

UNA REFLEXIÓN SOBRE LA SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN JAPÓN

Una reflexión sobre la situación de las finanzas públicas en Japón

Este artículo ha sido elaborado por Daniel Garrote, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

En un contexto de creciente deterioro de las finanzas públicas en los países desarrollados, este artículo analiza la situación y perspectivas fiscales en Japón, un país que ha convivido con unos elevados déficits públicos durante la mayor parte de las dos últimas décadas y cuya ratio de deuda pública ha pasado del 60% del PIB, a principios de los noventa, a cerca del 200% en la actualidad. Resulta destacable que Japón, a pesar de la dinámica enormemente expansiva de su deuda pública, haya podido financiarla hasta la fecha sin dificultades, gracias a la presencia de ciertas especificidades económicas y financieras, si bien estos factores han podido tener otras consecuencias negativas para la evolución de esta economía. Sin embargo, las perspectivas en el medio plazo apuntan a una reversión de algunos de estos elementos, lo que incrementa los riesgos para la sostenibilidad fiscal en Japón.

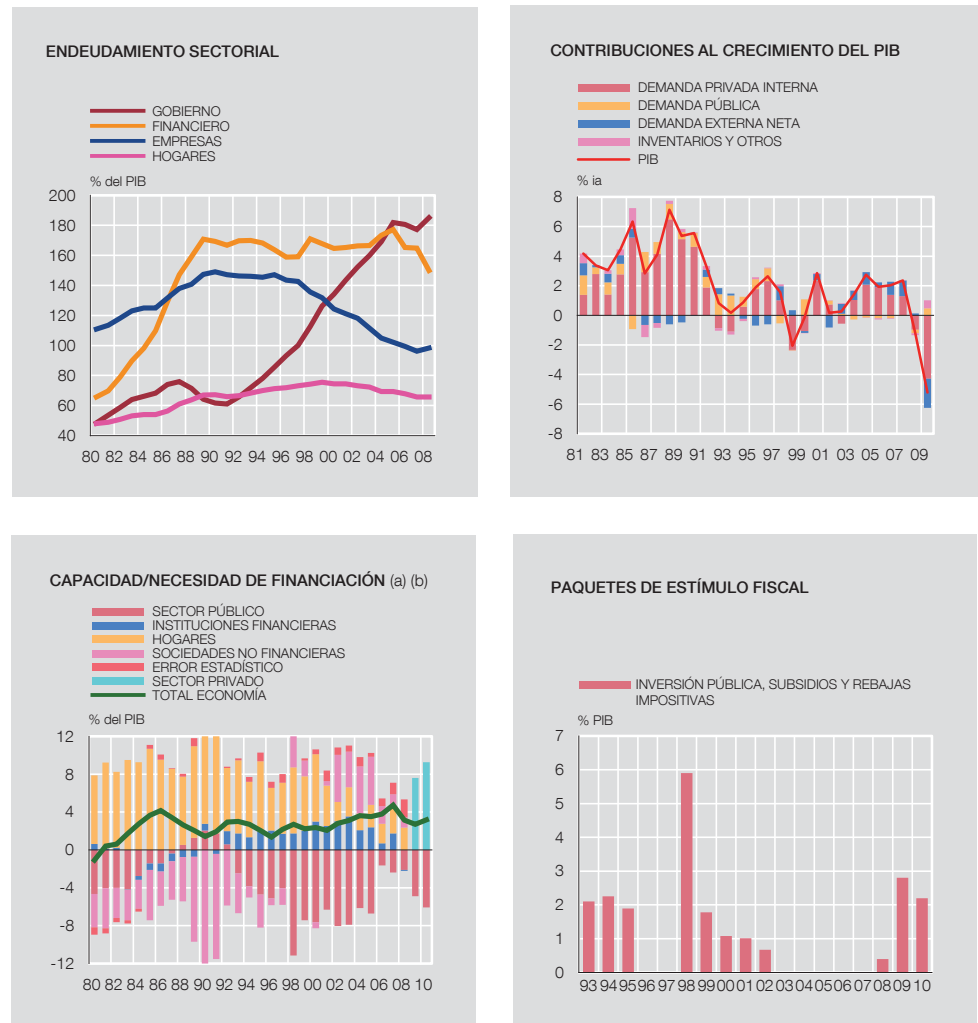
Dada la naturaleza específica de los factores que han permitido la financiación, en condiciones favorables, del abultado volumen de deuda pública japonesa y el carácter más global del actual deterioro fiscal —que se ha manifestado con notable intensidad en una gran parte de las economías avanzadas a raíz de la crisis financiera internacional—, no se puede extrapolar al resto de países el mensaje relativamente tranquilizador que se podría extraer de la experiencia japonesa en las dos últimas décadas. Cabe destacar, por tanto, la necesidad de llevar a cabo programas de consolidación fiscal en todos estos países, incluido Japón, para poder reconducir las finanzas públicas a una senda sostenible.

El artículo se estructura de la siguiente manera. En el segundo apartado, se describe la evolución de la deuda pública en Japón en las dos últimas décadas y se repasan sus determinantes económicos y financieros. En el tercero, se resaltan las particularidades que han permitido que el intenso deterioro de las finanzas públicas no se haya traducido hasta la fecha en un grave problema de sostenibilidad fiscal. En el cuarto, se analizan las perspectivas fiscales japonesas a corto y medio plazo, mostrando las vulnerabilidades más importantes. El último apartado recoge las principales conclusiones y extrae algunas lecciones para el resto de economías avanzadas.

