

Universidad Nacional de Mar del Plata
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

Tesis de Grado

Japón: de la economía burbuja a la recesión

Autor: Gustavo Ynoub

Licenciatura en Economía

Mar del Plata
Julio 2004

Japón: de la economía burbuja a la recesión

Autor: Gustavo Ynoub

Director de Tesis:

Lic. Jorge O. Robuschi

Integrantes del Comité Evaluador:

C.P.N. José Antonio Castro

Lic. Lidia López

Lic. Jorge O. Robuschi

Quisiera agradecer a todos aquellos que han contribuido, con su aporte, a la realización de esta tesis, particularmente al Lic. Jorge O. Robuschi, por su infinita colaboración durante todo el proceso de elaboración de la misma. Hago extensivo el agradecimiento a todos los que, directa o indirectamente, me han ayudado a transitar estos cinco años de carrera.

Resumen

En el presente trabajo se analiza la situación de estancamiento económico que caracterizó a la economía japonesa durante la década de los noventa, argumentando que dicho estancamiento ha estado estrechamente vinculado con el proceso de gestación de la burbuja especulativa de fines de los años ochenta y su posterior estallido. A partir de la descripción de la evolución de la economía japonesa en las últimas décadas, elaborada en función del análisis de los principales indicadores macroeconómicos de Japón, se establecen las siguientes conclusiones: 1) la burbuja especulativa se produce por la concurrencia de dos elementos, la flexibilización del sistema financiero iniciada a mediados de los 70 y la intensa política monetaria expansiva desarrollada para contrarrestar la fuerte apreciación de la moneda desde 1985; 2) las restricciones monetarias implementadas en 1989, con el objeto de contener la inflación, provocaron el estallido de la burbuja especulativa en dicho año; 3) el deterioro de la posición financiera de las empresas y de la solvencia de los bancos, derivado de la explosión de la burbuja y de la persistencia del problema de los préstamos incobrables, fue uno de los principales factores que limitó considerablemente el nivel de actividad económica en Japón durante los noventa. Al final del trabajo se exponen los nuevos condicionantes que hoy en día enfrenta la economía japonesa: la deflación, las expectativas del sector privado y el deterioro de las cuentas públicas.

Palabras claves: *economía japonesa – flexibilización del sistema financiero – política monetaria - burbuja especulativa – préstamos incobrables - estancamiento económico.*

Abstract

The present research studies the situation of economic stagnation that characterized the Japanese economy during the 90's, arguing that this stagnation has been strongly connected with the process of the emergence, expansion and then bursting of the speculative bubble in the late of the eighties. From the description of the Japanese economy's evolution in the late decades, developed considering the principal macroeconomic indicators of Japan, the following results are established: 1) the speculative bubble emerged from the concurrence of two facts, the deregulation of financial system initiated in the middle of the 70's and the intense expansive monetary policy developed to counteract the strong appreciation of the yen since 1985; 2) the monetary restrictions implemented in 1989, in order to contain the inflation, have caused the bursting of speculative bubble in this year; 3) one of the main facts that limited the economic activity in Japan during the 90's was the deterioration of financial position of companies and the solvency of banks, derived from the bursting of the bubble and the persistence of the nonperforming loan problem. At the end of this research, the new constraints that the Japanese economic had to confront today are introduced: deflation, expectations of private sector and public finances's deterioration

Key Words: *Japanese economy - deregulation of financial system - monetary policy - speculative bubble - nonperforming loan - economic stagnation.*

Índice

| | Pag. |
|--|------|
| Introducción..... | 1 |
| Metodología..... | 3 |
| Marco Teórico..... | 4 |
| Desarrollo..... | 9 |
| ➤ Capítulo 1: Antecedentes al período bajo análisis..... | 9 |
| ➤ Capítulo 2: La burbuja especulativa..... | 20 |
| ▪ Flexibilización del Sistema Financiero..... | 21 |
| ▪ Política monetaria y Tipo de Cambio..... | 28 |
| ▪ Comportamiento de las empresas..... | 37 |
| ▪ La burbuja y su Explosión..... | 41 |
| ➤ Capítulo 3: El estancamiento de Japón en los noventa..... | 45 |
| ▪ Período 1991-1994: Ralentización de la Economía..... | 46 |
| ▪ Período 1995-1996: Una recuperación incompleta..... | 54 |
| ▪ Período 1997-1999: Recesión..... | 59 |
| ▪ La trampa de Japón..... | 66 |
| Conclusión..... | 70 |
| Anexos..... | 75 |
| ➤ Anexo 1: Crecimiento económico de Japón en el período 1961-1979..... | 75 |
| ➤ Anexo 2: PBI real de Japón (Billones de yenes, a precios constantes de 1995).... | 76 |
| ➤ Anexo 3: Participaciones porcentuales de los componentes del PBI real..... | 77 |
| ➤ Anexo 4: Variación % anual del PBI real y cada uno de sus componentes..... | 78 |
| ➤ Anexo 5: Evolución de la Oferta Monetaria..... | 79 |
| ➤ Anexo 6: Evolución de las Ganancias y las Ventas de las empresas..... | 80 |
| Bibliografía..... | 81 |

Introducción

El comportamiento de la economía japonesa durante la década de los noventa ha sido uno de los temas que mantuvo en vilo a varios economistas prestigiosos en los últimos años. Quien hubiera imaginado que Japón, un país que supo mantener una tasa promedio de crecimiento del 10 % anual durante el período 1952-1973 y que cuenta con unos trabajadores bien capacitados y dispuestos, con una moderna industria y con unos extraordinarios conocimientos tecnológicos, iba a desembocar en una aguda crisis económica a fines del siglo XX. Sin embargo, eso es lo que sucedió.

A lo largo de la década de los ochenta y por diversos factores que luego se analizarán en este trabajo, se fue gestando una importante burbuja especulativa en Japón. Las burbujas especulativas se caracterizan por generar la inflación en el precio de algún activo. El recorrido del precio es siempre el mismo: asciende hasta alcanzar un nivel que no puede justificar el rendimiento intrínseco del activo (por eso se califica la burbuja de especulativa) y luego en la fase descendente, el precio suele caer muy por debajo de su valor intrínseco aunque a veces el activo objeto de la especulación no vale casi nada. Durante la fase ascendente, el activo no se compra con la intención de disfrutar de una corriente de rendimientos, sino sólo por la expectativa de revenderlo más adelante a un precio superior.⁽¹⁾

El rasgo distintivo de la burbuja japonesa fue que todas las actividades especulativas tenían la característica común de que eran financiadas principalmente por préstamos bancarios. Es decir, los bancos, provistos de una abundante liquidez (gracias a las elevadas tasas de ahorro y a las continuas expansiones monetarias realizadas durante la segunda mitad de la década de los ochenta), comenzaron a otorgar enormes sumas de dinero en concepto de préstamos sin efectuar un análisis adecuado del riesgo de los mismos y utilizando como garantía los activos involucrados en la burbuja. A su vez, los distintos agentes económicos (empresas,

¹ Pastor, Alfredo. "Burbujas especulativas y crisis cambiarias: previsión, prevención y cura". 1999. pag 4.

familias, especuladores, etc) que accedieron a estos fondos, optaron por invertir en el mercado de valores y utilizar los activos que compraban como respaldo para solicitar nuevos préstamos. Así comienzan las primeras presiones al alza sobre el precio de los bienes inmuebles y las acciones y la burbuja comienza a incorporar cada vez más aire.

Sin embargo, en 1989, se produjo un brusco cambio en la política monetaria que revirtió el sentido de la espiral especulativa y precipitó la explosión burbuja. El consecuente descenso de los precios de los activos provocó un grave deterioro de la posición financiera del sector empresarial y un aumento sustancial de la morosidad y de los préstamos fallidos en la mayoría de las instituciones financieras. Estas condiciones provocaron una brusca ralentización de la actividad económica, escenario que se mantuvo a lo largo de toda la década de los noventa.

No obstante las dificultades derivadas del fin de la economía burbuja, Japón, nunca ha pasado por un año de declive económico catastrófico e inconfundible (recién en 1998 Japón registró una caída del 1% en el PBI). Es decir, el motor económico de Japón no se detuvo de repente sino que perdió potencia paulatinamente, haciendo que el gobierno reduzca el umbral de lo que considera exitoso y utilice el crecimiento continuo de la economía como reivindicación de sus políticas, a pesar de que este crecimiento ha estado bastante por debajo de lo que se podría y debería haber logrado.⁽²⁾

² Krugman, Paul. "De vuelta a la economía de la Gran Depresión". Grupo Editorial Norma. Colombia 1999. Pag 120.

Metodología

El tema planteado en el presente trabajo es abordado a través de un esquema descriptivo sustentado por la utilización de las series históricas de los principales indicadores macroeconómicos de Japón.

Las fuentes de información empleadas en la construcción de dicho esquema son fuentes secundarias. El Capítulo 1, en donde se presentan los antecedentes al período bajo análisis, fue elaborado en función de la lectura de libros y documentos en versión papel. En cambio, la información sobre la evolución más reciente de la economía japonesa, se obtuvo a partir de la lectura de diversos trabajos de investigación publicados en internet por diversas instituciones, como por ejemplo universidades, organismos dependientes del gobierno japonés, embajadas de otros países en Japón, etc.

La información cuantitativa se obtuvo, básicamente, de los organismos oficiales de Japón, como el Banco Central, el Ministerio de Finanzas y el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del gobierno de dicho país, que mantienen bases de datos en línea. Estos datos fueron procesados y trasladados a gráficos y cuadros con el objeto de facilitar la comprensión de los mismos y servir de sustento a las afirmaciones realizadas a lo largo del trabajo.

Marco Teórico

En los últimos años, numerosos autores, han dedicado gran parte de su tiempo al estudio de la economía japonesa, con el objeto de analizar el comportamiento de la misma en la década de los noventa. Uno de ellos es el Dr. Antonio Carrascosa Morales, quien se desempeña como Consejero Económico y Comercial de la Embajada de España en Tokio. Este autor ha realizado diversas investigaciones sobre la crisis de la economía japonesa y, a su vez, ha elaborado una clasificación de los autores que han opinado sobre Japón, teniendo en cuenta el diagnóstico que cada uno de ellos ha efectuado sobre la situación de dicho país. Esta clasificación es la que se adoptará en la presente investigación y establece, básicamente, la existencia de dos grupos de autores. Por un lado, se encuentran aquellos que sostienen que la crisis de Japón deriva de una insuficiencia de demanda y que abarcan desde los nekeynesianos, que confían en una todavía mayor expansión del gasto público para estimular la demanda agregada, hasta los monetaristas, partidarios de incentivar el consumo mediante la variación de la oferta monetaria y los tipos de interés (a este tipo de autores se los denomina *Keynesianos*). Por otro lado, están los que enfatizan los problemas estructurales de la economía japonesa como origen de una crisis de oferta y que abogan por un proceso de desregulación y reformas de carácter burocrático para salir de la crisis (a este tipo de autores se los denomina *Estructura listas*).⁽³⁾

Dentro del primer grupo se encuentra Paul Krugman, quien sostiene que Japón (un país con un gobierno efectivo y estable, un acreedor neto de primera magnitud, que no está sujeto a ninguna de las restricciones que padecen las economías de menor desarrollo) está funcionando muy por debajo de su capacidad productiva, simplemente porque sus consumidores e inversores no gastan lo suficiente. Para este autor es claro que la depresión que sufre este país, o lo que es lo mismo, su persistente exceso de ahorro deseado sobre la inversión deseada responde a un tipo

³ Carrascosa Morales, Antonio. "Alternativas de política económica para Japón". En: Claves de la Economía mundial. . Oficina económica y Comercial de España en Tokio. Edición del 2001.

de interés real demasiado alto (aunque los tipos nominales estén cercanos a cero). Japón se estaría enfrentando a una situación límite estudiada por Keynes y conocida como la “Trampa de Liquidez”. Krugman propone como solución expandir fuertemente la base monetaria con la intención de generar expectativas de inflación moderada. A través de esta política se podría convencer a la gente que esta tentada a atesorar, de que el yen comprará menos dentro de un mes o un año de lo que compra hoy. De este modo se incentivaría el consumo actual expandiendo así los niveles de demanda.

Otro autor que apoya la teoría de una insuficiencia de demanda es Richard C. Koo (economista jefe de Nomura Research Institute). Para Koo la clave para entender la crisis japonesa está en el deterioro de los balances de las empresas niponas. El estallido de la burbuja especulativa a fines de los años 80 supuso un descenso abrupto de los precios de las acciones, inmuebles y otros activos. Dado que buena parte de los activos desvalorizados habían sido adquiridos a crédito, los empresarios-consumidores han reducido sus gastos para intentar devolver sus deudas. Lo que considerado aisladamente es un comportamiento razonable y loable, termina convirtiéndose en un problema económico grave al hacer todos los agentes lo mismo y al mismo tiempo. Las empresas japonesas han pasado de ser, en 1990, demandantes netos de fondos (un 10% del PIB) a oferentes netos (un 4% del PIB) en el año 2000. La demanda de crédito, consecuentemente, ha quedado en niveles mínimos.

La explicación alternativa que ofrecen los autores del segundo grupo (es decir, los estructuralistas como Hoshi, Takeo; Shiratsuka, Shigenori; Porter, Michael; etc) se basa en la existencia de los siguientes problemas estructurales:

- El continuo aumento de la cartera de créditos incobrables que impide que la banca desarrolle su función de intermediación financiera con normalidad. El sistema financiero también se ve afectado por ciertas regulaciones que aun hoy pesan sobre el mismo.

- La permanencia de un sistema económico con costes elevados. Los autores se refieren a la presencia de un sistema dual, con empresas y sectores muy competitivos y orientados a la exportación, y empresas y sectores con costes elevados y orientados al mercado interior. En Japón estaría en crisis este segundo sistema, en el que predomina la producción, las ventas y el consumo en masa, y que está lleno de regulaciones e intervenciones públicas. Según Michael Porter y otros autores, este grupo de sectores está limitando ya de hecho las posibilidades de crecimiento del conjunto de la economía.
- El exceso estructural de ahorro, lo que tiende a deprimir la demanda global. Además este ahorro se mantiene preferentemente en activos bancarios seguros y líquidos, lo que limita, a su vez, las posibilidades de inversión en capital riesgo.
- Escasas posibilidades de crecimiento de la productividad total de los factores, por la excesiva regulación e intervención estatal en la economía, lo que conlleva una reducida tasa de crecimiento del PIB.

Como se puede apreciar las opiniones en torno a la evolución de la economía japonesa en los últimos años no son homogéneas. No obstante, hay algunos puntos en los cuales ambos enfoques concuerdan. Los keynesianos consideran al deterioro de los balances de las empresas como un elemento clave para entender la crisis de Japón mientras que, los estructuralistas, señalan como uno de los factores explicativos, el aumento de la cartera de créditos incobrables que impide a la banca desarrollar su función de intermediación financiera con normalidad. De esta manera, el argumento que utilizan tanto los keynesianos como los estructuralistas para explicar la recesión japonesa tiene un mismo origen cual es: el otorgamiento indiscriminado de préstamos llevado a cabo durante la segunda mitad de la década de los ochenta y el posterior estallido de la burbuja especulativa. Ambos factores deterioraron la posición financiera de las empresas (al generar la desvalorización de los activos adquiridos durante la burbuja y tener que afrontar las empresas enormes pasivos) y la solvencia de los bancos (al provocar un incremento de la morosidad y de

los préstamos fallidos). Este es el punto de partida de la presente investigación. Es decir, el objetivo del trabajo será analizar la situación de estancamiento que caracterizó a la economía japonesa en los noventa y establecer su posible vinculación con el estallido de la burbuja especulativa de los años ochenta. Las hipótesis que guiarán el desarrollo de esta investigación son las siguientes:

Hipótesis General

- ✚ El estancamiento de la economía japonesa durante la década de los noventa estuvo estrechamente vinculado con el proceso de gestación de la burbuja especulativa de fines de los ochenta y su posterior estallido.

Hipótesis Particulares

- ✚ La flexibilización del sistema financiero iniciada a mediados de los años setenta y la intensa política monetaria expansiva desarrollada con el objeto de contrarrestar la fuerte apreciación de la moneda japonesa desde 1985, fueron los dos factores claves en el proceso de gestación de la burbuja especulativa de fines de los ochenta.
- ✚ El aumento del nivel general de precios en 1989 provocó la adopción, por parte del gobierno japonés, de una política monetaria restrictiva, precipitando el estallido de la burbuja especulativa e invirtiendo el sentido de la espiral de precios de los activos.
- ✚ El deterioro de la posición financiera de las empresas y de la solvencia de los bancos, provocado por el otorgamiento indiscriminado de préstamos durante los años ochenta y por el posterior estallido de la burbuja especulativa, fue uno de los principales condicionantes de la actividad económica en Japón en la década de los noventa.

El desarrollo de este trabajo se encuentra dividido en tres partes. En la primera de ellas se realiza una breve descripción de la evolución de la economía japonesa desde sus comienzos hasta los primeros años de la década de los ochenta, dado que ello proporcionará un marco adecuado para analizar el período que realmente concierne a esta investigación, es decir, 1980-2000. Luego, en la segunda parte, se intentará establecer como se originó la burbuja especulativa, en que consistió y que

fue lo que generó su explosión. Por último, en la tercera parte, se analizará el comportamiento de la economía japonesa en la década de los noventa haciendo hincapié en las consecuencias que tuvo sobre la misma el estallido de la burbuja especulativa. De esta manera se podrá comprobar o refutar lo que se ha establecido en las hipótesis de esta investigación.

Desarrollo

Capítulo 1: Antecedentes al período bajo análisis

Japón es un archipiélago situado al oeste del océano pacífico. Está separado del Continente de Asia por el Mar del Japón. Su superficie es de 377.800 Km² y la capital es Tokio. Posee una población de 127 millones de habitantes y una densidad de población de 336 hab/ Km². El 60% del territorio es montañoso, con altos montes y volcanes. La superficie habitable es apenas un 20% del territorio, lo que unido a la concentración económica en las regiones costeras del Pacífico da lugar a regiones superpobladas como el área de Kanto (Tokio, Yokohama) y la de Kansai (Osaka, Kobe, Kyoto).⁽⁴⁾

Japón comienza a configurarse como país en el siglo IV D.C., bajo la autoridad de un emperador, si bien el poder imperial ya existía con anterioridad. En el siglo VI Japón adopta el budismo, instituciones políticas y escritura provenientes de China vía Corea. Desde entonces Japón ha pasado por períodos muy dispares, algunos de apertura exterior y otros de clausura casi total.

En el período comprendido entre 1100 y 1867 se produce el gobierno del Shogun (figura político religiosa transmitida durante siglos). En este lapso se sucedieron tres Shoguns, siendo el último, el shogunato Tokugawa (período conocido como Era de Edo). Éste mantuvo una política aislacionista con respecto al resto del mundo. Se logró que las aldeas agrícolas se integren en una economía de producción gracias a la progresiva división del trabajo y al creciente intercambio comercial entre las distintas partes del país. Sin embargo, en los últimos años de la Era de Edo, se debió enfrentar una elevada inflación, hecho que sumado al derrumbamiento del feudalismo, a la irrupción del mercantilismo y a la presión externa, generó la apertura de la economía japonesa. Algunas actividades mercantiles decrecieron con la llegada de importaciones mas baratas y a la vez se produjo un

⁴ Embajada de España en Tokio. Oficina Económica y comercial. "Informe sobre Japón". 2001. Pag 8.

fuerte crecimiento de los precios de productos con alta demanda exterior. Estos acontecimientos dieron lugar a revueltas que llegaron a derrocar a los Tokugawa y a establecer un sistema de monarquía parlamentaria bajo una renovada autoridad imperial (el emperador Meiji).⁽⁵⁾

De esta manera, en 1868, comienza el período moderno de Japón con la llamada Restauración Meiji. Se inicia así uno de los desarrollos de mayor interés en la Historia contemporánea; a través de un proceso de apenas un siglo, Japón, un país pequeño, recién salido del feudalismo, pobre en recursos naturales, se convirtió en 1968 en la tercera potencia económica mundial (dado su nivel de PBI), inmediatamente después de las otras dos potencias: EE.UU. y la URSS.

Los primeros catorce años de la era de Meiji ilustran bien la vitalidad y decisión del nuevo gobierno. Una vez permitida la libertad de oficio y asegurada una firme base tributaria a través de la reforma de la contribución sobre la tierra, el gobierno decidió embarcarse en la industrialización a través de su política de Shokusan Kogyo (desarrollar la industria y promover empresas). Lo atractivo de esta decisión es la manera en que se llevó a cabo. Las distintas industrias fueron estableciéndose de forma gradual y con cierto orden: en primer lugar, los bancos, los cuales permitieron la emisión de moneda nacional y canalizaron el ahorro hacia la industria. El transporte marítimo y los ferrocarriles se desarrollaron a continuación, lo cual facilitó el posterior desarrollo de la industria y la integración de los mercados nacionales. Luego se desarrolló la industria minera del carbón y por último la industria textil, especialmente las hilaturas de seda así como las de algodón⁽⁶⁾

Un hecho muy importante en este período y sobre el cual es necesario hacer un breve comentario, es la paulatina integración de los llamados grupos Zaibatsu (*zai* “dinero”, “riqueza”; *batsu* “camarilla”, “grupo”), levantados sobre fortunas familiares, en el sector tradicional (por ejemplo el grupo Mitsubishi). Estos grupos son un buen reflejo de la casi absoluta imbricación de los grandes grupos industriales y el estado.

⁵ Nakamura, Takafusa. “El desarrollo económico del Japón moderno”. España. 1985. Pags 31-32.

⁶ Ibid. Pag 34.

Los Zaibatsu, creados por el gobierno Meiji, fueron leales a las autoridades desde el primer momento dado que se habían desarrollado bajo la protección de estos. Los militares enemistaban con los Zaibatsu, dado que, para ellos, se identificaban con el gobierno conservador. Los militares veían la necesidad de crear nuevos Zaibatsu cuya lealtad estuviese reservada al ejército. Se precisaban industriales para atender nuevos campos como la industria química a gran escala, la industria eléctrica y las relacionadas con la producción de armamento. Así, prosperaron bajo la protección de los militares, compañías como Nissan, Nihon Chisso (Nitrógeno de Japón), Nihon Soda (Soda de Japón) y Showa Denko (Electricidad de Japón).⁽⁷⁾

Armados con la lealtad de los nuevos Zaibatsu, los militares implantaron su política de “país rico y ejército fuerte”, de manera que el gobierno y los antiguos Zaibatsu no tuvieron más remedio que seguir el mismo camino. A los Zaibatsu antiguos y a los nuevos no les bastaba con suministrar las mercancías que demandasen el gobierno y los militares; tenían que estar siempre pendientes de ellos y asegurar que sus empresas estuviesen en correspondencia con el interés nacional. Es decir, el gobierno Japonés tenía una parcialidad especial a favor de un grupo limitado de empresas. Pero esta especie de favoritismo era más o menos inevitable, e incluso era un medio racional para que el gobierno pudiese alcanzar sus objetivos. El punto de mira invariable de los distintos gobiernos, desde la Restauración Meiji en adelante, era hacer de Japón un país fuerte con una potencia militar de primera y una industria de primera. Solo había dos fórmulas para obtenerlo: una era seguir adelante con una modernización uniforme de todo el país; y otra era formar en el mundo industrial Japonés unos equipos representativos, capacitarlos mediante un entrenamiento especial y luego ampliar el campo de acción de estos equipos al resto del mundo. Bajo la primera fórmula habría de pasar mucho tiempo antes de que el Japón pudiese contar con empresas de primera categoría, de las que no tuviese que avergonzarse cuando salieran al mundo. Con la segunda se podría crear, en un

⁷ Morishima, Michio. “Por qué ha triunfado el Japón”. Ediciones Folio. 1997. Pag 125.

tiempo bastante breve, el núcleo reducido de un sector moderno y de nivel mundial. Luego, el gobierno podría impulsar la modernización en todo el país mediante la ampliación de dicho núcleo.⁽⁸⁾

El gobierno Japonés adoptó como política de desarrollo la segunda fórmula, pues su criterio era que una situación en la que algunos sectores japoneses estuviesen al mismo nivel que los de Inglaterra y otros muy retrasados, era preferible a desarrollar todos los sectores de la economía de manera que la disparidad entre ambas naciones se redujese, por ejemplo, en un 10%. La concesión de un tratamiento privilegiado a un grupo suponía una explotación adicional para los demás. Los más desfavorecidos fueron los campesinos. Sin embargo, era imposible conseguir el desarrollo del país sobre la única base de una explotación ilimitada del agro y de un sacrificio ilimitado por parte de los campesinos, por ello, el gobierno, tuvo que buscar otras posibilidades de explotación. Con su victoria en la guerra ruso-japonesa, Japón había establecido un dominio firme en Manchuria. Además, en 1910 los japoneses se anexionaron Corea como colonia. Así aparece Japón convertido en un imperio colonial, con extensas zonas nuevas que explotar.

