

Japón entre estancamiento y una deuda colosal

Daniel Munevar (CADTM)

“Miremos en retrospectiva hacia los orígenes y deflación de la burbuja desde el punto de vista del sector financiero. En un contexto caracterizado por un proceso de liberalización financiera, el financiamiento de las firmas fue rápidamente liberalizado... como lo demuestra el cambio de un esquema de financiamiento basado en los bancos a un esquema basado en los mercados financieros... Los bancos se inclinaron a prestar agresivamente a medianas y pequeñas empresas utilizando como colateral tanto finca raíz como prestamos relacionados con este tipo de actividad a bajas tasas de interés... En retrospectiva, la extensión agresiva de créditos a bajas tasas de interés parece haber sido llevada a cabo por las instituciones financieras tomando riesgos excesivos, si estos se comparan con los beneficios potenciales. En particular, debido a que las instituciones financieras no reconocieron los riesgos asociados con la concentración e interacciones de los créditos, estas tendieron a concentrar sus prestamos en industrias específicas tales como compañías de construcción, el sector de finca raíz y entidades no bancarias”¹

Un escenario familiar

Esta historia les suena familiar en el contexto de la actual crisis financiera global? Desregulación financiera, bajas tasas de interés, burbujas financieras, aumento y concentración del riesgo en las carteras de los bancos en actividades relacionadas con finca raíz. Todos estos elementos están en el centro de las explicaciones de la crisis financiera que ha sacudido al mundo desde el año 2007. Sin embargo, el párrafo anterior no corresponde a una descripción de los orígenes de la Gran Recesión, sino al análisis de la crisis financiera del Japón a principios de los años noventa, realizado por no menos que el Director del Instituto de Estudios Monetarios y Económicos del Banco de Japón.

Estudiar la evolución de la deuda pública del Japón en el contexto actual, es importante, no solo por los paralelos entre el proceso de desarrollo e implosión de la burbuja en dicho país y los Estados Unidos, sino también porque lo sucedido allí puede suministrar pistas sobre la evolución futura de la deuda pública en otras economías avanzadas.

¹ Okina, K. and Shiratsuka S. (2002) Asset Price Bubbles, Price Stability and Monetary Policy: Japan's Experience, Monetary and Economic Studies / October 2002, Bank of Japan, Pg 55.

En líneas generales, el colapso financiero en Japón siguió un patrón “Minskyano²”. Ante cambios en el sistema regulatorio que tuvieron lugar a principios de los años 80, los bancos procedieron a incursionar en nuevos sectores de la economía, principalmente créditos al sector de finca raíz. El crecimiento de la rentabilidad en estas nuevas líneas de crédito, indujo a un incremento en el volumen de préstamos que a su vez reforzó la espiral alcista en los precios de las propiedades alcanzando su pico en 1990. Progresivamente la solvencia de los créditos paso a depender de ulteriores incrementos en los precios de los activos utilizados como colateral. Una vez los precios alcanzaron el tope, el incremento de la fragilidad financiera llevo a la implosión de la burbuja. En este caso en especifico, los detonantes de la crisis fueron el alza en las tasas de interés llevado a cabo por el Banco de Japón, así como la postura fiscal restrictiva del gobierno japonés en la segunda mitad de la década de los ochentas³ (Pigeon 2000).

El gráfico 1 muestra el proceso de deflación de la burbuja financiera en el Japón a lo largo de las ultimas dos décadas. En el gráfico se puede apreciar la significativa caída tanto del índice principal de la bolsa de Tokio como del valor de las propiedades en Japón, los cuales hoy en día representan tan solo un cuarto del valor alcanzado durante el pico de la burbuja. La caída masiva de los precios de los activos tuvo un efecto devastador sobre las hojas de balance del sector privado. Por un lado los bancos vieron como los prestamos insolventes crecieron dentro de su portafolio a lo largo de la década hasta alcanzar un valor equivalente al 12% del PIB japonés⁴. Este fenómeno a su vez incapacito a los bancos para reactivar el crédito, lo que acelero la caída de los precios. Por otro lado, la riqueza financiera de los hogares japoneses sufrió un fuerte golpe, al caer alrededor de un 50% desde el inicio de la crisis hasta la fecha⁵.

