de las exportaciones con incentivos a las empresas mediante préstamos a bajo tipo de interés y ventajas fiscales que permiten la amortización acelerada de los activos fijos.
5. Un sistema de seguridad en el empleo que apoya las relaciones a largo plazo de los trabajadores con la empresa. Existencia de sistemas de seguridad social, explícitos o implícitos, para los trabajadores.
6. Un sistema de empresas basado en el *keiretsu*, una organización *holding* de empresas y fuertes restricciones a las fusiones y adquisiciones. Intervención del gobierno en reestructuraciones industriales que fomentan el tamaño y las economías de escala. Desde el gobierno se lleva a cabo el diseño de objetivos para las industrias consideradas prioritarias, y desarrollo de políticas específicas (financiación, protección, desarrollo tecnológico).
7. Un proceso de I + D basado más en la innovación de procesos que en la innovación de productos. Mejora de la calidad de los bienes existentes y no tanto la creación de nuevos bienes.

¹³ Roubini (1996), Porter, Takeuchi y Sakakibara (2000)

8. Alta tasa de ahorro que según unas interpretaciones es la expresión de la teoría del ciclo de vida, teniendo en cuenta el patrón de cambio demográfico que tuvo lugar en Japón, y según otros análisis está determinada por la obtención de un patrimonio para generaciones futuras.

9. Gran capacidad de la industria japonesa para adaptarse a los cambios de la demanda mundial: textiles y bienes manufacturados en los cincuenta; electrónica de consumo, acero y buques en los sesenta y setenta; productos ópticos en los ochenta y automóviles y semiconductores en los noventa.

10. Alto nivel de formación profesional y científico-técnica obtenida mediante el sistema de enseñanza reglada y continuada en el seno de las empresas.

Actualmente el gobierno japonés y el Banco de Japón hablan de reformas estructurales y este último no deja de repetir que la política de tipos de interés cero y exceso de liquidez no servirán para nada si no se llevan a cabo dichas reformas. ¿Qué reformas son esas? Se pone énfasis en políticas de oferta con la potenciación de nuevas tecnologías y no políticas de sostén de la demanda. La política fiscal debería enfocarse entonces a favorecer las inversiones de las empresas en I+D y no en reducción de tipos fiscales para animar el consumo. También se aboga ahora por la necesidad de llevar a cabo reestructuraciones industriales.

7.3. Debilidades del sistema bancario, resultado de la interacción de un choque competitivo, la desregulación financiera, deficiente administración de los riesgos y ausencia de una adecuada estructura de control prudencial. Errores en el diagnóstico de la profundidad de la crisis bancaria y dominio de la política de “comprar tiempo”

Se partió de una situación inicial de endeudamiento excesivo debido al estallido de la burbuja y a la pérdida de patrimonio, bursátil e inmobiliario, de muchos inversores. Esta situación conduce inicialmente a una menor demanda de crédito por parte de consumidores y en algunos casos, por las empresas, aunque tienen una situación contradictoria ya que se paralizan o ralentizan proyectos de inversión pero aumentan las necesidades de financiar el circulante ante la contracción de la demanda.

Pero por el lado de la oferta de crédito también se produce una contracción motivada por los siguientes factores: La sensibilidad al riesgo aumentó al producirse el aumento de la morosidad y los bancos reaccionaron siendo más selectivos con los créditos concedidos, buscando mejor calidad crediticia. Pero existen otros dos factores de gran calado que afectaron a la oferta de crédito. El primero se sitúa en las necesidades de capital; si estas aumentan, y no es fácil la obtención de nuevos recursos, la respuesta de las entidades financieras va a ser reducir las necesidades acudiendo a varias vías: Mediante un menor crecimiento del balance, y especialmente en aquellos activos que

más requerimientos de capital por nivel de riesgo soporten; mediante la venta directa de activos; y, finalmente, a través de la titulización para sacar de balance determinados activos, pero a través de vehículos financieros que generan títulos respaldados por los activos.

