

JAPÓN: TIEMPO DE LEVANTARSE DE LA GRAN DEPRESIÓN

▶ El país emerge de una era de tasas de interés cero, pero aún necesita dejar atrás su pasado

ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT
/THE ECONOMIST

Rara vez una pequeña variación en las tasas de interés ha sido objeto de demasiada atención. El 14 de julio, cuando el Banco de Japón (BJ) elevó las tasas de intereses a 0.25%, dio un pequeño paso muy anunciado. Pero fue un gran salto para Japón, donde los intereses habían sido de cero durante casi siete años. La tasa cero fue la principal de una gama de medidas desesperadas que se utilizaron para reactivar la segunda economía del mundo. El alza es, pues, el reconocimiento de que Japón puede regresar a la senda de la normalidad. Nadie, sin embargo, está seguro de qué tan normal será; la economía se ha comportado de manera anormal por mucho tiempo.

La experiencia japonesa es única. El estancamiento de década y media contrasta con el feroz crecimiento que lo precedió y con el que han disfrutado en estos tiempos otras economías prósperas, en especial EU. Japón no fue el único que enfrentó una crisis bancaria cuando estalló una burbuja de bienes. EU tuvo su desastre de "ahorros y préstamos" en los años ochentas, Suiza tuvo una crisis como la japonesa a principios de los noventas. En 1997-98 un tifón financiero destruyó la mayor parte de Asia. Sin embargo, en todos los casos la acción fue, en general, cancelar de manera razonada y rápida los créditos vencidos, sanear los sistemas bancarios y restaurar el crecimiento. En cambio, Japón permaneció aletargado. Durante mucho tiempo, en vez de hacer el intento de recuperar la salud de su sistema bancario, puso sus esperanzas en la inversión de enormes cantidades en obra pública para mantener en movimiento la economía.

Para su consuelo Japón puede decir que nunca se derrumbó por completo la confianza pública en su sistema financiero, aunque estuvo a punto en 1997-98. Y toda vez que, por fortuna, no se dio una fuga generalizada de los depósitos bancarios, la profundidad de la depresión económica de Japón no puede compararse con la Gran Depresión de EU de los años treinta. Aun así, el costo fue grande. Como señalan Michael Hutchinson, Takatoshi Ito y Frank Westermann en *El gran estancamiento de Japón*, desde la Gran Depresión ninguna otra economía ha experimentado la combinación de pérdida de riqueza, persistencia de un pobre crecimiento, deflación y



Un manifestante forcejea con policías en una protesta antijaponesa organizada en Seúl, frente a la embajada de Japón. En el cartel se lee "Tokto es territorio de Corea del Sur", en referencia al conflicto por una isla volcánica que se encuentra en medio de ambos países, a la cual Seúl y Pyongyang llaman Tokto y Tokio llama Takeshima ■ Reuters

escasez financiera.

Japón tuvo suerte. Comenzó su larga depresión como una de las sociedades más ricas de la Tierra. Pero su desempeño posterior fue fatal. Entre 1990 y 2005, el crecimiento real promedió sólo 1.3% anual. Sin depresión, el PIB japonés hubiera sido 25% más alto en términos reales de lo que es ahora. En términos nominales permanece debajo de su nivel de 1997, gracias a la deflación. Durante el mismo periodo de 1997, el PIB nominal de su vecina Corea del Sur, que llevó la peor parte de la crisis financiera, ha crecido 65%, y el de EU más de 50%. El estancamiento de Japón, en consecuencia, representa un gran despilfarro de riqueza y oportunidades.

El plan estadounidense

Para entender por qué pasó esto y ponderar las perspectivas de que Japón retorne a la normalidad, es necesario recordar cómo finalizó la Segunda Guerra Mundial. Al principio los amos estadounidenses de Japón querían romper el sistema dominado por bancos que había contribuido a financiar el militarismo japonés; les parecía, entonces como ahora, que los mercados de capital libres y la democracia van de la mano. Sin embargo, a principios de los años cincuenta, con una guerra fría con la Unión Soviética y una caliente en Corea, predominaban percepciones más escabrosas. Lo que los estadounidenses deseaban de Japón era un flujo predecible de bienes industriales. Los japoneses, por su parte, sosten-

an que los bancos eran la mejor manera de canalizar recursos a industrias que podrían cooperar a reconstruir la economía rápidamente. Así que los bancos, no los mercados de capital, se convirtieron en la fuente primordial de financiamiento.

Como indica Gillian Tett en su libro *Salvando al sol*, los mercados de capital no fueron suprimidos por completo; la bolsa de valores de Tokio reabrió. Sin embargo, el objetivo no era incrementar el capital, sino cimentar lazos con otros grupos empresariales dentro de un sistema de alianzas corporativas. Estos grupos, con un banco principal en su núcleo central, llegaron a conocerse como *keiretsu*. En este sistema, el fuerte cargaba al débil.