Antecedentes históricos y situación actual

El fuerte y continuado incremento de la deuda pública en Japón comenzó al inicio de la década de los noventa (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1). Tras el estallido de la burbuja bursátil e inmobiliaria de finales de los años ochenta, la fuerte caída de la demanda privada interna desencadenó, a partir de 1992, un largo proceso de bajo crecimiento. En este contexto, el intenso crecimiento de la deuda pública vino motivado por el marcado deterioro del déficit fiscal —que, como se analiza con más detalle a continuación, se debió no solo a los efectos del ciclo económico, sino también a los intentos de sostener la demanda con un mayor gasto público y con recortes impositivos— y, en menor medida, por la aprobación de planes puntuales de rescate del sistema financiero.

La crisis bursátil e inmobiliaria obligó, tanto a las empresas financieras como, sobre todo, a las no financieras, a realizar ajustes significativos en sus balances para hacer frente al elevado nivel de endeudamiento previo, lo que, unido al fuerte efecto riqueza negativo derivado del menor valor de los activos, llevó a la economía japonesa a un larga fase recesiva, que duró hasta comienzos de 2000. Durante este período, la fuerte debilidad de la demanda privada (con una intensa contracción de la inversión y una persistente atonía del consumo privado), que pasó de crecer un 4,8%,

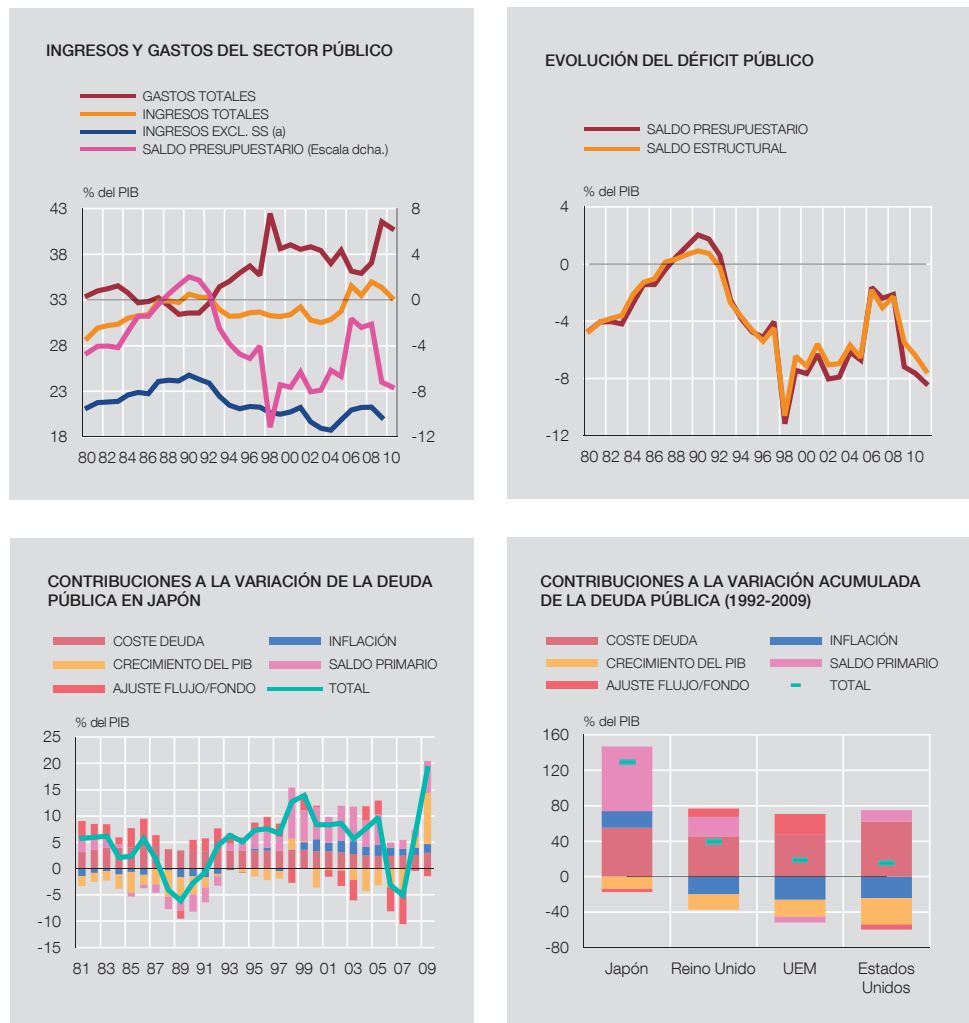


FUENTES: Cuentas Financieras del Banco de Japón, Cabinet Office, OCDE y Banco de España.

- a. Capacidad/Necesidad de financiación = Ahorro bruto – Formación bruta de capital fijo + Discrepancia estadística.
- b. La Capacidad/Necesidad de financiación del sector privado se calcula por diferencia entre el total y el Sector público con datos.

en promedio, durante los años ochenta a un escaso 0,6% en la siguiente década, fue suplida por un incremento notable del gasto público (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Como resultado de estos desarrollos, se produjo un marcado deterioro del déficit presupuestario, que llegó a sobrepasar el 10% del PIB en 1998¹ (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). Entre los factores que propiciaron esta evolución, destaca el elevado activismo fiscal, que se plasmó en cuantiosos paquetes de estímulo fiscal —en total, trece entre los años 1993 y 2003—, principalmente, vía rebajas impositivas, y un notable incremento de las inversiones públicas en infraestructuras, que, en términos acumulados, supusieron un 16,7% del PIB (véase el panel inferior derecho del gráfico 1). Además de estas medidas que repercutieron directamente en el saldo presupuestario, los paquetes incluyeron la provisión de garantías públicas para facilitar la concesión de crédito a empresas y hogares (por un importe acumulado equivalente al 13,9% del PIB).

1. En 1997, tras dos años de incipiente recuperación económica, el Gobierno aprobó un plan de consolidación fiscal de seis años de duración, aunque en 1998 tuvo que ser suspendido como consecuencia del severo deterioro de la actividad a raíz de la crisis asiática, a la vez que se aprobaron nuevos paquetes de estímulo fiscal.