Las necesidades de capital aumentaron por varios motivos. En primer lugar, el aumento de insolvencias y créditos dudosos exige mayores dotaciones que disminuyen los beneficios e incluso pueden afectar a las reservas previas. Además, el sector estaba infracapitalizado por lo que los requerimientos para adecuar el sistema al nivel de las normas internacionales aumentó también las necesidades. Pero también las caídas bursátiles afectaron a las plusvalías latentes que parcialmente formaban parte de los recursos propios de segunda categoría. Adicionalmente la caída de los recursos propios de primera categoría también expulsan recursos propios de segunda categoría, ya que la normativa pone límites a estos segundos en función del importe alcanzado por los primeros. El segundo factor se sitúa en la evolución de los depósitos de las entidades financieras. Las noticias sobre la crisis bancaria, los procesos de quiebra de algunas entidades y las políticas de apoyo a las entidades financieras fueron factores que debilitaron progresivamente la confianza de los depositantes. Como es frecuente en estos casos, las más perjudicadas fueron las entidades más pequeñas y en las que existían noticias de problemas. Un índice de esta desconfianza fue el creciente trasvase de fondos desde las entidades financieras al sistema postal y el aumento del ratio de billetes sobre el total de depósitos del sistema. El sistema postal está controlado directamente por el Ministerio de Finanzas que toma las decisiones sobre el destino de los fondos captados. Las inversiones se materializan entre un 20 y un 25% en títulos de deuda pública y el resto en préstamos a colectividades locales, empresas públicas y otros préstamos menores. El riesgo lo asume totalmente el Ministerio de tal modo que los depósitos están garantizados plenamente. El ratio de los depósitos postales respecto a los depósitos bancarios se elevó más de quince puntos entre 1991 y 1999. El efecto de la fuga de depósitos de las entidades financieras agrava sus necesidades de capital, además de plantear tensiones de liquidez. Esta es una de las razones adicionales por la que el Banco de Japón inyecta generosamente liquidez al sistema. A finales de 1997 los bancos comienzan a acumular reservas de liquidez en exceso en el Banco de Japón para hacer frente a la retirada de depósitos. En marzo de 1998 las reservas totales excedían en un 40% las reservas obligatorias. Este es otro factor adicional para que la liquidez inyectada al sistema no se transformase en activos crediticios, no pasase al sector no financiero, y por lo tanto, se debilitase el multiplicador del crédito.

8. Situación actual y perspectivas

La situación económica en el tercer trimestre de 2001 se caracteriza por un debilitamiento generalizado de los indicadores económicos, que aleja la esperanza de una pronta recuperación.

La inversión pública está retrocediendo y el importe de las obras públicas contratadas se sitúa en uno de los niveles más bajos de la década por lo que el Banco de Japón mantiene expectativas pesimistas sobre la evolución futura de esta variable.

