

La crisis financiera del Japón de los años 90: algunas lecciones de la década perdida, 1992-2003

(Recibido: mayo/010–aprobado: septiembre/010)

*Ricardo Solís Rosales**

“Las burbujas son maravillosas hasta que estallan”.
Thomas R. Robertson. Wharton School of Business

Resumen

Ante el riesgo de que la apreciación del yen (acordada en septiembre de 1985 en la reunión del G5 en el Hotel Plaza de Nueva York), afectara el ritmo de crecimiento económico, el Banco de Japón puso en marcha una política monetaria expansiva entre 1986 y 1989. El banco logró su objetivo, sin generar presiones en el índice general de precios. Sin embargo, alimentó sendas burbujas en el mercado de valores y en el sector inmobiliario. La primera se convirtió en *crac* en 1989 y la segunda en 1991. Los bancos resultaron severamente afectados por las pérdidas registradas en sus carteras de valores y de créditos. Al no haberse realizado oportunamente el rescate bancario necesario, el crédito se contrajo y algunos bancos quebraron o fueron fusionados. Todo ello contribuyó a una década de estancamiento de la economía japonesa: de 1992 a 2003.

Palabras clave: política monetaria, tasas de cambio yen- dólar, índice de precios de los bienes raíces, índice bursátil Nikkei 255, crisis bancaria, *crac* financiero.

Clasificación JEL: F02, G21, N15.

* Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Iztapalapa (rsolis47@yahoo.com.mx).

Introducción

Ninguna economía industrial avanzada ha sufrido una crisis financiera tan profunda y prolongada como la que vivió el Japón después del estallido de las burbujas bursátil e inmobiliaria en 1989 y 1991, respectivamente. El estudio de esta crisis permite obtener lecciones importantes sobre la política económica.

Sobre las burbujas, cabe recordar que el principal índice de la bolsa, el Nikkei 225 multiplicó entre 1980 y 1989 cinco veces su valor. A finales de este último año se produjo el *crac*. En los dos años siguientes el índice perdió 40% del valor pico alcanzado en 1989. Con esa caída, regresó a los niveles que tenía en 1987. Por su parte, en el mismo periodo, es decir a lo largo de los años 80, los bienes raíces también registraron un aumento considerable. En los dos años que siguieron al pico que alcanzaron en 1991, el índice de precios de los bienes raíces perdió 30% de su valor. La pérdida patrimonial de esos dos procesos se estima en una cifra equivalente a tres veces el PIB del país.¹

De lo anterior surgen dos preguntas fundamentales: ¿cuáles fueron los factores que alimentaron esas burbujas? ¿por qué el banco central no previó los peligros al poner en marcha una política monetaria con las tasas de interés más bajas desde la Segunda Guerra Mundial, estimulando la compra de acciones y bienes raíces?²

Las otras preguntas tienen que ver con lo que pasó después del *crac*: ¿qué ocurrió con los bancos?, ¿por qué no se puso en marcha oportunamente un rescate bancario? y ¿por qué la economía japonesa fue tan duramente afectada?

Conviene recordar que de 1992 a 2002, la tasa de crecimiento anual promedio del PIB japonés se situó en aproximadamente 0.8%, mientras que en la década anterior la cifra había sido de aproximadamente 4%. Por eso se le conoce como la década perdida.³

La caída del PIB afectó en primer lugar la frágil salud de las finanzas públicas. El problema de la insuficiencia de los ingresos respecto a los gastos viene de lejos. Al final de los años 70, después de los aumentos en el precio del petróleo que afectaron duramente la economía japonesa, el déficit fiscal se había incrementado de tal manera que en 1980 el porcentaje del gasto público financiado con emisión

¹ Koo (2008). Citado por Van der Putten (2010: 21).

² Marichal (2010) plantea estas interrogantes para las crisis del periodo que aborda en su libro más reciente.

³ La tasa de crecimiento anual promedio de 1960 a 1973 de la economía japonesa fue de 9.6%, la más alta de los países de la OCDE. Aun con la crisis del petróleo de 1973, que le afectó duramente, el crecimiento de la economía de los años siguientes fue de 3.8% promedio anual, lo que la mantuvo por encima del promedio registrado por los demás países industrializados. Por eso llamó la atención que durante los años 90 la economía japonesa viviera un periodo de estancamiento tan prolongado. Se estima que de no haber ocurrido esa crisis, el PIB del Japón habría sido en 2005 de 25% superior, en términos reales, de la cifra alcanzada en esa fecha. Véase, *The Economist* (2006).

de deuda era superior a 34%. La situación se normalizó a partir de 1986, gracias sobre todo a los ingresos fiscales extraordinarios que generó el mayor ritmo de crecimiento de la economía registrado en la segunda mitad de esa década. Así, en el presupuesto de 1990, el porcentaje del gasto público que debía ser financiado con deuda fue solamente de 9.5%.⁴ Sin embargo, como puede suponerse, la crisis de los años 90 arrojó por la borda todos estos avances.

En el sector privado, el sistema bancario fue uno de los más afectados. La caída de los precios de las acciones y los bienes raíces provocó el deterioro de los balances de los miles de deudores bancarios, empresas e individuos, y llevó a muchos de ellos a la imposibilidad de pagar sus adeudos bancarios. Las pérdidas derivadas de la cartera de crédito fueron simultáneas a las correspondientes a las carteras de valores. El deterioro de sus activos, la fragilidad de las finanzas de un porcentaje importante de individuos y empresas y las expectativas a la baja en el ritmo de crecimiento de la economía llevaron a los bancos a restringir su crédito.

