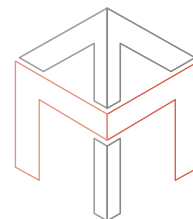


newsletter

JAPÓN

Número 1 • Enero-Marzo 2015

Por: Edgar Ortiz Romero



SITUACIÓN GENERAL

Japón había estado en un proceso deflacionario y de depresión económica en los últimos años. A partir de abril de 2013, el Banco de Japón comenzó un proceso de flexibilización cuantitativa, en cuyo marco se decidió aumentar la base monetaria en sesenta o setenta billones de yenes. Las proyecciones de dicha cifra fueron elevadas a ochenta billones en 2014.

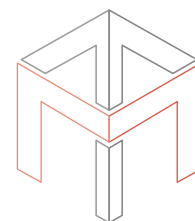
Japón ha mostrado unos niveles de desempleo bajos, en comparación con los países del primer mundo, especialmente con la eurozona. Desde hace algún tiempo, sus cifras de empleo han mostrado mejoría, aunque debe tenerse en cuenta el aspecto cualitativo de la fuerza laboral y no únicamente las cifras del desempleo.

Como se verá en el informe, los aumentos de liquidez que tuvieron lugar a partir de abril de 2013 habían empezado a incidir sobre los niveles de los precios y dicha tendencia comienza a estabilizarse y ajustarse a las metas del banco central.

Llama muchísimo la atención el comportamiento del índice bursátil Nikkei 225, ya que superó su cotización más alta desde el 2000 y ahora se puede comparar con los picos más altos que tuvo en 1989, donde rondó los 30,000 puntos.

Siendo Japón un país con uno de los niveles de deuda pública más altos del mundo, el asunto no puede dejarse pasar sin una revisión puntual, y por eso se ofrecen algunos apuntes concretos al respecto.

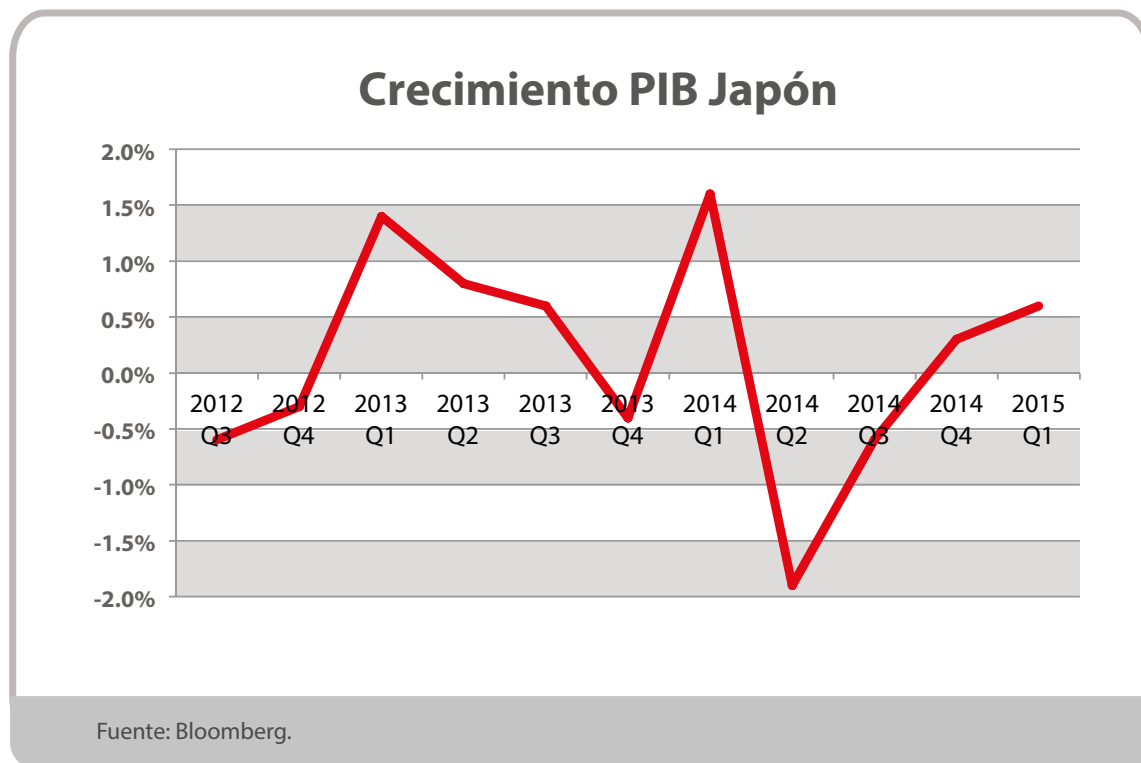
El tipo de cambio ha dado como resultado un yen más barato y con ello se verá que las exportaciones han tenido finalmente el repunte que tanto esperaba el banco central.



1. Actividad económica y empleo

Crecimiento trimestral: 0.6% (0.3% trimestre anterior).

Crecimiento anual: 2.2%¹ (1.6% año anterior).



2. Desempleo

Trimestral: 3.4% (3.6% trimestre anterior).