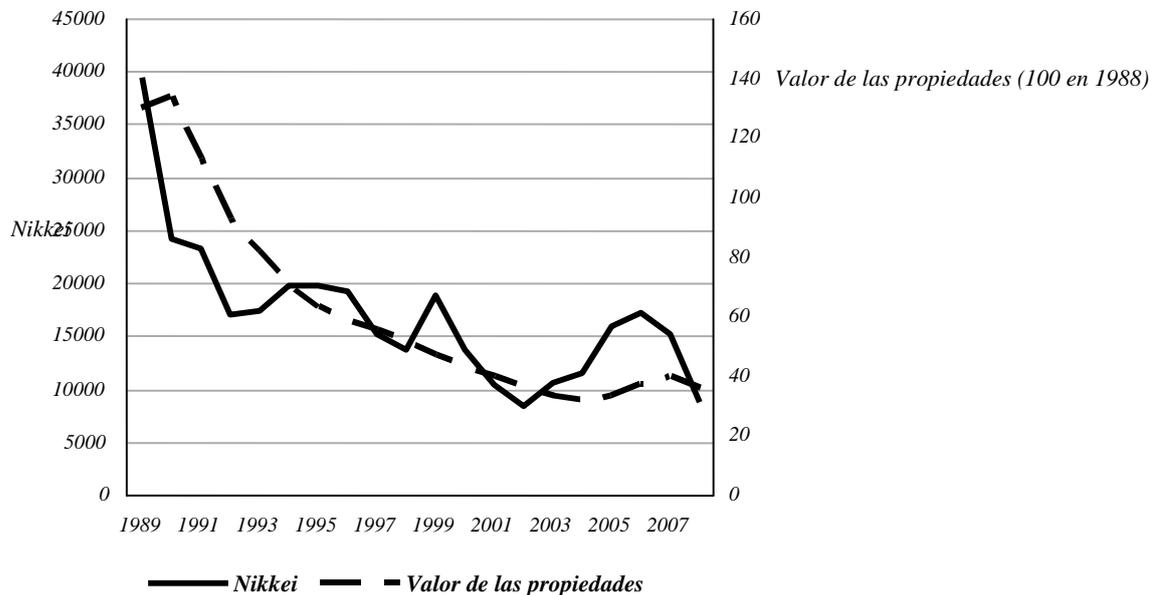
² Hyman Minsky (1919–1996) es un economista nacido en Chicago que se inscribe en la corriente de pensamiento poskeynesiano. Se le conoce por sus estudios sobre las crisis financieras y su vinculo con el ciclo económico.

³ Marc-André Pigeon, “‘It’ Happened, but not Again: A Minskyan analysis of Japan’s Lost Decade”, The Levy Economics Institute, Working Paper n° 303.

⁴ Kunio Okina et Shigenori Shiratsuka, op. cit.

⁵ Patrick Artus, “What happens when public debt replaces private sector debt and assests in portafolios?”, Natixis Economic Research, Septiembre 2009, n° 385.