Por un tiempo todo funcionó de manera espectacular. Los bancos, mimados por mercados protegidos, regulaban las tasas de intereses y un maternal Ministerio de Hacienda captaba los reducidos ahorros familiares y los canalizaba a industrias seleccionadas. Los ahorradores no obtenían muchos intereses, pero por aquel entonces los japoneses no eran los consumidores en que se han convertido. Japón fabricaba las cosas, principalmente, para exportarlas. Y la virtud del sistema era que todos tenían empleo. Entre 1960 y 1973, la economía creció a una tasa de 9.6% anual, el doble del promedio de la OCDE. El desempleo, que sólo promedió 1.3% durante el mismo periodo, estuvo muy por abajo del resto de la OCDE.

Incluso después de la conmoción petrolera de 1973, el crecimiento, que promedió 3.8% anual hasta 1989, fue mejor que el de la mayoría. Pero por entonces Japón se estaba acostumbrando a las restricciones de una economía madura. La desregulación progresiva estaba haciendo estragos en los protegidos mercados bancarios en un momento en que la demanda de crédito ya no era tan grande.

En los años ochenta, Japón era el acreedor más grande del mundo. Pero su superávit en cuenta corriente se convirtió en una espina en sus relaciones con EU. El Acuerdo Plaza de 1985 estaba destinado a sacar esa espina mediante la aprobación de un aumento de la tasa de cambio japonesa. En 1985-86, el yen subió de 260 a 150 por dólar. Temiendo que las exportaciones y la economía pudieran decaer, el BJ, de manera reiterada, disminuyó las tasas de interés.

Inmuebles calientes

En vez de debilitarse, la economía despegó. El gobierno combatió su déficit presupuestario y el mercado de valores sorteó la caída de Wall Street en 1987. Los mercados inmobiliarios florecieron, lo que concedió a los bancos una nueva y maravillosa fuente de préstamos. A finales de 1989 las acciones japonesas representaban la mitad de los capitales del mercado de valores mundial. Los precios de los terrenos se dispararon. En un hecho para recordar, la superficie del Palacio Imperial de Tokio fue valuada en un precio equivalente

al de toda California. Así que el 25 de diciembre de 1989, el BJ decidió enfriar la fiesta y elevó las tasas de interés.

El efecto fue vigorizante, ya que el precio de las acciones cayó y los contratos inmobiliarios se agotaron. Los bancos japoneses habían sido inusualmente susceptibles al valor de esos bienes. Cuatro quintas partes de los préstamos bancarios estaban relacionadas con inmuebles que, con frecuencia, eran usados como garantía colateral. Asimismo, los bancos contabilizaban como capital buena parte de sus acciones en otras empresas. Y al caer el valor de éstas, los niveles de capitalización de los bancos se vieron amenazados. El sistema de acciones entrecruzadas comenzó a funcionar en su contra.

Sin embargo, durante cuatro años prevaleció una extraña calma. Había gran optimismo en que el valor de los bienes se recobraría de nuevo. Contando con una recuperación, a menudo los bancos concedieron más préstamos a clientes angustiados o escondieron préstamos problemáticos en las subsidiarias. Los reguladores bancarios no quisieron ver nada malo en ello.

Sólo a finales de 1994 surgió la percepción de que algo andaba muy mal. Dos cooperativas de Tokio, desastrosamente administradas, tuvieron que ser sacadas de apuros económicos. Otras uniones de crédito quebraron y hubo problemas en las siete Jusen, corporaciones de préstamos para vivienda fundadas por los grandes bancos. Sus pérdidas, que según reconocieron fueron de 4 billones de yenes (68 mil mdd), eran superiores a lo que los bancos fundadores podían reunir. Por primera vez los contribuyentes pagaron para sacarlas del apuro económico y prevenir el contagio.

Sin embargo, la crisis expansiva ya había tocado a los grandes bancos del país. Daiwa Bank, uno de los más grandes, perdió mil 100 mdd por un fraude de empleados en Nueva York, y los reguladores estadounidenses le ordenaron cancelar todas sus operaciones en EU. Un problema local cobró dimensión internacional.

En la primavera de 1997 el más pequeño de los bancos que prestan a largo plazo, Nippon Credit Bank, tuvo que ser inyectado con capital privado y público. En otoño el incumplimiento de un mediano corredor de bolsa, Sanyo Securities, paralizó al mercado interbancario. Muy pronto sobrevino el colapso del Hokkaido Takushoku Bank, el banco dominante en la noroeste isla de Hokkaido, donde había prestado miles de millones para desarrollos turísticos. Un poco después, Yamaichi Securities, uno de los más grandes corredores de bolsa, se derrumbó de repente. El BJ proporcionó liquidez y Merrill Lynch tomó más tarde el control de lo que quedó.