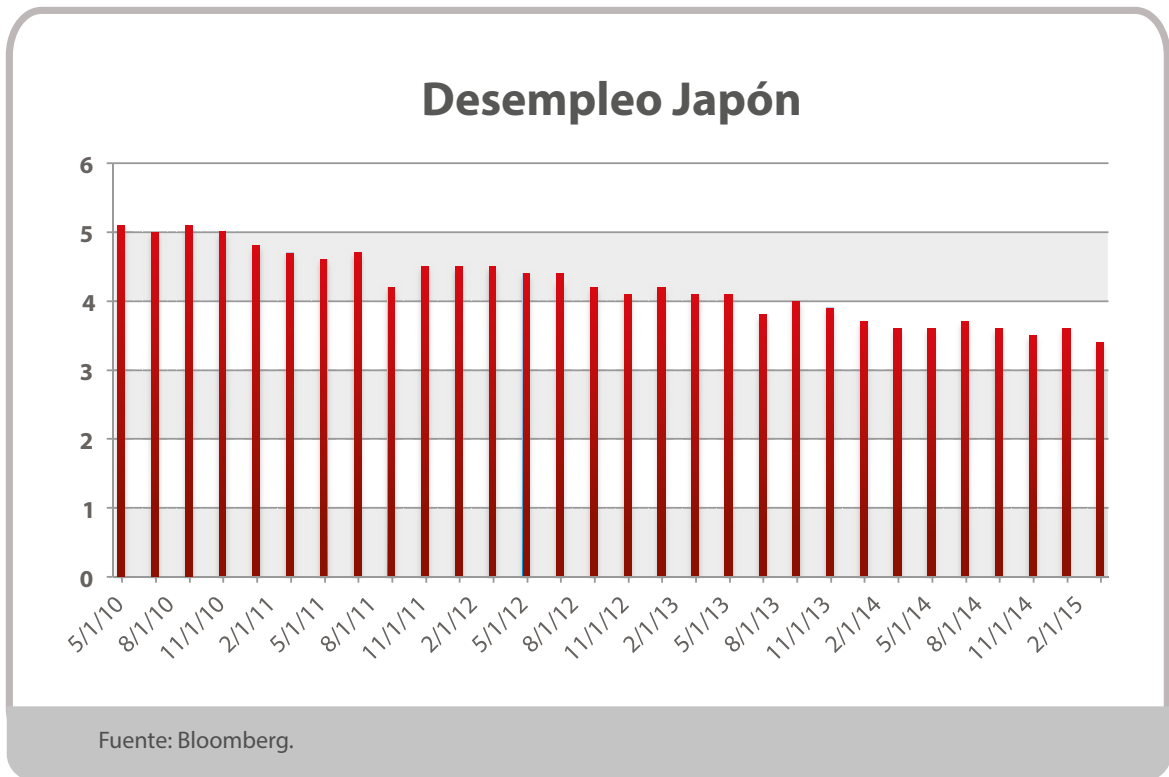
Anual: 3.6%² (4% el año anterior).

La tasa de desempleo ha mostrado un ligero avance, al situarse en el 3.4% en marzo de 2015, frente al 3.6% que mostraba en noviembre del año pasado. Desde finales de 2013, la tasa de desempleo se ha situado por debajo del 4%.

¹ En 2014.

² En 2014.

Sin embargo, hay que hacer notar que parte de la disminución del desempleo se explica por una baja en la oferta de trabajo. La tasa de participación de la fuerza laboral cayó de un 59.4%, en noviembre de 2014, a un 59.1% en marzo de 2015.

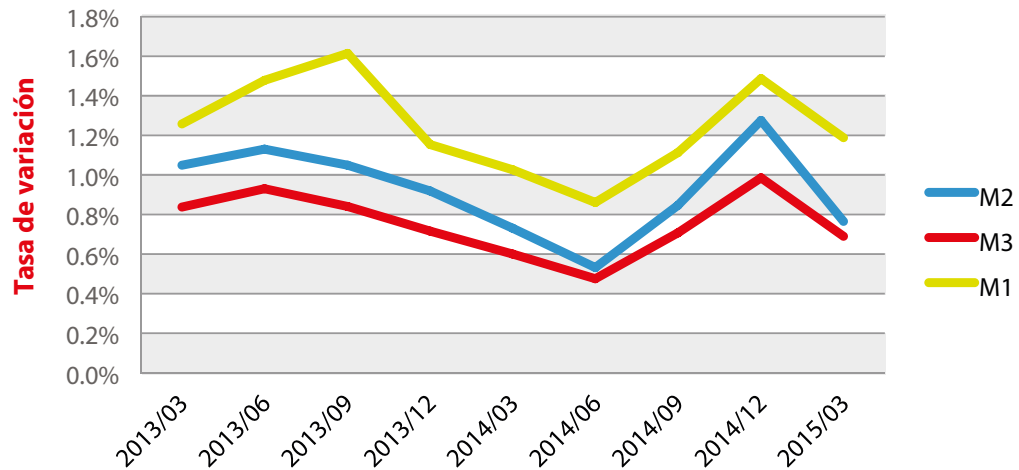


3. Inflación y Agregados Monetarios

Agregados Monetarios (M1 y M2)

- Crecimiento anual M1: 4.6% (5.2% año anterior).
- Crecimiento anual M2: 3.3% (3.9% año anterior).
- Crecimiento anual M3: 2.7% (3.1% año anterior).

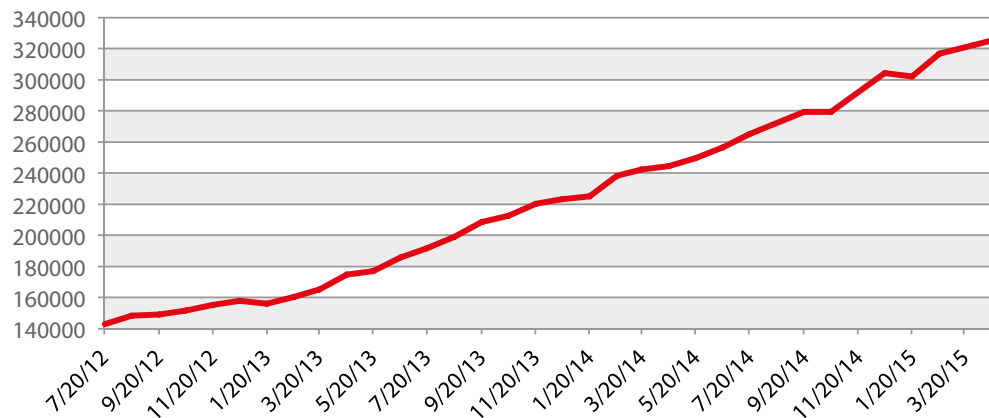
Crecimiento trimestral agregados monetarios



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Japón.