Esta forma de desarrollo adoptada por las autoridades japonesas coincide con la postura de A. O. Hirschman. Este autor realiza una profunda crítica a la teoría del crecimiento equilibrado (es decir, la primera alternativa de desarrollo presentada aquí) afirmando que la misma fracasa como teoría del desarrollo. Hirschman sostiene que el desarrollo significa el proceso mediante el cual un tipo de economía se convierte en algún otro tipo más avanzado. Un proceso de estas características no puede presentarse en una estrategia de crecimiento equilibrado ya que le es difícil visualizar el rompimiento del equilibrio del subdesarrollo en cualquiera de sus puntos. La estrategia alternativa que propone este autor es la teoría del crecimiento desequilibrado, en donde ciertos sectores dirigen el desarrollo de la economía impulsando el crecimiento en el resto de los mismos. La ventaja de esta estrategia es

⁸ Ibid. Pag 128.

que permite una amplia esfera de acción a las decisiones de inversión inducidas y economiza un recurso muy escaso, es decir, tomar verdaderamente decisiones.⁽⁹⁾

Con la Primera Guerra Mundial y por lo tanto con Europa en guerra, las oportunidades de Japón en los mercados extranjeros aumentaban enormemente y por ello, en este período de guerra, la producción industrial se quintuplico y las exportaciones aumentaron notablemente. Las rentas y la demanda de consumo se elevaron, pero unidas a un desfase entre oferta y demanda, causaron alzas de precios que, a su vez, significaron mayores beneficios para las empresas, sin los correspondientes aumentos salariales. El auge económico favoreció los ingresos del capital invertido en casi todas las industrias, especialmente la pesada y la química.⁽¹⁰⁾

El aumento de la producción, las crecientes desigualdades salariales, el nacimiento de una clase obrera y la aparición de las industrias pesada y química, fueron factores determinantes del rumbo de Japón. Como ya se ha mencionado anteriormente, la industria química y pesada obtuvo un gran impulso por parte de los grupos Zaibatsu fomentados por los militares.

Luego del auge generado por la guerra se sucedieron ciertos acontecimientos poco alentadores (el Pánico de 1920, el Terremoto de Kanto, la moratoria de deuda en 1923, la deflación de 1925, y el Pánico financiero de 1927), sin embargo, los cambios estructurales que habían comenzado durante la guerra prosiguieron, y la economía japonesa creció de forma rápida en relación con el resto del mundo.⁽¹¹⁾

Con el estallido de la Segunda Guerra Mundial prácticamente todos los sectores de la economía fueron controlados y utilizados a favor del esfuerzo bélico. La política de Japón en ese tiempo estaba orientada hacia una alianza con Alemania e Italia mientras que empeoraban sus relaciones con los Estados Unidos y el Reino Unido. Dado que las ambiciones imperialistas estaban encendidas, la guerra era la única salida, convirtiéndose la capacidad naval en el factor más importante.

⁹ Hirschman A. O. "La estrategia del desarrollo económico". Fondo de Cultura Económica. Pag 59 a 103.

¹⁰ Nakamura, Takafusa. Op. Cit. Pag 50.

¹¹ Ibid. Pag 51.

La propia guerra costó a Japón unos tres millones de vidas, y la pérdida total de diez años de acumulación de bienes nacionales, desde 1945, y que no recuperaría hasta comienzos de la década de 1950. La miseria de una derrota total está arraigada en la conciencia de los japoneses. Desde el punto de vista económico, esta derrota se tradujo en desempleo, el espectro de hambre y una inflación en espiral. Sin embargo, el énfasis bélico en las industrias pesada y química, así como el descuido de la industria ligera, supuso el hecho de que Japón tuviera, en la posguerra, mayor capacidad para la primera industria que para la segunda, siendo este factor el más decisivo a la hora de orientar la dirección de su crecimiento. Además, los conocimientos técnicos obtenidos durante la guerra se emplearon en otros usos, como se observa en el hecho de que los fabricantes de ametralladoras se convirtieran en fabricantes de máquinas de coser, y que los fabricantes de material óptico de guerra se convirtieran en fabricantes de cámaras fotográficas.⁽¹²⁾

Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, las fuerzas de ocupación norteamericanas ingresaron a Japón y llevaron adelante su desmilitarización. Es decir, el objetivo de las fuerzas de ocupación era lograr que Japón se convirtiera en una nación pacífica y democrática basada en el sistema de libre empresa. Para alcanzar tal objetivo, rápidamente entró en vigencia una nueva constitución, se crearon sindicatos, se reformó el sistema de enseñanza y para realizar la democratización económica fueron desmembrados los Zaibatsu.

El hecho más relevante de este período fue el proceso de desmilitarización a que fue sometido Japón. Todas las unidades del ejército y de la marina fueron disueltas y Japón quedó sujeto a la administración militar de las fuerzas aliadas. En 1940 los gastos militares de Japón abarcaban más del 70% del Gasto Público total, en cambio, a partir de 1950, este porcentaje se redujo a menos del 20%. La importancia de este hecho reside en que se logró liberar una gran cantidad de recursos que fueron utilizados luego para fomentar el desarrollo económico del país.

¹² Ibid. Pag 64.

En 1949 se constituyó la República Popular China y las relaciones entre la Unión Soviética y China, por una parte, y los Estados Unidos, por otra, se deterioraron notablemente. Los norteamericanos se vieron obligados a cambiar su política en Japón dado que era necesario convertirlo en un aliado contra la Unión Soviética y China. De esta manera, las tropas de ocupación abandonaron la idea de fomentar un país democrático sobre la base de un sistema de libre empresa, y emprendieron medidas tendientes a reconstruir a Japón como país fuerte, dotado del poderío económico y militar suficiente como para ser considerado la base de la fuerza anticomunista.

Desde el comienzo de la guerra de Corea en 1950, las fuerzas norteamericanas comenzaron a realizar grandes demandas de artículos militares beneficiando a las empresas japonesas y favoreciendo el resurgimiento de los grupos zaibatsu. Es por ello que esta demanda se convirtió en uno de los principales estímulos para la recuperación de la economía japonesa.

Con la firma del Tratado de Paz de San Francisco en 1951 y del Tratado de Mutua Seguridad entre Japón y los Estados Unidos de 1952, Japón recupera su independencia e inicia una etapa de rápido crecimiento económico. Es decir, en el periodo que se extiende desde 1946 hasta 1951 se produjo la recuperación posbélica de Japón que permitió estabilizar su situación socioeconómica y sentar las bases para el futuro desarrollo del país.

Desde 1952 y hasta la crisis del petróleo en 1973, el PBI de Japón creció notablemente alcanzando una tasa media del 10% anual. Este período de rápido crecimiento fue impulsado por diversos factores, tanto internos como externos. Desde el punto de vista externo se puede mencionar:

a) la guerra de Corea que generó una considerable demanda de artículos militares,

b) bajo el plan Marshall las naciones europeas occidentales tomaron el pleno empleo y el crecimiento económico como objetivos de su política, los cuales

expandieron el tamaño del mercado mundial y permitieron una situación favorable para las exportaciones japonesas.

c) con el sistema de tipos de cambio fijos establecido en la posguerra, la moneda norteamericana se convirtió en la moneda clave en todo el mundo. Para Japón se fijó en 1949 un tipo de cambio de 360 yenes por dólar, tipo que duró hasta principios de los años 70 y que reforzó la competitividad de las exportaciones japonesas.

Estos han sido algunos de los principales estímulos externos que han favorecido el despegue y el desarrollo de la economía japonesa, sin embargo, el motor que verdaderamente impulsó el crecimiento de este país debe buscarse en el interior del mismo. La característica primaria del *boom* japonés ha estado, y sigue estando, estrechamente relacionada con la rapidez de acumulación de capital y con la política de desarrollo industrial adoptada por el gobierno.

A comienzos de los años 50 los productos textiles se habían convertido en la principal partida de exportación, pero era evidente que no se obtendría el desarrollo económico mientras tales productos fuesen lo esencial de las exportaciones japonesas. En cuanto a la industria ligera, el porvenir no se presentaba muy brillante, de manera que, una vez más, Japón hubo de optar por desarrollar la industria pesada. El Ministerio de Comercio Internacional y de Industria determinó que los sectores a desarrollar dentro de la industria pesada y química eran las refinerías de petróleo, la petroquímica, las fibras artificiales, los automóviles, la maquinaria industrial, los aviones, la electrónica y los aparatos eléctricos. A estos sectores se les proporcionó protección absoluta frente a la competencia de las industrias extranjeras. Además se favoreció el desarrollo de estas industrias haciendo que instituciones financieras les facilitasen capitales a bajos tipos de interés, concediendo subsidios y adoptando medidas fiscales de incentivo.

Uno de los elementos fundamentales que estuvo detrás del desarrollo económico de Japón fue la creación de un nuevo sistema de producción denominado Sistema de Producción Toyota (Toyotismo). A diferencia del Fordismo, el Toyotismo

consiste en producir únicamente lo que el consumidor necesita y en el momento en que lo necesita (Just in Time), evitando así la acumulación de stock que genera enormes costos para las empresas. Se trata de un sistema de flujos tirados dado que el mercado extrae lo que le es necesario de las unidades de producción. En lugar de generar una producción en masa de artículos absolutamente idénticos, se propone una fabricación en pequeñas series (hasta de a uno) de numerosos modelos. Estas innovaciones en el proceso de producción se tradujeron en una mayor competitividad de las industrias japonesas en el mercado mundial, aportando a las empresas los beneficios inherentes a la producción en serie, a los menores costos por la reducción de stock y a la mayor productividad por trabajador.⁽¹³⁾

En los primeros años de la década del setenta, el rápido crecimiento de las exportaciones japonesas (entre 1967-1971 aumentaron en un 20% anual) y los elevados superávit comerciales, condujeron a que otros países adopten medidas proteccionistas. En 1971, los Estados Unidos anunciaron la suspensión de la libre convertibilidad del dólar en oro y así el sistema internacional de Bretton Woods, que había sido uno de los principales pilares que sostenían el desarrollo económico del mundo libre desde la Segunda Guerra Mundial, llegó a su fin. A principios de los 70, los países más importantes del mundo, incluido Japón, adoptaron el sistema de tipos de cambio flotante. La confusión que esto produjo en las actividades monetarias internacionales contribuyó a la reaparición mundial de la inflación.⁽¹⁴⁾

La primera crisis del petróleo de finales de 1973 avivó aún más las tendencias alcistas de la inflación y los precios al consumo en Japón subieron más de un 20% en 1974 (ver Anexo 1). Como respuesta, el gobierno elevó los tipos de interés, recortó la inversión pública y dio otros pasos para moderar la demanda total. Estas medidas ocasionaron un acentuado declive del crecimiento económico. En 1974 el crecimiento real cayó hasta un -1,2% y el país se vio envuelto en la más seria recesión económica desde aquella que había experimentado en los primeros años de

¹³ Coriat, Benjamín. "Taylor, Ford & Hono. Nuevos desarrollos en el análisis del ohnismo". En estudios del Trabajo n° 7. Primer semestre. 1993. Pag 13.

¹⁴ Sociedad internacional para la información educativa. "El Japón de hoy". Japan Eato Inc-Tokio. 1989. pag 43.

la posguerra. La crisis del petróleo puso en evidencia la fragilidad de la economía japonesa, que había llegado a depender en gran medida del petróleo importado como fuente de energía.

El costo de frenar la inflación repercutió sobre los beneficios de las empresas, ya que, con una demanda en decadencia y unos costos cada vez mayores (reflejo del alza de los salarios y de unos costos de combustible y materias primas disparados), los márgenes descendieron sustancialmente. Si bien la producción de las industrias químicas y ligeras quedó reducida debido a la suba de los costos, la de las industrias con un alto valor añadido, como la de máquinas herramientas, la electrónica y la de ordenadores, aumentó. Otro aspecto importante en este período es la expansión de la industria terciaria (principalmente comercio y servicios) cuya proporción en relación con el PBI aumentó notablemente desde 1973.

En cuanto al panorama fiscal, el descenso en los ingresos tributarios desencadenado por la primera crisis del petróleo, forzó al gobierno a introducir en 1975 una legislación especial que estipulase la emisión de aproximadamente 2 billones de yenes en bonos de deuda como parte del presupuesto suplementario de aquel año. El gasto en los años sucesivos se vio aumentado debido al coste creciente del sistema de bienestar de Japón, particularmente las pensiones y los servicios públicos.

Al igual que en ocasiones anteriores, el sector que logró sacar a Japón de la crisis fue el exportador. Las exportaciones comenzaron a incrementarse notablemente desde 1974. Los consecuentes superávits comerciales comenzaron a generar presiones sobre el tipo de cambio, presiones que luego se convirtieron en una tendencia a la apreciación del yen contra la cual el gobierno se vio obligado a luchar.

A finales de 1978, cuando Japón estaba finalmente dando muestras de recuperación de los efectos de la primera crisis del petróleo, la revolución en Irán dio lugar a una nueva escalada de los precios del crudo. Después de su experiencia con la primera crisis y ante el temor de una nueva recesión, el gobierno puso rápidamente

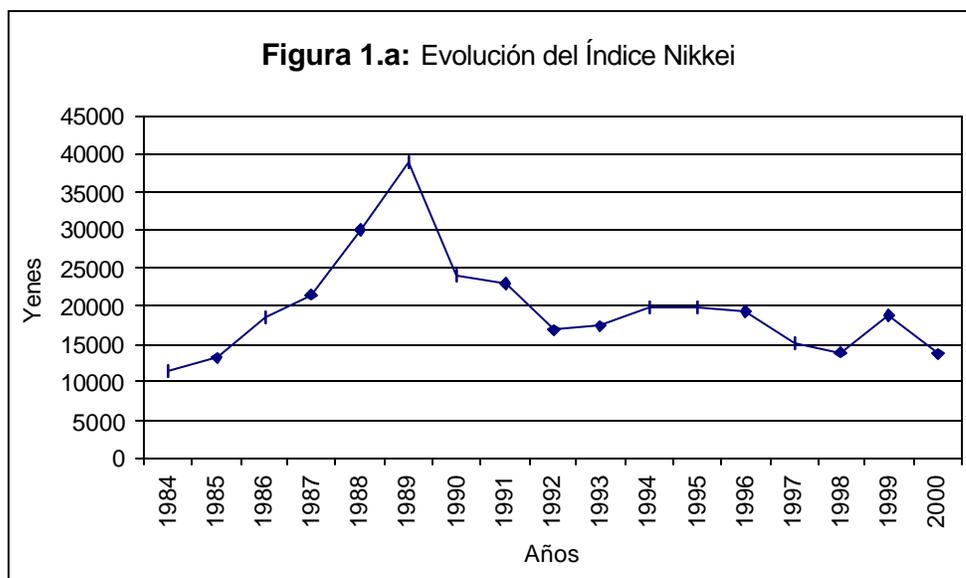
en marcha restricciones monetarias y otras medidas para evitar que la inflación se le fuera de las manos. Con estas medidas se logró estabilizar los precios. Además, en 1983, la OPEP detuvo el alza de precios y se inició un período en que el petróleo resultaba más barato. La combinación de estos elementos junto con la recuperación de la economía norteamericana tuvo un efecto positivo sobre la economía japonesa en los primeros años de la década de los 80. Aumentos espectaculares en las inversiones de capital del sector privado y el crecimiento de las exportaciones propiciaron la salida de la recesión y la tasa de crecimiento real ascendió hasta un satisfactorio nivel de 3.9% en 1984 y un 4.6% en 1985.⁽¹⁵⁾

De esta manera, Japón inicia la década de los ochenta con una economía que exhibe: adecuados niveles de crecimiento del producto; abultados superávits comerciales que generan enormes sumas de divisas y presionan sobre el tipo de cambio; crecientes desigualdades entre la tasa de ahorro e inversión; considerables déficits públicos que el gobierno intenta reducir y por último, un sistema financiero muy regulado que lentamente se pretende liberalizar.

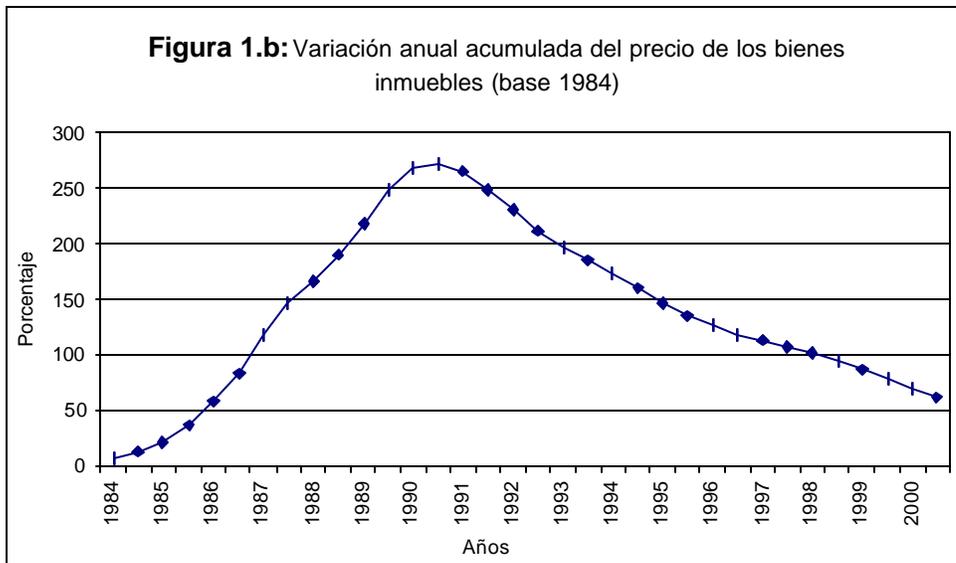
¹⁵ Ibid. Pag 44.

Capítulo 2: La burbuja especulativa

Antes de comenzar con la descripción de la burbuja especulativa es necesario situarla temporalmente, tanto el inicio como el estallido de la misma. Como ya se ha indicado en la introducción de este trabajo, las burbujas especulativas se caracterizan por generar la inflación en el precio de algún activo (en el caso de Japón los activos fueron las acciones y los bienes inmuebles). Si se considera como inicio de la burbuja el momento en el cual los precios de los activos comienzan a aumentar, se puede situar el mismo en 1986, año en el cual el valor de las acciones medido por el índice Nikkei se incrementó en un 40 % con respecto al año anterior y el valor de los terrenos se incrementó aproximadamente en un 20% (ver Figura 1a y 1.b). De la misma manera, si se considera como fin o estallido de la burbuja el momento en el cual los precios comienzan a descender, se puede situar el mismo en 1989, año en el cual el índice Nikkei tocó su punto más alto e inició un brusco descenso generando luego la caída en el precio de los terrenos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Japón



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Japón.

Ahora bien, es evidente que, antes de 1986, deben haber ocurrido diversos acontecimientos que generaron la suba de precios de los activos y también es evidente que, antes de 1989, deben haber ocurrido ciertos hechos que generaron la caída en los precios de los activos. Estos hechos son los que se van a presentar en este capítulo, es decir, se intentará establecer como se originó la burbuja especulativa, en que consistió y que fue lo que generó su explosión. Para llevar a cabo dicha tarea se va a dividir el análisis en las siguientes secciones: Flexibilización del Sistema Financiero; Política Monetaria y Tipo de Cambio; Comportamiento de las Empresas; La Burbuja y su Explosión

Flexibilización del sistema financiero

Durante el período de crecimiento rápido (desde principios de los 50 hasta principios de los 70) el rol del sistema financiero japonés, consistió en fomentar el desarrollo del sector productivo canalizando el ahorro hacia ciertas industrias que el gobierno consideraba estratégico desarrollar, como por ejemplo la industria del acero y la petroquímica. Para que esta tarea pueda llevarse adelante con éxito fue necesario someter al sistema financiero a una severa regulación. La misma incluía una estricta separación de las líneas de negocios en la industria financiera. Por ejemplo, las casas

de títulos y valores no podían recibir depósitos ni vender ningún tipo de seguro y los bancos tenían prohibido participar de los negocios vinculados con títulos y valores y también de aquellos vinculados con seguros. Es decir, los bancos tenían que restringir su actividad a la recepción de depósitos y al otorgamiento de préstamos. De esta manera, se lograba que las empresas obtuvieran todo el financiamiento necesario sin tener que recurrir al mercado de capitales o a la banca extranjera. Una de las políticas más importantes en este período de crecimiento rápido fue la protección que se le brindó al sistema financiero y al sistema productivo contra la competencia extranjera. Si bien esta política permitió el desarrollo del sistema financiero, también estimuló la creación de relaciones muy estrechas entre el sector empresarial y el sector financiero.

En líneas generales, se puede afirmar que, el sistema financiero de la posguerra, fue un sistema basado en los bancos con un elevado subdesarrollo del mercado de capitales (es decir, títulos, acciones, etc).⁽¹⁶⁾ Esto se produjo debido a que, sobre el mercado de capitales, pesaban una serie de restricciones que dificultaban la realización de ciertas operaciones, como por ejemplo la financiación por medio de la emisión de títulos y acciones. A su vez, estas restricciones, redujeron las alternativas de ahorro (al no poder invertir en activos financieros), con lo cual la mayoría de los ahorros se volcaron a los bancos en forma de depósitos. Es importante aclarar que en este período las tasas de interés estaban reguladas, con lo cual la competencia entre los bancos por obtener más depósitos no fue necesaria. Además, dado que existía una amplia diferencia entre las tasas de los depósitos y la de los préstamos, los bancos pudieron obtener grandes ganancias.

La estructura del sistema bancario era estable y los bancos estaban divididos según las funciones que desempeñaban y los clientes que poseían. Los grandes bancos se ocupaban de otorgar préstamos a las compañías más importantes mientras que los bancos locales y regionales proveían financiación a las pequeñas y medianas empresas. Se debe tener en cuenta que uno de los pilares fundamentales de este

¹⁶ Hugh, Patrick. "The Causes of Japan's Financial Crisis. Center on Japanese Economy and Business". Columbia University, New York City. 1998. Pag 4.

sistema fueron los estrechos vínculos entre el Ministerio de Finanzas japonés y los grandes bancos y las compañías de valores y de seguros. Este Ministerio se utilizó como garantía contra cualquier pérdida que pudieran sufrir estas instituciones financieras.

Este sistema llamado “Convoy system” (el grupo no puede moverse con mayor rapidez que las unidades mas frágiles) era seguro pero no muy eficiente. Los ahorristas tuvieron que soportar la mayoría de los costos debido a las bajas tasas de interés que recibían y a la falta de instrumentos financieros alternativos. Además, ellos percibían que sus ahorros eran los motores que impulsaban el rápido crecimiento y que su recompensa era solo un incremento en los salarios pero no un aumento de las tasas de interés.