FUENTES: OCDE y Banco de España.

a. Ingresos corrientes excluidas las cotizaciones a la Seguridad Social.

Además de los paquetes de estímulo fiscal discrecional, el saldo presupuestario se vio afectado por otros factores que agravaron la situación fiscal. Así, la recaudación impositiva se redujo considerablemente (véase el panel superior izquierdo del gráfico 2) como consecuencia tanto de la persistente debilidad del crecimiento económico como, principalmente, de la desaparición del flujo de ingresos ligados al incremento del valor de los activos (sobre todo en los mercados inmobiliario y bursátil). Al mismo tiempo, el continuo proceso de envejecimiento poblacional fue suponiendo una carga adicional para el gasto público en seguridad social y sanidad. De este modo, aunque no fue interpretado así al tiempo de producirse, gran parte del deterioro del saldo fiscal durante la década de los noventa se debió a componentes estructurales (véase el panel superior derecho del gráfico 2), incluida la desaparición de los ingresos extraordinarios ligados a la burbuja inmobiliaria.

Las medidas de apoyo al sistema financiero aprobadas en el período de 1998 a 2003, pese a no tener una repercusión directa en el déficit, supusieron un incremento adicional de la deuda pública, si bien su impacto final fue reducido. Ante el agravamiento de la crisis bancaria a finales de los años noventa, el Gobierno decidió intervenir en el sistema financiero con fondos públicos para hacer frente a la gran cantidad de préstamos incobrables (según fuentes oficia-

les, estos representaron el 9% del total de la cartera en 2002) a través de la creación de una institución llamada Resolution Collection Corporation (RCC). El Gobierno destinó 70 billones de yenes (14,3% del PIB) al plan de rescate, aunque finalmente los fondos públicos empleados ascendieron a 46 billones de yenes (9,4% del PIB), en forma de inyecciones de capital, compras de activos problemáticos y asistencia financiera. Por último, en junio de 2003 se intervino el banco Resona, que en esas fechas era el quinto banco más grande del país. Sin embargo, el coste fiscal de estos rescates financieros acabó siendo notablemente inferior al previsto inicialmente, debido, en cierta medida, a la recuperación parcial de los fondos inyectados por parte de RCC, de modo que, hasta la fecha, el incremento de la deuda derivado de estas operaciones tan solo ha sido de 10,4 billones de yenes (2,1% del PIB).

En los primeros años del nuevo siglo, los Gobiernos de Koizumi (2001-2006) y de Abe (2006-2007) llevaron a cabo políticas de consolidación fiscal en un contexto de mejoría económica, logrando contener el gasto público a la par que los ingresos fiscales se recuperaban (véase el panel superior izquierdo del gráfico 2). Sin embargo, esta tendencia a la consolidación se vio truncada en 2008 por la fuerte recesión en la que entró la economía, a raíz de la crisis financiera global, y que supuso una nueva oleada de activismo fiscal para hacer frente a la misma y evitar el colapso de la demanda agregada. En Japón, los paquetes fiscales fueron especialmente relevantes, alcanzando, según estimaciones del FMI, el 2,8% del PIB en 2009 y el 2,2% en 2010, por encima del promedio de los países de la OCDE².

En este último período, las medidas de apoyo al sistema financiero puestas en marcha en Japón también han contribuido al incremento de la deuda pública, ya que han supuesto una ayuda directa (entendida como la suma de inyecciones de capital y compras de activos) del 6,6% del PIB según datos del FMI³, aunque el monto utilizado hasta la fecha ha sido significativamente inferior (de menos del 1% del PIB). A ello habría que añadir los pasivos contingentes (garantías) por valor de 7,2% del PIB, que, de materializarse, supondrían un incremento mayor de la deuda pública.

Como resultado de esta evolución, según datos de la OCDE, la deuda pública bruta pasó del 60% del PIB a principios de los noventa (apenas un 10% en términos netos tras descontar los activos financieros en poder de las AAPP) al 190% del PIB en 2009 (en torno al 100% en términos netos). Los paneles inferiores del gráfico 2 muestran las contribuciones de distintos factores a este aumento, así como la comparación de estas contribuciones con las registradas en otras economías avanzadas⁴. En primer lugar, como se acaba de explicar, los elevados déficits primarios (excluidos los intereses de la deuda) registrados durante ese período (con un promedio anual del 4,1% del PIB) elevaron la ratio de deuda pública bruta en algo más de 70 puntos porcentuales (pp) del PIB, mucho más que en otros países avanzados, como Reino Unido (22 pp), Estados Unidos (13 pp) o el área del euro (-6 pp). Pero, además, la evolución de otros factores también contribuyó al mayor deterioro de la deuda en el país nipón. Así, durante este período Japón mantuvo uno de los crecimientos económicos más bajos en términos reales dentro de los países de la OCDE, y solo el mayor volumen de la deuda hizo que la contribución del PIB a la reducción de la ratio de endeudamiento fuera cercano al de otras economías como Reino Unido o el área del euro (en torno a 15 pp del PIB). Otro factor claramente diferencial en el caso japonés es la persistente deflación, que supuso un incremento adicional de la deuda cercano a 20 pp del PIB en ese período, cuando en otros países el au-

2. Además, los planes de apoyo a la economía real entre los años 2008 y 2010 incluyen un volumen muy elevado de garantías públicas, principalmente destinadas a facilitar el acceso al crédito de las pymes y los hogares. 3. Véase FMI (2010a). 4. La deuda viene descrita por la siguiente ecuación: $D_t = D_{t-1} * [(1+i)/(1+g)](1+\pi_t) + pb_t + eou_t$, donde «d» es la ratio de deuda respecto al PIB, «g» el crecimiento real del PIB, « π » la inflación, «i» los tipos de interés nominales y «pb» el saldo primario. El último componente (eou) incluye ajustes flujo-fondo, así como otros errores y omisiones.