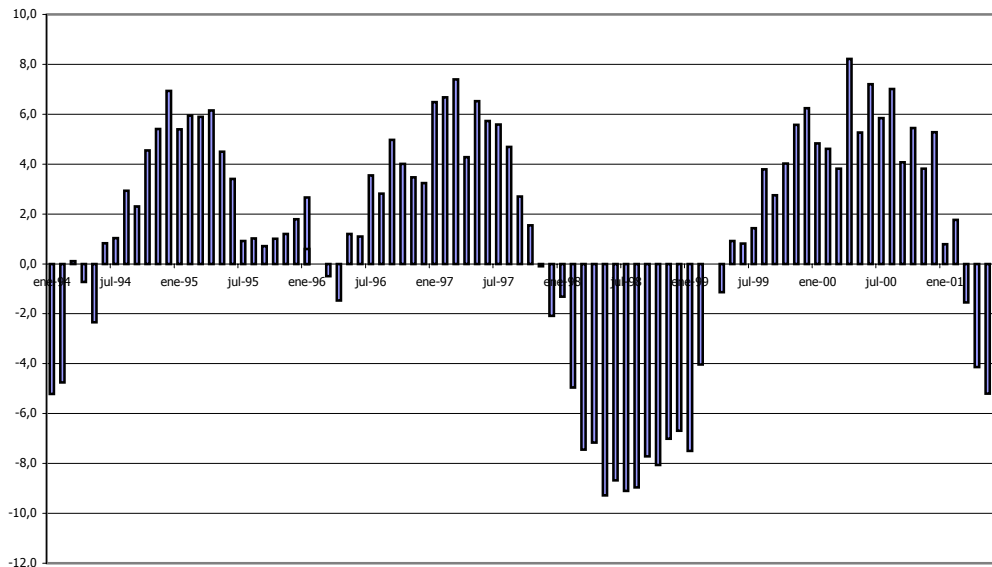
En el sector exterior las exportaciones en términos reales continúan descendiendo y en el tercer trimestre se registró una caída del 12,6% de las exportaciones japonesas a la Unión Europea y de un 3,9% en las exportaciones dirigidas a Estados Unidos. Existe por lo tanto una clara contracción de la demanda mundial, pero especialmente en el capítulo de bienes de las tecnologías de la información y comunicación. Las importaciones reales también caen, pero en menor medida que las exportaciones, lo que está provocando un deterioro de la balanza comercial japonesa que excepcionalmente ha registrado déficits puntuales con lo que el impacto sobre el tradicional superávit de la balanza por cuenta corriente no se ha hecho esperar.

La inversión privada en activos fijos presenta una caída notable, especialmente en la industria manufacturera. Los beneficios empresariales, cuya evolución es determinante para la inversión privada, no se han modificado prácticamente respecto a los trimestres anteriores y permanecen estabilizados en términos del ratio de beneficios corrientes sobre ventas. Sólo en algún sector, como el de maquinaria eléctrica, han caído, y las empresas del sector están revisando a la baja los ya debilitados planes de inversión. Las expectativas sobre la inversión no son favorables ya que los retrocesos bursátiles de los sectores tecnológicos se han acentuado todavía más, y todavía falta el impacto derivado de la nueva situación de la economía de Estados Unidos después del 11 de septiembre.

El consumo privado muestra una gran atonía. Se ha producido un ligero repunte en la demanda de automóviles, después de un gran retroceso, pero los indicadores de confianza muestran más debilidad a medida que se deterioran el empleo y las expectativas de ingresos personales. A esta situación hay que añadir una debilísima demanda de viviendas.

La producción industrial, que es muy sensible al ciclo económico, retrocede, reflejando la caída tanto de las exportaciones, como de la inversión privada y pública.

Tasa anual del Índice de producción industrial



La tasa de paro ha alcanzado el nivel más alto en los últimos cincuenta años, y las condiciones del mercado de trabajo continúan deteriorándose. Los salarios nominales por persona empleada registran tasas de variación negativas y los salarios reales están estancados. Los precios de consumo siguen mostrando la permanencia de la deflación, con tasas interanuales en torno al -1% , sin que a corto plazo se observe un cambio de tendencia, teniendo en cuenta la enorme debilidad de los factores de demanda.

El Banco de Japón bajó un poco más el tipo de interés de intervención en coordinación con la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo, aunque su margen de maniobra estaba ya agotado. Los tipos de interés en el mercado interbancario presentan una estructura plana, demostrando la persistencia de las expectativas deflacionistas, mientras que los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo se mueven en torno al $1,35\%$.

La situación del mercado de acciones ha empeorado debido a la influencia de las bolsas de Estados Unidos, pero también por las causas internas que están recogidas en los párrafos anteriores. El yen se ha apreciado frente al dólar, reflejando las incertidumbres de la economía de Estados Unidos tras el ataque terrorista del 11 de septiembre.