El gráfico nos muestra el aumento de la masa monetaria, que se inició de forma más agresiva en abril de 2013, cuando el Banco de Japón comenzó el proceso de flexibilización cuantitativa. Quizá los cambios puedan apreciarse con mayor claridad viendo el tamaño del balance del Banco de Japón. Dicho balance creció un 36% entre abril de 2014 y abril de 2015.

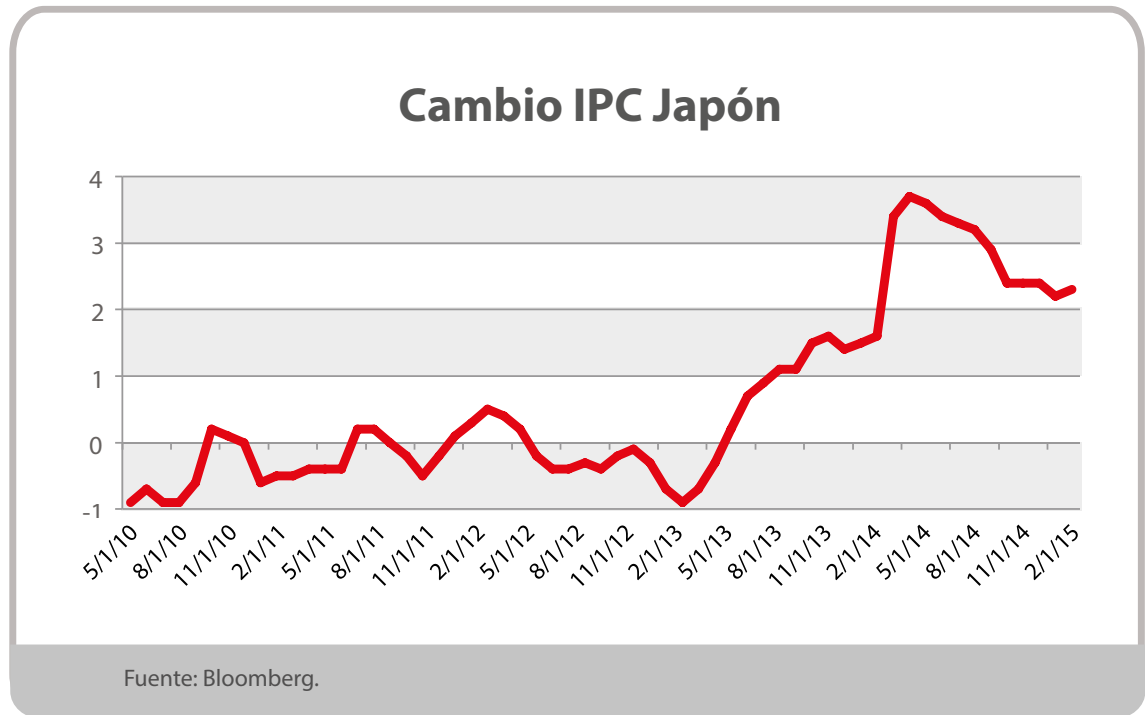
Balance Banco de Japón



Fuente: Bloomberg.

3.2 Inflación

- Crecimiento IPC anual: 2.74% (0.36 año anterior).
- Crecimiento IPC trimestral: 2.3% (2.4% trimestre anterior).

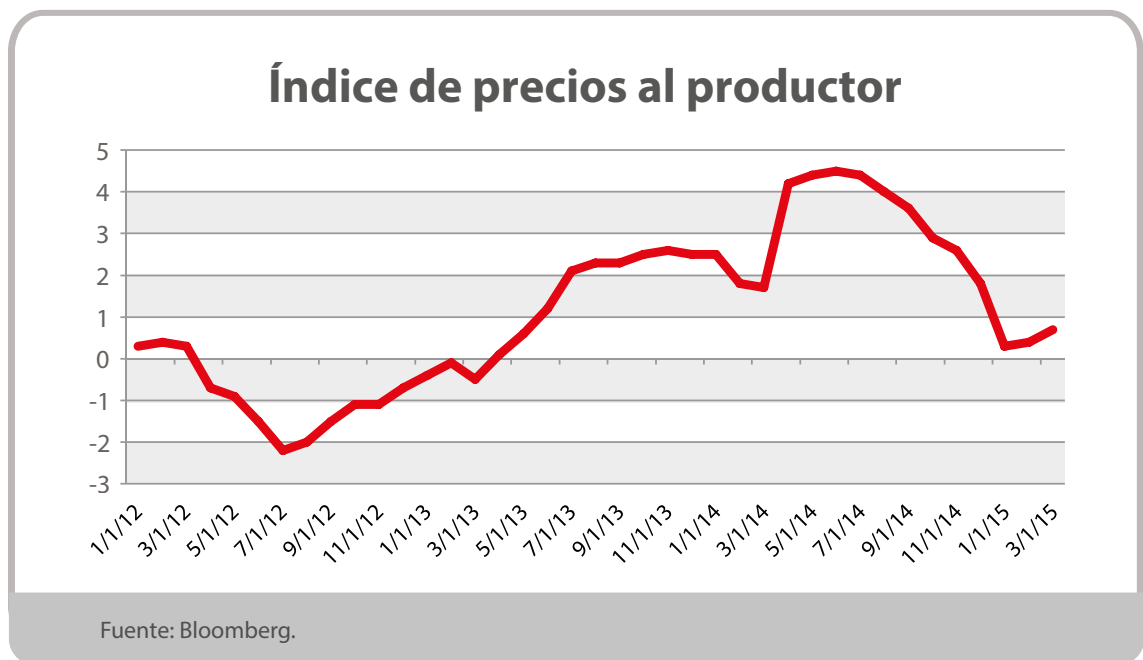


Pese al aumento en la disponibilidad de saldos de tesorería, que implicó la flexibilización cuantitativa, no había tenido impacto en el nivel general de los precios hasta 2014. La meta de inflación era del 2%, pero no fue alcanzada sino hasta comienzos de 2014, para luego rebasarla. Desde el trimestre anterior, la tendencia se ha estabilizado por encima del 2%.