Luego de la crisis del petróleo de 1973, este sistema financiero que predominó en la posguerra y que se basaba en la actividad de los bancos, comenzó a experimentar algunos cambios importantes. Estos cambios resultaron inevitables frente a la reducción de la actividad económica y a la caída de los niveles de inversión que se produjo como consecuencia de dicha crisis. La tasa de inversión, luego de la crisis, comenzó a experimentar una notable reducción, mientras que la tasa de ahorro se mantuvo en los niveles previos a 1973 (ver Anexo 1). De esta manera, Japón dejó de ser una economía en la cual la demanda de inversión privada igualaba y en algunos años superaba al ahorro privado y se convirtió en una economía en donde el ahorro privado excede considerablemente a la inversión privada. Este cambio es fundamental para comprender el comportamiento de Japón en los últimos veinte años dado que ese exceso de ahorro se convirtió en una característica estructural de la economía. Esta transformación afectó profundamente al sistema financiero (en especial al sistema bancario) y puso en evidencia el excesivo control que existía sobre el mismo.⁽¹⁷⁾

Las crecientes desigualdades entre ahorro e inversión generaron un aumento de la oferta de fondos prestables por parte de los bancos, una reducción de las tasas

¹⁷ Ibid. Pag 6.

de interés e intensificaron las presiones para pasar a un sistema financiero menos regulado y basado en el mercado. El Ministerio de Finanzas, respondiendo a estas presiones, comenzó a implementar algunas medidas tendientes a flexibilizar el sistema: permitió que las tasas de interés sean determinadas por el mercado, se crearon nuevos instrumentos financieros, se estimuló el desarrollo de un gran mercado de capitales y se inició una importante competencia entre las distintas entidades financieras. Es evidente que todas estas medidas no fueron adoptadas en el mismo momento, sino que fue un proceso gradual que se inició a mediados de los años 70 y que aun hoy no ha concluido.

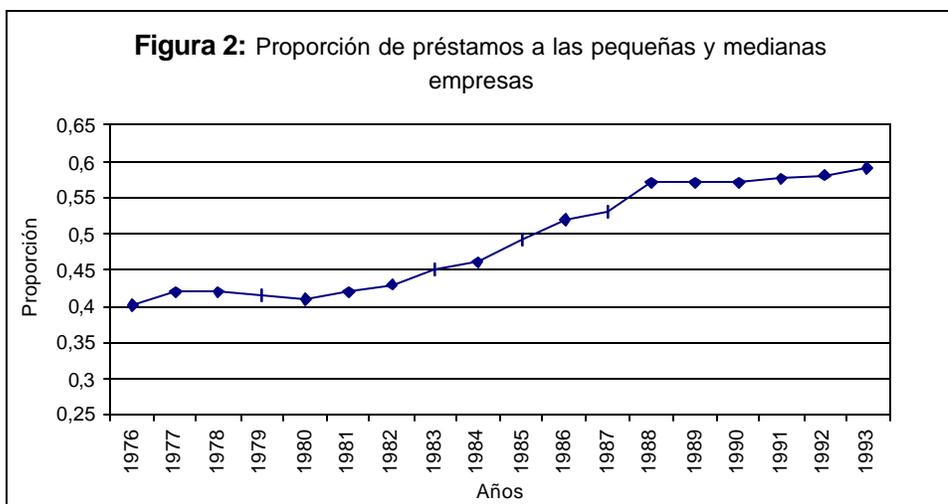
En 1975 se creó un mercado secundario para los bonos del gobierno (en ese mismo año el estado emitió 2 billones de yenes) y gradualmente se amplió el mercado para las acciones y títulos de las empresas. Es decir, el gobierno generó la apertura de un mercado de Deuda Pública que se extendió a todo el mercado de renta fija al que acudieron las grandes empresas en busca de financiación, empresas que antes habían sido los principales clientes de la banca. Por otra parte, también contribuyó a esta flexibilización financiera la reducción de los controles de cambios extranjeros realizada en 1980 a través de la reforma de la Ley de Cambio de Divisas, dado que no solo abrió el camino para que las distintas empresas comiencen a reunir fondos provenientes del extranjero sino que también permitió que las distintas instituciones financieras se expandan y fortalezcan sus posibilidades en el área de negocios internacionales. De esta manera, algunas empresas fueron reemplazando los préstamos bancarios por la financiación proveniente del mercado de capitales y así redujeron la dependencia con los bancos. ⁽¹⁸⁾

Todo este proceso fue acompañado por fuertes demandas externas que solicitaban la desregulación e internacionalización de los mercados japoneses monetarios y de capitales. El gobierno respondió a esta demanda aboliendo las regulaciones sobre las conversiones de fondos extranjeros en yenes y estableciendo un mercado bancario de aceptación denominado en yenes. Además, paulatinamente,

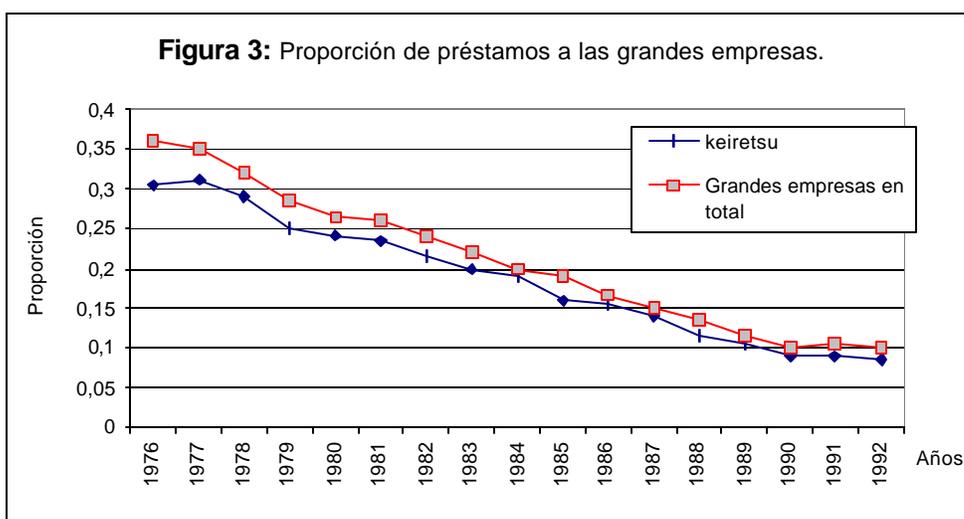
¹⁸ Hoshi, Takeo. "What happened to Japanese Banks?". Monetary and Economic Studies. Bank of Japan. 2001. Pags 9-10.

se permitió el ingreso de compañías de valores extranjeras a la Bolsa de Tokio y se permitió que los bancos extranjeros realicen operaciones crediticias.

A pesar de que parte del sistema financiero fue flexibilizado, la mayoría de las regulaciones que pesaban sobre el sistema bancario, como por ejemplo el hecho de que los bancos no puedan disponer de entidades subsidiarias que realicen negocios con títulos y valores, se mantuvieron durante toda la década de los ochenta. Esto hizo que los bancos tuvieran que seguir con su tradicional y limitada actividad que consistía en recibir depósitos y otorgar préstamos. Sin embargo, ahora, se incorporaban dos problemas adicionales. El primero fue que, gracias a la flexibilización del mercado de capitales japonés, las grandes empresas pudieron acceder a otras formas de financiación y ello se tradujo en una pérdida de clientes para los bancos. Durante la década de los setenta casi las dos terceras partes de la financiación externa de las grandes empresas era proveída por los bancos, mientras que en los ochenta, no solo se redujeron las necesidades de financiación externa por parte de las empresas sino que también la mayor parte de esta era proveída por el mercado de capitales. Ante esta situación las entidades financieras se vieron obligadas a buscar nuevos clientes. Una posibilidad podría haber sido el otorgamiento de préstamos al estado. Sin embargo, durante los años ochenta, el gobierno japonés estaba tratando de ordenar las cuentas fiscales a través de una reforma administrativa que suponía una reducción de los gastos del gobierno con el objeto de eliminar los déficits fiscales. De esta manera, los negocios con el gobierno no configuraban una opción viable para los bancos y por ello decidieron concentrar su actividad en el otorgamiento de créditos a las pequeñas y medianas empresas y a los hogares japoneses. Las Figuras 2 y 3 ilustran esta situación, es decir, por un lado, el aumento de los préstamos a las pequeñas y medianas empresas y por el otro, la disminución de los créditos a las grandes empresas (Keiretsu y el total de grandes empresas incluidos los Keiretsu), dado que estas recurrían ahora al mercado de capitales.



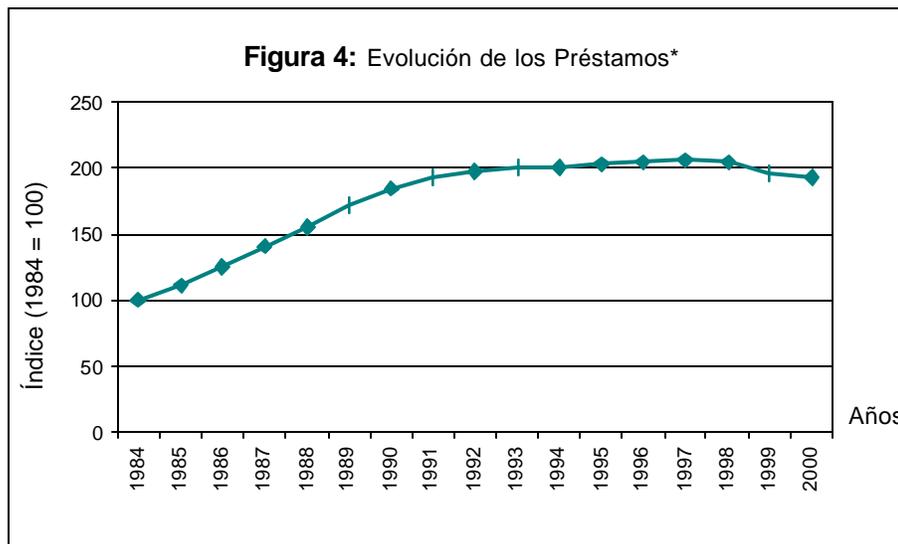
Fuente: Banco de Japón. Financial and economic Statistical Monthly, varios años



Fuente: Hoshi, Takeo. What happened to Japanese Banks?. Monetary and Economic Studies. Bank of Japan. 2001.

El segundo inconveniente fue la fuerte competencia que se origino a partir de la desregulación de las tasas de interés. Debido a la estricta regulación del sistema financiero que existía durante la posguerra, prácticamente no se había dado competencia entre los bancos. Sin embargo, al producirse la reducción de los controles sobre las tasas, la competencia fue inevitable. Los bancos comenzaron a ofrecer mejores retornos para aumentar su cartera de depositantes. Pero para poder ofrecer mejores retornos que les permitan competir por depósitos, los bancos debían otorgar mayores préstamos. A fines de los ochenta, los bancos comenzaron a incrementar considerablemente el volumen de préstamos pero sin efectuar un

análisis adecuado del riesgo de los mismos. Para poder apreciar el extraordinario volumen de préstamos que se otorgó en este período se presenta en la Figura 4 la evolución del crédito en Japón. Como se puede observar, entre 1984 y 1989. el volumen de créditos se incrementó aproximadamente en un 72 %.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco central de Japón. * Los préstamos están calculados en función de los balances presentados por los principales bancos comerciales de Japón.

De esta manera, la desregulación parcial del sistema financiero hizo que los bancos asuman elevados riesgos en el otorgamiento de créditos y que luego, ante la explosión de la burbuja, se encuentren en una posición de extrema vulnerabilidad.

Al observar este impresionante incremento en los préstamos surgen al menos las siguientes preguntas: ¿De dónde provino la abundante cantidad de dinero que permitió efectuar esos préstamos?; ¿Qué activos se utilizaron como garantía y por qué? y por último ¿Para qué se utilizaron estos préstamos? En la próxima sección se tratará de responder a estas preguntas y se analizará de qué manera ha influido en el proceso de formación de la burbuja este otorgamiento indiscriminado de préstamos derivado de la flexibilización del sistema financiero.

En líneas generales, los cambios que se produjeron en la economía japonesa, como resultado de esta flexibilización, han sido los siguientes: el paso de una economía en la cual la demanda de inversión privada igualaba y a veces superaba al ahorro privado a una economía en donde el ahorro privado excede notablemente a la

inversión privada, el desarrollo del mercado de capitales, la reducción de la dependencia de las empresas con respecto a los bancos, el inicio de la competencia entre los bancos por obtener mayores niveles de depósitos y la expansión del crédito bancario.

Política Monetaria y Tipo de Cambio

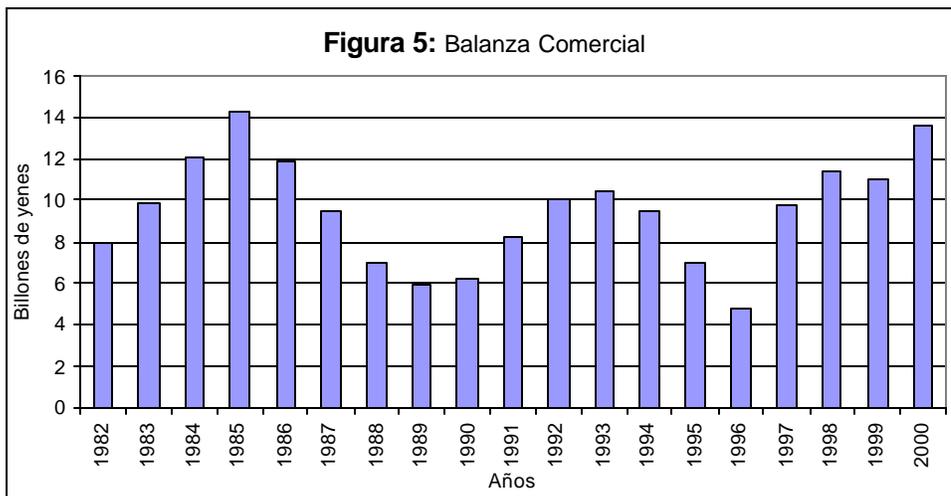
El Banco Central de Japón es el Banco de Japón fundado en 1882. La mayor responsabilidad de este banco, al igual que la de los bancos centrales de otros países, es el mantenimiento del valor de la divisa nacional a través de medidas tales como el ajuste de los tipos oficiales de descuento, la gestión de las necesidades de reservas de los bancos y las operaciones en los mercados de valores y divisas. Junto con el Ministerio de Finanzas ejercen el control del sistema financiero. La actividad de estas dos instituciones luego de la Segunda Guerra Mundial fue de gran importancia dado que las políticas implementadas en materia monetaria fueron las que impulsaron el crecimiento rápido de Japón. Durante la posguerra, estas instituciones, llevaron adelante una estricta política monetaria que incluía el control del crédito usando el tipo de interés oficial y penalizaciones para los bancos que extendieran préstamos por encima de los límites establecidos. Debido a que las firmas comerciales y las instituciones financieras no poseían elevados fondos, carecían de poder para resistir los controles de la política monetaria que solían ser directos, a tal punto que cuando eran utilizados tanto para impulsar como para frenar la economía, los efectos se percibían rápidamente en todo el país.

Así como en la posguerra la prioridad número uno de la política monetaria consistió en el suministro de fondos asequibles a través de los bancos comerciales y otras instituciones tales como los bancos de ahorro mutuo y las asociaciones de crédito, en el período posterior, es decir, en la década de los setenta, el objetivo principal fue el control de la inflación generada a partir de la crisis del petróleo de 1973. En este año los países más importantes del mundo adoptaron el sistema flotante de tipos de cambio, hecho que sumado a la crisis del petróleo, estimuló las

tendencias alcistas de la inflación. A partir de esta situación el Banco Central puso rápidamente en marcha restricciones monetarias para evitar que la inflación se volviera incontrolable. Esta política monetaria restrictiva se mantuvo prácticamente a lo largo de toda la década de los setenta y permitió junto con otras medidas contener la inflación.

La estabilización de la inflación, la existencia de un dólar fuerte y un yen débil, la recomposición de la economía norteamericana y el crecimiento de las exportaciones propiciaron la recuperación de la economía japonesa a principios de los ochenta, permitiendo alcanzar niveles adecuados de crecimiento.

Bajo estas nuevas condiciones económicas, Japón comenzó a presentar abultados superávits comerciales. En la Figura 5 se presenta la evolución de la Balanza Comercial de Japón. Como se puede apreciar, en la primera mitad de la década de los ochenta, se produce un notable crecimiento de los superávits como consecuencia de los hechos mencionados en el párrafo anterior. Sin embargo, en la segunda mitad de dicha década, los saldos favorables de la Balanza Comercial comienzan a experimentar una importante reducción.

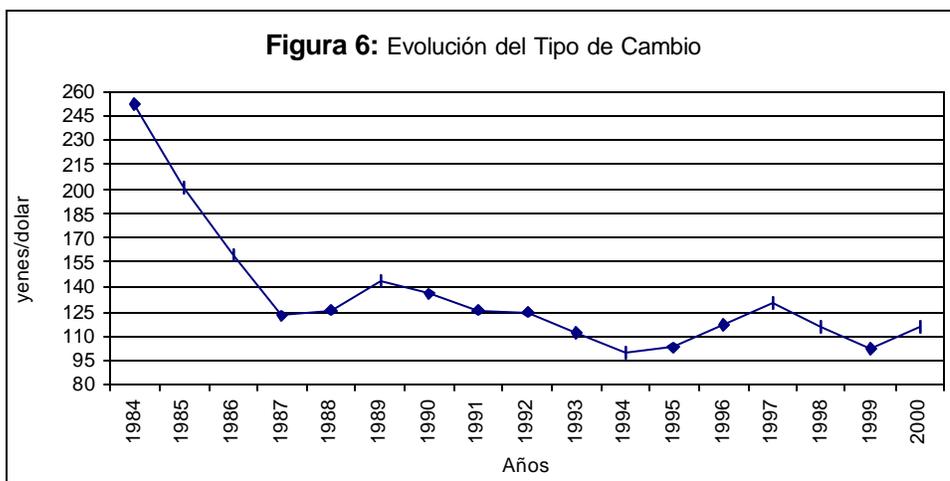


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

Este cambio en los saldos comerciales, se produce, fundamentalmente, por la fuerte apreciación de la moneda japonesa desde mediados de los años ochenta. Es

decir, desde 1980 hasta 1985, el tipo de cambio japonés (yenes por dólares) se mantuvo en valores considerablemente elevados favoreciendo a las exportaciones japonesas. Sin embargo, los continuos superávits comerciales de Japón generaban por un lado, fuertes presiones sobre el tipo de cambio dado que implicaban una entrada constante de divisas, y por el otro, fuertes críticas por parte de aquellos países que mantenían déficit comerciales con la economía japonesa.

Lo cierto es que en septiembre de 1985, en el acuerdo del Hotel Plaza de Nueva York, los principales países industrializados emprendieron acciones para solventar los desequilibrios comerciales corrigiendo el excesivo valor del dólar, lo que ocasionó una serie de drásticos ajustes de divisas. De esta manera, el tipo de cambio japonés se redujo, en 1985, en un 20% pasando de 250 yenes por dólar a 200 y ubicándose en 1987 en 122 yenes (Figura 6).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Japón

Estos ajustes en el tipo de cambio afectaron notablemente los niveles de actividad en Japón y suscitaron la reacción del gobierno y las empresas. La actitud de las empresas frente a la apreciación de la moneda será desarrollada en la próxima sección. En esta sección nos detendremos a analizar la reacción del gobierno.

Ante el temor de una posible recesión el gobierno analizó dos posibilidades. La primera consistía en adoptar una política fiscal expansiva que permita estimular la actividad económica y la segunda consistía en una política monetaria expansiva que

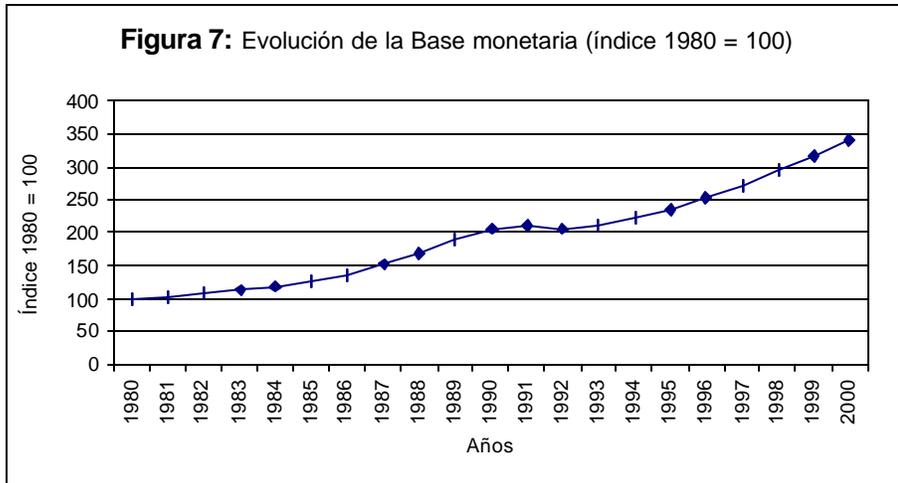
permita contener la tendencia a la apreciación de la moneda y mejorar el nivel de actividad. ¿Qué opción adoptó el gobierno?

Como ya se ha indicado anteriormente, durante la década del setenta el gobierno incrementó sus gastos en obras públicas para liberar la economía interna de la recesión posterior a la crisis del petróleo y contribuir así a la recuperación de la economía. Para financiar estos gastos las autoridades japonesas comenzaron a emitir una gran cantidad de bonos, hecho que provocó, a fines de 1978, un considerable aumento de la deuda total de la nación. Esta situación llevó al gobierno a emprender un programa de reconstrucción fiscal. La reforma fiscal ha sido uno de los temas centrales de la política interior en la década de los 80, principalmente durante la administración de Nakasone Yasuhiro, que fue Primer Ministro desde noviembre de 1982 a octubre de 1987. El objetivo era reducir al mínimo la emisión de bonos de deuda, meta que recién se alcanzó en 1991. Entre 1987 y 1988 fue llevada a cabo una radical reforma del sistema impositivo con el objetivo de conseguir un mayor equilibrio entre los ingresos, consumo e impuestos sobre la propiedad.⁽¹⁹⁾

Dada esta situación y ante el temor de incrementar los déficit fiscales, el gobierno decidió recurrir a la segunda alternativa, es decir, desarrollar una política monetaria expansiva.

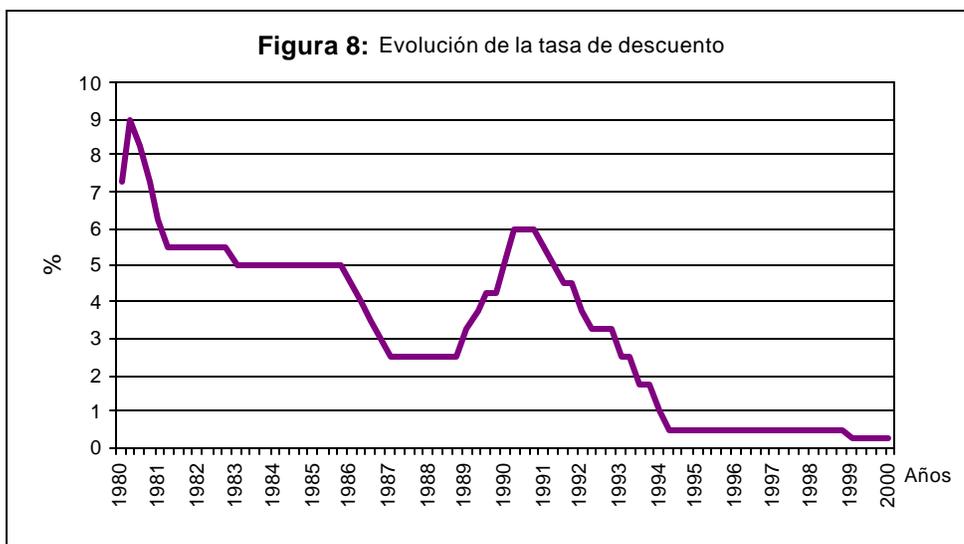
De esta manera, la oferta monetaria (M2 + CD), definida como circulante más depósitos vista más cuasi-moneda (depósitos a plazo, depósitos en yenes de no residentes, depósitos en moneda extranjera) más certificados de depósitos, aumentó a una tasa anual promedio del 9% entre 1985 y 1989, alcanzando un pico de 11.2% en 1988. En el Anexo 5 se presentan las variaciones porcentuales anuales de la oferta monetaria y de cada uno de sus componentes. Como se puede apreciar, las variables que presentan un mayor incremento son: el circulante (billetes y monedas) y la cuasi moneda. Por su parte, la base monetaria se incrementó considerablemente desde mediados de la década de los ochenta. En la Figura 7 se puede observar la evolución que ha tenido la base monetaria desde comienzos de dicha década.

¹⁹ Sociedad internacional para la información educativa. Op. Cit. Pag 49.