Especificidades de la deuda pública japonesa

mento de los precios ayudó a reducir la ratio de deuda (en más de 20 pp en los casos de Estados Unidos, Reino Unido y el área del euro). En cuanto al coste de la deuda, la disminución de los tipos de interés permitió contener el pago de intereses. Aún así, este componente añadió 55 pp del PIB a la ratio de deuda. En definitiva, a pesar de la vigencia de tipos de interés nominales reducidos, la conjunción de una situación deflacionista, un débil crecimiento y un persistente déficit público primario ha derivado en una dinámica de la deuda negativa.

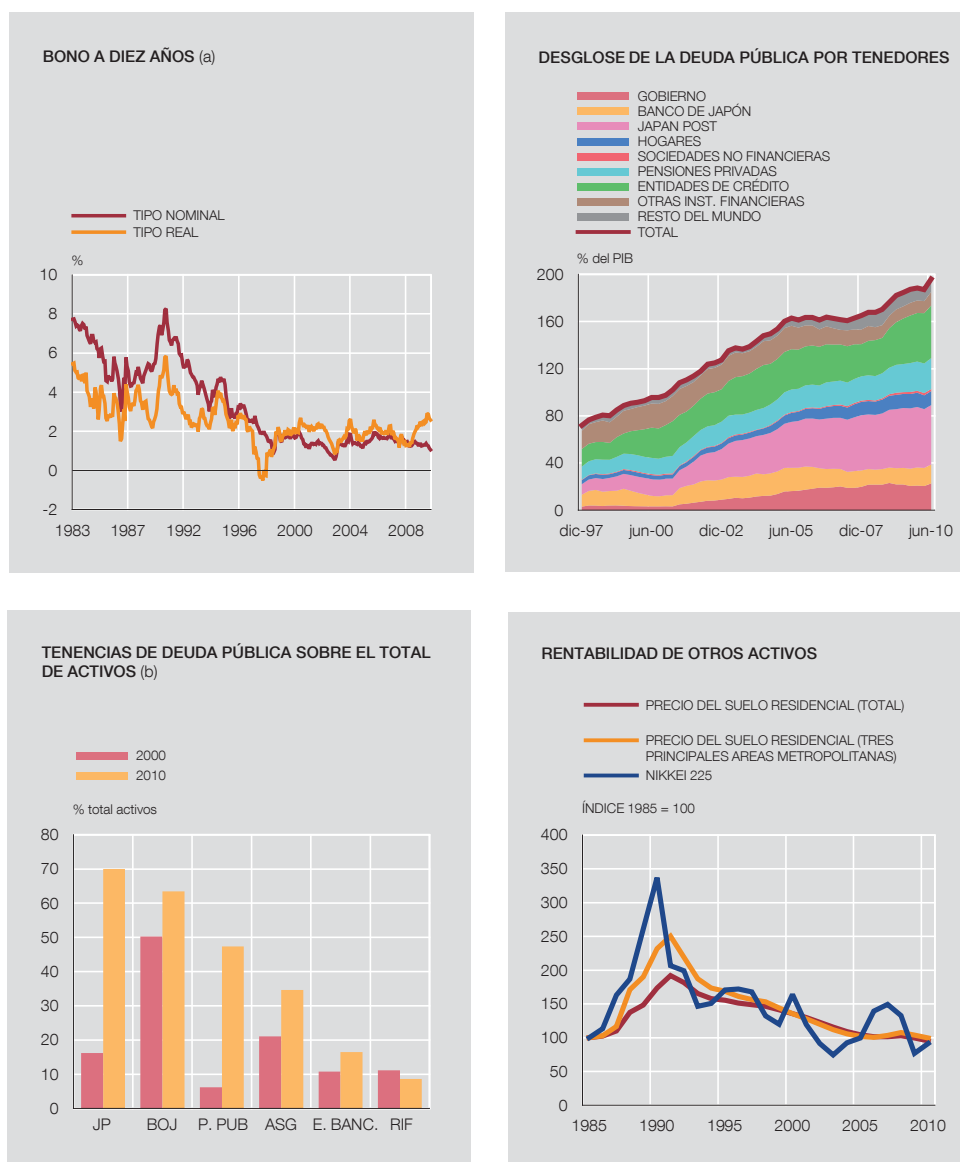
El continuo deterioro de las finanzas públicas a lo largo de las dos últimas décadas no se ha traducido hasta la fecha en graves problemas de financiación para el sector público. Desde principios de los años noventa, los tipos de interés a largo plazo iniciaron una senda descendente y, a partir de 1998, se han mantenido por debajo del 2% (véase el panel superior izquierdo del gráfico 3). Este reducido coste de la deuda pública ha sido el resultado de la orientación claramente expansiva de la política monetaria —con tipos oficiales al 0% y programas de *quantitative easing*— llevada a cabo durante la última década por el Banco de Japón en su lucha contra la deflación, pero también responde a las particularidades del mercado de deuda pública nipón (véase el panel superior derecho del gráfico 3).

En primer lugar, el elevado volumen de activos financieros⁵ en manos de las AAPP hace que, en términos netos, su endeudamiento sea muy inferior (deuda pública neta del 100% del PIB en 2009, frente al 190% en términos brutos). Aún así, este registro es uno de los más elevados entre los países de la OCDE.