3.3 Índice de precios al productor

- IPP anual: 3.1% (1.2% año anterior).
- IPP trimestral (enero-marzo 2015): 0.7%.

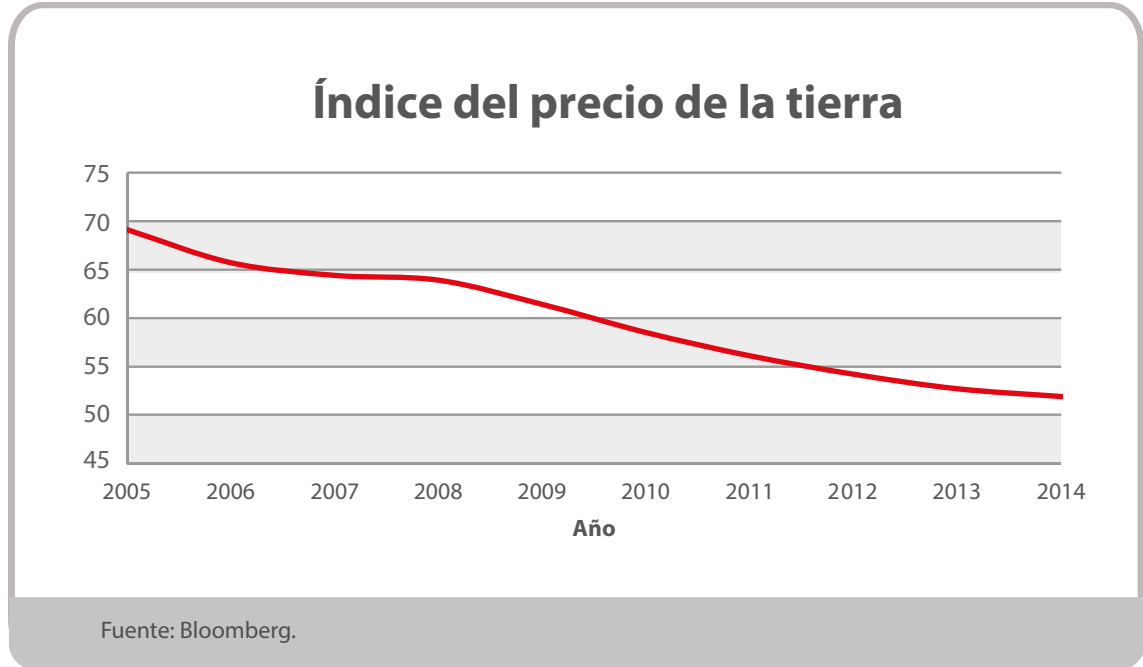
El índice de los precios al productor ha experimentado una ligera alza de un 0.3% en el trimestre anterior a un 0.7% en este trimestre. Llama la atención el contraste entre el comportamiento del IPC y el IPP. Puede explicarse parcialmente por el aumento mayor en el crédito al consumo y menor en el crédito a las empresas. Lamentablemente, los datos del Banco de Japón no ofrecen una desagregación entre el crédito a las empresas y el de gobierno, para poder indagar más sobre este aspecto.



3.4 Índice del precio de la tierra

- Anual: 51.9 (52.7 en 2013).

La vivienda ha sido un sector en constante depresión en el Japón, como puede observarse en el gráfico. La flexibilización cuantitativa no consiguió reactivar dicho sector, que continúa a la baja.