Fuente : Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Japón

La tasa oficial de descuento es la tasa de interés que el Banco Central de Japón le cobra a los bancos privados. Esta tasa es un indicador de la posición del gobierno en lo que se refiere a cuestiones monetarias. Desde 1983 hasta 1985 la tasa de descuento en Japón se mantuvo al 5%. Sin embargo, ante la fuerte apreciación de la moneda, las autoridades monetarias decidieron comenzar a reducir la tasa hasta alcanzar, en 1987, el nivel de 2.5% anual (Figura 8), porcentaje que se mantuvo hasta 1989, momento en el cual se produce el estallido de la burbuja especulativa.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Japón

Estos cambios en la oferta monetaria, la base monetaria y la tasa de descuento ilustran las frágiles condiciones monetarias en las que se desarrolló la economía japonesa a fines de los años ochenta. Sin embargo, para poder comprender la burbuja japonesa, además de las fuertes expansiones monetarias llevadas a cabo entre 1985 y 1989 para contrarrestar la apreciación de la moneda, es necesario considerar otro elemento: la intensa especulación que se generó a partir de estas delicadas condiciones monetarias. Es decir, las actividades especulativas (como por ejemplo la compra de activos con el único fin de revenderlos a un mayor precio) que emprendieron los distintos agentes económicos promovieron la sobrevaloración de los activos y la expansión de la burbuja. El problema más grave fue que todas estas actividades especulativas tenían la característica común de que eran financiadas principalmente por préstamos bancarios y, en particular, de que instituciones tradicionalmente serias comenzaron a ofrecer créditos a operadores amantes del riesgo a cambio de tasas de interés algo por encima de las del mercado. Es así como, a fines de los ochenta, comienza conformarse lo que sería luego la cartera pesada de los bancos, es decir, una gran cantidad de préstamos incobrables.

Ahora se tratará de responder las preguntas que se habían planteado al final de la sección anterior. Es decir, ¿de dónde provino la abundante cantidad de dinero que permitió a los bancos efectuar grandes volúmenes de préstamos?; ¿qué activos se utilizaron como garantía y por qué? y por último ¿para qué se utilizaron estos préstamos? En relación a la primera pregunta, se puede afirmar que los fondos fueron provistos por la política monetaria expansiva recién descrita. La política monetaria que llevó adelante el gobierno japonés en los años ochenta implicó una monetización de los superávits comerciales. Esto significa que las divisas que ingresaban al país provenientes del comercio con otros países se utilizaban como respaldo para emitir abultadas cantidades de dinero. Luego estas sumas de dinero eran canalizadas a los bancos comerciales (a través de redescuentos) a una baja tasa (2.5% anual). Estos bancos a su vez otorgaban préstamos a las pequeñas y medianas empresas (que ahora constituían sus nuevos clientes) y a distintos agentes económicos que utilizaban esos

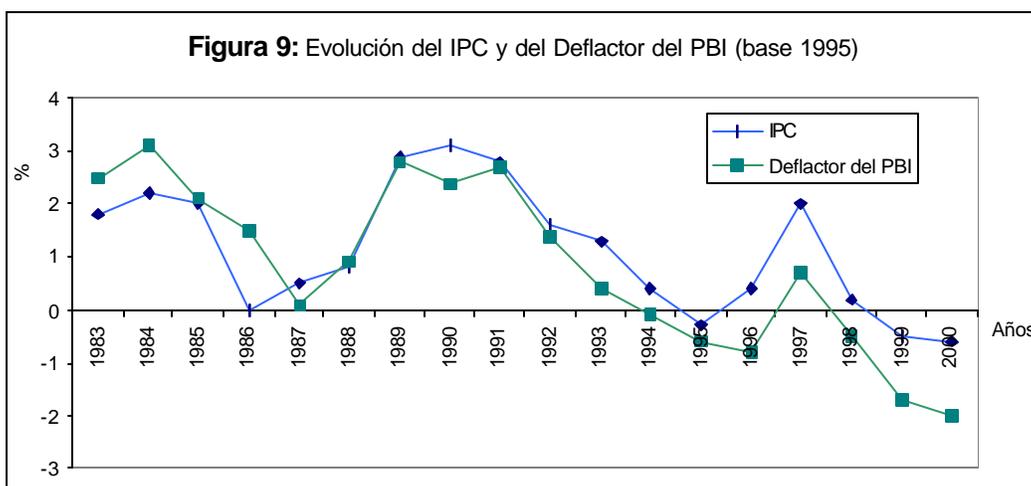
fondos para financiar actividades especulativas. Esta excesiva liquidez y esta superabundancia de fondos prestables también fueron posibles gracias a las elevadas tasas de ahorro que se mantuvieron desde mediados de la década de los setenta. Se debe recordar aquí, lo que en la sección anterior se ha denominado el “cambio estructural de la economía japonesa”. Es decir el paso de una economía en donde la inversión iguala o supera al ahorro a una economía en donde el ahorro supera ampliamente a la inversión.

En relación a la segunda pregunta, dado que el valor de los inmuebles había mostrado cierta estabilidad desde la segunda guerra mundial, los bancos comenzaron a utilizar como garantía de los préstamos que realizaban, el valor de los bienes inmuebles que poseían los clientes. Para los bancos que comenzaron a garantizar sus préstamos con estos activos, las empresas relacionadas con los negocios inmobiliarios y con los negocios de la construcción constituían prometedores clientes. A menudo los préstamos al sector inmobiliario no se realizaban directamente desde los bancos, sino que eran impulsados por las entidades financieras no bancarias, como por ejemplo las compañías de leasing. De esta manera, los principales destinatarios de los préstamos fueron tres industrias: construcción, inmobiliaria e instituciones financieras no bancarias. Las tres se ocuparon de estimular las expectativas optimistas respecto a la evolución del precio de estos activos y de fomentar la especulación reinvertiendo los fondos en el mercado inmobiliario.⁽²⁰⁾

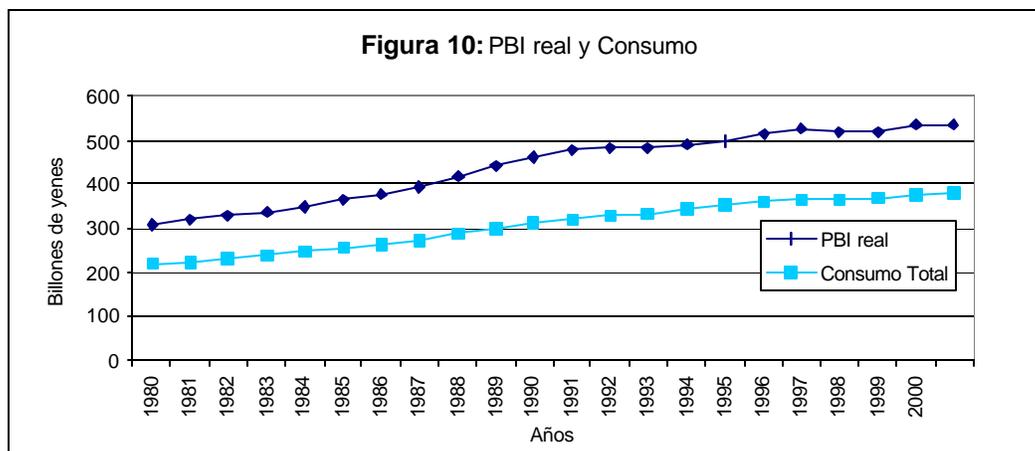
Así comienzan las primeras presiones al alza sobre el precio de los bienes inmuebles y la burbuja comienza a incorporar cada vez más aire. Es decir, los bancos prestaban enormes sumas de dinero utilizando como garantía el valor de los bienes inmuebles. A su vez estos préstamos, a menudo se utilizaban para adquirir más inmuebles. Estos nuevos activos se utilizaban como garantía para obtener más crédito y así sucesivamente. Algo similar ocurrió con las acciones, pero ello se analizará más adelante cuando se describa la actitud que adoptaron las empresas frente a la apreciación del yen.

²⁰ Hoshi, Takeo. Op. Cit. Pag 14

Lo llamativo es que a lo largo de este período el nivel general de precios, medido por el índice de precios al consumidor, se mantuvo estable. Es decir, lo que se espera frente a una política monetaria tan expansiva, es que la inflación se dispare. Sin embargo, esto no ocurrió debido a que la mayor parte del incremento de la oferta monetaria canalizado a las empresas y a los particulares a través de préstamos, fue invertido en la adquisición de bienes inmuebles y acciones. El dinero se destinó al ahorro y no al consumo. Si se hubieran destinado esos fondos al consumo seguramente hubieran aparecido en este período elevados niveles de inflación. Para poder corroborar estas afirmaciones se presenta en la Figura 9 la evolución de la inflación y en la Figura 10 la evolución del Producto Bruto Interno real y el Consumo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Japón



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

En la primera Figura se observa que la inflación se ha mantenido estable durante todo el proceso de gestación de la burbuja y solo presenta un leve aumento a comienzos de 1989. En la Figura 10 se puede apreciar que tanto el PBI real como el consumo exhiben una tendencia creciente, con lo cual para poder saber si se produjo un crecimiento significativo del consumo a fines de los ochenta se debería analizar como ha evolucionado la participación de éste en el producto. Dicha participación se presenta en la Figura 11.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

Como se puede percibir, el consumo se ha mantenido, a lo largo de los años ochenta e incluso en los noventa, con una participación en el producto cercana al 70%, lo que lleva a confirmar lo dicho anteriormente. Es decir, la estabilidad de precios se mantuvo debido a que el dinero emitido por las autoridades monetarias no se destinó en su mayor parte al consumo, sino que por el contrario se invirtió en la adquisición de bienes inmuebles y acciones.

En términos generales, el otorgamiento indiscriminado de préstamos (impulsado por la fuerte expansión de los agregados monetarios) y la utilización que los distintos agentes económicos (ahorristas, empresarios, especuladores, etc) hicieron de los mismos, permitió mantener estable el índice de precios al consumo

pero suscitó el crecimiento del precio de dos activos, por un lado las acciones y por otro lado los bienes inmuebles (ver Figuras 1.a y 1.b), dando lugar al inicio de la burbuja especulativa en 1986.

Comportamiento de las empresas

Frente a la fuerte revalorización del yen desde mediados de los ochenta, las empresas japonesas vieron incrementados considerablemente sus costos y encontraron caro producir en Japón. Es por ello que a muchas empresas se les hizo difícil exportar pues, en dólares, los productos manufacturados en Japón se volvieron caros. Se debe tener en cuenta que si bien Japón exporta alrededor del 10% de su PBI, existen muchas empresas, sobre todo las más grandes y dinámicas, como Toyota (en automóviles), Matsushita (en productos electrónicos) y Toshiba (en computadoras), que exportan gran parte de su producción. Por ejemplo Toyota y Matsushita exportan casi la mitad de su producción, con lo cual la nueva situación cambiaría las afecto notablemente.⁽²¹⁾

Sin embargo, el exceso de liquidez en el mercado y la posibilidad de acceder a nuevos fondos a bajo costo, hizo que las empresas expandan la inversión en planta y equipo aun cuando la demanda de sus productos no presentaba un panorama muy alentador. Habiendo realizado ya estas inversiones, las empresas continuaban disponiendo de abultados volúmenes de fondos para invertir. Dada esta situación, las empresas adoptaron dos estrategias: la primera consistió en buscar un lugar fuera de Japón en donde los costos sean inferiores y así poder trasladar la producción; y la segunda consistió en invertir no tanto en producción en fábrica (es decir, planta y equipo) sino en la Bolsa de Valores a través de la compra de acciones y de bienes inmuebles.

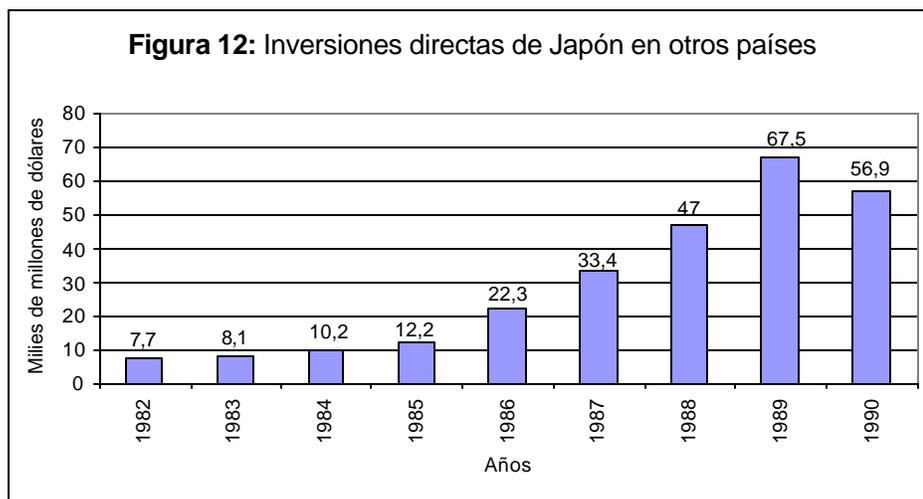
En cuanto a la primera de estas estrategias es posible afirmar lo siguiente: el desplazamiento de la producción hacia el exterior producido desde finales de los años ochenta es uno de los fenómenos que contribuyó a la formación de la burbuja y

²¹ Dr. Carlos Aquino Rodríguez. "El sistema financiero y su reestructuración". Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Perú. Diciembre de 1997. Pag 2

que condicionó el desenvolvimiento de la economía japonesa en la década siguiente. A fines de la década de los ochenta, varias empresas japonesas, fundamentalmente las que competían con productos extranjeros, comenzaron a trasladar su producción al exterior, en especial a Estados Unidos y al este asiático. Este proceso, que se prolongó hasta mediados de los años noventa, se debió a varios factores: primero, la fortaleza del yen; segundo, la necesidad de bajar los altos costos que enfrentaban las empresas provocados por la excesiva regulación existente en Japón; y tercero, el elevado crecimiento de los países del este asiático.

Este traslado de la producción a los países del este asiático hizo que Japón se convirtiera, a mediados de los noventa, en el principal inversor en la región colaborando con el desarrollo industrial de esos países y generando un aumento sostenido en los flujos comerciales bilaterales. Al transferir ciertas actividades productivas a otros países, Japón pudo concentrarse en aquellos campos en los que más se destacaba, particularmente en el desarrollo de nuevos sectores de alta tecnología.

Lo cierto es que las inversiones extranjeras directas crecieron rápidamente desde mediados de los años ochenta alcanzando en 1989 el valor de 67500 millones de dólares, 6 veces más que la cantidad alcanzada cinco años antes (en la Figura 12, se presenta la evolución de las inversiones directas de Japón en otros países).



Fuente: Sociedad Internacional para la Información educativa. El Japón de Hoy. 1989.

La industria que mejor tipifica esta tendencia es la automovilística. Ocho fabricantes de autos japoneses han establecido centros de producción en Norteamérica. De igual manera, empresas de la industria de maquinaria eléctrica, han establecido sucursales en el extranjero. Japón fue trasladando principalmente al sudeste asiático aquellas fases de la producción que eran intensivas en mano de obra.⁽²²⁾

Como ejemplo de inversión extranjera directa, también se puede mencionar: la adquisición del centro Rockefeller en Nueva York, la compra por parte de la Sony de Columbia Pictures y todas sus propiedades y la compra de la cadena de discos CBS. La industria financiera también constituye un buen ejemplo, dado que Japón ha tomado la banca mundial. De acuerdo con estadísticas, los seis mayores bancos comerciales están basados en Japón. Los bancos más grandes de Estados Unidos se han quedado atrás por restricciones estatales y por malas inversiones. La razón principal del surgimiento de Japón a la posición número uno en el mundo financiero no es un misterio. Japón ahorra una cantidad mayor de su ingreso que los Estados Unidos. Desde mediados de la década de los setenta la tasa de ahorro en Japón se ha ido incrementando paulatinamente alcanzando niveles muy superiores a los de otros países como por ejemplo Estados Unidos. Ahorros significa, en términos generales, acumulación de activos o reducción de deudas. La acumulación de activos en Japón ha sido tan extraordinaria que su alta posición en el mundo de las finanzas fue inevitable.

Esta acumulación de activos se relaciona con la otra estrategia que adoptaron las empresas para enfrentar la fuerte apreciación de la moneda japonesa, estrategia que luego se convirtió en una de las causas fundamentales de la crisis especulativa de fines de los años ochenta.

Los precios de las acciones comenzaron a elevarse gradualmente desde comienzos de la década de los ochenta debido a que la flexibilización del sistema financiero permitió un mayor desarrollo del mercado de capitales. Por otra parte, el

²² Sociedad Internacional para la Información Educativa. Op Cit. Pag 55

precio de los bienes inmuebles también comenzó a exhibir un aumento debido, principalmente, a la decisión de los bancos de utilizar estos activos como garantía de los préstamos que realizaban. Ante esta situación, estos activos (acciones y bienes inmuebles) se convirtieron en la mejor alternativa de inversión para las empresas, dado que, por un lado, les permitía a las firmas tener el respaldo exigido por los bancos para acceder al crédito y por otro lado, las buenas perspectivas que existían sobre el comportamiento del precio de estos activos hacían que la adquisición de los mismos configurara un negocio muy rentable en el corto y en el mediano plazo. Si bien es cierto que esta estrategia se utilizó como un medio para contrarrestar la caída en las ventas generada por la revalorización de la moneda, también es cierto que las empresas la aplicaron con el objeto de aprovechar el exceso de fondos prestables e invertir en actividades especulativas en la Bolsa de Valores de Japón.

El masivo ingreso de empresas al mercado de capitales y las crecientes inversiones en estos dos activos estimuló una espiral ascendente de precios en donde el auge en el mercado inmobiliario alimentaba el del mercado de valores y este, a su vez, se revertía sobre el de las propiedades. El mecanismo de esta espiral ascendente era el siguiente: las subas de precios en el mercado inmobiliario generaban que el valor de las empresas que tenían propiedades aumentase, lo cual servía como garantía para comprar nuevas acciones. A su vez el incremento en el precio de las acciones hacía que las empresas y los particulares dispusieran de mayores beneficios los cuales volvían a destinarse a la compra de inmuebles y así se iniciaba un nuevo ciclo.

De esta manera, el índice Nikkei 225 que se encontraba en los 12.000 yenes en 1985 llegó a alcanzar los 39.000 yenes en 1989 y el valor de los bienes inmuebles se multiplicó por tres entre 1985 y 1991. A fines de 1988 el valor total de todas las acciones de las compañías japonesas era mayor que el de Estados Unidos que tenía el doble de población y el doble de producto bruto. A su vez los terrenos se habían vuelto irracionalmente costosos; por ejemplo, la milla cuadrada sobre la que se

encuentra el Palacio Imperial de Tokio valía más que todo el estado de California. La burbuja había nacido y se encontraba en plena expansión.⁽²³⁾

🚩 *La Burbuja y su Explosión*

Antes de iniciar la descripción del estallido de la crisis económica en Japón, se considera adecuado presentar un breve resumen de la burbuja especulativa, destacando aquellos factores que cumplieron un rol fundamental en el proceso de su gestación y desarrollo.

Es difícil identificar cuáles fueron las causas específicas que dieron origen a la burbuja especulativa de fines de los ochenta, dada la magnitud de la misma y la diversidad de agentes involucrados. Sin embargo, existen al menos dos factores que fueron claros detonantes de la crisis. El primero de ellos fue la *Flexibilización del Sistema Financiero* y el segundo fue la *Intensa Política Monetaria expansiva llevada a cabo por el gobierno con el objeto de contrarrestar la Fuerte Apreciación de la Moneda* desde 1985. La presencia del primer factor generó entre otras cosas:

- la desregulación de las tasas de interés que a su vez posibilitó la competencia entre los bancos (competencia para la cual no estaban preparados) por obtener más depósitos.
- las grandes empresas comenzaron a sustituir la financiación proveniente de los bancos por la financiación del mercado de capitales. De esta manera, los bancos se vieron obligados a buscar nuevos clientes (principalmente pequeñas y medianas empresas).
- el otorgamiento de elevados volúmenes de préstamos para poder pagar los altos rendimientos que se les ofrecían a los depositantes.

Las continuas expansiones monetarias realizadas entre 1985 y 1989 para poder frenar la fuerte apreciación de la moneda (el segundo factor y quizá el más

²³ Krugman, Paul. Op. Cit. Pag 112.

importante), provocaron un cambio decisivo en el comportamiento de los principales agentes económicos:

- Bancos y otras entidades financieras: provistos de una abundante liquidez (gracias a las expansiones monetarias y a las altas tasas de ahorro) comenzaron a otorgar préstamos sin realizar un análisis adecuado del riesgo de los mismos. A su vez los bienes inmuebles comenzaron a ser utilizados como garantía de estos créditos y así se iniciaron las primeras presiones sobre el precio de estos activos.
- Empresas: como ya se ha afirmado, adoptaron dos actitudes, por un lado, trasladaron algunas fases de la producción a países con costos inferiores (principalmente de mano de obra) y por otro lado, comenzaron a invertir en el mercado de capitales a través de la adquisición de acciones y de bienes inmuebles intensificando aun más las presiones al alza del precio de estos activos.
- Hogares: estos agentes también inyectaron aire en la burbuja invirtiendo los préstamos que obtenían de los bancos en el mercado de valores y utilizando los activos que compraban como respaldo para solicitar más préstamos.

De esta manera, el precio de estos activos comenzó una espiral ascendente fomentando aun más la especulación. Esta espiral ascendente llegó a su fin en 1989, momento en el cual el índice Nikkei 225 alcanzó un pico de 39.000 yenes y luego, comenzó una abrupta caída. ¿Por qué se produjo esta situación?

Durante todo el proceso de gestación de la burbuja, la inflación se mantuvo estable. Sin embargo, a fines de 1988 y comienzos de 1989, el índice general de precios al consumidor comenzó a ascender hasta alcanzar los tres puntos. Ante esta situación y ante el temor de que se disparó la inflación, el Banco de Japón adoptó sucesivas medidas restrictivas: entre el primer trimestre del 89 y octubre de 1990, el tipo de interés de referencia subió 350 puntos básicos, hasta el 6% (ver Figura 8), lo que para muchos analistas precipitó el estallido de la burbuja bursátil. Aun así, su

moderado impacto sobre la actividad y la inflación, junto con las continuas subidas del precio del suelo, favorecieron la continuación de las medidas monetarias restrictivas, reflejada en los incrementos del tipo de referencia hasta principios de 1991. Probablemente, estas decisiones se vieron favorecidas por la actitud marcadamente antiinflacionista del Banco de Japón, que parecía estar dispuesto a aceptar, incluso, períodos de deflación. Es decir, como se puede apreciar, la política monetaria aplicada antes, durante, y después de la burbuja especulativa se desarrolló considerando, solamente, la evolución del índice general de precios y no la evolución del precio de los activos.⁽²⁴⁾

Si bien es cierto que en 1990 el índice Nikkei 225 cayó aproximadamente un 50%, lo peor todavía estaba por venir. El clima económico se deterioró de forma dramática a partir del tercer trimestre de 1991, con el desplome del precio del suelo, particularmente intenso en el caso del destinado a fines comerciales.

La materialización de los riesgos latentes en el crecimiento excesivo del crédito terminó por deteriorar, significativamente, la posición financiera del sector empresarial, como se aprecia en el brusco incremento del número de bancarrotas entre 1991 y 1992. El sistema bancario sufrió las consecuencias a través de un aumento sustancial de la morosidad y de los préstamos fallidos, así como de la pérdida de valor del colateral en numerosos casos. A esta fragilidad del sistema bancario, se unió la reducción del margen por la caída de los tipos de interés nominales. Tanto las entidades bancarias como las empresas, asumieron riesgos excesivos en función de unas garantías patrimoniales sobrevaloradas, y, además, concentrados en los sectores más involucrados en la burbuja especulativa, como la construcción. Esta situación se tradujo en un claro efecto contractivo sobre la oferta de crédito bancario al sector privado, efecto que se extendió sobre gran parte de la década de los noventa.⁽²⁵⁾

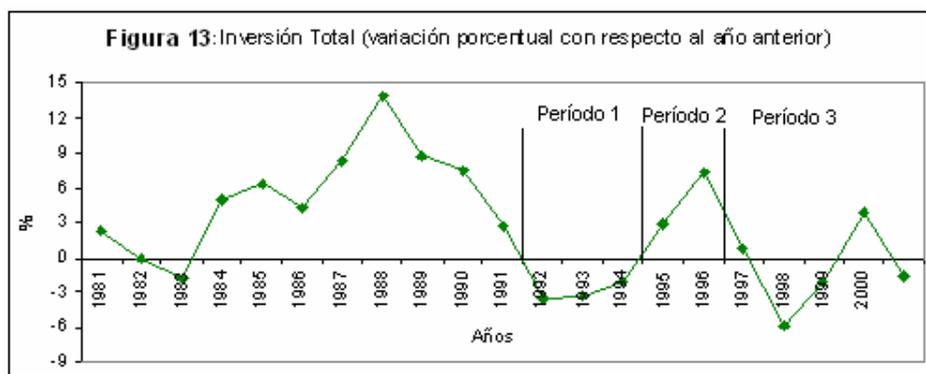
²⁴ Herrero, Alicia García y Machuca, Cesar Martín. “La política monetaria en Japón: Lecciones a extraer en la comparación con la de Estados Unidos”. Banco de España. Madrid. 2003. Pag 16

²⁵ Ibid. Pag 10.