En segundo lugar, buena parte de esos activos financieros son también públicos, lo que supone que más del 40% del total de la deuda pública bruta está en manos de instituciones públicas o semipúblicas. Además, un elemento común en todas estas instituciones es la elevada proporción de deuda pública en la composición de su cartera de activos (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 3). En concreto, más de un 10% del total de deuda pública (casi el 20% del PIB) está en manos de las AAPP, principalmente en el Fondo de Reserva de las Pensiones Públicas. Esta institución ha ido incrementando paulatinamente su participación en la financiación de las AAPP, de modo que los títulos públicos representan el 40% del total de sus activos. Por su parte, el Banco de Japón también tiene una participación relevante (8% del total), que se incrementó a raíz de la aplicación de la política de *quantitative easing* entre los años 2001 y 2006 (para un análisis más detallado, véase recuadro 1 sobre las intervenciones del Banco de Japón). Finalmente, hay que destacar la significativa y creciente participación del Japan Post (que engloba al Japan Post Bank y el Postal Life Insurance) en la última década, alcanzado un 25% del total de los pasivos de las AAPP. Esta entidad, que es el banco más grande del país, comenzó a privatizarse a finales de 2007, aunque el Gobierno mantiene todavía más de un tercio de sus acciones. Pese a que, a raíz de ese proceso de privatización, se han flexibilizado las opciones de inversión del Japan Post, las tenencias de deuda pública suponen aún un 70% de su cartera de activos.

El predominio de las instituciones públicas entre los tenedores de deuda pública japonesa dota de una importante estabilidad a este mercado, que se refuerza por otros factores. Entre ellos destaca la escasa participación de los inversores internacionales, que suponen poco más del 5% del total (11% del PIB, frente al 19% en Reino Unido, 27% en Estados Unidos o

5. Los activos financieros incluidos son: oro y SDR, divisas y depósitos [20% del PIB, principalmente frente al Fondo de Préstamos para Inversiones Públicas (FILP)], valores de renta fija (deuda pública en manos del Fondo de Pensiones Públicas —20% del PIB—, bonos privados nacionales —20% del PIB— y valores de renta fija del exterior —20% del PIB—), préstamos (6% del PIB), seguros y pensiones, y otras cuentas pendientes de pago.



FUENTES: Datastream y Cuentas Financieras (Banco de Japón, Reserva Federal y Banco de Inglaterra).

a. El tipo real se calcula substrayendo la tasa de inflación subyacente al tipo nominal.
 b. JP (Japan Post), BOJ (Banco de Japón), P. PUB (Pensiones Públicas), ASG (Aseguradoras y pensiones privadas), E. BANC. (Entidades Bancarias), RIF (Resto de Instituciones Financieras).

38% en Alemania), y la práctica inexistencia de deuda denominada en moneda extranjera. Además, Japón recibe un flujo regular de ingresos proveniente del exterior derivado del persistente superávit por cuenta corriente que ha mantenido durante las últimas décadas, lo que le ha llevado a ser el mayor acreedor neto respecto al resto del mundo, con unos activos netos que superaron en 2009 el 57% del PIB. Esta posición superavitaria proporciona una cierta garantía de continuidad a la financiación del elevado endeudamiento nacional y, en particular, de la deuda pública. A todo ello se añade el estatus del yen como moneda de referencia a nivel internacional, lo que facilita el acceso a la liquidez y a los mercados exteriores.

Por otra parte, pese a la baja participación en la compra directa de deuda pública, los hogares y, en menor medida, las empresas no financieras han desempeñado indirectamente un papel importante en su financiación, ya que gran parte de su elevado ahorro se ha canalizado, a

Durante la última década, la entrada de Japón en una espiral deflacionaria y de estancamiento de la actividad ha puesto de relieve la estrecha relación entre la política monetaria y la fiscal. En una situación de «trampa de liquidez» como la que ha tenido lugar en Japón, en la que la política monetaria va perdiendo efectividad, se hace especialmente relevante la actuación de la política fiscal como mecanismo de estímulo de la demanda. Al mismo tiempo, la política monetaria ultraexpansiva para luchar contra ese proceso deflacionario ha supuesto una reducción de los tipos en toda su curva temporal, manteniendo unas condiciones de financiación de la deuda pública más benignas al reducir el coste de la misma. Además, la política de compras de deuda pública por parte de la autoridad monetaria ha dotado de mayor estabilidad a este mercado. En este sentido, diversos estudios han abogado por incrementar las expectativas de inflación a través de la compra de títulos públicos, como forma de solventar el problema deflacionario en Japón, al tiempo que esta medida ayudaría a reducir la elevada ratio de deuda pública¹. El resto del recuadro describe las medidas de política monetaria que tienen implicaciones sobre el mercado de deuda pública.

En febrero de 1999, ante el recrudecimiento de la crisis financiera, el Banco de Japón bajó los tipos de interés hasta el 0%, manteniéndolos en ese nivel durante un período prolongado (hasta mediados de 2006) y, en 2001, dio un paso más e introdujo una política de *quantitative easing*, inyectando liquidez a la economía. Como muestra el gráfico de este recuadro, en este período el Banco de Japón incrementó considerablemente su balance, hasta sobrepasar el 30% del PIB en 2004-2005, debido, en parte, al fuerte incremento de las compras de bonos públicos.

Hay que destacar que, para evitar la monetización de la deuda, el Banco de Japón tiene prohibido por ley la extensión de crédito a las

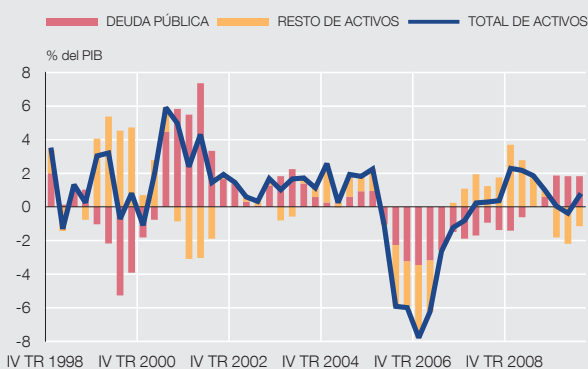
AAPP o actuar como garante en la colocación de deuda pública, aunque, como parte de sus operaciones de mercado abierto, puede realizar compras periódicas de títulos públicos en el mercado secundario (habiéndose incrementado progresivamente durante la última década el tope máximo permitido hasta los 1,8 billones de yenes mensuales —0,4% del PIB—).