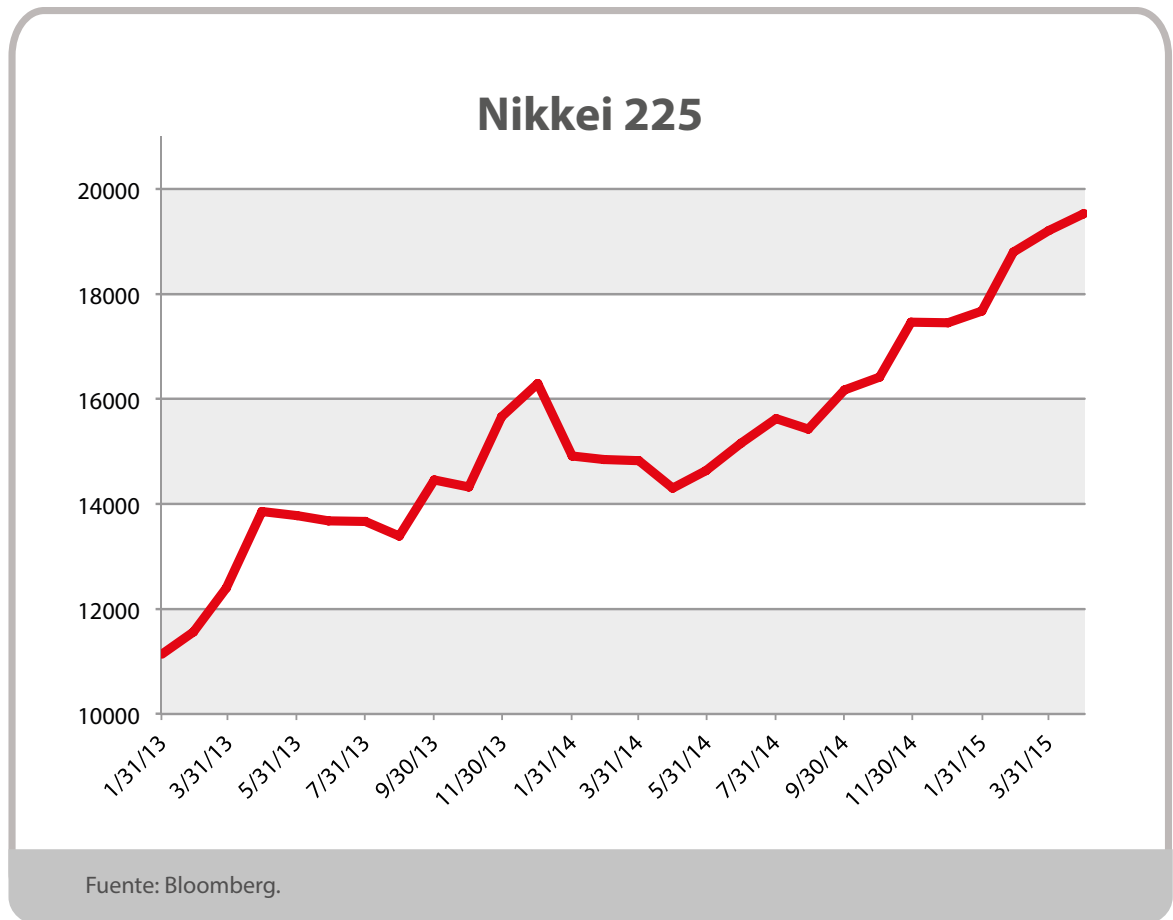


4. Índices Bursátiles

- Crecimiento anual: 7.1% (56.7% año anterior).
- Crecimiento trimestral: 10.3% (1.23% trimestre anterior).

Sin duda, el año en que se inició la flexibilización cuantitativa fue el que vio un aumento considerable en el Nikkei 225, consistente en un 56.7% respecto del 2012.

Este trimestre, el aumento también ha sido considerable, situándose en un crecimiento del 10% respecto del trimestre anterior. Se habla de un descenso en los niveles de ahorro de los japoneses a partir de 2012, llegando a tasas negativas de ahorro. Esto significa un aumento considerable en el consumo, que puede estar impulsando la bolsa al alza.

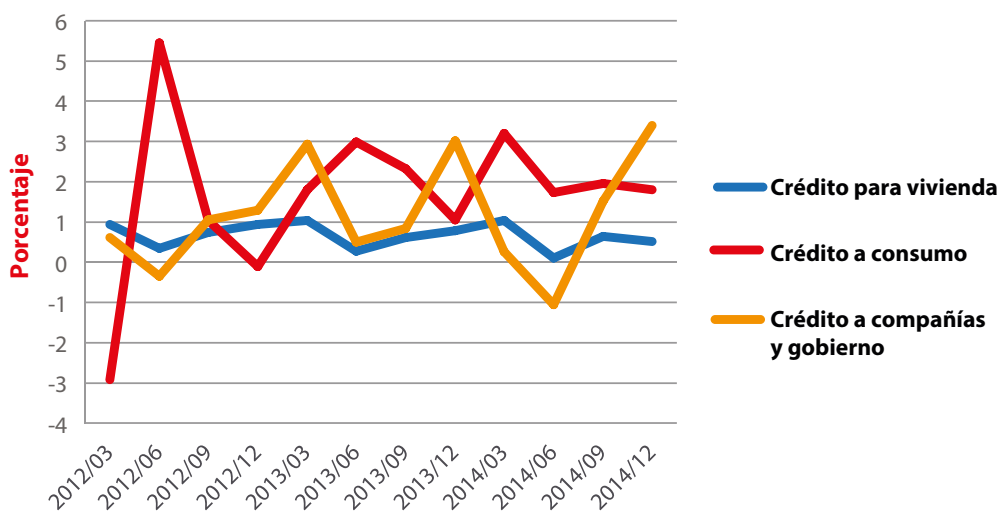


5. Composición del crédito

- Variación anual:
 - Vivienda: 2.3% (2.7% año anterior).
 - Consumo: 9% (8.3% año anterior).
 - Empresas y gobierno: 4.1% (7.4% año anterior).

- Variación trimestral (último trimestre 2014):
 - Vivienda: 0.5% (0.6% trimestre anterior).
 - Consumo: 1.8% (2% trimestre anterior).
 - Empresas y gobierno: 3.4% (1.5% trimestre anterior).