Lo cierto es que Japón inicia la década de los noventa con una economía inmersa en una profunda crisis financiera. Los bancos estaban prácticamente al borde de la quiebra, las empresas presentaban enormes pasivos y una sobreinversión en planta y equipo y el gobierno tenía por delante una ardua tarea por realizar. La explosión de la burbuja y las consecuencias que ello trajo para la economía japonesa significó una década de estancamiento económico con la humillación añadida de una prosperidad mundial a su alrededor durante gran parte de la misma.

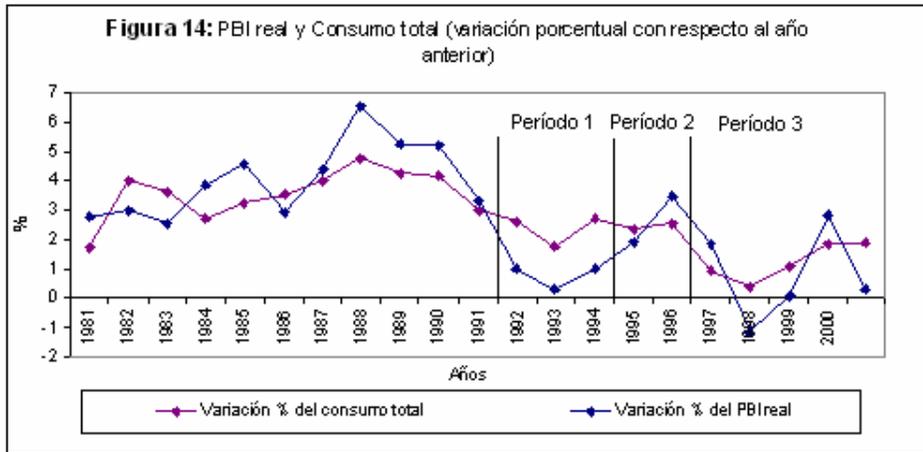
Capítulo 3: El estancamiento de Japón en los noventa

A lo largo de este capítulo se realiza un análisis del comportamiento de la economía japonesa en los noventa. En dicho análisis se divide la década de los noventa en tres períodos.⁽²⁶⁾ El primer período abarca desde el año 1991 hasta 1994, lapso en el cual se produce una fuerte ralentización de la actividad económica provocada fundamentalmente por la reducción de los niveles de inversión. El segundo período se extiende desde el año 1995 hasta 1996, intervalo durante el cual la economía japonesa logra una mejora, reflejada en un mayor crecimiento del PBI, gracias a los constantes estímulos fiscales y a un leve ascenso de la inversión. El último período comprende desde el año 1997 hasta fines del año 1999, etapa durante la cual la economía japonesa, ingresa en una profunda recesión debido a los efectos negativos provocados por la crisis de las economías asiáticas, por la persistencia del problema de los préstamos fallidos y por la falta de confianza del sector privado sobre las posibilidades de una recuperación rápida de la economía (desconfianza que se tradujo en menores niveles de demanda y en una caída del nivel general de precios). En la Figura 13 y 14 se presenta la variación porcentual anual del PBI real, el consumo y la inversión. En dichas Figuras se pueden apreciar claramente los tres períodos que se van a analizar en este capítulo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

²⁶ Esta división se basa en la estructura propuesta por Shigenori Shiratsuka, Naruki Mori y Hiroo Taguchi en "Policy Responses to the Post-Bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review" publicado por el Instituto de Estudios Monetarios y Económicos del Banco de Japón en el año 2001



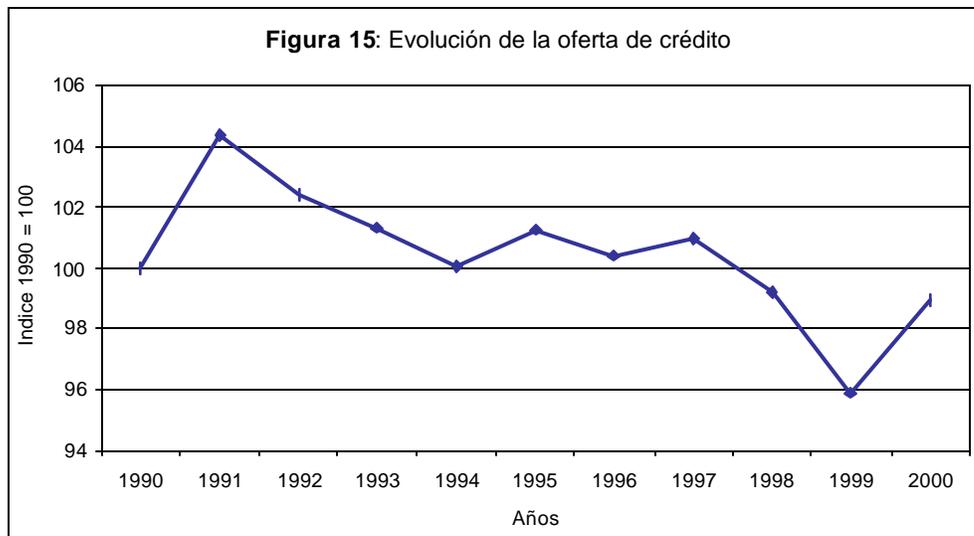
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

🚩 *Período 1991-1994: Ralentización de la economía*

El estallido de la burbuja especulativa no se produjo de un momento a otro sino que fue un proceso que abarcó dos años. En 1989, las autoridades monetarias adoptan una política monetaria restrictiva ante el temor de que se dispare la inflación provocando el desmoronamiento del precio de las acciones. En un principio, esta medida no afectó la evolución del precio del suelo, que continuó con su trayectoria ascendente. Sin embargo, en 1991, cuando la tasa de descuento alcanza un valor del 6%, se produce la caída del precio de la tierra generando el fin de la economía burbuja.

Las empresas y las entidades bancarias fueron los agentes más perjudicados por la explosión de la burbuja. Tras el largo periodo de sobreinversión por parte de las empresas y elevado ahorro por parte de los hogares (lo que permitía a las empresas seguir endeudándose a bajos tipos de interés) que precedió al estallido de la burbuja, ambos se vieron abocados a una fase de ajuste. Las empresas y hogares, que durante el período de expansión económica habían estado adquiriendo activos inmobiliarios y financieros mediante el crédito, frenaron radicalmente el consumo y la inversión, destinando la totalidad de sus recursos al pago de la deuda contraída y alimentando, de esta forma, la espiral de desaceleración económica que caracterizó a Japón durante los años noventa. Al mismo tiempo, las instituciones financieras, fruto del

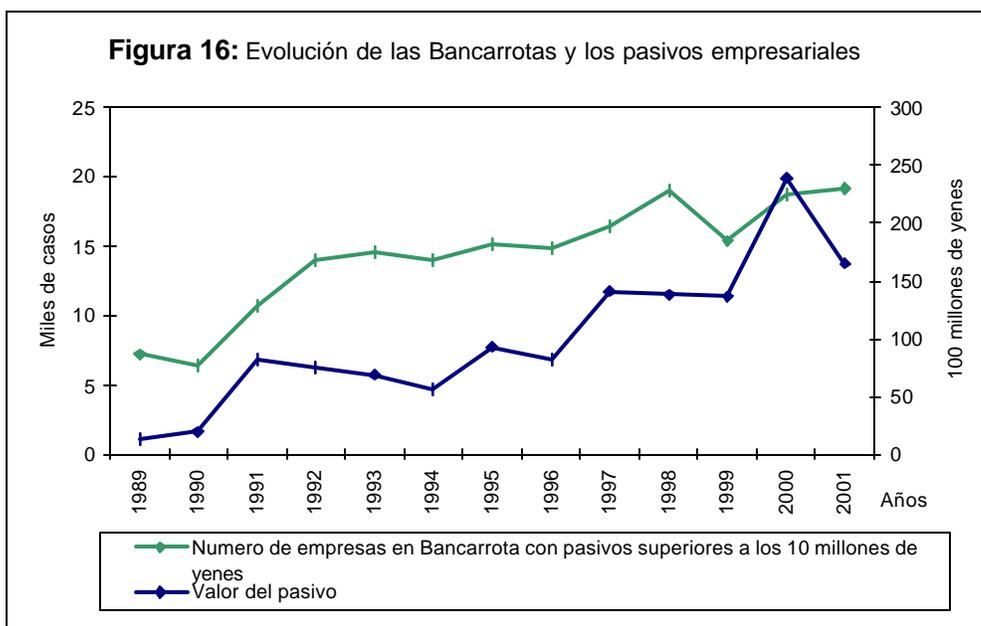
desajuste en los balances de las empresas, comenzaron a observar cómo se elevaba significativamente el porcentaje de préstamos fallidos. Inevitablemente esto condujo a una reducción de la oferta de crédito (en la Figura 15 se puede apreciar la contracción del crédito a lo largo de la década de los noventa), hecho que condicionó aun más el nivel de actividad económica en Japón. ⁽²⁷⁾



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Japón.

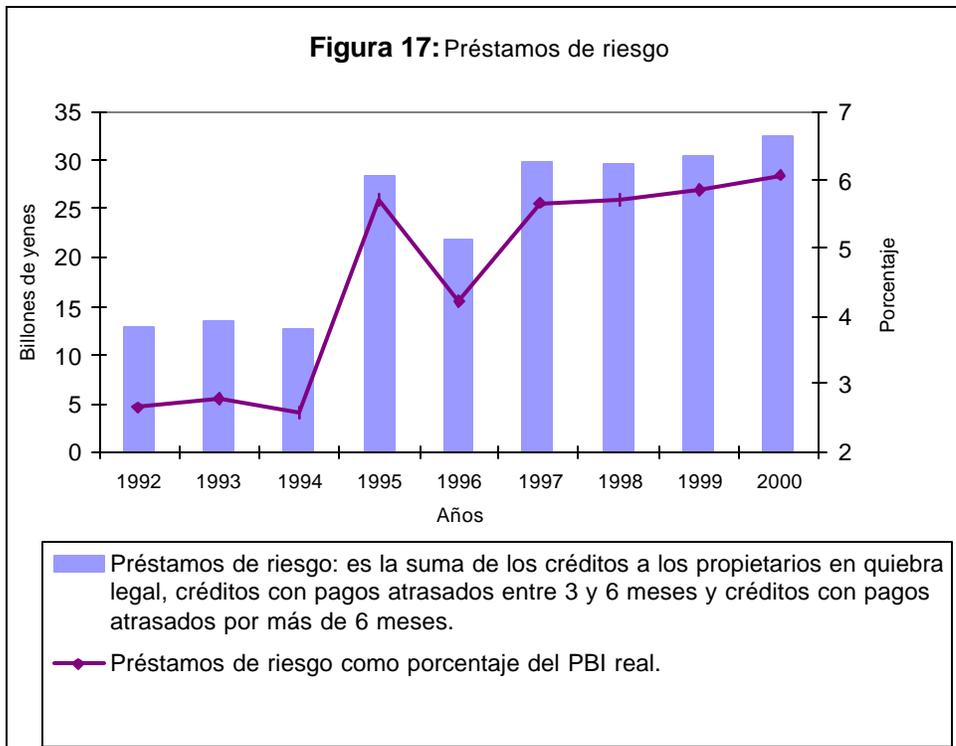
La desvalorización de los activos que las empresas habían adquirido durante la burbuja y la fuerte contracción del crédito bancario (una de las principales fuentes de financiación) a comienzos de los noventa, hicieron que el pago de los compromisos asumidos por las distintas firmas en los años ochenta sea prácticamente imposible. Esta situación se reflejó en un incremento del número de bancarrotas empresariales. En la Figura 16 se puede apreciar la inadecuada evolución de las mismas desde principios de los años noventa. En el Anexo 6 se puede observar el descenso de las ganancias y de las ventas de las empresas luego del estallido de la burbuja.

²⁷ Instituto de Crédito oficial de Japón. “Japón, un destino incierto en el tren de la recuperación”. Diciembre 2003. Pag 8.

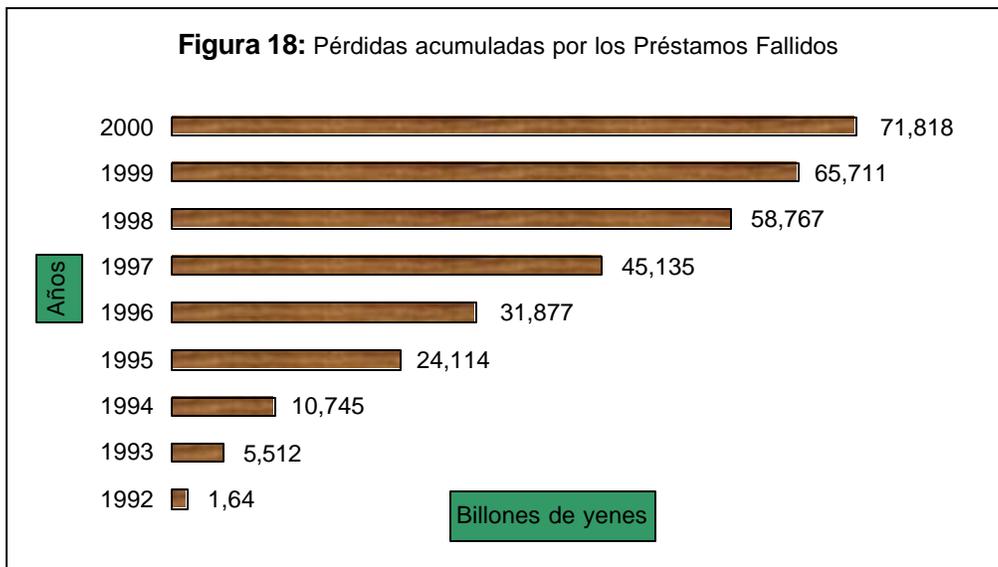


Fuente: Banco Central de Japón.

En el caso de las entidades bancarias, el fin de la economía burbuja, se tradujo en un serio deterioro de su solvencia. Al incremento sustancial de la morosidad y de la cartera de créditos incobrables, se le sumó la pérdida de las garantías que acompañaban a los préstamos, dado que, el valor de los bienes inmuebles y de las acciones (utilizados como colateral), descendió abruptamente luego del estallido de la burbuja. Para poder apreciar el deterioro de la solvencia de los bancos se presenta en la Figura 17 la evolución de los préstamos de riesgo (es decir, los préstamos a prestatarios en quiebra legal y los créditos con pagos atrasados por más de tres meses) y en la Figura 18 las pérdidas acumuladas generadas por los préstamos fallidos. La evolución desfavorable de los préstamos de riesgo y de las pérdidas acumuladas da cuenta de las dificultades por las que atravesaron las distintas entidades financieras durante los años noventa.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Agencia de Servicios Financieros de Japón.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Agencia de Servicios Financieros de Japón.

De esta manera, el estallido de la burbuja afectó las finanzas de los bancos y de las empresas provocando una importante caída en el nivel de actividad económica reflejada en la tasa de crecimiento del PBI, que luego de haber alcanzado picos de 6,5

puntos porcentuales en los ochenta, descendió a menos del 1% en los primeros años de los noventa.

Frente a la explosión de la burbuja y ante la desaceleración del crecimiento económico, el gobierno japonés adoptó dos políticas, una expansiva y otra restrictiva. Desde 1991 y a lo largo de toda la década, las autoridades japonesas desarrollaron una política monetaria expansiva disminuyendo la tasa de descuento hasta alcanzar valores cercanos al 0%, agotando así los instrumentos monetarios como mecanismo para estimular la economía. A través de esta política se pretendía lograr que los deudores morosos reestructuren sus obligaciones y que las entidades financieras restablezcan el crédito al consumo y a la inversión.

Por otra parte, a partir de 1991, se adoptó una política fiscal restrictiva, dado que, en un principio, el gobierno subestimó las consecuencias del colapso y confió en que el sector privado podría recuperarse rápidamente de la crisis. Es decir, en un comienzo las autoridades japonesas consideraron como saludable el estallido de la burbuja dado que significaba el regreso a una valoración de activos más sensata y realista. Además, el gobierno suponía que las grandes compañías eran lo suficientemente solventes como para hacer frente al problema de los préstamos impagos. Pero poco a poco fue quedando claro que el final de la economía burbuja no había sido fuente de buena salud sino de un malestar económico cada vez más profundo.⁽²⁸⁾

La evidencia apunta a que tanto la política monetaria como la fiscal reaccionaron de forma tardía. La política monetaria en Japón fue excesivamente laxa antes del colapso de la burbuja financiera y demasiado cautelosa después. Tras la caída del precio del suelo en el tercer trimestre de 1991 las autoridades monetarias niponas no se decidieron a reaccionar rápidamente con medidas expansivas de carácter preventivo. Dicha actitud se aprecia en la lenta bajada del tipo de descuento que solo retornó, en abril de 1993, al mismo nivel anterior a las medidas restrictivas adoptadas cuatro años antes (2,5%). El tipo de interés de referencia siguió bajando de

²⁸ Krugman, Paul. Op. Cit. Pag 118.

forma continuada, hasta que en septiembre de 1995 se situó en 0,5%, pero las presiones deflacionistas ya estaban consolidadas, por lo que la relajación monetaria apenas tuvo efectos expansivos. La política fiscal, por su parte, también fue tardía dado que, durante 1991, se mantuvo una política restrictiva y recién a fines de 1992 se estableció una expansión fiscal que se extendió hasta entrado el año 1993 y que comprendió la implementación de tres paquetes de estímulo económico por un valor de 25 billones de yenes. Estos fondos fueron empleados en la construcción de obras públicas y también se utilizaron para evitar la caída de las instituciones financieras más perjudicadas por la explosión de la burbuja. ⁽²⁹⁾

A pesar de la implementación de estas políticas, el nivel de actividad económica en este período (1991-1994) no logró recuperarse. Esta situación se produce fundamentalmente por dos motivos:

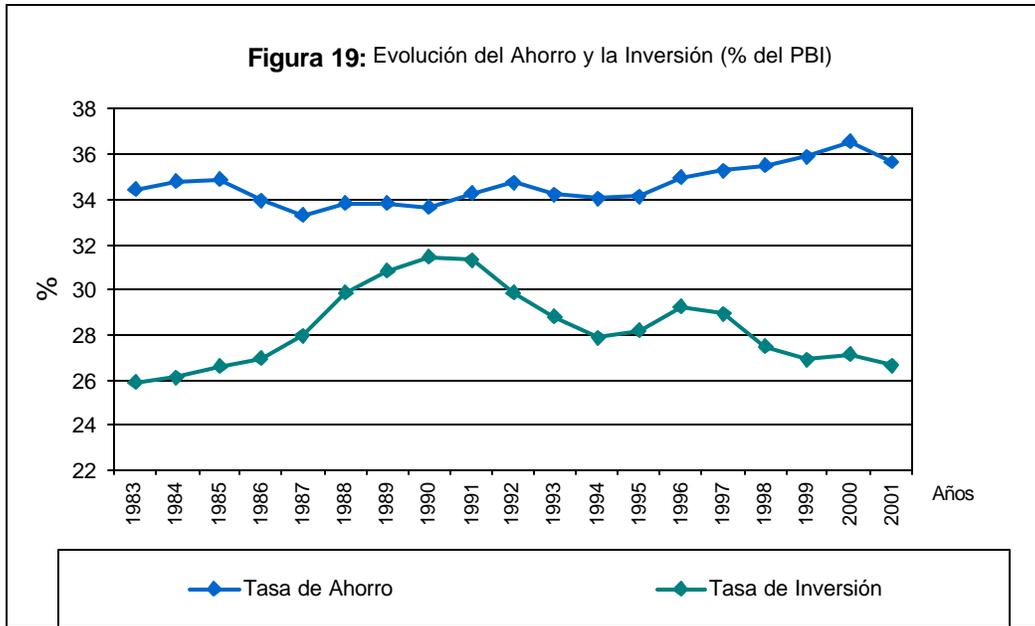
- las medidas adoptadas no consiguieron estimular el crédito y por consiguiente la inversión. Las consecuencias macroeconómicas de la contracción del crédito bancario en Japón han sido y son muy relevantes al ser una de las principales fuentes de financiación empresarial. Aun así, el impacto de dicha contracción ha sido muy distinto según el sector. La industria tradicional, volcada hacia la demanda interna y con una importante presencia de pequeñas empresas, se ha enfrentado con una fuerte contracción del crédito, mientras que los sectores de transporte, de alta tecnología y de manufacturas destinadas a la exportación han experimentado un sensible repunte del mismo. Paralelamente, ha tenido lugar un proceso de desintermediación bancaria en el caso de las empresas manufactureras medianas y grandes, cuya rentabilidad y tamaño les ha permitido acceder a la financiación directa a través del mercado de capitales.
- el gobierno japonés no atacó desde un comienzo la raíz de la crisis cual es el problema de la cartera pesada de créditos. Es decir, en el período post-

²⁹ Herrero, Alicia García y Machuca, Cesar Martín. Op. Cit. Pag 18.

burbuja, la economía japonesa careció de un programa de reestructuración financiera que facilite la renegociación de los créditos y que promueva la fusión entre las distintas entidades bancarias de manera tal que, en el corto y mediano plazo, se pueda restablecer la posición financiera de las empresas, la solvencia de los bancos y la confianza del sector privado sobre las posibilidades de recuperación de la economía. Por el contrario, el gobierno trató de ocultar el problema de los créditos impagos a través de diversas medidas económicas entre las cuales se encuentra la inyección directa de fondos en entidades financieras por medio de paquetes fiscales. Esta actitud adoptada por las autoridades lo único que logró fue profundizar aun mas las dificultades derivadas de la explosión de la burbuja y extender la crisis a lo largo de toda la década de los noventa. La vía de propagación de dicha crisis ha sido la falta de confianza de los agentes económicos privados en la posibilidad de una recuperación rápida de la actividad, provocando reducciones en el consumo y la inversión e incrementando el ahorro. Este hecho ha generado un continuo superávit corriente y presiones alcistas sobre el tipo de cambio dando lugar a una contribución negativa de la demanda externa al crecimiento, ante lo cual, las autoridades económicas han reaccionado con la aplicación de un esquema expansivo de políticas macroeconómicas.⁽³⁰⁾

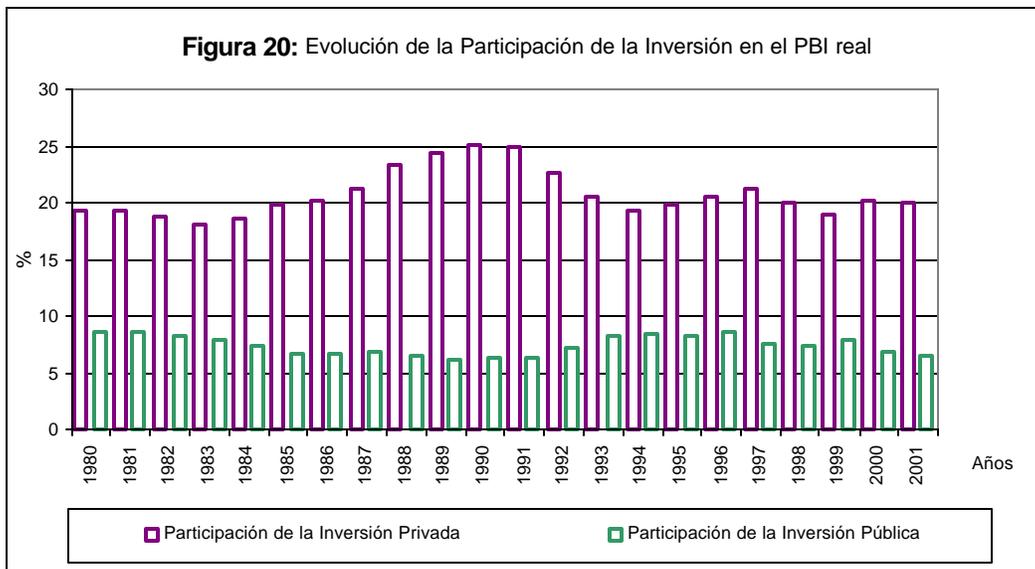
De esta manera se puede afirmar que, el elemento que caracterizó el comportamiento de la economía japonesa en este período (1991-1994) y que provocó la ralentización de la actividad económica fue la abrupta caída en los niveles de inversión. En la Figura 19 se presenta la participación de la inversión en el PBI real. Allí se puede observar claramente el descenso de este componente del producto.