El objetivo principal de estas compras era el aumento de la liquidez para frenar las tendencias deflacionistas, aunque con ellas también se pretendía proteger a los bancos del riesgo de mercado asociado a sus tenencias de títulos públicos. Hay que tener en cuenta que la política de tipos de interés nulos significó la casi desaparición del mercado monetario, por lo que fue necesario llevar a cabo la inyección de liquidez por otros medios (deuda pública). Para evitar posibles distorsiones, el Banco de Japón introdujo un límite al *stock* de deuda pública a largo plazo en su balance, por el cual no podía exceder el saldo del efectivo en circulación.

Con todo, el volumen de títulos públicos por parte del Banco de Japón ascendió hasta alcanzar en 2010 los 77 billones de yenes, lo que supone más de un 8% del total de la deuda pública japonesa y un 16% del PIB (véase el panel derecho del gráfico adjunto), volumen comparativamente más elevado que el registrado en el resto de países de la OCDE (por ejemplo, 5% del PIB en Estados Unidos y 14,5% en Reino Unido). La decisión, tomada en 2009, de aumentar la compra mensual de activos públicos ha ayudado a mantener unas condiciones más favorables en este mercado y, por ende, le ha dotado de una mayor estabilidad. Sin embargo, la retirada de las medidas extraordinarias de política monetaria requerirá en el medio plazo una reducción de los activos del Banco de Japón y, en particular, de sus tenencias de deuda pública. Por tanto, la estrategia de salida es un reto adicional, con relevantes implicaciones no solo para la estabilidad financiera, sino también para la sostenibilidad de las finanzas públicas.

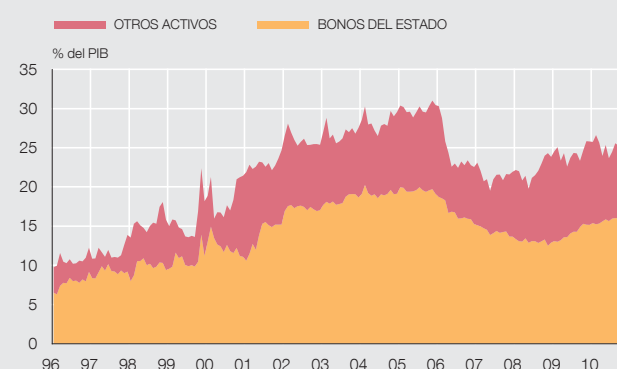
1. Véanse, por ejemplo, Fujiki (2001), Krugman (2000) o Itoh y Shiomi (2000).

1 COMPRA DE ACTIVOS POR PARTE DEL BANCO DE JAPÓN



FUENTE: Banco de Japón.

2 ACTIVOS DEL BANCO DE JAPÓN



través de las instituciones financieras, hacia el mercado de deuda soberana. Además, el ahorro de las empresas no financieras se incrementó significativamente durante los años noventa gracias al proceso de reestructuración inducido por la crisis financiera, prolongándose esta tendencia hasta la actualidad. Por su parte, pese a la progresiva reducción de la tasa de ahorro de los hogares (que en las últimas dos décadas pasó del 14% al 5% del PIB), el *stock* de activos acumulado por este sector supone en torno al 300% del PIB, del cual más de la mitad son depósitos que, en buena parte, son dirigidos por las instituciones financieras hacia la adquisición de títulos públicos. La ratio de depósitos sobre el total de activos es significativamente más elevada en Japón que en otros países como Estados Unidos o Reino Unido (18% y 29%, respectivamente), lo que se explica por la combinación de diversos factores diferenciales, entre los que destacan el fuerte sesgo nacional (pese a la reducción en la última década de las trabas administrativas a la adquisición de activos extranjeros), el elevado grado de aversión al riesgo y el escaso atractivo de otras inversiones alternativas. En este último punto, es significativo señalar las fuertes caídas en las bolsas y en los precios de la vivienda tras el estallido de la burbuja inmobiliaria durante los años noventa (véase el panel inferior derecho del gráfico 3), habiendo permanecido deprimidos desde entonces tanto los mercados bursátiles como el inmobiliario. Además, el continuo proceso deflacionario ha hecho más atractiva, en términos reales, la inversión en deuda pública.

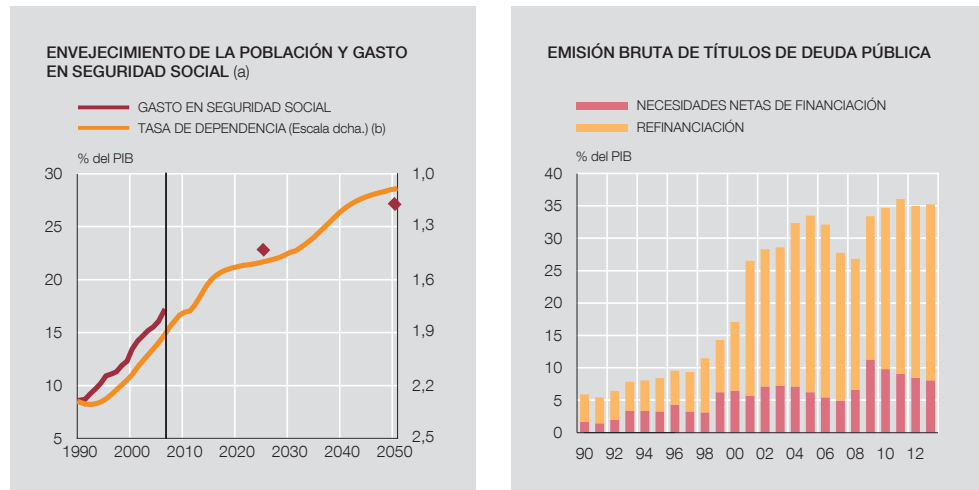
Todos estos elementos contribuyen a explicar el importante papel desempeñado por el sector financiero, bancario y no bancario —público y privado— en el mercado de deuda pública, siendo el tenedor de tres cuartas partes del total de la misma (véase el panel superior derecho del gráfico 3). En este sector, el porcentaje de tenencias de bonos públicos sobre el total de activos bancarios se ha más que triplicado desde finales de los años noventa, hasta representar un 25% del total (siendo esta tendencia más acusada en el caso de las instituciones financieras de carácter público), como consecuencia de la persistente debilidad de la demanda de crédito. Así, la amplia liquidez provista por el Banco de Japón ha contribuido a ampliar la brecha entre los pasivos de las entidades financieras y los préstamos concedidos, que estas instituciones han destinado a la compra de bonos públicos.