El sistema financiero de Japón parecía al borde del desastre, como muchos de Asia en ese entonces. El ministro de Hacienda y el gobernador del BJ se apresuraron a tranquilizar los ánimos y al siguiente verano se pusieron a disposición 30 billones de yenes en fondos públicos como capital para los bancos en problemas. Se admitió que los préstamos mal otorgados representaban por lo menos 60 billones de yenes.

Las inyecciones públicas eran políticamente impopulares, pero parecían calmar las cosas... hasta el colapso del Banco de Crédito a Largo Plazo (LTCB, por sus siglas en inglés) en otoño de 1998. Con activos de cerca de 240 mil millones, estaba entre los bancos más grandes del mundo. Como relata Gillian Tett, todo se hizo para evitar que los problemas salieran a la luz —incluyendo tirar cajas de papeles a las alcantarillas del sótano cuando los inspectores llegaban—, y no porque los reguladores desearan encontrar demasiado.

En el momento del colapso de LTCB, la dimensión de la crisis bancaria japonesa finalmente se había reducido. Se consolidó el sistema del seguro de depósitos. Los fondos públicos elevaron el capital de los bancos más grandes y un nuevo regulador independiente, la Agencia de Servicios Financieros, intentó romper los cómodos lazos entre los bancos y su regulador anterior, el Ministerio de Finanzas. En 1999, otras inyecciones de dinero público alentaron a nueve de los bancos más grandes para fusionarse en cuatro megabancos, que luego se consolidaron en tres.

Este nuevo inicio para el sistema de actividades bancarias pudo serlo también para la economía. Pero la recuperación nunca sucedió. En 2001, cuando la recesión amenazaba otra vez, Junichiro Koizumi llegó a primer ministro con una etiqueta política reformista. Los temores de una nueva crisis para el año siguiente crecieron. Mientras los precios de las acciones caían, el BJ anunciaba planes de comprar valores a los bancos.

En 2003, el gobierno finalmente creó un instrumento para sanear los malos préstamos, aunque hubo muchas dudas sobre los motivos. Y apenas a principios de 2005 los bancos pudieron decir que habían dejado atrás sus problemas de deuda; ahora pagaban el dinero público. Después de caer durante una década, este año el importe neto de los préstamos comenzó a elevarse otra vez. Y la inflación, medida por los precios "centrales" al consumidor, los cuales excluyen alimentos pero incluyen los de energía, se ha vuelto al fin consistentemente positiva.

¿Por qué la recuperación no llegó antes? Una razón debe ser que, al no haber declarado por tanto tiempo el nivel real de préstamos no ejecutados en el sistema bancario, el enorme financiamiento de los bancos agravó simplemente el estado de desorganización financiera: no pudieron otorgar nuevos préstamos, incluso a buenos proyectos. Otra

Mejores perspectivas

La actual expansión económica, que comenzó en 2002, será a finales de este año la más larga de Japón desde la Segunda Guerra Mundial. Pero no todos dan por sentada su pujanza: el BJ ha recibido constantes advertencias, en especial de los políticos, para que no repita su error de

BJ no elevar las tasas de manera precipitada.

Jesper Koll, economista en jefe de Merrill Lynch en Tokio, enlista las maneras en que la economía de hoy es mucho más fuerte que en 2000, y muy capaz de soportar tasas más altas todavía. El yen se ha debilitado, y no ha alcanzado su nivel de antes de agosto de 2000. El crédito banca-

crecimiento de más de 3%, comparado con el año anterior, en las industrias no manufactureras, el sector de servicios parece estar listo para continuar la carrera que hasta ahora habían asumido las manufactureras.

Las empresas también están contratando personal. Entre 1997 y 2003, el empleo cayó casi 2.4 millones. La tendencia ahora se ha invertido firmemente, con el desempleo a una tasa de 4% en ocho años. Algunos consideran que los hogares han agregado casi 100 mil millones de yenes a su valor neto desde los años 90. Y ya que ahora las compañías y los hogares tienen más activos financieros que pasivos, las tasas más altas deberían resultar de gran beneficio.

En otras palabras, es posible que el crecimiento futuro sea superior a los 2.2% que actualmente la OCDE se atreve a prever, pero aún no se ve el fin de las preocupaciones. En particular, las finanzas del gobierno están en estado crítico, en un momento en que la población envejece y se encoge. El gobierno ha reiterado su compromiso de reducir el déficit, en gran parte a través de reducciones del gasto. En este momento, gracias al desarrollo económico, la iniciativa navega con viento favorable ante ingresos fiscales más altos de los esperados. Pero en septiembre arribará un nuevo primer ministro y la incertidumbre aumenta. Tampoco se puede contar para siempre con el robusto crecimiento actual de cerca de 3% del PIB para llenar la hacienda.