³⁰ Boletín económico de ICE N° 2698. Subdirección General de Estudios del Sector Exterior. “La década perdida de la economía Japonesa”. España. Jul-Sep 2001. Pag 5.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office .

En la Figura 20 se presenta la evolución de la participación de la Inversión Pública y Privada en el PBI real. En este gráfico se puede apreciar el descenso de la inversión privada desde comienzos de los años noventa y el incremento de la inversión pública en dicha década. Es decir, el gobierno trató de reemplazar la inversión privada a través de un incremento en los niveles de inversión pública. Aún así, no se logró alcanzar los niveles de inversión total de los períodos anteriores.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office .

Otro factor a tener en cuenta a la hora de comprender la caída en los niveles de actividad es la continua apreciación de la moneda. En la Figura 6 se puede observar que esta apreciación se extendió hasta mediados de los noventa y luego comenzó una leve depreciación de la moneda.

Para que existan elevados niveles de inversión se requiere disponibilidad y accesibilidad al crédito y disposición a invertir por parte de las empresas. Luego de la explosión de la burbuja ninguna de estas condiciones estaba presente, dado que, ni los bancos estaban en condiciones de incrementar el nivel de préstamos (por las abultadas carteras de préstamos incobrables que ya tenían) ni las empresas estaban en condiciones de solicitarlos (debido a los elevados pasivos que reflejaban sus balances). Dada esta situación, la paulatina expansión monetaria y la tardía expansión fiscal, constituyeron medidas insuficientes para fomentar el crecimiento del crédito, la inversión y por ende el crecimiento de la actividad económica en este período.

Período 1995-1996: Una recuperación incompleta

A lo largo de este período, la economía japonesa experimentó una transitoria recuperación. La misma se produjo gracias a una mejora en los niveles de inversión en ciertas industrias y a los impresionantes paquetes fiscales implementados desde mediados de los noventa.

Hasta el año 1994, la moneda japonesa continuó apreciándose condicionando fuertemente el nivel de actividad económica. Dada esta situación, a fines de dicho año el gobierno decidió profundizar aun más su política monetaria expansiva disminuyendo la tasa de descuento hasta alcanzar en 1995 el valor de 0.5%. Esta política fue complementada con nuevos paquetes fiscales. En principio, entre abril y junio de 1995, se establecieron dos paquetes económicos bajo el título de “Medidas de emergencia por la apreciación del yen y la economía”. Luego, en septiembre de

ese mismo año, el gobierno lanzó otro paquete fiscal por un valor de 14.2 billones de yenes.⁽³¹⁾

La implementación de estas políticas, permitió revertir la tendencia a la apreciación de la moneda. y la economía comenzó a mostrar una leve mejoría reflejada en mayores tasas de crecimiento del PBI (en 1996 la tasa del PBI llegó a ser del 3.4%). Esta mejora, también se vio impulsada por las inversiones realizadas por distintas compañías vinculadas con las telecomunicaciones y la electrónica, dado que, en este período, el gobierno implementó una desregulación en estas áreas (en la Figura 19 se puede observar que la participación de la inversión en el PBI aumenta levemente hasta 1996 y luego comienza un nuevo descenso). Por su parte, los precios de las acciones también se recuperaron a principios de 1996, cuando el índice Nikkei 225, alcanzó el nivel de 20.000 yenes.

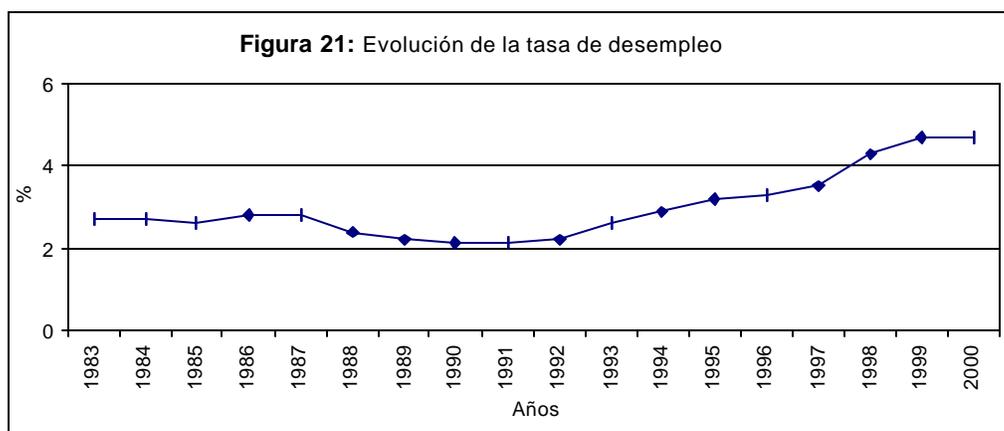
Sin embargo, esta mejora en la economía japonesa no llegó a ser completa, dado que, si se dirige la mirada hacia el sistema financiero, se puede observar que en él no se presentan indicadores muy alentadores. Los créditos de dudoso cobro de las instituciones financieras comenzaron a aumentar durante este período indicando así que el ajuste de los balances de las empresas (es decir, su reestructuración financiera) no había dado buenos resultados. La constante caída del precio de los bienes inmuebles durante toda la década de los noventa fue erosionando la posición financiera de las empresas y dificultando las posibilidades de hacer frente a las deudas contraídas. Esta imposibilidad por parte de las empresas de hacer frente a sus abultados pasivos, responde a la aparición de un nuevo condicionante de la economía japonesa. A mediados de la década de los noventa comienzan a registrarse períodos de deflación que luego fueron profundizándose cada vez más.

En la Figura 9 se presenta la evolución del Índice de Precios al Consumidor y del Deflactor del PBI. Las diferencias entre ambos indicadores se deben, en términos generales, a que el IPC refleja los precios de los bienes consumidos y el Deflactor del PBI refleja el precio de los bienes finales producidos en Japón. A pesar de estas

³¹ Shigenori Shiratsuka, Naruki Mori y Hiroo Taguchi. Op. Cit. Pag 10.

diferencias, los dos indicadores dan cuenta de la existencia de deflación en el año 1995 y también en el período posterior al año 1998.

La aparición de deflación afectó notablemente el comportamiento de las empresas y fue uno de los detonantes del incremento en la morosidad en este período. Cuando una economía enfrenta un proceso de continua caída en los precios, la facturación, que en definitiva es el ingreso de las empresas, se ve mermada. Ante esta situación, a las compañías se les hace mucho más difícil enfrentar el pago de sus deudas, el pago de los salarios, y en general, de todos los insumos que se requieren en el proceso productivo. En la mayoría de los países, cuando se presentan períodos de deflación, las empresas suelen reducir sus costos disminuyendo el personal. Sin embargo, una característica de la economía japonesa es la existencia de un pacto social en torno a la estabilidad del empleo, lo que lleva a las empresas (sobre todo las pequeñas y medianas) a mantener trabajadores con escasa productividad. Esto se puede apreciar en la Figura 21, donde se presenta la evolución del desempleo en Japón. Como se puede observar, a pesar de las dificultades derivadas de la explosión de la burbuja, la tasa de desempleo ha ido aumentando pero muy lentamente, pasando de un 2.1% en 1991 a un 3.3% en 1996. El hecho de que las empresas tengan que mantener empleados escasamente productivos, genera un impacto negativo sobre los márgenes empresariales y la inversión y, en última instancia, sobre el crecimiento potencial del PBI.⁽³²⁾



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central de Japón

³² Herrero, Alicia García y Machuca, Cesar Martín. Op. Cit. Pag 14.

Por otro lado, si se analiza la deflación desde el punto de vista del consumidor, también pueden aparecer algunos efectos negativos dado que las familias pueden llegar a posponer sus decisiones de consumo a la espera de unos precios más bajos. Es cierto que los porcentajes de deflación en Japón no han sido tan elevados como para justificar este tipo de comportamiento por parte de los consumidores, sin embargo, lo que preocupa a las autoridades niponas es la persistencia de la misma.

De esta manera, a mediados de la década de los noventa, la economía japonesa se encuentra con una mejora en los niveles de actividad (debido fundamentalmente a la constante inyección de fondos públicos por parte del gobierno), con una caída en los niveles de precios (deflación) y con un sistema financiero extremadamente vulnerable. Esta fragilidad del sistema financiero se profundiza en este período por dos motivos:

- *incremento en la morosidad*: en la Figura 17 y 18 se puede apreciar el abrupto incremento de los préstamos de riesgo y de las pérdidas acumuladas por los préstamos fallidos durante el año 1995 y 1996. Las empresas, afectadas por su delicada situación financiera y por la aparición de deflación, comenzaron a incumplir con los compromisos asumidos e incluso algunas se declararon en quiebra. Este incumplimiento por parte de las empresas, sumado a la continua caída del precio de los bienes inmuebles, se tradujo en un serio deterioro de la solvencia de los bancos y de otras entidades del sistema financiero.
- *prima de riesgo*: a menudo las distintas entidades del sistema financiero recurrían a la banca extranjera en busca de fondos con el objeto de cubrir sus necesidades de financiación. Sin embargo, los bancos comerciales, debieron enfrentar un aumento en el costo de la financiación en los mercados internacionales al existir ahora una prima de riesgo sobre los tipos de interés que pagaban.⁽³³⁾

³³ Boletín económico de ICE N° 2698. Op. Cit. Pag 3.

La vulnerabilidad del sistema financiero en este período constituye un buen reflejo de la persistencia de las debilidades derivadas de la explosión de la burbuja especulativa, debilidades que el gobierno no supo resolver a tiempo y que provocaron, a fines de los noventa, el colapso de la economía japonesa.

Con el objeto de fortalecer el sistema financiero, el gobierno japonés anunció a fines de 1996 e implementó en 1997 una profunda modificación de las regulaciones en materia financiera. Básicamente lo que se hizo fue remover las barreras tradicionales que existían entre los distintos segmentos del mercado financiero, permitiendo que los bancos puedan ingresar al mercado de seguros y que las compañías de seguros puedan diversificar su actividad incorporando nuevos tipos de seguros. Esta nueva política fue denominada Big Bang, nombre que se le dio a la reforma que se introdujo en Inglaterra en 1986 y que consistió principalmente en abrir la Bolsa de Valores a nuevos agentes financieros y simplificar y liberalizar el modo como se llevaban las transacciones ahí. Por ejemplo, se permitió que los Bancos y las Compañías de Seguros participen como miembros plenos, junto con las Sociedades de Bolsa, en la Bolsa de Valores. En Japón, lo que se pretendía lograr con esta nueva política era un mercado financiero y de capitales que fuera claro, libre y global. Luego de la implementación de esta política, las instituciones financieras tradicionales debieron modificar sus modelos de negocios (disminuyendo sus costos e incrementando la eficiencia) para poder adaptarse con mayor facilidad a las nuevas reglas y poder hacer frente a una mayor competencia.⁽³⁴⁾

A partir de la aplicación de esta política, el gobierno, comenzó a restringir el empleo de fondos públicos para salvar a las instituciones financieras. De esta manera, el Big Bang significó un giro en la política financiera del gobierno japonés y un gran paso en el proceso de desregulación del sistema financiero que se inició a mediados de la década del 70.

³⁴ Miyajima, Hideaki y Yafeh, Yishay. "Japan's Banking Crisis: Who has the Most to Lose?". Research Institute of Economy, Trade and Industry. Abril 2003. Pag 9.

✚ *Período 1997-1999: Recesión*

La política fiscal desarrollada por el gobierno japonés en los períodos anteriores se tradujo en un grave deterioro de las cuentas públicas. Ante esta situación, a comienzos de 1997, las autoridades japonesas decidieron reducir el déficit presupuestal a través del establecimiento de un incremento del 2% del impuesto al valor agregado. Esta medida repercutió directamente sobre el nivel de actividad económica al reducir considerablemente el consumo en el primer trimestre de dicho año (ver Figuras 13 y 14).

Al impacto recesivo del aumento de los impuestos, se sumaron los efectos provenientes de la crisis de las economías asiáticas. En julio de 1997, Tailandia se vio obligada a devaluar su moneda y ello provocó el estallido de la crisis asiática. Los efectos de esta crisis en la economía japonesa se hicieron ver rápidamente: las empresas japonesas que se encontraban produciendo en estos países y cuyo objetivo era vender en el mercado local se vieron perjudicadas al ver disminuidas sus ventas debido a la menor demanda; las exportaciones de Japón hacia estas economías también se redujeron debido a la crisis y los bancos japoneses comenzaron a tener dificultades para cobrar los préstamos otorgados a los países en crisis, hecho que agravó su situación financiera.⁽³⁵⁾

Como consecuencia de la aparición de la crisis asiática y de la implementación de políticas fiscales restrictivas, se produjo una brusca ralentización de la actividad económica condicionando aun más la solvencia y rentabilidad de los bancos y dando lugar, por primera vez en la década, a la quiebra de algunas instituciones financieras japonesas. Este período (97-99) se caracterizó por una creciente preocupación sobre la inestabilidad del sistema financiero. El primer banco en caer fue Sanyo Securities, en noviembre de 1997. Esta caída fue seguida por el colapso del banco Hokkaido Takushoku y luego por la quiebra de Yamaichi Securities, integrante de uno de los grupos Keiretsu más importantes de Japón. La caída de Yamaichi refleja el cambio de actitud de los grupos keiretsu, que comenzaron a permitir que sus unidades más

³⁵ Krugman, Paul. Op. Cit. Capítulo 5. Pag 136

frágiles caigan debido al alto costo que implicaba su mantenimiento.⁽³⁶⁾ Las entidades bancarias que lograron evitar su quiebra quedaron bajo unas condiciones financieras muy frágiles. Esto se puede apreciar en la Figura 17 y 18 en donde los préstamos de riesgo y las pérdidas acumuladas por préstamos fallidos se incrementaron en un 37% y un 42%, respectivamente, entre 1996 y 1997. El temor ante la posibilidad de quiebra, hizo que algunas entidades comiencen a realizar acuerdos y a conformar grupos de bancos y empresas. El primer grupo en formarse fue Mizuho, que luego fue seguido por otros grandes bancos.

La quiebra de estos bancos profundizó la falta de confianza de los agentes económicos privados sobre las posibilidades de una recuperación rápida de la actividad y de la economía en general. Esta desconfianza se tradujo en menores niveles de inversión, en menores niveles de consumo y en un incremento de la tasa de ahorro. En la Figura 13 y 14 se presenta la variación porcentual del PBI real, del consumo y la inversión. Allí se puede apreciar el descenso del Producto Bruto Interno como consecuencia de la caída de los principales agregados económicos.

De esta manera, a principios de 1998, la economía japonesa había entrado en una clara recesión (con un crecimiento de -1,13% anual en dicho año) y en un círculo vicioso en el cual la caída en la demanda provocaba una disminución de los niveles de producción, lo que a su vez se traducía en menores ganancias para los empresarios y en menores ingresos para los trabajadores generando menores niveles de inversión y de consumo, y así sucesivamente. A este escenario se le suma otro elemento clave para comprender la crisis de Japón a fines de los noventa: la deflación. A partir de 1998, debido a la constante inestabilidad del sistema financiero y a la existencia de niveles insuficientes de demanda agregada, se produjo un marcado descenso de los precios (Figura 9). El mismo se extendió hasta entrado el siglo XXI restringiendo los efectos expansivos de la política monetaria y obstaculizando la recuperación de la economía japonesa.

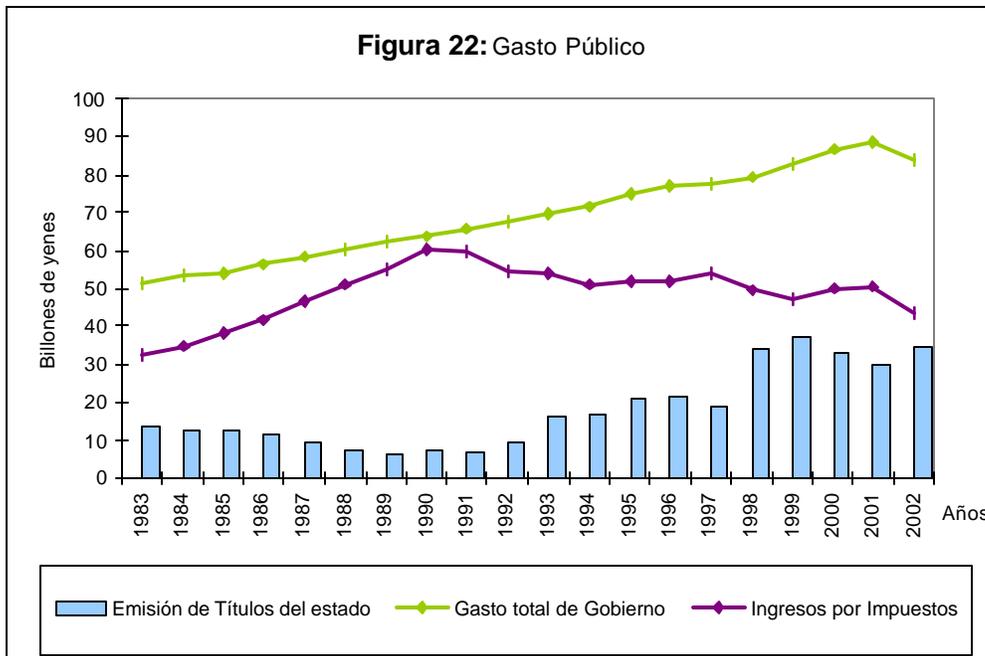
³⁶ Miyajima, Hideaki y Yafeh, Yishay. Op.Cit. Pag 7.

Por otra parte, si bien la crisis asiática afectó a las exportaciones japonesas, ello no impidió que su Balanza Comercial continúe arrojando enormes saldos superavitarios (un claro reflejo del exceso estructural de ahorro sobre inversión que caracterizó a la economía japonesa desde mediados de los setenta, ver Figura 19). Estos saldos se traducían en un constante ingreso de divisas intensificando las presiones alcistas sobre el tipo de cambio. En la Figura 6 se puede observar la revalorización de la moneda japonesa a partir de 1997. Esta revalorización provocó un aumento de los costos de las empresas repercutiendo negativamente sobre sus niveles de producción.

Frente a esta situación el gobierno japonés decidió retornar al gasto deficitario, es decir, comenzó a implementar, de nuevo, políticas fiscales expansivas. En febrero de 1998 se estableció una reducción de impuestos de 2 billones de yenes y se anunció un paquete de estímulo económico por un valor de 16 billones de yenes. Parte de estos fondos se introdujeron directamente en el sistema financiero para fortalecer el capital de las distintas entidades financieras. Al realizar esto, las autoridades japonesas hicieron a un lado uno de los objetivos propuestos en el Big Bang que consistía en restringir la utilización de fondos públicos para salvar a instituciones financieras. A pesar del establecimiento de estas medidas, las debilidades del sistema financiero persistieron y la actividad económica continuó descendiendo. Con el objeto de contrarrestar esta desfavorable coyuntura, en octubre de 1998, el gobierno introdujo un nuevo paquete fiscal, logrando un crecimiento ligeramente positivo en el cuarto trimestre de 1998.⁽³⁷⁾

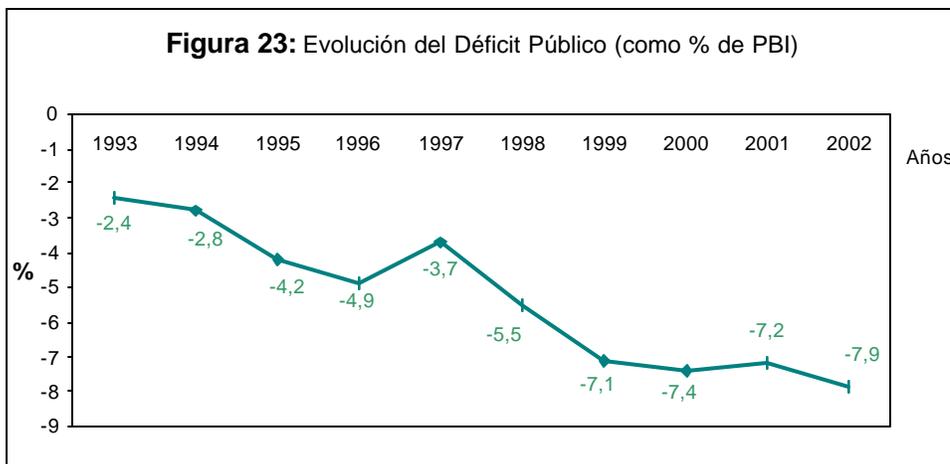
El costo fiscal de esta leve mejora de la economía fue enorme y provocó un serio deterioro de las finanzas públicas. En la Figura 22 se puede observar como, a lo largo de la década de los noventa, la diferencia entre el gasto público y los ingresos por impuestos se fue ampliando cada vez más. Esta situación hizo que el gobierno japonés recurra continuamente a la emisión de títulos, aumentando la dependencia con respecto a estos.

³⁷ Shigenori Shiratsuka, Naruki Mori y Hiroo Taguchi. Op.Cit. Pag 19.



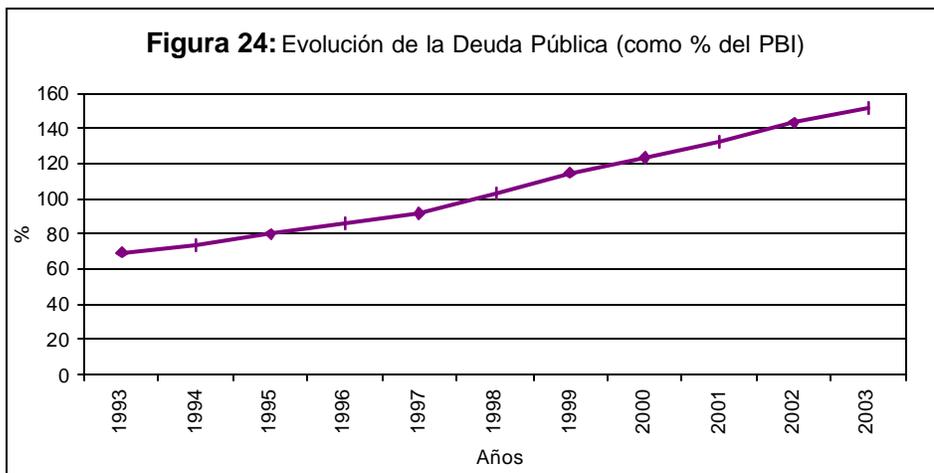
Fuente: Ministerio de Finanzas de Japón

En la Figura 23 se presenta la evolución del Déficit Público en los noventa. A lo largo de toda esta década la economía japonesa funcionó con abultados déficit públicos, los cuales se profundizaron notablemente a partir de 1997 debido a la implementación de nuevas expansiones fiscales.



