

“Eurojaponización”: lecciones de la banca japonesa con una década y media de desfase

Ángel Berges, Federica Troiano y Fernando Rojas*

El debate sobre los efectos de la política monetaria de tipos cero o negativos en los márgenes y rentabilidad de los bancos de la eurozona presenta similitudes crecientes con la situación vivida en Japón hace década y media. A pesar de contar con unos márgenes exiguos, la banca japonesa ha exhibido una presencia casi nula de morosidad y, por tanto, de poca necesidad de provisiones, y una estructura de gastos mucho más ligera que la banca europea, favorecida en parte por el crecimiento de los activos bancarios. En términos de rentabilidad, la década de adelanto de Japón ha venido generando un ROE reducido, pero razonablemente estable, así como una ratio de capital sobre activos por debajo de la europea, lo que apuntaría a que con un negocio con tan poca volatilidad y riesgo de crédito tal vez no haya sido necesario exigirle más capital por parte del supervisor.

En los últimos meses, y muy especialmente tras el cambio de rumbo de las políticas monetarias por el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal hacia sesgos mucho más acomodaticios –en el caso europeo desplazando claramente el horizonte (*forward guidance*) de elevación de tipos y, en el estadounidense, abriendo la posibilidad de más bajadas–, ha cobrado una nueva virtualidad el debate sobre los efectos de esas políticas de tipos cero (o negativos, en el caso de la facilidad de depósito) sobre los márgenes y la rentabilidad bancaria, tal como analizaron Troiano, Da Mota y Rojas (2019) en estas mismas páginas. Esas medidas se han visto incluso intensificadas en la reunión del 12 de septiembre del Consejo de Gobierno del BCE, con

el mantenimiento de los tipos oficiales en las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito, la reducción de 10 puntos básicos en la facilidad de depósito, la reanudación de compras netas de activos a partir de noviembre, y la ampliación del plazo de amortización de las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico.

En este mismo ámbito, el “enquistamiento” de tipos cero por parte del BCE, con muy poca eficacia en términos de acercamiento a los objetivos de inflación (*below but close to 2%*), va dibujando crecientes similitudes entre la actual situación de la eurozona y la de Japón desde hace ya más de dos

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

décadas, lo que se ha venido en denominar “euro-japonización”. De ahí que sea muy relevante analizar las lecciones que cabe extraer de la banca japonesa, como indicador adelantado de lo que podría deparar a la europea con una década de desfase.

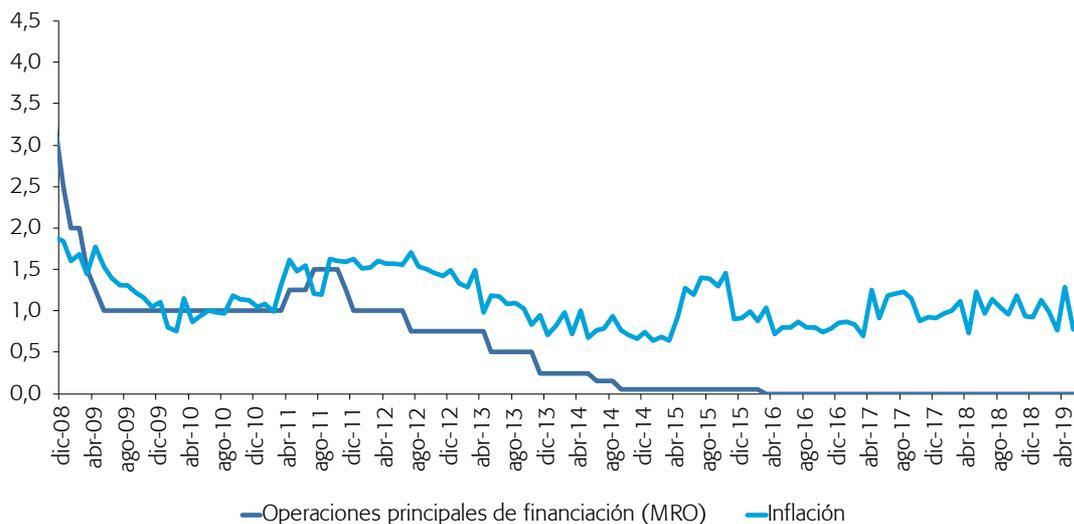
Típos cero en Japón y la eurozona: una década y media de desfase

Se han cumplido recientemente cinco años desde que el BCE situó en cero el tipo de interés de su principal instrumento de política monetaria, conocido como operaciones principales de financiación (MRO por sus siglas en inglés). Previamente había llevado a cabo una intensa reducción del mismo en respuesta a la crisis (desde el 4% al 1%), y la decisión –que pronto se declararía claramente errónea– de elevar medio punto (hasta el 1,5%) en 2011 y que, pocos meses después, se vería obligado a revertir, encadenando una serie de reducciones que culminarían en ese suelo del 0%, en el que llevamos anclados ya cinco años (gráfico 1).