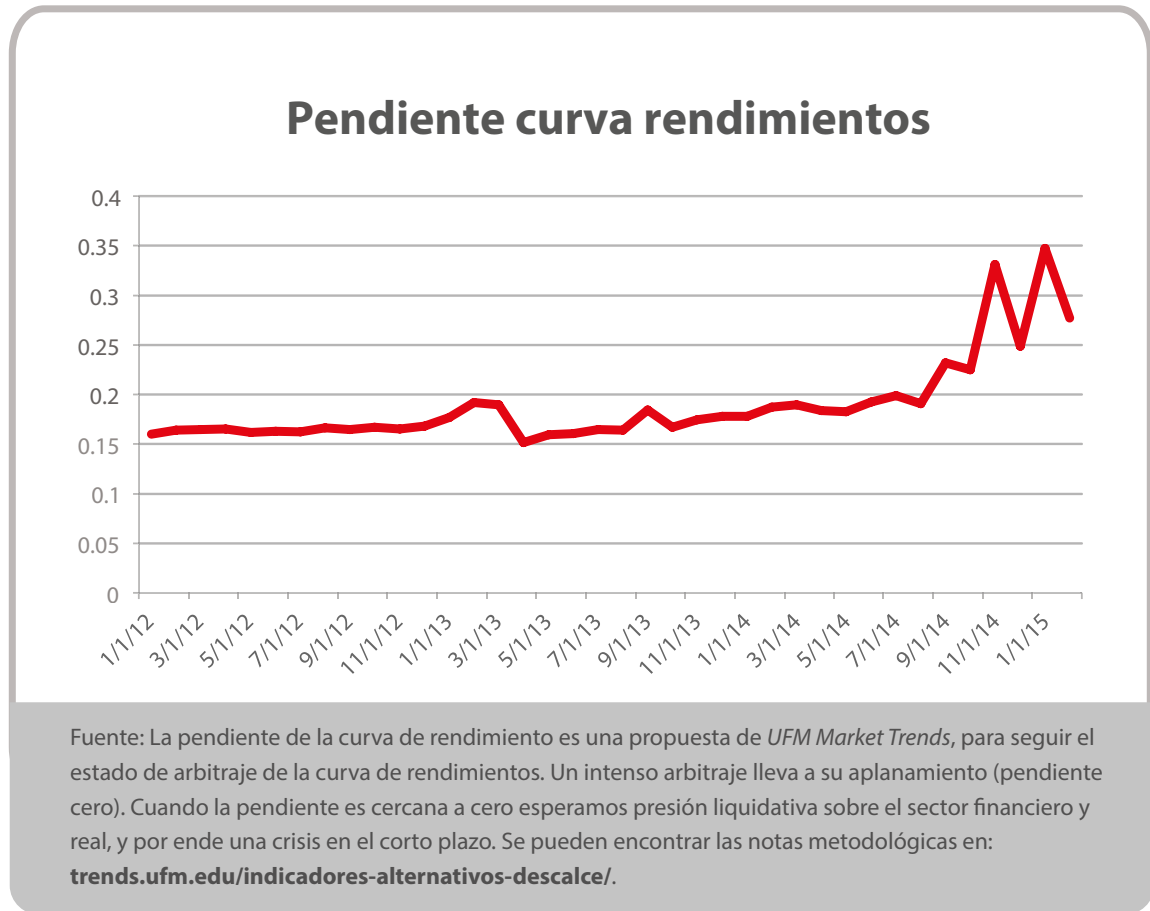
Tasa de variación crédito Japón



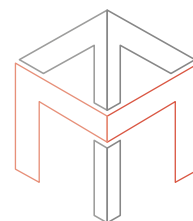
En Japón el crédito ha venido aumentando, sobre todo el otorgado a empresas y al gobierno. El crédito a este sector es el que más ha crecido y refuerza las expectativas de crecimiento que se tienen para este año. El crédito al consumo se mantiene a una tasa de crecimiento cercana al 2%, un poco menor que en los trimestres anteriores, en los que rondaba el 3%. Esto explica la presión que existió sobre el IPC en periodos anteriores, pero que ya veremos cómo se estabiliza.

El crédito al sector vivienda está en niveles bastante bajos, como desde hace una década. La vivienda ha sido el sector más deprimido del Japón y las propias autoridades del Banco Central reconocen la incapacidad de sus medidas para estimularlo.

5.2. Composición cualitativa del crédito: Diferencial de liquidez

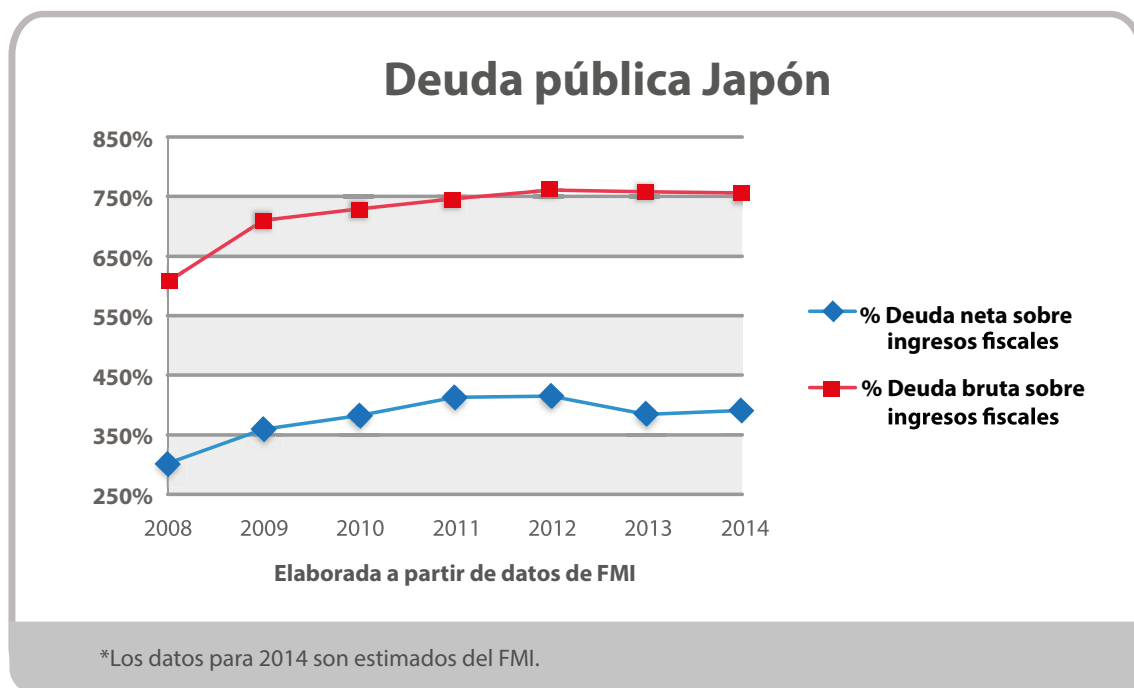


La pendiente muestra una tendencia a aumentar y por tanto a mostrar una menor intensidad en el descalce de plazos. Puede explicarse parcialmente, debido al aumento en el flujo de inversiones por portafolio y por una mejora en la posición deudora de Japón; además, ahora el sistema cuenta con más liquidez, que podría haber sido canalizada hacia el exterior, en vez de arbitrar la curva de tipos nacional, motivo que explicaría, al menos parcialmente, la debilidad del yen, a pesar de la mejora de la balanza por cuenta corriente.



6. Fiscalidad (Deuda sobre PIB)

Deuda bruta sobre ingreso fiscal: 757%³ (758% año anterior).