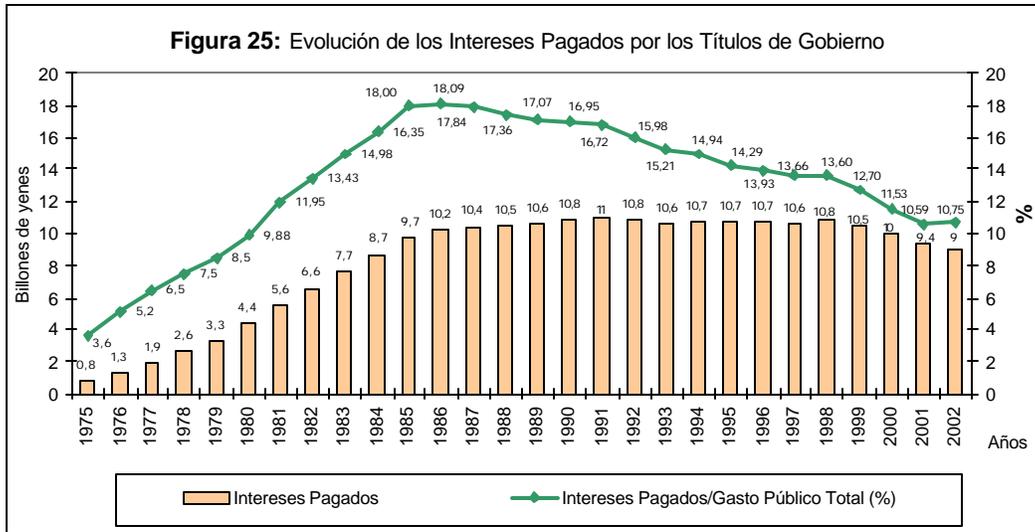
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

En la Figura 24 se presenta la evolución de la Deuda Pública. La misma presenta un comportamiento similar al de los Déficits Públicos. Si bien la Deuda fue creciendo a lo largo de los noventa, este crecimiento se intensificó a partir de 1997.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OECD.

En la Figura 25 se exhibe el monto de intereses pagados por los títulos públicos emitidos y la proporción de estos con respecto al gasto total. El aumento en la emisión de títulos públicos japoneses presentado en la Figura 22, lleva a pensar que, el monto de intereses pagados por el gobierno, debería evolucionar en el mismo sentido. Sin embargo, a lo largo de los noventa, el monto de intereses pagados se mantuvo relativamente estable. Esto se debe a que la tasa de referencia ha permanecido en niveles muy bajos en el período posterior al estallido de la burbuja. Con lo cual, si el gobierno japonés llega a cambiar su política monetaria provocando un aumento en la tasa de referencia, los intereses se van a incrementar generando un mayor deterioro de las finanzas públicas.



Fuente: Ministerio de Finanzas de Japón.

Dada esta situación, y con el objeto de estimular la economía, las autoridades japonesas decidieron intensificar el tono expansivo de la política monetaria. El 1 de abril de 1998 se concedió la independencia al Banco Central y el mandato que se estableció para el mismo fue el de “contribuir a un sano desarrollo de la economía nacional a través de la estabilidad de precios”. A fines de dicho año se anunció el “nuevo” programa en materia monetaria. El mismo, consistía en el establecimiento de una política de tipos de interés nominales iguales a cero. Esta política se implementó en febrero de 1999 y se pretendía mantenerla hasta que finalicen las presiones deflacionarias. Sin embargo, esta estrategia, no logró revertir la constante caída del nivel general de precios y la economía japonesa continuó reflejando niveles mínimos de actividad alcanzando un crecimiento del producto de 0,1% en el año 1999.⁽³⁸⁾

En líneas generales, durante los últimos años, se ha asistido a una dramática reducción de la tasa de crecimiento potencial de la economía japonesa (que habría pasado del 4% a principios de los noventa, a aproximadamente el 1% en la actualidad) generada principalmente por los escasos avances en el saneamiento de los sectores financiero y empresarial, el elevado endeudamiento público y un entorno

³⁸ Ibid. Pag 16

excesivamente regulado. Estas características han configurado una estructura económica dual (dividida en un sector exportador dinámico y productivo que coexiste con un sector interno protegido y cuya productividad es inferior a la media de los países avanzados) y han impedido una reasignación eficiente de los recursos limitando significativamente la efectividad de las políticas macroeconómicas de demanda agregada. A su vez, la renuencia del entorno político a realizar las reformas estructurales necesarias ante su posible impacto contractivo a corto plazo ha agravado aún más las perspectivas de crecimiento.⁽³⁹⁾

De esta manera, Japón ingresa al siglo XXI con una economía inmersa en una profunda situación de estancamiento de una década de duración. Este escenario se ve notablemente agravado por el estado en el que se encontraban los principales agentes económicos que conforman la economía japonesa:

- *Bancos y demás entidades financieras*: las distintas instituciones que integran el sistema financiero se encontraban con serias dificultades de solvencia derivadas del aumento de la morosidad y de los préstamos fallidos, particularmente desde mediados de los noventa. A fines de 1999, las pérdidas acumuladas por préstamos fallidos ascendían a 65,771 billones de yenes (es decir, un 12,5% del PBI). Por otra parte, los bancos se vieron obligados a recurrir a la adquisición de bonos públicos ante la constante caída de los niveles de demanda de crédito.
- *Empresas*: las presiones deflacionarias condicionaron fuertemente el comportamiento de las empresas dado el nivel de endeudamiento que registraban en sus balances. Es decir, la caída generalizada de precios incrementó los pasivos en términos reales y disminuyó el valor de los medios de pago de la misma, activos y renta, erosionando de forma brusca la capacidad de devolución de las deudas, con la tremenda presión sobre la banca que ello supone. Si bien las empresas lograron incrementar las ventas y las ganancias hacia fines de los noventa (ver Anexo 6), todavía se encontraban

³⁹ Herrero, Alicia García y Machuca, Cesar Martín. Op. Cit. Pag 15.

bajo un proceso de saneamiento financiero y reestructuración productiva que limitaba su campo de acción.

- *Gobierno*: el sector público presentaba un serio deterioro de sus finanzas como consecuencia de la continua aplicación de expansiones fiscales, lo que generaba expectativas poco favorables sobre las posibilidades de una recuperación a través de la implementación de nuevos paquetes de estímulo económico.
- *Hogares*: el colapso de grandes entidades financieras, el fracaso de las políticas adoptadas por el gobierno japonés y el estancamiento de los salarios han provocado el surgimiento de una gran desconfianza por parte de los consumidores, los cuales se muestran reacios a recuperar los ritmos de gastos que solían tener. Tal vez por su población en proceso de envejecimiento y por este nerviosismo con respecto al futuro, el público japonés no parece estar dispuesto a gastar lo suficiente como para utilizar la capacidad de la economía, aún a una tasa de interés de cero. Este comportamiento se ha traducido en un incremento sustancial de la tasa de ahorro. La creciente tendencia a atesorar por parte de los agentes privados se puede apreciar en la Figura 19 donde se presenta la evolución de la tasa de ahorro e inversión. Si bien, desde mediados de los setenta, el ahorro fue siempre superior a la inversión, esta diferencia se amplió fuertemente luego de la explosión de la burbuja (primero por la caída de la inversión y posteriormente, a fines de los 90, por un incremento en el ahorro).

✚ *La Trampa de Japón*

Al observar la situación en que desembocó la economía japonesa a fines de los noventa, algunos autores (los que en la introducción se ha denominado como keynesianos), han inferido que dicho país ha caído en la Trampa de Liquidez Keynesiana (fenómeno descrito por John Maynard Keynes en su obra “Teoría general de la Ocupación, el Interés y el Dinero” publicada en 1936).

En la cuarta parte de la obra mencionada, el autor presenta su teoría general de la tasa de interés. Allí sostiene que el tipo de interés es esencialmente un fenómeno monetario. No es una recompensa por la espera, sino una recompensa por no atesorar, es decir, por privarse de liquidez. Por lo tanto, no se puede saber cual es el tipo de interés a menos que se introduzcan datos sobre la cantidad de dinero y sobre el estado de la preferencia por la liquidez. Desde este punto de vista, el tipo de interés está relacionado funcionalmente con la cantidad de dinero en efectivo que el público desea retener, disminuyendo los tipos de interés conforme suben los saldos en efectivo.

La función de preferencia por la liquidez refleja los diversos motivos para retener dinero en efectivo: motivos de transacción, motivos de precaución y motivos de especulación. Los motivos de especulación inducen a los hombres a preferir el dinero en metálico a los valores cuando esperan que los precios de los valores vayan a bajar o, lo que es lo mismo, que el tipo de interés vaya a subir. Las autoridades monetarias, al dotar al público de mayores saldos en efectivo, pueden hacer que el tipo de interés descienda, estimulando con ello un mayor volumen de inversión. La trampa de la liquidez, pone un límite a esta oportunidad porque una vez que el tipo de interés ha llegado a un nivel muy bajo, el posterior aumento de los saldos en efectivo no podrá ya seguir haciéndolo bajar. Es decir, a este bajo nivel, los poseedores de valores creerán que lo único que puede esperarse es un aumento de los tipos de interés o una disminución de los precios de los valores, y estarán dispuestos a vender valores a las autoridades monetarias a los precios reinantes, a fin de mantener el tipo de interés como está.⁽⁴⁰⁾

Esto es lo que estaría ocurriendo en Japón desde fines de la década de los noventa. La baja tasa de interés nominal, hace poco atractiva la inversión en bonos, lo que sumado a la falta de confianza por parte de los consumidores y al elevado endeudamiento en que se encuentra el sector privado desde la explosión de la burbuja, eleva sustantivamente la demanda por saldos líquidos, haciendo que la

⁴⁰ Spiegel, Henry William. "El desarrollo del pensamiento económico". Ediciones Omega. Barcelona. 1996. Pag 708.

política monetaria pierda su efectividad. La autoridad monetaria inyecta más liquidez al sistema, pero el público absorbe dicha mayor liquidez sin con ello poder hacer aumentar la tasa de inflación, necesaria para reducir la tasa de interés real, que se encuentra en niveles altos dada la existencia de deflación (un ejemplo concreto de la trampa de liquidez keynesiana).

Por lo tanto, la pretensión de enfrentarse a una depresión mediante una política puramente monetaria puede resultar poco adecuada y deberá recurrirse a la política fiscal: incremento del gasto o reducciones de impuestos. Sin embargo, como ya se ha establecido a lo largo de este capítulo, las autoridades japonesas, han aplicado ambas políticas y, aún así, no han conseguido superar la situación de recesión:

- Política Monetaria: desde principios de los años noventa, se implementaron sucesivas expansiones monetarias con el objeto de facilitar el ajuste de los balances de las empresas y permitir el acceso al crédito a un bajo costo. Sin embargo, la tasa de descuento ha alcanzado el valor de cero puntos y aún así, no ha sido suficiente como para reactivar la actividad económica.
- Política fiscal: el gobierno recurrió a las recetas clásicas asociadas con el nombre de John Maynard Keynes, que postulan que si el sector privado no gasta lo suficiente como para utilizar toda la capacidad productiva existente, entonces el sector público tiene que utilizar esa capacidad al máximo. Es decir, el gobierno debe llevar adelante inversiones que permitan crear empleos, lo que hará que los agentes económicos estén dispuestos a gastar más, lo que generará aun más empleos y así sucesivamente. Japón implementó, durante gran parte de los noventa, una serie de expansiones fiscales que iban desde la construcción de carreteras y puentes (sin importar si el país los necesitara o no) hasta la inyección directa de fondos en entidades

financieras sin lograr la reactivación deseada y provocando un serio deterioro de las finanzas públicas.⁽⁴¹⁾

El fracaso de estas políticas, ha dejado en claro que la situación en que se encuentra la economía japonesa desde fines de los noventa es más grave de lo que se pensaba y no puede ser superada con la simple aplicación de medidas macroeconómicas aisladas e independientes. Por el contrario, la reactivación de la economía debe pasar por la adopción de un programa económico complejo, no exento de tensiones potenciales, que englobe aspectos monetarios, fiscales y estructurales.⁽⁴²⁾ Parece crucial restaurar la rentabilidad y solvencia de los sectores financiero y empresarial, con la finalidad de restituir la efectividad del canal bancario de la política monetaria y recuperar el consumo, la inversión y la confianza del sector privado como pilares esenciales del crecimiento económico.

⁴¹ Krugman, Paul. Op. Cit. Pag 124.

⁴² Herrero, Alicia García y Machuca, Cesar Martín. Op. Cit. Pag 34.

Conclusión

A lo largo de este trabajo se ha tratado de demostrar la importancia que reviste el proceso de gestación de la burbuja especulativa de fines de los años ochenta y su posterior estallido, como factor clave para comprender el estancamiento de la economía japonesa durante la década de los noventa.

En las dos primeras hipótesis particulares, planteadas al comienzo de este trabajo, se han establecido las posibles causas del origen y del fin de la economía burbuja. En virtud del análisis realizado en el Capítulo 1 y 2, es posible afirmar que el origen de la burbuja especulativa se produce, en líneas generales, por la concurrencia de dos elementos:

- ✚ *Flexibilización del Sistema Financiero*: desde mediados de la década del setenta, el gobierno japonés, comenzó a implementar una serie de medidas tendientes a flexibilizar el sistema financiero. Estas medidas permitieron que las grandes empresas accedan al mercado de capitales y a la banca extranjera sustituyendo la financiación proveniente de los bancos de Japón (los cuales conservaron, a pesar de estas medidas, su actividad original, que consistía en recibir depósitos y otorgar préstamos). A su vez, la desregulación de las tasas de interés favoreció la competencia entre los bancos por obtener más depósitos, obligando a dichas entidades financieras a otorgar una gran cantidad de préstamos con los cuales poder pagar los altos rendimientos que ofrecían.

- ✚ *La intensa política monetaria expansiva desarrollada con el objeto de contrarrestar la fuerte apreciación de la moneda*: la revalorización del yen desde mediados de los ochenta hizo que el gobierno adopte una política monetaria expansiva disminuyendo rápidamente la tasa de interés hasta alcanzar el valor de 2,5 % en 1987 e incrementando considerablemente la base y la oferta monetaria. Los bancos, provistos de una abundante liquidez, comenzaron a otorgar una gran cantidad de préstamos utilizando como garantía el valor de los

bienes inmuebles y las acciones. Frente al incremento en los costos que significó la apreciación de la moneda, las empresas empezaron a invertir no tanto en producción sino en actividades especulativas (compra de acciones y bienes inmuebles con el objeto de revenderlos a un precio más caro). De esta manera, los precios de ambos activos emprendieron una espiral ascendente fomentando aún más las expectativas optimistas de los especuladores.

La expansión de la burbuja se reflejó en la evolución del precio de los activos pero no en el índice de precios al consumidor. Dado que la política monetaria japonesa se elabora considerando, solamente, el nivel en que se encuentra el índice general de precios, la estabilidad del mismo durante todo el período de gestación de la burbuja, favoreció el mantenimiento de las medidas monetarias expansivas implementadas para contrarrestar la apreciación de la moneda.

Sin embargo, a comienzos de 1988, se logró detener la fuerte revalorización de la moneda y en 1989 se produjo una leve depreciación de la misma. Esto se tradujo en un incremento del nivel general de precios, alcanzando los tres puntos porcentuales en dicho año e inquietando a las autoridades monetarias. Ante el temor de que se dispare la inflación, el Banco Central de Japón, adoptó sucesivas medidas restrictivas aumentando la tasa de descuento hasta alcanzar el valor de 6% a fines de 1991. Este incremento de la tasa de descuento interrumpió el mecanismo de la espiral ascendente de la burbuja (es decir, obtención de préstamos a baja tasa para invertir en la compra de activos y luego solicitar nuevos créditos con la garantía de esas adquisiciones y así sucesivamente) provocando la caída del precio de las acciones y posteriormente, el descenso del precio de los bienes inmuebles. De esta manera, tal como se afirma en la segunda hipótesis particular de esta investigación, la implementación de estas restricciones monetarias, significó el fin de la economía burbuja.

La experiencia japonesa muestra como la sola consideración de la evolución del nivel general de precios por parte de las autoridades monetarias (sin tener en cuenta la evolución del precio de los activos), puede dar lugar al mantenimiento de unas

condiciones monetarias excesivamente expansivas, generando la aparición de una burbuja especulativa de activos, particularmente intensa si, a su vez, la economía se encuentra bajo un proceso de flexibilización financiera.

La década de estancamiento económico que siguió al estallido de la burbuja especulativa estuvo marcada por la presencia de los dos elementos señalados en la tercera hipótesis particular de esta investigación:

✚ *El deterioro de la posición financiera de las empresas:* luego de la explosión de la burbuja y a lo largo de toda la década de los noventa, las firmas japonesas se vieron envueltas en una fase de ajuste. Las empresas y el sector privado en general, afectados por la desvalorización de los activos adquiridos a crédito durante la burbuja, disminuyeron abruptamente el consumo y la inversión, destinando la mayor parte de los recursos al pago de los compromisos asumidos y fomentando, así, la ralentización de la actividad económica que caracterizó a Japón en la última década.

✚ *El deterioro de la solvencia de los bancos:* las distintas entidades bancarias que integran el sistema financiero de Japón padecieron, durante todo el período post-burbuja, un aumento sustancial de la morosidad y de la cartera de créditos incobrables. Estas pérdidas, generadas por los préstamos fallidos, provocaron un grave deterioro de la solvencia de los bancos, entorpeciendo el normal funcionamiento de los mismos y limitando las posibilidades de recuperar el crecimiento del crédito y por ende, el consumo y la inversión.

A través de la aplicación de políticas macroeconómicas contracíclicas (expansión del gasto público y expansiones monetarias), el gobierno japonés, ha intentado contrarrestar esta desfavorable coyuntura. Sin embargo, el fracaso de estas políticas y la persistencia de los problemas derivados de la explosión de la burbuja, han hecho inevitable la recesión en que desembocó Japón a fines de los noventa y a

su vez, han dado lugar a la aparición de nuevos condicionantes de la economía nipona, agravando las dificultades ya establecidas.

El primero de estos condicionantes está dado por la caída del nivel general de precios, que ya lleva una década de duración. La creciente debilidad financiera y económica de Japón se ha manifestado a través de una continua disminución de los precios desde mediados de la década de los noventa. La deflación ha impactado directamente sobre el nivel de actividad económica al generar el aumento de los tipos de interés reales, la reducción de los márgenes empresariales, la disminución de la renta nominal de las economías domésticas y la postergación de las decisiones de consumo. A su vez, el incremento de las deudas en términos reales que trae aparejado la deflación, ha provocado una fuerte presión sobre la banca a través del aumento de la morosidad y del número de bancarrotas empresariales. Estos efectos generados por la caída de precios exacerban aun más las presiones deflacionistas y hacen más difícil el restablecimiento de la estabilidad de precios en Japón.

El segundo condicionante está dado por las expectativas que el sector privado tiene sobre la futura evolución de la economía japonesa. Como ya se ha afirmado en el Capítulo 3, la vía de propagación de la crisis ha sido la falta de confianza del sector privado sobre las posibilidades de una recuperación rápida de la actividad, provocando reducciones en el consumo, la inversión y fundamentalmente, incrementando el ahorro. Si bien el exceso de ahorro sobre inversión viene produciéndose desde mediados de los setenta, durante la década de los noventa, esta característica estructural de la economía japonesa, se ha profundizado aun más, en respuesta a la carencia de señales concretas sobre las posibilidades de una rápida restauración del crecimiento económico.

Tanto la deflación como la falta de confianza del sector privado han limitado significativamente la efectividad de la política monetaria. Las expectativas desfavorables y las tasas de interés nominales cercanas al 0% hacen poco atractiva la inversión en bonos, provocando un aumento de la demanda de saldos líquidos. De esta manera, el sector privado absorbe las expansiones monetarias e impide la

reducción de las tasas de interés reales (que presentan niveles altos debido a la existencia de deflación) al no poder incrementar el nivel general de precios.

El tercer y último condicionante que ha surgido a fines de los noventa, está dado por el deterioro de las cuentas públicas. La continua inyección de fondos públicos en la economía, con el objeto de restablecer la solvencia de los bancos y estimular el crecimiento del crédito y la actividad económica, ha provocado la asunción por parte del gobierno, de crecientes déficits presupuestales y de elevados niveles de deuda pública. Si bien la capacidad de pago de la economía japonesa supera ampliamente a las deudas contraídas, el estado actual de las cuentas públicas incorpora un elemento adicional a la falta de confianza del sector privado y limita las posibilidades de enfrentarse a la crisis mediante la implementación de nuevas expansiones del gasto.

De esta manera, las perspectivas que se presentan para la economía japonesa, a partir de la permanencia de estos tres condicionantes, no son muy optimistas. La incapacidad que han demostrado las políticas macroeconómicas clásicas para neutralizar a estos tres condicionantes y reactivar la actividad económica, ha hecho que la atención se centre en el análisis de aquellas propuestas que abogan por la implementación de reformas estructurales y por la consideración de las expectativas de los distintos agentes económicos. En este sentido, los desafíos que hoy en día enfrenta la economía japonesa se relacionan con el restablecimiento de la rentabilidad y solvencia de los sectores financiero y empresarial, la recuperación de la confianza del sector privado con el objeto de restaurar el crecimiento del consumo y la inversión y reducir el exceso estructural de ahorro, el diseño de reformas fiscales que permitan garantizar la estabilidad del sector público a largo plazo y, por último, la búsqueda de un nuevo enfoque de política monetaria que sea capaz de poner fin a la espiral deflacionaria.