Esa política de tipos cero, complementada con otras actuaciones no convencionales –sucesivas rondas de LTRO/TLTRO, tipos negativos en la facilidad de depósito, programas masivos de compras de activos, etc.– no ha sido suficiente para acercar la inflación en la eurozona al objetivo tan recurrentemente explicitado por el presidente del BCE: *below but close to 2%*. Con ello no se pretende criticar en absoluto las actuaciones del BCE; de hecho, el *contrafactual* de lo que habría ocurrido sin ellas es probablemente mucho peor. Sin embargo, ello no obsta para reconocer que los efectos marginales de medidas adicionales son claramente decrecientes, lo que aconseja mirar a la experiencia de Japón, con una historia mucho más larga en cuanto a perseguir un objetivo similar en términos de expectativas inflacionistas.

En 1993 el Banco de Japón llevaba a cabo su más intensa reducción de su tipo de referencia (*policy rate*), que alcanzaría un valor cero en 1999, enquistándose en dicho nivel desde entonces. Los intentos de elevación de tipos fueron dos, en 2000 y 2006. Ambos tuvieron que ser revertidos, en un contexto de expectativas inflacionistas completamente desancladas: tan solo en dos ocasiones

Gráfico 1
Tipo de referencia e inflación en la eurozona (desde 2008)
 (En porcentaje)



Fuente: Macrobond y Afi.

durante los últimos 25 años la inflación superó el 2% y de forma muy puntual, muy influenciada por políticas fiscales llevadas a cabo por el Gobierno nipón, mientras que han sido mucho más frecuentes los episodios de inflación negativa, o en terreno positivo pero muy cercana de cero, como es el caso de los últimos cuatro años (gráfico 2).

Si la experiencia japonesa puede ser objeto de extrapolación, y sin entrar en otros considerandos más estructurales y/o diferenciales frente a Europa (demografía, políticas fiscales expansivas), cabe anticipar un largo periodo de tiempo con tipos cero en la eurozona. Ante tal eventualidad, consideramos relevante analizar cómo lo ha hecho la banca japonesa en dicho contexto, así como la comparativa con la banca europea, teniendo en cuenta ese desfase superior a una década.

Banca con tipos cero: la eurozona tras los pasos de Japón

Si los tipos de interés del euro mimetizan a los de Japón con un desfase de una década y media, algo similar cabe concluir si se analizan los balances

bancarios, especialmente el peso del crédito sobre la economía, como pone de manifiesto el gráfico 3. La ratio de crédito sobre el PIB alcanzó en Japón su máximo (cercano al 170%) a mediados de los noventa, a lo que siguió un largo e intenso proceso de desapalancamiento durante una larga década, hasta un nivel en torno al 130% en que se ha mantenido durante otra década, creciendo en media lo mismo que el PIB, es decir entre el 1% y el 2% anual.

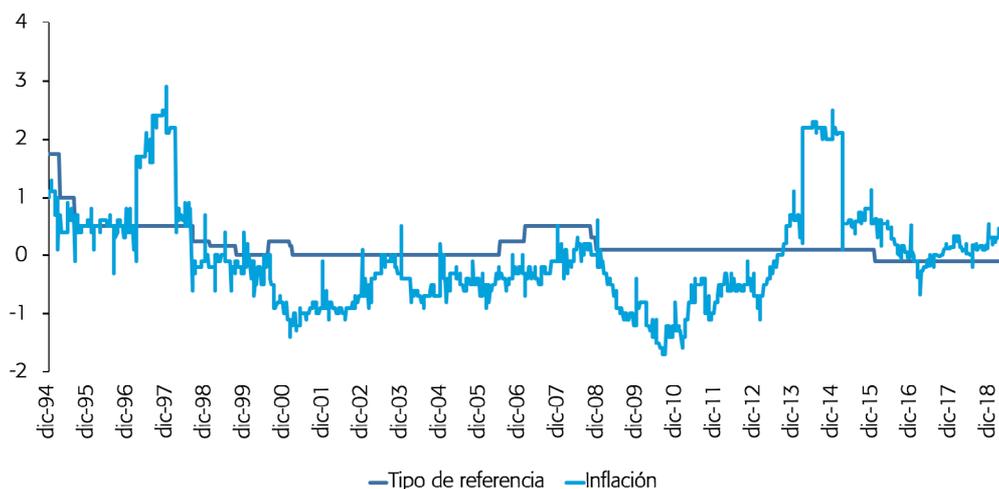
Si la experiencia japonesa puede ser objeto de extrapolación, y sin entrar en otros considerandos más estructurales y/o diferenciales frente a Europa (demografía, políticas fiscales expansivas), cabe anticipar un largo periodo de tiempo con tipos cero en la eurozona.