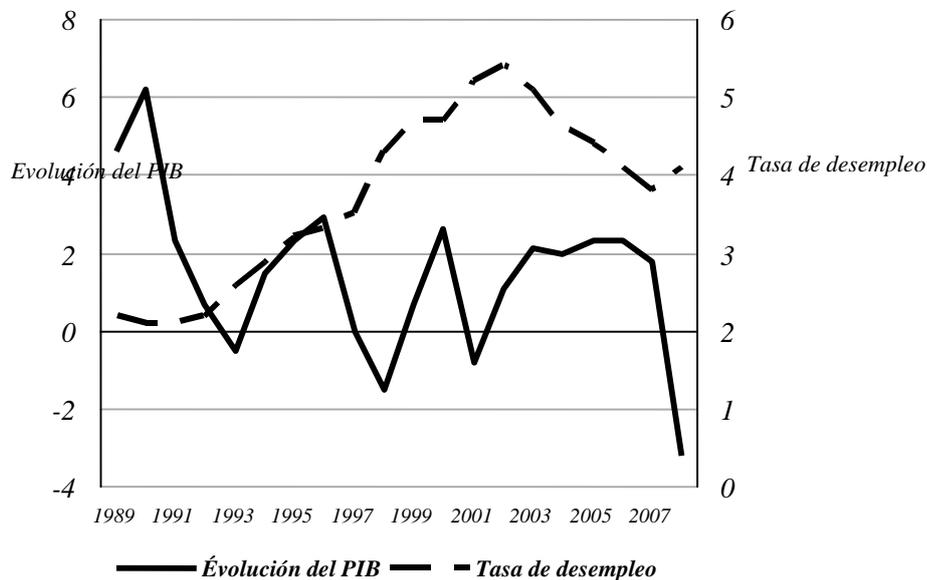
Grafico 1 - Evolución de índices Nikkei 225 - Precios de propiedades Japón (1989 - 2008)⁶



Los efectos de este proceso de des-apalancamiento financiero se dejaron sentir con fuerza en la economía real. El gráfico 2 muestra la evolución del PIB y la tasa de desempleo durante las últimas dos décadas, las cuales se pueden subdividir en 2 etapas diferentes. La primera es el periodo posterior a la implosión de la burbuja financiera, comprendido entre 1990 y el 2001. Durante esta década perdida el Japón se sumió en un periodo de estancamiento crónico asociado con una tasa de desempleo al alza. La segunda etapa, es el periodo de recuperación económica entre los años 2002 y 2007. En esta etapa, el país registro una tasa positiva de crecimiento en el orden del 2% del PIB, al mismo tiempo que se logro una reducción de importante de la tasa de desempleo.

⁶ Fuente: Banco central de Japón Financial and Economic Statistics Monthly

Grafico 2 - Evolución de PIB y desempleo Japón⁷
(1989 - 2008)



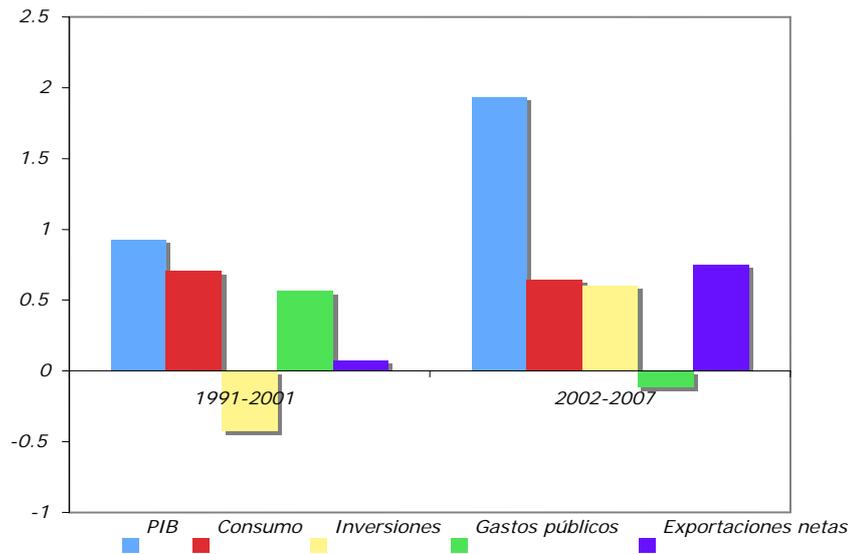
Los factores que determinaron este patrón de crecimiento económico son desagregados en el gráfico 3. En el caso del periodo 1991-2001, el primer factor a resaltar es el colapso de la inversión privada en el contexto de la crisis financiera y que se prolongo a lo largo de la década. El segundo factor es el carácter anti-cíclico de la política fiscal japonesa. En los tres episodios de caída significativa del producto a lo largo de la década, el gasto deficitario del gobierno procedió a apuntalar la demanda agregada con el objetivo de evitar que el escenario recesivo se convirtiera en una depresión generalizada de la economía. Es de resaltar que a pesar del esfuerzo fiscal realizado por el gobierno, la tasa de desempleo continuo creciendo a lo largo de la década. Si bien para los estándares de las economías occidentales el máximo de desempleo alcanzado en Japón de un 5.5%, es relativamente bajo, en el caso de un país con un rígido mercado laboral y caracterizado por políticas de empleos de por vida, este hecho implico un fuerte shock social.