Mucho se ha hablado de la delicada situación del Japón en términos de deuda pública. Se habla de un nivel de endeudamiento del 240% sobre el PIB, resultando así la nación más endeudada. Sin embargo, hay que hacer dos aclaraciones. En primer lugar, consideramos oportuno comparar la deuda pública con el ingreso fiscal y no con el PIB, ya que el ingreso fiscal revela la capacidad de recaudación y, en consecuencia, de pago que tendría un país. En segundo lugar, hay que distinguir la deuda bruta de la deuda neta que tiene el gobierno de Japón. Desde que se inició el proceso de flexibilización cuantitativa, el balance del Banco de Japón ha crecido ostensiblemente, y entre dicho crecimiento se encuentran bonos de deuda pública que el Banco de Japón adquirió de los bancos comerciales.

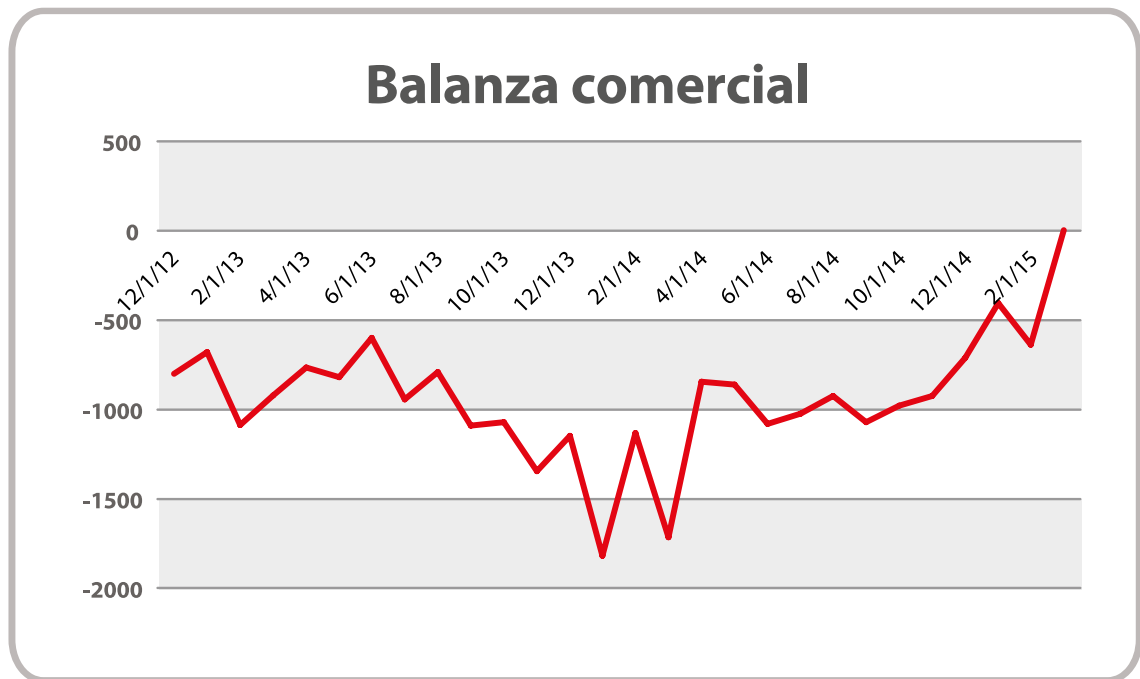
En este sentido, hay que tomar en cuenta que el propio gobierno de Japón es tenedor de una buena parte de su deuda y poseedor de otros activos. Por ello, la deuda bruta es

³ Estimaciones del FMI.

de un 757% sobre el nivel de ingresos fiscales, en tanto que la neta es bastante inferior y se ubica en un 391% sobre ingresos fiscales.

Esto no explica que Japón muestre unas finanzas saludables, pero sí que el problema de la deuda pública se posterga en el tiempo, ya que no será sino cuando el Banco de Japón disponga renegociar sus títulos cuando se verá si logra colocarlos a un buen precio o si tiene problemas en su balance.

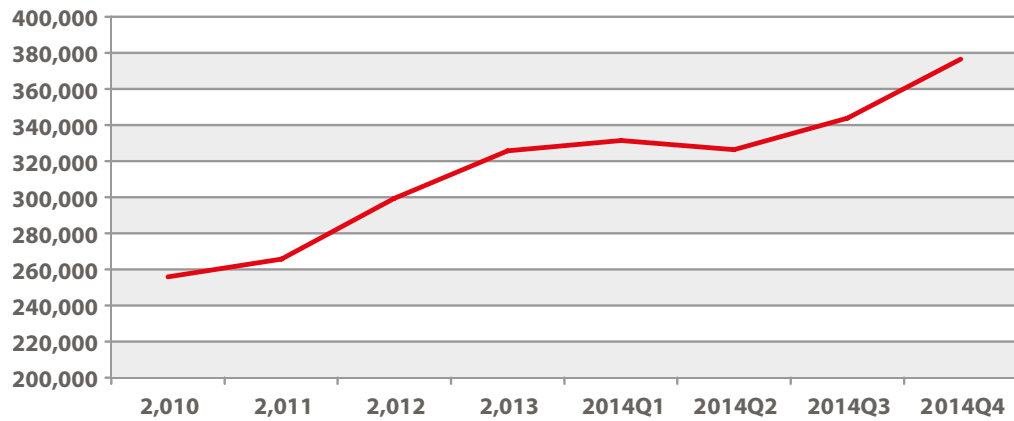
7. Balanza de Pagos



La balanza comercial de Japón muestra una interesante recuperación en el último trimestre. Había tenido una balanza comercial negativa durante el último lustro, y ahora su recuperación parece estar asociada a factores cambiarios. El yen había estado bastante caro frente al euro y al dólar en los últimos años. Se cotizaba a 103 por US\$1.00 en septiembre de 2014 y ahora se cotiza por encima de los 115.

Sin embargo, habrá que prestar mucha atención al ritmo de exportaciones del presente año, ya que las frágiles estimaciones de China pueden afectar. China representa por encima del 18% de las exportaciones japonesas.