En términos de volumen de negocio cabe concluir, por tanto, que tras una muy lenta digestión de los excesos previos (burbuja de los ochenta y primeros de los noventa), la banca japonesa ha entrado en una fase de crecimiento positivo, pero reducido

Gráfico 2

Tipo de referencia e inflación en Japón (desde 1994)

(En porcentaje)

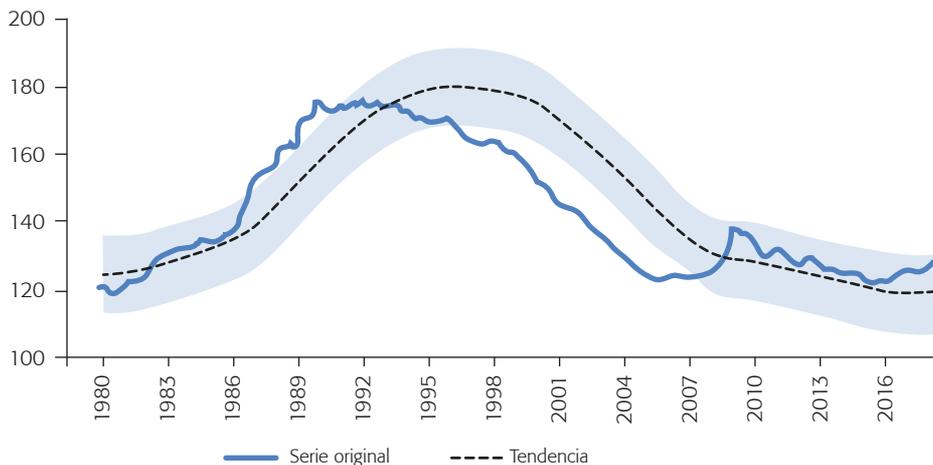


Fuente: Macrobond y Afi.

Gráfico 3

Ratio de crédito sobre PIB

(En porcentaje)



Fuente: Bank of Japan, *Financial System Report*, abril 2019.

y equilibrado (en relación al PIB), lo que no permite grandes alegrías, pero tampoco sorpresas negativas en el ámbito del riesgo, una vez digeridos los legados adversos de esa crisis histórica de los años ochenta.

siglo y, desde entonces, dicho margen de intermediación en Japón se ha reducido hasta situarse en torno al 0,6-0,7%.

A ese margen de intermediación hay que añadir las comisiones, que son ciertamente reducidas en el caso de la banca japonesa (en torno al 0,3% de los activos, menos de la mitad que en la banca europea), y otros ingresos, fundamentalmente de la operativa en mercados y tenencia de valores, que pesa en Japón algo más que en la banca europea.

La suma de todos esos componentes se traduce en un margen bruto que, desde el inicio del siglo (y desde la política de tipos cero), en la banca japonesa se ha reducido desde el 2% (nivel que actualmente obtiene la banca europea) hasta el 1,2%.

Frente a unos márgenes tan exiguos y deprimidos, la banca japonesa ha exhibido dos elementos favorables en su comparativa con la europea. En primer lugar, una presencia casi nula de morosidad, y por tanto de poca necesidad de provisiones, una vez digeridos los activos dañados de la crisis de los ochenta y noventa, donde llegó a superar un 10% de morosidad. En segundo lugar, una estructura de gastos, tanto de personal como generales, mucho más ligera. Concretamente, el 1,4% de gastos sobre

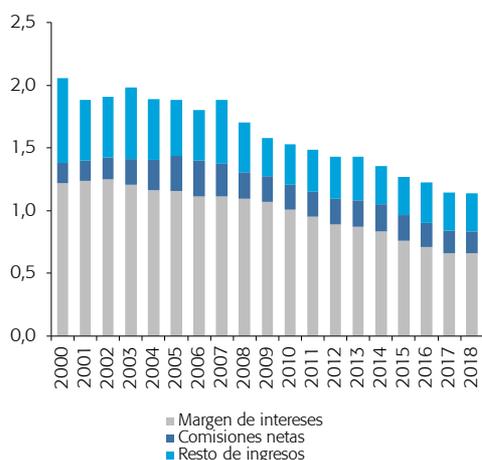
Frente a unos márgenes exiguos, la banca japonesa ha exhibido dos elementos favorables en su comparativa con la europea: una presencia casi nula de morosidad, y por tanto de poca necesidad de provisiones, y una estructura de gastos, tanto de personal como generales, mucho más ligera.