Perspectivas y vulnerabilidades de las finanzas públicas japonesas

En el corto plazo se espera que se mantenga el elevado déficit público, ya que, ante la persistente debilidad de la demanda interna privada, el Gobierno mantiene sus políticas de estímulo a la actividad económica. Con todo, pese a que en un horizonte cercano no existen graves riesgos sobre la financiación de las Administraciones Públicas japonesas, a medio y largo plazo sí se aprecian diversos factores de riesgo que podrían afectar a la capacidad de absorción de títulos públicos y, por tanto, poner en entredicho la capacidad de financiación de la enorme deuda pública⁶.

En primer lugar, el continuo proceso de envejecimiento de la población japonesa, que es más marcado que en otros países de la OCDE, supone un grave riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas por varios motivos (véase el panel izquierdo del gráfico 4). Por un lado, se espera que en los próximos años se vaya reduciendo el Fondo de Pensiones Públicas (GPIF) —donde se mantiene el 9% de la deuda pública— para hacer frente a los pagos derivados del envejecimiento de la población, por lo que este organismo dejaría de ser un demandante neto de deuda pública y pasaría a ser un vendedor neto. Además, este proceso está suponiendo un progresivo aumento del gasto en prestaciones sociales (principalmente, pensiones y, en menor medida, sanidad). Como muestra el panel izquierdo del gráfico 4, se estima que en los próximos cuarenta años el gasto público en estas partidas podría aumentar entre 5 pp y

6. Véanse, por ejemplo, JP Morgan (2009) y Tokuoka (2010).



FUENTES: Bureau of Census, OCDE, Ministerio de Finanzas de Japón, Ministerio de Sanidad de Japón y Banco de España.

a. El gasto en Seguridad Social corresponde a la suma de las pensiones más el gasto sanitario.
b. La tasa de dependencia corresponde a la división de la población en edad de trabajar sobre la población de más de 65 años y menos de 15.

10 pp del PIB⁷, lo que, en ausencia de reformas estructurales, supondría una carga adicional sobre las cuentas públicas. Asimismo, el envejecimiento poblacional conlleva una progresiva reducción del ahorro de los hogares, acorde con la evidencia microeconómica sobre el ciclo vital⁸. En las dos últimas décadas, el ahorro de los hogares cayó del 14% al 5% del PIB, y se espera que siga reduciéndose en los próximos años, lo que se traduciría en una menor cantidad de fondos disponibles para financiar la deuda pública. Por último, las resistencias políticas en Japón a favorecer los flujos de inmigración dificultan la recomposición de la pirámide poblacional y reducen los márgenes para mitigar el problema del envejecimiento.

En segundo lugar, es previsible una reducción del ahorro empresarial, que en la última década se ha mantenido en niveles elevados para poder llevar a cabo el proceso de reestructuración y desapalancamiento de las empresas tras la crisis de los años noventa, por lo que las perspectivas para el ahorro del conjunto de la economía son negativas.

En tercer lugar, como ya se mencionó, el proceso de privatización del Japan Post implica una mayor flexibilidad para la inversión de sus activos, por lo que hay un riesgo de que empiece a sustituir sus tenencias de bonos del Tesoro por otras inversiones con mayor rentabilidad. Además, se espera que, a medida que se vaya recuperando la actividad, aumenten las oportunidades de inversión de los bancos (principalmente por una mayor demanda de crédito por parte del sector privado no financiero), y se reduzcan los fondos destinados a adquirir deuda pública. En general, la recuperación económica, el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables y la salida del proceso deflacionario llevarán consigo una menor propensión a adquirir títulos públicos que de manera temporal habrían actuado como valores refugio, incrementándose el atractivo de inversiones alternativas, tanto nacionales como internacionales.

Por último, el Gobierno japonés va a tener que emitir grandes cantidades de deuda en los próximos años, no solo para financiar los elevados déficits fiscales corrientes —que se han

7. Véase, por ejemplo, Fukawa y Sato (2009). 8. Al igual que en otros países, la población adulta en Japón desahorra mayoritariamente una vez que se jubila. Para más detalle, véase Horioka (2006).

incrementado con la crisis—, sino también para afrontar la refinanciación de un elevado volumen de deuda, que según el Ministerio de Finanzas nipón se estima en torno al 35% del PIB en cada uno de los próximos cinco años (véase el panel derecho del gráfico 4), en un contexto en el que otros países avanzados van a tener también abultadas necesidades de financiación. Este aumento de la competencia por la captación de recursos en los mercados internacionales acrecienta el grado de incertidumbre sobre las perspectivas fiscales.