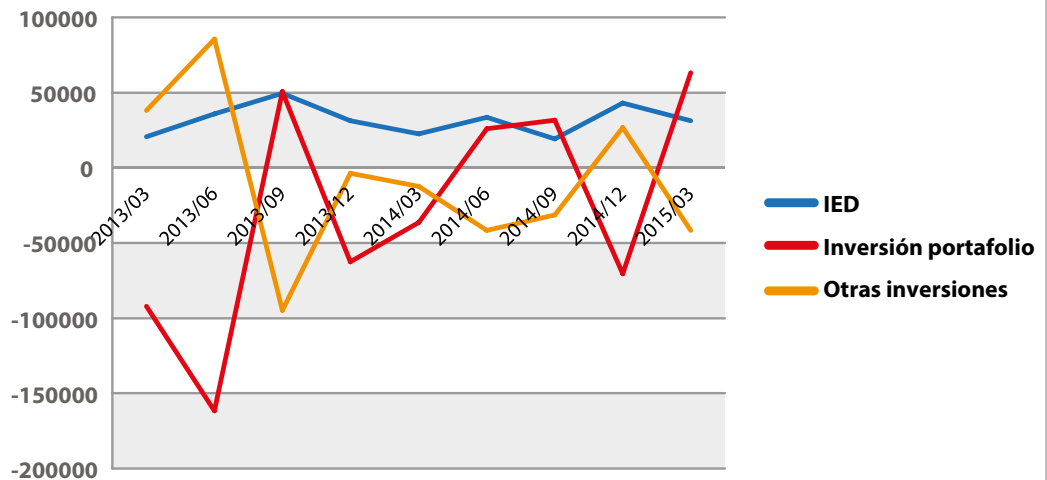
Posición deudora neta



Fuente: Banco de Japón.

La posición acreedora de Japón muestra de nuevo un alza en el último trimestre de 2014.

Cuenta financiera desagregada

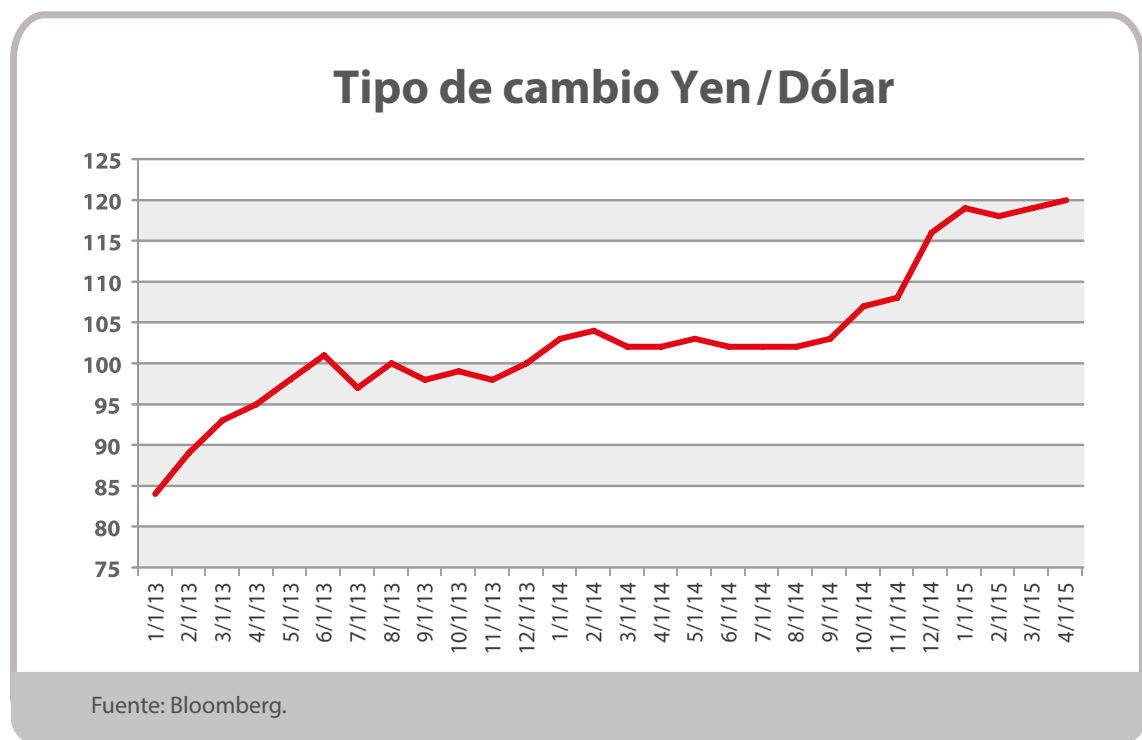


Fuente: Banco de Japón.

La cuenta financiera también muestra una recuperación considerable en relación con el trimestre anterior y una de las cifras más altas desde finales de 2013. La confianza generada por el aumento en el consumo y el rendimiento al alza del mercado de capitales han generado una fuerte mejoría en la inversión del portafolio. La inversión extranjera directa muestra un patrón bastante similar al del trimestre anterior y se ha mantenido constante en el último lustro.

La estabilidad positiva de la inversión extranjera directa implica una entrada de capitales de mediano y largo plazo al país, poniendo de manifiesto la confianza que hay en el desempeño de la economía japonesa.

Hay especulación sobre el yen, y el hecho de que algunos deudores pudiesen buscar posiciones en el corto plazo con esta divisa podría hacer pensar que la moneda se devaluaría significativamente. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la posición de Japón hacia el extranjero es de acreedor neto, y eso hace que el yen tenga cierta demanda que se genera en el momento en que los acreedores deban tomar posiciones en yenes, para liquidar sus obligaciones con el país.



Con todo esto, el yen sí comenzó a experimentar una depreciación frente al dólar, a partir de septiembre de 2014. Hay que tener en cuenta que la depreciación es un efecto de dos fuerzas: una, la flexibilización cuantitativa, que ensancha los saldos de tesorería de los bancos en yenes; y otra, el fortalecimiento generalizado del dólar.

Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.