Anexos

Anexo 1: Crecimiento económico de Japón en el período 1961-1979

| Años | Crecimiento anual del PBI real | Tasa de Ahorro | Tasa de Inversión | Exportaciones (variación % anual) | Tipo de Cambio | Inflación | Desempleo |
|------|--------------------------------|----------------|-------------------|-----------------------------------|----------------|-----------|-----------|
| 1961 | 11,85 | 34,18 | 36,87 | - | 360 | - | 1,40 |
| 1962 | 8,60 | 34,68 | 34,21 | 16,07 | 360 | - | 1,30 |
| 1963 | 8,79 | 33,96 | 33,76 | 10,90 | 360 | - | 1,30 |
| 1964 | 11,19 | 34,25 | 34,57 | 22,36 | 360 | - | 1,10 |
| 1965 | 5,67 | 34,23 | 31,88 | 26,69 | 360 | 6,90 | 1,20 |
| 1966 | 10,25 | 35,43 | 32,43 | 15,68 | 360 | 4,90 | 1,30 |
| 1967 | 11,08 | 36,65 | 35,36 | 6,79 | 360 | 4,00 | 1,30 |
| 1968 | 11,91 | 38,67 | 36,77 | 24,24 | 360 | 5,50 | 1,20 |
| 1969 | 11,95 | 39,57 | 37,57 | 23,25 | 360 | 5,30 | 1,10 |
| 1970 | 10,28 | 40,45 | 39,02 | 20,81 | 360 | 7,80 | 1,10 |
| 1971 | 4,39 | 39,61 | 35,75 | 20,69 | 350,70 | 6,40 | 1,20 |
| 1972 | 8,41 | 39,57 | 35,52 | 4,92 | 303,20 | 4,60 | 1,40 |
| 1973 | 8,03 | 39 | 38,07 | 13,91 | 271,70 | 11,70 | 1,30 |
| 1974 | -1,23 | 38,95 | 37,31 | 61,58 | 292,10 | 23,30 | 1,40 |
| 1975 | 3,09 | 37,14 | 32,77 | 2,08 | 296,80 | 11,70 | 1,90 |
| 1976 | 3,98 | 37,55 | 31,84 | 20,49 | 296,60 | 9,50 | 2,00 |
| 1977 | 4,39 | 38,52 | 30,85 | 8,59 | 268,50 | 8,20 | 2,00 |
| 1978 | 5,27 | 38,74 | 30,91 | -5,04 | 210,40 | 4,10 | 2,20 |
| 1979 | 5,48 | 38,52 | 32,49 | 9,61 | 219,10 | 3,70 | 2,10 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

Anexo 2: PBI real de Japón (Billones de yenes, a precios constantes de 1995)

| Años | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Conceptos | | | | | | | | | | | |
| Consumo Privado | 174,1185 | 175,5421 | 182,2186 | 188,1835 | 192,8247 | 200,0491 | 206,5184 | 215,0883 | 225,9465 | 236,5401 | 247,2852 |
| Inversión Privada | 60,0928 | 61,2459 | 61,7257 | 60,6389 | 65,3112 | 72,6968 | 76,0126 | 82,9659 | 97,1106 | 107,8976 | 116,299 |
| Consumo Público | 44,5275 | 46,8851 | 49,1463 | 51,461 | 53,2469 | 53,9012 | 56,3871 | 58,3384 | 60,4683 | 62,0731 | 63,6944 |
| Inversión Pública | 26,8338 | 27,679 | 27,0273 | 26,3882 | 26,0056 | 24,4372 | 25,2916 | 26,7109 | 27,7271 | 27,7989 | 29,4879 |
| Consumo Total (A) | 218,646 | 222,4272 | 231,3649 | 239,6445 | 246,0716 | 253,9503 | 262,9055 | 273,4267 | 286,4148 | 298,6132 | 310,9796 |
| Inversión Total (B) | 86,9266 | 88,9249 | 88,753 | 87,0271 | 91,3168 | 97,134 | 101,3042 | 109,6768 | 124,8377 | 135,6965 | 145,7869 |
| Exportaciones | 23,2412 | 26,122 | 26,3264 | 27,6069 | 31,6982 | 33,5463 | 31,6151 | 31,4429 | 33,2853 | 36,3132 | 38,8404 |
| Importaciones | -18,7385 | -18,8129 | -18,3517 | -17,7887 | -19,6551 | -19,1596 | -19,7647 | -22,0011 | -26,2831 | -30,4219 | -32,5481 |
| Exportaciones netas (C) | 4,5027 | 7,3091 | 7,9747 | 9,8182 | 12,0431 | 14,3867 | 11,8504 | 9,4418 | 7,0022 | 5,8913 | 6,2923 |
| PBI real (A + B + C) | 310,0753 | 318,6612 | 328,0926 | 336,4898 | 349,4315 | 365,471 | 376,0601 | 392,5453 | 418,2547 | 440,201 | 463,0588 |

| Años | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Conceptos | | | | | | | | | | | |
| Consumo Privado | 254,3801 | 261,0162 | 264,6086 | 271,7094 | 276,6934 | 283,4408 | 286,1288 | 285,8178 | 286,3734 | 289,2179 | 294,1169 |
| Inversión Privada | 119,2896 | 109,308 | 99,4148 | 94,9279 | 98,6742 | 106,2897 | 111,8623 | 103,7024 | 98,7196 | 107,9676 | 107,3173 |
| Consumo Público | 65,8612 | 67,6043 | 69,7924 | 71,6754 | 74,684 | 76,87 | 77,6095 | 79,2506 | 82,6993 | 86,615 | 88,8149 |
| Inversión Pública | 30,3714 | 34,945 | 40,0805 | 41,4813 | 41,7068 | 44,3726 | 39,9365 | 39,0878 | 41,0041 | 37,0264 | 35,4449 |
| Consumo Total (A) | 320,2413 | 328,6205 | 334,401 | 343,3848 | 351,3774 | 360,3108 | 363,7383 | 365,0684 | 369,0727 | 375,8329 | 382,9318 |
| Inversión Total (B) | 149,661 | 144,253 | 139,4953 | 136,4092 | 140,381 | 150,6623 | 151,7988 | 142,7902 | 139,7237 | 144,994 | 142,7622 |
| Exportaciones | 40,4429 | 42,0281 | 41,9945 | 43,4545 | 45,2561 | 48,1882 | 53,6123 | 52,372 | 53,1507 | 59,7156 | 55,8139 |
| Importaciones | -32,1935 | -31,981 | -31,5269 | -33,9714 | -38,3178 | -43,3758 | -43,907 | -40,9074 | -42,1394 | -46,1319 | -45,6957 |
| Exportaciones netas (C) | 8,2494 | 10,0471 | 10,4676 | 9,4831 | 6,9383 | 4,8124 | 9,7053 | 11,4646 | 11,0113 | 13,5837 | 10,1182 |
| PBI real (A + B + C) | 478,1517 | 482,9206 | 484,3639 | 489,2771 | 498,6967 | 515,7855 | 525,2424 | 519,3232 | 519,8077 | 534,4106 | 535,8122 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

Anexo 3: Participaciones porcentuales de los principales componentes del PBI real

| Años | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Conceptos | | | | | | | | | | | |
| Consumo Privado | 56,15 | 55,09 | 55,54 | 55,93 | 55,18 | 54,74 | 54,92 | 54,79 | 54,02 | 53,73 | 53,40 |
| Inversión Privada | 19,38 | 19,22 | 18,81 | 18,02 | 18,69 | 19,89 | 20,21 | 21,14 | 23,22 | 24,51 | 25,12 |
| Consumo Público | 14,36 | 14,71 | 14,98 | 15,29 | 15,24 | 14,75 | 14,99 | 14,86 | 14,46 | 14,10 | 13,76 |
| Inversión Pública | 8,65 | 8,69 | 8,24 | 7,84 | 7,44 | 6,69 | 6,73 | 6,80 | 6,63 | 6,32 | 6,37 |
| Consumo Total (A) | 70,51 | 69,80 | 70,52 | 71,22 | 70,42 | 69,49 | 69,91 | 69,65 | 68,48 | 67,84 | 67,16 |
| Inversión Total (B) | 28,03 | 27,91 | 27,05 | 25,86 | 26,13 | 26,58 | 26,94 | 27,94 | 29,85 | 30,83 | 31,48 |
| Exportaciones | 7,50 | 8,20 | 8,02 | 8,20 | 9,07 | 9,18 | 8,41 | 8,01 | 7,96 | 8,25 | 8,39 |
| Importaciones | -6,04 | -5,90 | -5,59 | -5,29 | -5,62 | -5,24 | -5,26 | -5,60 | -6,28 | -6,91 | -7,03 |
| Exportaciones netas (C) | 1,45 | 2,29 | 2,43 | 2,92 | 3,45 | 3,94 | 3,15 | 2,41 | 1,67 | 1,34 | 1,36 |
| Ahorro* | - | - | - | 34,45 | 34,83 | 34,84 | 33,97 | 33,31 | 33,83 | 33,79 | 33,62 |
| PBI real (A + B + C) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

| Años | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Conceptos | | | | | | | | | | | |
| Consumo Privado | 53,20 | 54,05 | 54,63 | 55,53 | 55,48 | 54,95 | 54,48 | 55,04 | 55,09 | 54,12 | 54,89 |
| Inversión Privada | 24,95 | 22,63 | 20,52 | 19,40 | 19,79 | 20,61 | 21,30 | 19,97 | 18,99 | 20,20 | 20,03 |
| Consumo Público | 13,77 | 14,00 | 14,41 | 14,65 | 14,98 | 14,90 | 14,78 | 15,26 | 15,91 | 16,21 | 16,58 |
| Inversión Pública | 6,35 | 7,24 | 8,27 | 8,48 | 8,36 | 8,60 | 7,60 | 7,53 | 7,89 | 6,93 | 6,62 |
| Consumo Total (A) | 66,97 | 68,05 | 69,04 | 70,18 | 70,46 | 69,86 | 69,25 | 70,30 | 71,00 | 70,33 | 71,47 |
| Inversión Total (B) | 31,30 | 29,87 | 28,80 | 27,88 | 28,15 | 29,21 | 28,90 | 27,50 | 26,88 | 27,13 | 26,64 |
| Exportaciones | 8,46 | 8,70 | 8,67 | 8,88 | 9,07 | 9,34 | 10,21 | 10,08 | 10,23 | 11,17 | 10,42 |
| Importaciones | -6,73 | -6,62 | -6,51 | -6,94 | -7,68 | -8,41 | -8,36 | -7,88 | -8,11 | -8,63 | -8,53 |
| Exportaciones netas (C) | 1,73 | 2,08 | 2,16 | 1,94 | 1,39 | 0,93 | 1,85 | 2,21 | 2,12 | 2,54 | 1,89 |
| Ahorro* | 34,29 | 34,69 | 34,2 | 34,04 | 34,11 | 34,95 | 35,26 | 35,45 | 35,83 | 36,56 | 35,67 |
| PBI real (A + B + C) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

* El ahorro es estimado a partir del "Modelo de las Tres brechas", en donde (Exportaciones - Importaciones) = (Ahorro - Inversión) + (Recaudación fiscal - Gasto Público)

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

Anexo 4: Variación % anual del PBI real y cada uno de sus componentes

| Años | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|------|-------|
| Conceptos | | | | | | | | | | | |
| Consumo Privado | 0,82 | 3,80 | 3,27 | 2,47 | 3,75 | 3,23 | 4,15 | 5,05 | 4,69 | 4,54 | 2,87 |
| Inversión Privada | 1,92 | 0,78 | -1,76 | 7,71 | 11,31 | 4,56 | 9,15 | 17,05 | 11,11 | 7,79 | 2,57 |
| Consumo Público | 5,29 | 4,82 | 4,71 | 3,47 | 1,23 | 4,61 | 3,46 | 3,65 | 2,65 | 2,61 | 3,40 |
| Inversión Pública | 3,15 | -2,35 | -2,36 | -1,45 | -6,03 | 3,50 | 5,61 | 3,80 | 0,26 | 6,08 | 3,00 |
| Consumo Total (A) | 1,73 | 4,02 | 3,58 | 2,68 | 3,20 | 3,53 | 4,00 | 4,75 | 4,26 | 4,14 | 2,98 |
| Inversión Total (B) | 2,30 | -0,19 | -1,94 | 4,93 | 6,37 | 4,29 | 8,26 | 13,82 | 8,70 | 7,44 | 2,66 |
| Exportaciones | 12,40 | 0,78 | 4,86 | 14,82 | 5,83 | -5,76 | -0,54 | 5,86 | 9,10 | 6,96 | 4,13 |
| Importaciones | 0,40 | -2,45 | -3,07 | 10,49 | -2,52 | 3,16 | 11,32 | 19,46 | 15,75 | 6,99 | -1,09 |
| Exportaciones netas (C) | 62,33 | 9,11 | 23,12 | 22,66 | 19,46 | -17,63 | -20,33 | -25,84 | -15,87 | 6,81 | 31,10 |
| PBI real (A + B + C) | 2,77 | 2,96 | 2,56 | 3,85 | 4,59 | 2,90 | 4,38 | 6,55 | 5,25 | 5,19 | 3,26 |

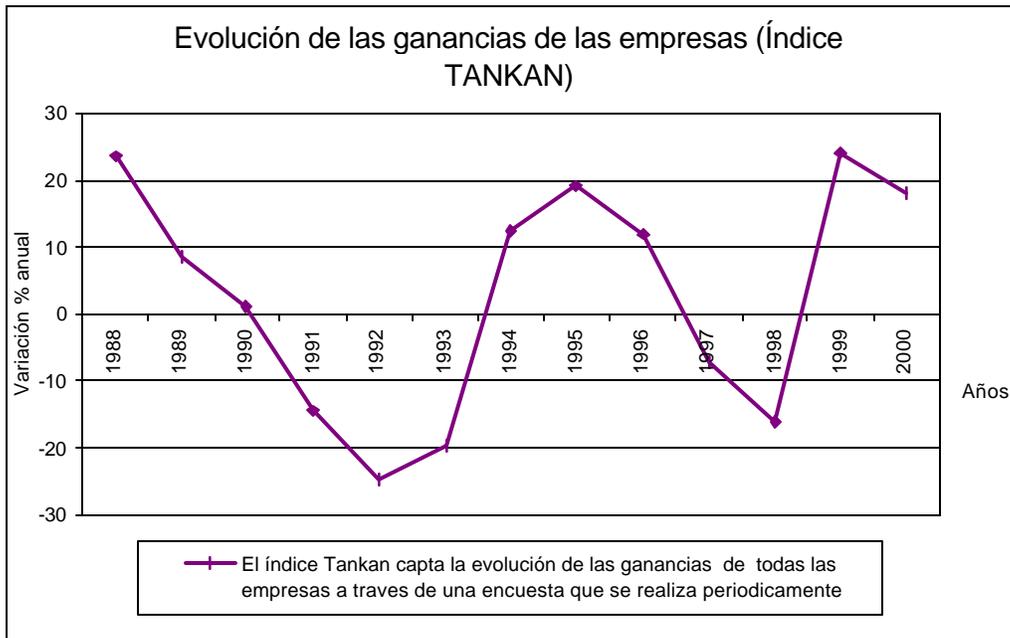
| Años | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
| Conceptos | | | | | | | | | | |
| Consumo Privado | 2,61 | 1,38 | 2,68 | 1,83 | 2,44 | 0,95 | -0,11 | 0,19 | 0,99 | 1,69 |
| Inversión Privada | -8,37 | -9,05 | -4,51 | 3,95 | 7,72 | 5,24 | -7,29 | -4,80 | 9,37 | -0,60 |
| Consumo Público | 2,65 | 3,24 | 2,70 | 4,20 | 2,93 | 0,96 | 2,11 | 4,35 | 4,73 | 2,54 |
| Inversión Pública | 15,06 | 14,70 | 3,49 | 0,54 | 6,39 | -10,00 | -2,13 | 4,90 | -9,70 | -4,27 |
| Consumo Total (A) | 2,62 | 1,76 | 2,69 | 2,33 | 2,54 | 0,95 | 0,37 | 1,10 | 1,83 | 1,89 |
| Inversión Total (B) | -3,61 | -3,30 | -2,21 | 2,91 | 7,32 | 0,75 | -5,93 | -2,15 | 3,77 | -1,54 |
| Exportaciones | 3,92 | -0,08 | 3,48 | 4,15 | 6,48 | 11,26 | -2,31 | 1,49 | 12,35 | -6,53 |
| Importaciones | -0,66 | -1,42 | 7,75 | 12,79 | 13,20 | 1,22 | -6,83 | 3,01 | 9,47 | -0,95 |
| Exportaciones netas (C) | 21,79 | 4,19 | -9,41 | -26,84 | -30,64 | 101,67 | 18,13 | -3,95 | 23,36 | -25,51 |
| PBI real (A + B + C) | 1,00 | 0,30 | 1,01 | 1,93 | 3,43 | 1,83 | -1,13 | 0,09 | 2,81 | 0,26 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento de Cuentas Nacionales del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de Japón, Cabinet Office.

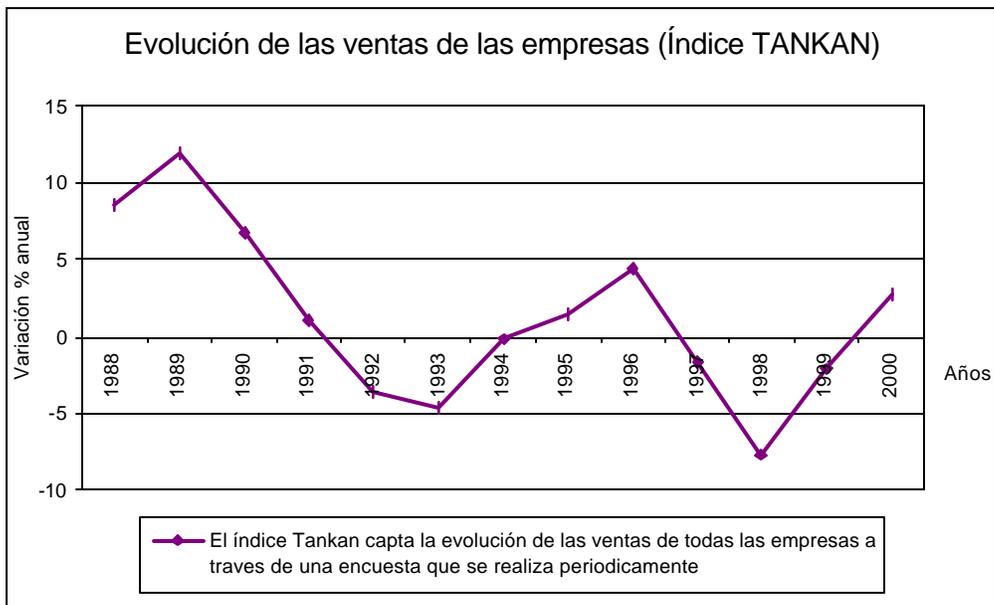
Anexo 5: Evolución de la Oferta Monetaria

| Año | Porcentaje de cambio con respecto al año anterior | | | | | |
|---|---|----------------|----------------|----------------------|------------------------|--------------------------------|
| | M ₂ + CD | M ₁ | Circulante (C) | Depósitos vista (DV) | Cuasi moneda (Q) | Certificados de Depósitos (CD) |
| 1985 | 8,4 | 5 | 6,5 | 4,6 | 9,1 | 24,9 |
| 1986 | 8,7 | 6,9 | 8,5 | 6,4 | 9,9 | -4,3 |
| 1987 | 10,4 | 10,5 | 14,5 | 9,2 | 10,3 | 12,2 |
| 1988 | 11,2 | 8,4 | 10,3 | 7,8 | 12,6 | 3,7 |
| 1989 | 9,9 | 4,1 | 10 | 2,2 | 12,1 | 10,3 |
| 1990 | 11,7 | 2,6 | 8,1 | 0,6 | 15,5 | -7,7 |
| 1991 | 3,6 | 5,2 | 2,4 | 6,2 | 3,6 | -11,2 |
| 1992 | 0,6 | 4,5 | 2,4 | 5,4 | -0,4 | -8,1 |
| 1993 | 1,1 | 3 | 3,9 | 2,6 | 0,2 | 11,4 |
| 1994 | 2,1 | 5,4 | 5 | 5,5 | 1,4 | -16,4 |
| 1995 | 3 | 8,2 | 5,2 | 9,3 | 0,9 | 18,9 |
| 1996 | 3,3 | 13,7 | 8,8 | 15,5 | -1,9 | 51,1 |
| 1997 | 3,1 | 8,8 | 7,7 | 9,1 | -0,4 | 29,1 |
| 1998 | 4 | 8,1 | 8,5 | 8 | 1,3 | 19,2 |
| 1999 | 3,6 | 10,5 | 5,3 | 12,2 | 1,4 | -19,1 |
| 2000 | 2,1 | 8,2 | 6,9 | 8,5 | -1,3 | 4,5 |
| 2001 | 2,8 | 8,5 | 6,7 | 9 | -2,6 | 42,6 |
| 2002 | 3,3 | 27,6 | 11,2 | 32,5 | -11,5 | -19 |
| M ₁ = C + DV ; M ₂ = M ₁ + Q | | | | | Origen: Banco de Japón | |

Anexo 6: Evolución de las Ganancias y las Ventas de las empresas



Fuente: Banco Central de Japón



Fuente: Banco Central de Japón

Bibliografía

- Alexander, Arthur J. “Asset Prices in Japan: The Bubble and its Breaking”. Instituto Económico de Japón (JEI). 1997. En: www.jei.org.
- Boletín Cuatrimestral del Banco de Japón. “Japan´s Nonperforming Loan Problem”. Noviembre 2002. En: www.boj.or.jp/en/set/02/data/fss0210a.pdf
- Boletín económico de ICE Nº 2698. Subdirección General de Estudios del Sector Exterior. “La década perdida de la economía Japonesa”. España. Jul-Sep 2001. En: www.revistasice.com
- Bussagli, Mario y Barbadoro, Idomeneo. “Asia y Oceanía”. Ediciones Danae S.A. España. 1978.
- Carrascosa Morales, Antonio. “Alternativas de política económica para Japón”. En: Claves de la Economía mundial. . Oficina Económica y Comercial de España en Tokio. Edición del 2001. www.mcx.es/tokio.
- Carrascosa Morales, Antonio. “La economía japonesa no toca fondo”. Oficina Económica y Comercial de España en Tokio. Septiembre del 2001. En: www.mcx.es/tokio.
- Coriat, Benjamín. “Pensar al revés: trabajo y organización en la empresa japonesa”. Siglo XXI editores. 1992.
- Coriat, Benjamín. “Taylor, Ford & Hono. Nuevos desarrollos en el análisis del ohnismo”. En estudios del Trabajo nº 7. Primer semestre. 1993
- Dekle, Robert and Kletzer, Kenneth “The Japanese banking crisis and economic growth: Theoretical and empirical implications of deposit guarantees and weak financial regulation”. Journal of the Japanese International Economies. 2003. En: www.sciencedirect.com
- Dr. Aquino Rodríguez, Carlos. “El sistema financiero y su reestructuración”. Artículo publicado en la Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Perú. Diciembre de 1997. En: www.carlos.aquino.org

- Embajada de España en Tokio. Oficina Económica y comercial. “Informe sobre Japón”. 2001. En: www.mcx.es/tokio.
- Herrero, Alicia García y Machuca, Cesar Martín. “La política monetaria en Japón: Lecciones a extraer en la comparación con la de Estados Unidos”. Banco de España. Madrid. 2003. En: www.bde.es
- Hirschman A. O. “La estrategia del desarrollo económico”. Fondo de Cultura Económica.
- Hoshi, Takeo. “What happened to Japanese Banks?”. Instituto de Estudios Monetarios y Económicos del Banco de Japón. 2001. En: www.imes.boj.or.jp.
- Hugh, Patrick. “The Causes of Japan’s Financial Crisis”. Center on Japanese Economy and Business. Columbia University, New York City. 1998. En: www-1.gsb.columbia.edu/japan/pdf/wp146.pdf
- Instituto de Crédito oficial de Japón. “Japón, un destino incierto en el tren de la recuperación”. 2003. En: www.ico.es/web/resources/00016514attachment.pdf
- Kojima, Akira. “La economía japonesa ante el temor a una deflación global”. En: Cuadernos de Japón. Volumen XVI, Número 3. Japan Echo-Inc. 2003.
- Krugman, Paul. “De vuelta a la economía de la Gran Depresión”. Grupo Editorial Norma. Colombia 1999.
- Miyajima, Hideaki y Yafeh, Yishay. “Japan’s Banking Crisis: Who has the Most to Lose?”. Research Institute of Economy, Trade and Industry. Abril 2003. En: www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/03e010.pdf
- Morishima, Michio. “Por qué ha triunfado el Japón”. Ediciones Folio. 1997.
- Nakagawa, Shinobu. “Why Has Japan’s Household Savings Rate Remained High even during the 1990s?”. Departamento de Investigaciones y Estadísticas del Banco de Japón. 1999. En: www.boj.or.jp
- Nakajima, Tomoyuki. “Asset Price Fluctuations in Japan: 1980-2000”. Universidad de Brown y Universidad de Kyoto . Diciembre, 2003. En: www.brown.edu/Departments/Economics/Papers/2003/2003-25_paper.pdf

- Nakamura, Takafusa. “El desarrollo económico del Japón moderno”. Ministerio de Relaciones Exteriores, Japón. Impreso en España. 1985.
- Okina, Kunio y Shiratsuka, Shigenori. “Asset Price Bubbles, Price Stability, and Monetary Policy: Japan’s Experience”. Instituto de Estudios Monetarios y Económicos del Banco de Japón. Octubre 2002. En: www.imes.boj.or.jp.
- Oyama, Tsuyoshi y Yoshida, Cotarro. “Does Japan Save Too Much? Or Do Other Major Countries Save Too Little?”. Departamento de Investigaciones y Estadísticas del Banco de Japón. 1999. En: www.boj.or.jp
- Pastor, Alfredo. “Burbujas especulativas y crisis cambiarias: previsión, prevención y cura”.1999. En: [www.econ.upf.es/crei/research/books/1999\(BU\).PDF](http://www.econ.upf.es/crei/research/books/1999(BU).PDF)
- Redactado y publicado por la Sociedad Latino-Americana. “Panorama de la industria y la cooperación económica del Japón”. 1998.
- Reszat, Beate. “Japan’s Financial Markets: The Lost Decade”. Discussion Paper 231. Hamburg Institute of International Economics (HWWA). 2003. En: www.hwwa.de
- Shiratsuka, Shigenori. “Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability”. Instituto de Estudios Monetarios y Económicos del Banco de Japón. 2003. En: www.imes.boj.or.jp.
- Shiratsuka, Shigenori; Mori, Naruki; y Taguchi, Hiroo. “Policy Responses to the Post-Bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review”. Instituto de Estudios Monetarios y Económicos del Banco de Japón 2001. En: www.imes.boj.or.jp
- Sociedad internacional para la información educativa. “El Japón de hoy”. Japan Eato Inc -Tokio. 1989.
- Spiegel, Henry William. “El desarrollo del pensamiento económico”. Ediciones Omega. Barcelona .1996.
- Watanabe, Hiroyasu. “La reforma fiscal y la economía japonesa”.Junio, 2003. En: www.mcx.es/polcomer/estudios/Documen/ice/807/ICE8070405.PDF