En dicho contexto de negocio, el mantenimiento de los tipos en cero durante casi dos décadas ha presionado sistemáticamente a la baja los márgenes unitarios de la banca, como puede deducirse de los gráficos 4 y 5, que muestran la comparativa histórica entre la banca japonesa (desde 2000) y la europea (desde 2009). Cabe resaltar que el margen de intermediación en la banca europea se encuentra actualmente en el mismo nivel (aproximadamente el 1,2%) que disfrutaba la banca japonesa en los primeros años del

Gráfico 4

Descomposición de ingresos en Japón

(En porcentaje sobre activos totales medios)

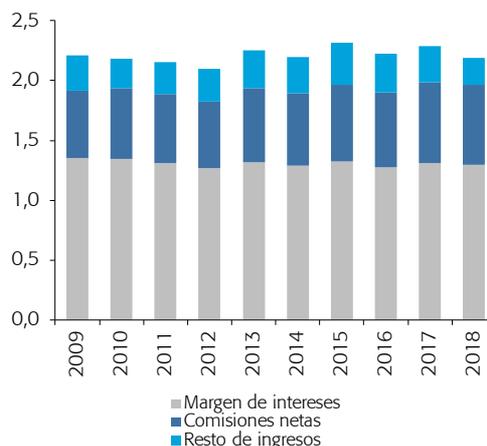


Fuente: Bank of Japan y Afi.

Gráfico 5

Descomposición de ingresos en la eurozona

(En porcentaje sobre activos totales medios)



Fuente: Statistical Data Warehouse (BCE) y Afi.

activos que actualmente tiene la banca europea es más de lo que tenía la banca japonesa en 2000, y desde entonces esta los ha reducido al 0,6%.

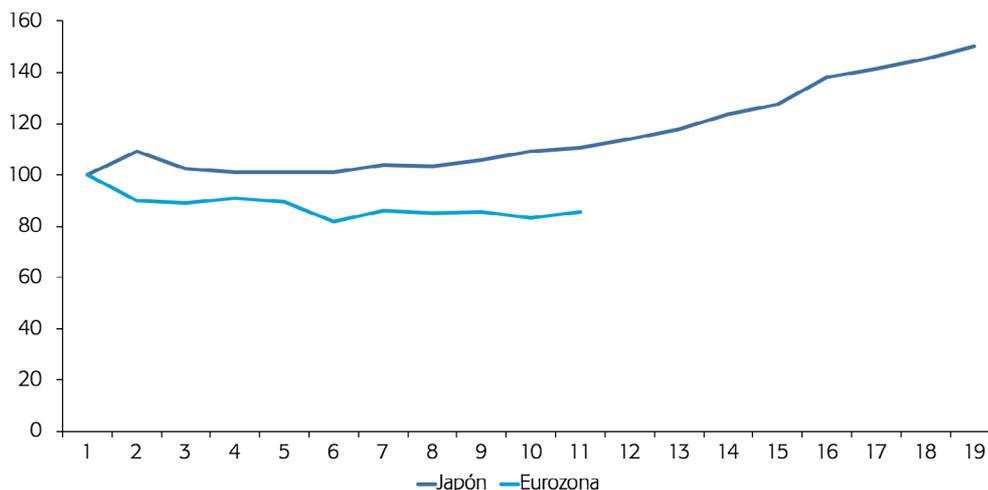
Bien es cierto que a esa reducción de gastos sobre activos ha ayudado el crecimiento de activos

experimentado por la banca japonesa desde hace una década, fase a la que no ha llegado todavía la banca europea. Ese crecimiento que han experimentado los activos de la banca japonesa en los últimos años (gráfico 6), denotando que las políticas que han llevado a cabo las entidades niponas

Gráfico 6

Activos bancarios: evolución relativa

(Base 100 = Japón: 2000 – eurozona: 2009)



Fuentes: Statistical Data Warehouse (BCE), Bank of Japan y Afi.

se han orientado en el crecimiento del volumen de negocio (efecto volumen positivo para el margen de intereses), para intentar compensar unos tipos de nueva concesión progresivamente más bajos (efecto tipos negativo).