Sin embargo, ahora que el BJ ha elevado las tasas de interés, lo que sigue es un nuevo mundo feliz. La discusión será difícil sobre cuánto, y cuándo, debe apretar el BJ en tanto "se normaliza" la política monetaria; al parecer, los mercados financieros esperan otra alza de un cuarto de punto a finales de este año, y una mitad de punto el año próximo. Pero la importancia del alza de las tasas del BJ y del agotamiento previo de su liquidez súper holgada, es que, en lo sucesivo, los mercados privados y no la caridad pública proveerán el crédito que hace marchar la economía.

En la actualidad, el precio privado del dinero, medido por las ganancias de los bonos, se ha disparado. La paradoja, dice Koll, es que aún pueden necesitarse tasas más altas para liberar el dinero de los prestamistas privados, que desean ser compensados por los riesgos que están dispuestos a tomar de nuevo. Pasará un rato antes de que los mercados se adapten, y mucho de volatilidad puede esperarse en el camino. Sin embargo, en el fondo, un país donde el Estado proporciona dinero a cambio de nada socava la situación de una economía de mercado. Por lo menos, el BJ ha hecho algo para enderezar esa situación.

FUENTE: EIU/INFO-E



Una operadora de dinero trabaja frente a varias pantallas de computadoras en un piso de remates de Tokio. El pasado 14 de julio el Banco de Japón incrementó las tasas de interés por primera vez en seis años a 0.25 por ciento, algo significativo si se toma en cuenta que los intereses habían sido de cero durante siete años ■ Reuters

razón es que, hasta que los bancos tuvieron una causa para ocuparse de sus préstamos, las compañías en problemas que los habían obtenido tenían pocos incentivos para reestructurarlos. Ahora las empresas japonesas tienen una salud estupenda, pero esto se debe en gran parte a las medidas que se tomaron apenas en años recientes.

En el nivel político, el gobierno tuvo dos gazapos enormes. El primero fue aumentar el impuesto al consumo en 1997, lo que arruinó la confianza económica. En agosto de 2000, cuando apenas parecía que se recuperaba la confianza, el BJ declaró el fin de la deflación y elevó las tasas. De nuevo la economía cayó en picada y el banco decidió regresar a cero seis meses después. Pero con la caída de los precios, el efecto expansionario, incluso a tasa cero, se perdió, ya que los tipos de interés verdadero seguían siendo positivos. El BJ intentó una nueva medida radical: imprimió dinero y relleno las cuentas que los bancos mantienen en el banco central con efectivo libre. Esa liquidez superlibre, conocida como "flexibilización cuantitativa", fue retirada esta primavera.

2000. Richard Jerram, economista en jefe de Macquarie Research en Tokio, señala que mientras la medición favorita del BJ, precios de consumo centrales, muestra una inflación de 0.6%, otras medidas válidas muestran precios que aún coquetean con la deflación. Persisten las fuertes incertidumbres sobre el futuro índice de crecimiento potencial de Japón, en tanto se necesita un amortiguador contra choques externos, como una desaceleración en EU o una crisis financiera en China.

Parece que ya escampa

En primavera, el BJ dio a conocer una "escala" de inflación de 0-2%, dentro de la cual se sentía cómodo con el 1%. Pero eso no deja mucho espacio para los inconvenientes, argumenta Jerram, cuando incluso una tasa cero pierde su efecto una vez que los precios caen. Otros son más optimistas. Con una inflación ahora en 0.6%, la política monetaria es realmente más holgada a pesar del aumento de las tasas de hace un año, cuando la deflación más la tasa cero mantuvieron positivas las tasas reales. Pero el 20 de julio, en su examen más reciente de Japón, la OCDE también recomendó al

rio se está ampliando de nuevo, mientras en 2000 se había contraído. Al mismo tiempo, los costos de los préstamos se han desplomado, en términos reales, en la medida en que la inflación ha comenzado lentamente a caminar otra vez.

Sobre todo, el estado financiero tanto de las empresas como de los hogares es mucho más sano. Así como los bancos han reducido su cartera problemática en cuatro quintas partes o más, las empresas han disminuido sus deudas a niveles anteriores a la burbuja. Mientras tanto, hacen un uso más eficiente del capital. Donde alguna vez demasiadas compañías hacían muchas cosas en diversos sectores, ha ocurrido una racionalización brusca, dice James Ableggen, académico experto en negocios.

Catorce compañías petroleras se han reducido a cuatro; siete compañías de cemento a tres, y 14 compañías de pulpa y papel a tres. Se necesita hacer más en las industrias ineficientes, en especial en la electrónica, donde la tentación es regresar a la sobreinversión y a la diversificación. Sin embargo, las firmas japonesas logran ganancias sin precedente, y las invierten para satisfacer la demanda. Ante un