La base monetaria mantiene una fuerte expansión fruto de la política de inyección de liquidez del Banco de Japón y creció un 9% en tasa interanual en agosto. Sin embargo, el crédito otorgado por los bancos al sector privado sigue dirigiéndose a las grandes empresas dotadas de buenas calificaciones crediticias, y no llega con fluidez a los sectores de medianas y pequeñas empresas. A

pesar de la fuerte expansión de la base monetaria, el crédito otorgado por los bancos privados registró, en agosto, un descenso del 2% en tasa anual.

Después de esta rápida panorámica de la situación actual hay que concluir que este escenario sólo puede empeorar después de los trágicos sucesos del 11 de septiembre. Los factores de demanda externa no van a ayudar, teniendo en cuenta el escenario recesivo previsible para la economía de Estados Unidos, y la grave crisis de los mercados financieros puede agravar aún más la situación deteriorada del sistema bancario japonés ya que los problemas crediticios van a saltar al primer plano en la economía mundial.

Además, en el medio plazo la sociedad japonesa tiene que afrontar los problemas del envejecimiento de la población y los gastos crecientes en pensiones y asistencia sanitaria y social. Las previsiones apuntan a que el ratio entre personas en edad de trabajar y personas retiradas se situará en 2,3 en el año 2025, mientras que en 1990 se cifraba en 5,8. El endeudamiento del sector público se ha disparado, y el ratio de deuda pública en circulación sobre el PIB es 120%, alimentado con un déficit público cercano al 9% del PIB. Esta situación impone restricciones muy fuertes a la política económica futura, y deja pocos grados de libertad; a esto hay que añadir el agotamiento de la política monetaria.

La crisis bancaria está todavía sin resolver, ya que no se ha abordado en profundidad el reconocimiento de los quebrantos sufridos y las necesarias acciones de saneamiento y capitalización, sin olvidar los cambios que parecen inevitables en los equipos de gestión. En marzo de 2000 la estimación de los “préstamos sin rendimientos” alcanzaba la cifra del 11,9% del PIB, pero el entrecomillado responde a que no existe una única versión de lo que se entiende por tal concepto, ya que los datos publicados por los bancos japoneses parecen excluir los préstamos con un grado medio de morosidad y los préstamos reestructurados que en muchos casos constituyen un aplazamiento de los problemas a una fecha relativamente próxima.

La apertura de la economía japonesa, y del sistema bancario en particular, al capital extranjero y sobre todo estadounidense, parecía inevitable, pero en la situación actual de incertidumbre que vive Estados Unidos no es posible anticipar las tendencias futuras.

Bibliografía

Banco de Japón (2001): Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments, september 21.

Guichard, S. (2000): *La défaite financière du Japon*, Economica, Paris.

Hattori, R. y Maeda, E. (2000): “The Japanese Employment System (Summary)”, *Bank of Japan Monthly Bulletin*, January.

Hayakawa H. y Maeda, E. (2001): “Understanding Japan’s Financial and economic Developments Since Autumn 1997”, *Bank of Japan*, Working Paper 00-1, Research and Statistics Department.

Mori, N., Shiratsuka, S. y Taguchi, H. (2001): “Policy responses to the Post-Bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review”, *Monetary and Economic Studies (Special Edition)*, February, pags. 53-112.

Nonaka, I. y Takeuchi, H. (1999): *La organización creadora de conocimiento*, Oxford University Press, México.

Porter, M.E., Takeuchi, H. y Sakakibara, M. (2000): *Can Japan Compete?*, MacMillan Press, Londres.

Roubini, N. (1996): “Japan’s Economic Crisis”, www.stern.nyu.edu/~nroubini/

Stiglitz, J.E. (1992): “Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies”, *European Economic Review*, 136; págs. 269-306.

Svensson, L.E.O.(2001): “The Zero Bound in Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap”, *Monetary and Economic Studies (Special Edition)*, February, pags. 277-322.

Weberpals, I. (1997): “The Liquidity Trap: Evidence from Japan”, *Bank of Canada*, Working Paper 97-4, February.