Prosiguiendo con el análisis, el periodo de recuperación de la economía entre el 2002 y 2007, se caracteriza por una dinámica radicalmente diferente. Mientras en la década anterior el elemento de la demanda agregada que mantuvo a la economía a flote fue el gasto publico, durante este periodo las exportaciones netas se convirtieron en el motor principal del crecimiento económico. Gracias al favorable ciclo económico internacional, el superávit de cuenta corriente japonés se expandió gradualmente hasta alcanzar un 4.8 % del PIB en el 2007. La creciente demanda de productos japoneses permitió a

⁷ Fuente : Banco central de Japón, Financial and Economic Statistics Monthly

su vez la reactivación de la inversión privada para la producción con destino a los mercados internacionales, al mismo tiempo que le permitió al gobierno retirar las medidas de estímulo fiscal implementadas a lo largo de la década anterior.

Grafico 3 - Contribución componentes demanda agregada Japón (1991 - 2007)⁸



A medida que la dinámica de la economía japonesa fue progresando, de la misma forma las políticas del gobierno cambiaron para hacerle frente a las circunstancias. Los gráficos 4 y 5 muestran la evolución de las respuestas del gobierno. Así mientras el primer periodo, entre 1991 y 2001, se caracterizó por el énfasis en la política fiscal para estimular la economía, en el segundo periodo, entre 2002 y 2007, se recurrió fundamentalmente a la política monetaria.

⁸ Fuente: Banco central de Japón Financial and Economic Statistics Monthly

Grafico 4 : Evolución deuda pública y tasas de interés Bonos a 10 años Japón (1989 - 2008)⁹