Síntesis: rentabilidad y solvencia

De la agregación de todos los factores anteriores (volumen de activos, márgenes sobre los mismos, estructura de gastos y coste del riesgo) surge el parámetro básico que determina la viabilidad de un banco, o de un sistema bancario en conjunto: su capacidad de generar rentabilidad para el capital que por regulación se necesita para soportar para la actividad bancaria. Pues bien, el gráfico 7 compara esa rentabilidad sobre el capital (ROE) en Japón y la eurozona, tomando diferentes momentos base en uno y otro: 2000 para Japón y 2009 para la eurozona. El gráfico 8 ilustra la misma evolución, pero referida al peso de los recursos propios sobre los activos totales, lo que sería el equivalente a una solvencia sin ponderación en los activos.

Dos conclusiones saltan a la vista de esas comparativas. En términos de rentabilidad, la década de adelanto que lleva Japón ha venido generando una rentabilidad sobre recursos propios (ROE) razonablemente estable pero reducida, entre el 7% y el 5%, con tendencia a la parte baja en los dos últimos años y, en todo caso, en ningún momento acercándose a ese 10% que, a menudo, se esgrime como el coste de capital exigido por el mercado para invertir en acciones bancarias.

La década de adelanto que lleva Japón ha venido generando un ROE razonablemente estable pero reducido, entre el 7% y el 5%, con tendencia a la parte baja en los dos últimos años y, en todo caso, sin acercarse al 10% que, a menudo, se esgrime como el coste de capital exigido por el mercado para invertir en acciones bancarias.

Esa reflexión nos lleva inmediatamente a la segunda, que emerge de la comparativa en términos de la ratio de capital sobre activos. Mientras que en la banca europea se ha incrementado esa ratio

Gráfico 7

ROE

(Base Japón: 2000 – eurozona: 2009)

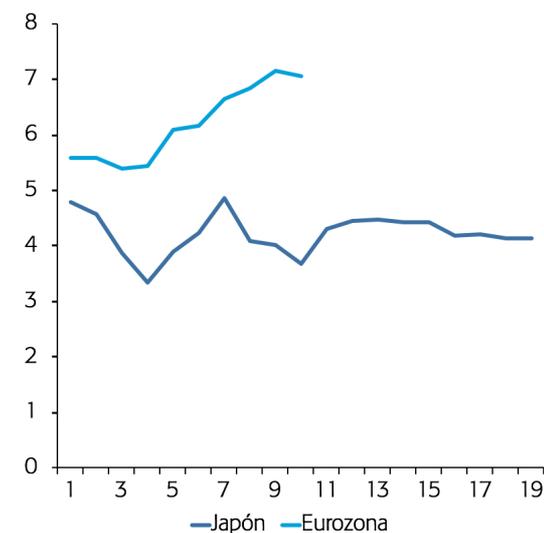


Fuentes: Statistical Data Warehouse (BCE), Bank of Japan y Afi.

Gráfico 8

Fondos propios/activo total

(Base Japón: 2000 – eurozona: 2009)



Fuentes: Statistical Data Warehouse (BCE), Bank of Japan y Afi.

en más de un 50%, en gran medida en respuesta a una muy exigente regulación tras la crisis, en el caso de la banca japonesa la ratio de capital se ha mantenido estable y muy por debajo de la europea.

Una posible razón (botella medio vacía) de esa reducida capitalización puede ser la dificultad de obtener capital con unos *ROE* tan reducidos, con el crecimiento actual del balance que están experimentado; pero, otra alternativa (botella medio llena) apuntaría a que, con un negocio con tan poca volatilidad y riesgo de crédito como viene exhibiendo el japonés durante más de una década, tal vez no sea necesario exigirle más capital por parte del supervisor.

Referencias

- BANCO CENTRAL EUROPEO. *Statistical Data Warehouse*. <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691533>
- BANK OF JAPAN. http://www.boj.or.jp/en/statistics/asli_fi/index.htm/
- ROJAS, F., TROIANO, F. y DA MOTA, R. (2019). BCE: posibles modificaciones en la facilidad de depósito e impactos potenciales. *Cuadernos de Información Económica*, 271, julio-agosto. Disponible en: https://www.funcas.es/publicaciones_new/Sumario.aspx?IdRef=3-06271