Este conjunto de factores se traducirá previsiblemente en un descenso gradual de la capacidad del sector doméstico para financiar la deuda pública japonesa, lo que haría necesario una mayor financiación proveniente del exterior. Este cambio en la estructura de la deuda soberana implicaría una creciente sensibilidad de los tipos de interés a la situación fiscal. Además, al competir en el mercado internacional, los inversores exigirían una rentabilidad más elevada, equiparable a la de la deuda pública de otros países, incrementándose de manera notable los pagos por intereses. Dada la magnitud de la deuda bruta, estos pagos supusieron en 2009 un 4,3% del PIB (pese al bajo coste implícito de la deuda, en el entorno del 2%). Tanto el incremento de la deuda como la presión al alza de los tipos a largo plazo harán que esta ratio continúe creciendo en los próximos años. En un estudio reciente del FMI (2010b), se calcula que, simplemente para que la deuda pública se estabilice en el 200% del PIB a medio plazo (80% en términos netos), se requiere un enorme esfuerzo de consolidación fiscal. En concreto, el saldo primario ajustado de ciclo debería ser 13 pp superior al previsto actualmente. Estas cifras son mucho mayores que las necesarias en el resto de los países de la OCDE para estabilizar sus ratios de deuda en términos de PIB en niveles sustancialmente inferiores.

En este contexto, pese a la actual estabilidad del mercado de deuda japonés, se hace cada vez más necesario presentar una estrategia creíble y detallada de consolidación fiscal, acompañada de un amplio programa de reformas que contribuyan a la contención del gasto de la Seguridad Social y al aumento del crecimiento potencial. En este sentido, el Gobierno nipón presentó en junio un programa de consolidación fiscal a medio plazo, con el propósito de contener la emisión de deuda pública y alcanzar el equilibrio presupuestario en diez años (2020). A pesar de este anuncio, y en parte por la falta de concreción del mismo, los organismos internacionales siguen anticipando, en los próximos años, una elevada necesidad de financiación del sector público.

Conclusiones

Durante los últimos años, el estancamiento económico de Japón, caracterizado por la persistencia del proceso deflacionario —con el consiguiente incremento real del endeudamiento—, y el escaso dinamismo de la demanda privada interna han obligado al Gobierno a adoptar numerosos programas de estímulo fiscal, poniendo de manifiesto las continuas dificultades a la hora de reconducir las finanzas públicas, que siguen una dinámica insostenible en el largo plazo y comprometen gravemente el futuro económico del país.

No obstante, las particularidades del mercado de deuda pública japonesa han permitido hasta la fecha que la grave situación de las finanzas públicas no se haya traducido en un grave problema de financiación del sector público. Así, a diferencia de lo que sucede en otros países, un porcentaje muy elevado de la deuda pública está en manos de acreedores domésticos y, en particular, de instituciones públicas o semipúblicas —incluyendo el banco central—, lo que ha otorgado al mercado de deuda japonés un elevado grado de estabilidad. Además, la sólida posición exterior de la economía japonesa —que se refleja en una posición acreedora neta frente al resto del mundo— facilita el acceso a los mercados de financiación internacionales.

Sin embargo, en el medio plazo, es previsible que muchos de estos factores específicos que han mitigado los riesgos fiscales vayan desapareciendo o, incluso, operen en sentido contra-

rio. En particular, el envejecimiento de la población, con todas las implicaciones económicas y financieras que conlleva —y que se han analizado en detalle en este artículo—, la menor demanda de títulos públicos por parte del Japan Post tras su privatización parcial y el aumento del atractivo relativo de inversiones alternativas apuntan a una reducción de la demanda de valores públicos por parte de los sectores residentes. Ante estas perspectivas, se hace cada vez más necesaria la adopción de medidas de consolidación fiscal, junto con reformas estructurales que permitan elevar el crecimiento potencial de la economía y reconduzcan la deuda pública a una senda sostenible.

La ausencia de problemas de financiación soberana en Japón, a pesar de su elevado nivel de deuda pública, podría ser interpretada de modo favorable para valorar las perspectivas fiscales y financieras de numerosas economías avanzadas que han acumulado importantes desequilibrios fiscales en estos últimos años. Sin embargo, existen diversos factores que impiden extrapolar de manera mecánica el caso de Japón. Así, la actual estabilidad del mercado de deuda nipón se fundamenta en diversos elementos idiosincráticos que no se observan en otras economías desarrolladas, y cuya relevancia, como se ha subrayado, tenderá a disminuir en el medio plazo. Además, el carácter global del actual deterioro fiscal entre las economías avanzadas genera una mayor competencia por la captación de fondos para financiar la deuda pública y, en consecuencia, un coste más elevado, lo que se traducirá previsiblemente en una mayor incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en aquellas economías que no desarrollen programas de consolidación fiscal creíbles y suficientemente ambiciosos.

22.11.2010.

BIBLIOGRAFÍA

- FMI (2010a). *Fiscal Monitor: Navigating the Fiscal Challenges Ahead*, mayo.
- (2010b). *Fiscal Monitor: Fiscal exit: From Strategy to Implementation*, noviembre.
- FUJIKI, H. (2001). «Budget deficits and inflation: A theoretical and empirical survey», *Monetary and Economic Studies*, vol. 19, n.º 1, pp. 49-87.
- FUKAWA, T., e I. SATO (2009). «Projection of pension, health and long-term care expenditures in Japan through macro simulation», *The Japanese Journal of Social Security Policy*, vol. 8, n.º 1, pp. 33-42.
- HORIOKA, C. (2006). *The dissaving of the aged revisited: the case of Japan*, NBER Working Paper Series, n.º 12351.
- ITO, M., y N. SHIOMI (2000). «On the role of monetary policy in a deflationary economy: the case of Japan», *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 14, n.º 4, pp. 238-260.
- JP MORGAN (2009). *JGB challenge: exploding public debt amid falling domestic saving*, JPMorgan, Economic research, octubre.
- KRUGMAN, P. (2000). «Thinking about the liquidity trap», *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 14, n.º 4, pp. 221-237.
- TOKUOKA, K. (2010). *The outlook for financing Japan's public debt*, IMF Working Paper WP/10/19.