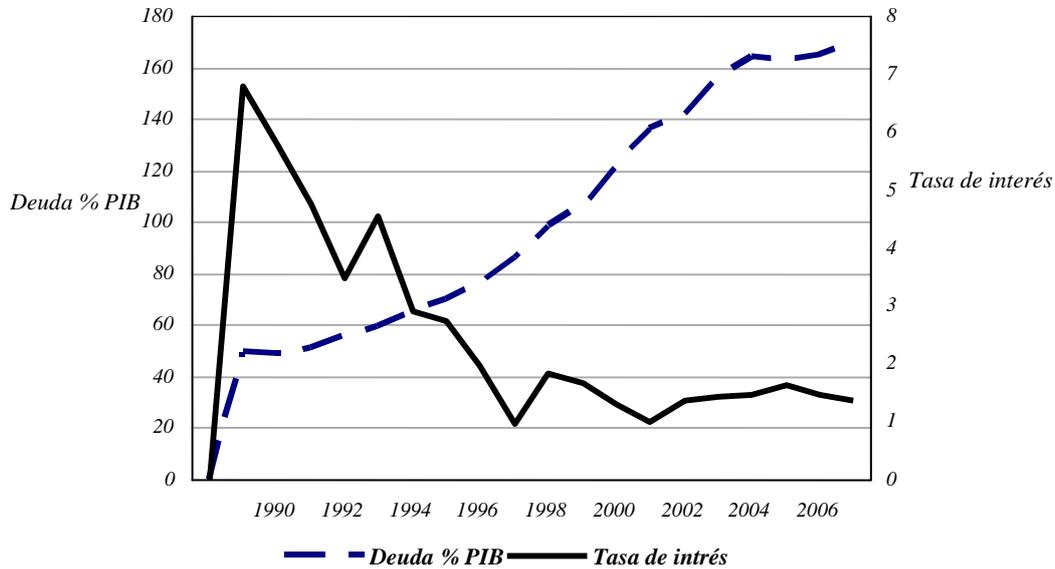
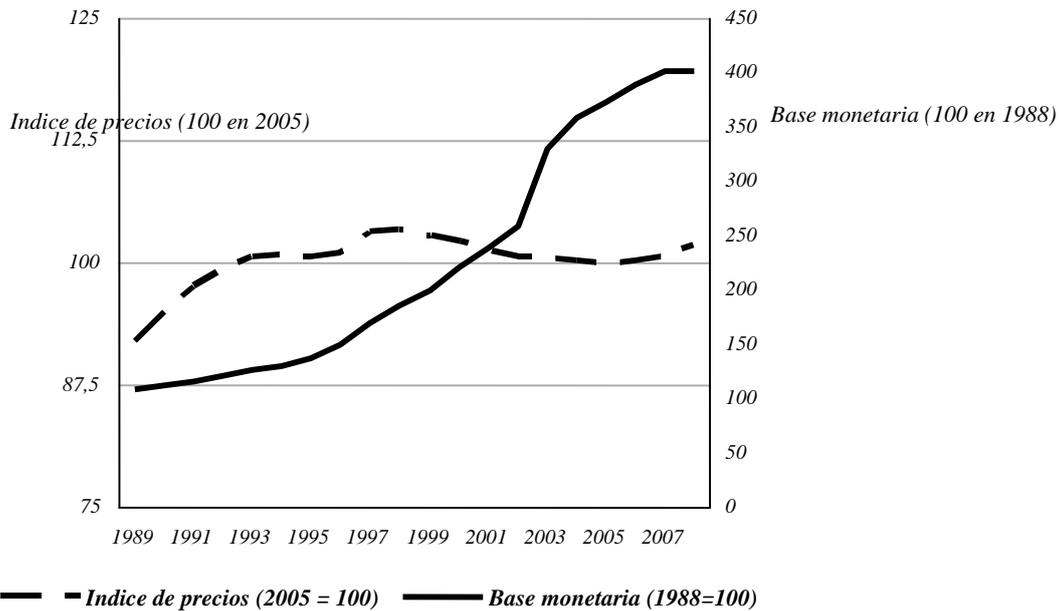


Grafico 5 - Base monetaria e inflación (1989 - 2008)¹⁰



Comprender el contexto macroeconómico de la economía japonesa es fundamental para poder entender las particularidades de la evolución de la deuda pública del país. En el caso de la “década perdida” de los años 1990, el uso del gasto deficitario para evitar una depresión en la economía se tradujo

⁹ Fuente: Banco central de Japón Financial and Economic Statistics Monthly

¹⁰ Fuente: Banco central de Japón Financial and Economic Statistics Monthly

en un aumento masivo del endeudamiento público. Como se observa en el grafico 4, la deuda publica paso de representar un 48% del PIB en 1990, momento en que comienza la deflación de la burbuja financiera, hasta estabilizarse en alrededor de un 160% del PIB durante el periodo 2004-2007, lapso en el cual se le retira el estímulo fiscal a la economía.

Una deuda pública colosal pero aparentemente bajo control

Para el año 2010 la deuda pública del Japón es la más elevada, en términos relativos, dentro del grupo de países de la OECD representando el 202% del PIB. Esto equivale a 10.9 billones de dólares americanos. La diferencia clave entre la deuda publica del Japón y de otros países avanzados es la distribución de los acreedores, en la cual los acreedores nacionales juegan un rol central. En el caso del Japón, el 93% de la deuda publica esta en manos acreedores nacionales y el restante 7% es propiedad de acreedores extranjeros. Esto significa que el incremento sin precedentes de la deuda pública ha sido financiado fundamentalmente con ahorros nacionales, lo que disminuye de forma significativa la vulnerabilidad del país a ataques de especuladores financieros internacionales.

Por otra parte, el aspecto más interesante de esta situación, es que a pesar del masivo incremento del endeudamiento y en contra-vía de lo que predice la teoría económica neoclásica, las tasas de interés sobre los bonos de deuda del gobierno japonés no solo no crecieron, sino que de hecho cayeron por debajo de los niveles previos a la crisis.

Esta aparente paradoja nos conduce al análisis de la política monetaria. Como se puede observar en el grafico 5, al mismo tiempo que se daba la explosión en la deuda pública, también aumentaba de forma significativa la base monetaria. Este incremento de la base monetaria se acelera a partir del año 2002, momento en el cual ante la falta de éxito de las medidas tomadas para reactivar el crédito, el Banco Central de Japón inicio su programa de *Quantitative Easing*. A través del mismo el Banco Central procedió a inflar las reservas de los bancos en las cuentas del Banco Central con el objeto de incentivar de forma alternativa el crédito, ante la imposibilidad técnica de reducir las tasas de interés por debajo de 0.

Pero de la misma forma que el aumento masivo del endeudamiento público no tuvo ningún efecto sobre las tasas de interés, el rápido crecimiento de la base monetaria no tuvo ningún efecto sobre la tasa de inflación, como se muestra en el grafico 5. De hecho, como es bien conocido, Japón ha luchado de forma denodada para evitar caer en una espiral deflacionista en el índice de precios al consumidor a lo largo de las últimas décadas.

Mientras la teoría económica neoclásica carece de una explicación coherente para esta serie aparente de contradicciones, el uso de un marco

teórico alternativo permite entender de forma clara las dinámicas subyacentes a la evolución de la economía japonesa durante las últimas décadas, así como de la posible evolución de la economía norteamericana en mediano plazo. Este marco alternativo de referencia es el desarrollado en el *Levy Institute of Economics*, basado en la tradición económica post-keynesiana y el trabajo de Hyman Minsky¹¹.

La base del modelo económico alternativo se encuentra en el análisis de las hojas de balance de los diferentes sectores de la economía a través del estudio de los flujos financieros. De esta forma, a nivel de identidad macroeconómica: “el flujo de gastos de un sector debe ser igual a su flujo de ingresos más cambios en su balance financiero. Se entiende entonces por ejemplo que un sector puede gastar por encima de sus ingresos pero esto implicaría una reducción de sus activos financieros. Al mismo tiempo, el gasto deficitario de este sector implica que otro sector de la economía está gastando por debajo de sus ingresos, acumulando de esta forma activos financieros¹²”

A su vez esta identidad implica un proceso causal, en el sentido que el gasto deficitario de un sector es el que permite la creación del ingreso y por ende del ahorro de otro sector. Como señala la tradición keynesiana, son los gastos los que generan el ingreso y es la inversión la que genera el ahorro. En un ejemplo práctico esta relación apunta a que en una economía cerrada es el gasto deficitario del sector del gobierno el que genera los superávit y por ende ahorros del sector privado de la economía¹³.

Aplicado al análisis de la economía japonesa, tendríamos un cuadro en el cual ante la reducción en el gasto privado (grafico 3), asociada con la caída del valor de los activos en su portafolio (grafico 1), reduce por un lado la demanda de crédito para inversión y por el otro obliga al gobierno a incurrir en déficit para mantener un nivel agregado de gasto en la economía (gráficos 3 y 4). Desde la perspectiva del sector privado, el déficit del gobierno implica entonces una acumulación neta de activos financieros. Más importante aun, el déficit fiscal genera no solo los ingresos del sector privado sino que también genera los activos, a través de la emisión de bonos de deuda, en los cuales el sector privado deposita sus ahorros.

La evidencia de este tipo de patrón de ajuste se encuentra en las hojas de balance de los diferentes sectores. Así, la deuda total del Japón se mantuvo constante entre 1990 y el año 2007 en alrededor de un 300% del PIB. Lo que cambió fue la estructura interna de este endeudamiento. Mientras en 1990, la deuda privada representaba un 240% del PIB y la deuda pública un 50% del

¹¹ Para una explicación general del modelo ver, entre otros, Papadimitrou and Wray (1999) *Minsky's Analysis of Financial Capitalism*, Zezza (2009) *Fiscal Policy and the Economics of Financial Balances* y Wray (2009) *An Alternative View of Finance, Saving, Deficits, and Liquidity*.

¹² Randall Wray, op. cit.

¹³ Dimitri Papadimitrou et Randall Wray, op. cit.

PIB, el proceso de des-apalancamiento forzado del sector privado redujo progresivamente la deuda de este sector hasta llegar a un 160% del PIB en el 2007; Ante la falta de confianza tanto de consumidores para gastar como de compañías para invertir, los excedentes resultantes se canalizaron de forma creciente hacia bonos de deuda del gobierno japonés. Evidencia de este proceso es el gradual incremento de la participación de los bonos de deuda en las hojas de balance de bancos y otras instituciones financieras. En el caso de los bancos, mientras el crédito registro decrecimiento del 1% entre 1990 y el 2008, los bonos de deuda del gobierno se multiplicaron por un factor de 3, incrementando su participación en el portafolio de los bancos en un 8%¹⁴.

Es específicamente este hecho el que permite explicar tanto el permanente riesgo de deflación, ante la incapacidad de transformar las reservas bancarias en demanda efectiva debido a la floja demanda de crédito, como de las bajas tasa de rendimiento de los bonos de deuda del Japón, en la medida en que la recomposición de las hojas de balance del sector privado se baso en la adquisición masiva del tipo mas seguro de activo disponible.

Dos análisis se pueden hacer de esta situación. Por un lado este esquema representa un sistema de transferencia de excedentes del sector público hacia el sector privado. Esto es básicamente un reemplazo de deuda privada por deuda publica. En la medida en que esta transferencia sirve para apuntalar una elite corporativa a pesar de su responsabilidad en los excesos que condujeron a la crisis, este tipo de política sustentada en la expansión masiva del endeudamiento público es inaceptable. Por el otro, dentro de la lógica y racionalidad de una económica capitalista moderna el único escenario alternativo disponible ante la falta de intervención estatal en la forma de gasto deficitario y transferencia de excedentes, hubiera sido una caída en espiral de la demanda agregada y el ingreso, con los consecuentes efectos en términos de empleo y bienestar social.

La experiencia de la deuda pública del Japón puede ser utilizada como una historia de precaución para comprender la evolución de la deuda publica en otros países avanzados. El colapso de la burbuja *subprime* en Estados Unidos, o del crédito privado en la periferia europea ha puesto a este grupo de países en una situación similar a la enfrentada por Japón a lo largo de las ultimas dos décadas. No seria entonces inesperado observar un crecimiento de la deuda pública en estos países en magnitudes proporcionales a las existentes actualmente en Japón. La pregunta entonces es si este crecimiento del endeudamiento público servirá para apuntalar un sistema económico que beneficia a una pequeña minoría, o podría ser utilizado para sentar las bases de una nueva economía. La respuesta depende de la capacidad de los pueblos para organizarse y pedir un control democrático y transparente de los recursos públicos.

¹⁴ Banco de Japón, Financial and Economic Statistics Monthly, octubre del 2009, disponible en <http://www.boj.or.jp/en/type/release/teiki/sk/ske.htm> .