La situación de los bancos se agravó en la medida en que el Banco de Japón (BJ) y el Ministerio de Finanzas (MF), optaron por posponer la resolución de la crisis bancaria, que implicaba esencialmente programas de apoyo para sanear los activos de los bancos y fortalecer sus capitales.⁵ Pensaron que sería suficiente con tomar algunas medidas urgentes y esperar a que la recuperación de la economía resolviera los problemas de fondo. Se equivocaron.⁶ La economía no se recuperó y los problemas de los bancos se agravaron, estallando cinco años después del *crac* de 1989 y 1991.

Conviene recordar que en 1990, por capitalización bursátil, 18 de los 20 bancos más grandes del mundo –incluyendo los 12 primeros– eran nipones. Diez años después sólo quedaban tres en esa lista, el primero de ellos en el número ocho.⁷

También para el año 2000, se habían cerrado o habían sido obligados a fusionarse 110 bancos de depósito japoneses, con un costo equivalente a 17% del PIB. En algunos de esos casos fue necesaria la intervención del seguro de depósitos.⁸

⁴ Hawai (20039).

⁵ El BJ obtuvo su independencia en abril de 1998. Hasta ese momento, buena parte de sus decisiones tenían que ser consultadas con el MF. Véase, Toya (2006: 127).

⁶ Eichengreen (2009: 61), considera que las autoridades japonesas, “[...] temerosas tanto de los costos de corto plazo como de las consecuencias políticas, se negaron a reconocer las dimensiones de las pérdidas de los préstamos en el sistema bancario o a obliga a las instituciones financieras a reabastecer su capital [...] prefirieron permitirles recuperar el capital mediante generación y conservación de beneficios”. Véase también Obregón (1997: 243 y ss).

⁷ Una experiencia semejante se vivió con los bancos americanos después de la crisis financiera de 2008, cuando los más grandes bancos norteamericanos, empezando por el Bank of America, el más grande el mundo, perdieron las posiciones que tenían antes de la crisis.

⁸ El Seguro de Depósitos de Japón (Deposit Insurance Corporation) se fundó en 1971 y quedó como responsable de liquidar a los bancos en quiebra, cubriendo los depósitos de hasta 100 mil dólares aproximadamente (10 millones de yenes por depositante).

Cabe señalar que la crisis financiera y el menor ritmo de crecimiento de la economía no redujeron el ingreso per cápita de los japoneses. Hubo, sí, cambios importantes en su posición relativa: en 1992 el PIB por habitante en Japón era 12% más alto que el correspondiente a la Europa de los 15, y 20% inferior al de EUA; diez años más tarde, ese ingreso había subido. No obstante, por el mayor crecimiento económico registrado en Europa y en EUA, el ingreso per cápita de los japoneses quedó ligeramente por debajo del correspondiente a los países europeos y 40% debajo del alcanzado por los americanos. Cabe aclarar que estos cambios no implicaron un deterioro en el nivel de vida de los japoneses.⁹

Hipótesis de interpretación de lo sucedido antes y después del estallido de la crisis

En términos generales, la idea que trataremos de desarrollar en este trabajo es la siguiente: en el desarrollo y estallido de la crisis financiera de los años 90 intervinieron, desde luego, muchos factores. Sin embargo, es posible destacar los siguientes: 1) el comienzo de una reforma del sector financiero (liberalización y desregulación), que se puso en marcha a principios de los años 80 y que produjo cambios importantes en el funcionamiento de los mercados financieros y los bancos, en detrimento de estos últimos; 2) la presión del gobierno norteamericano en 1985, para que Japón apreciara su moneda, lo cual afectó la dinámica de sus exportaciones y debilitó su participación de mercado en el comercio mundial, que eran la base de la fortaleza de la economía japonesa;¹⁰ y 3) la política monetaria fuertemente expansiva de 1986 a 1989, que tenía por objeto robustecer el mercado interno para amortiguar al menos parcialmente el efecto negativo que tendría la apreciación de la moneda, jugó un papel decisivo en la formación de la burbuja bursátil y en el aumento vertiginoso de los precios de los bienes raíces. El ajuste de esa política fue determinante para el estallido del *crac*.

⁹ Como se verá más adelante, un indicador que sí refleja un cambio significativo en el nivel de vida de los japoneses es del de desempleo. La tasa de desocupación en los años 90 siguió siendo baja en comparación a los países europeos y EUA, pero llegó a niveles que no se conocían en Japón después de la Segunda Guerra Mundial.

¹⁰ En septiembre de 1985 se celebró en el Hotel Plaza de Nueva York una reunión de los cinco países industrializados más importantes del mundo, en la cual se acordó apreciar las monedas de los cuatro países invitados, especialmente las de Alemania y de Japón para que EUA recuperara una parte de su capacidad exportadora. Las presiones de EUA continuaron en los años siguientes: en 1989, se calificó al Japón como socio comercial injusto y más tarde, durante el gobierno de Clinton, se acusó al gobierno japonés de seguir una política proteccionista contraria a los acuerdos comerciales suscritos, instándolo a permitir un mayor volumen de importaciones. Al respecto, véase Obregón (1997: 241 y ss).

En efecto, el cambio en la política de tasas de interés, de bajas a elevadas, jugó un papel decisivo en la caída de los precios en esos mercados en 1989 y 1991, respectivamente, con lo cual comenzó la crisis financiera. La caída abrupta de los precios de las acciones y los bienes raíces produjo un deterioro grave de los balances contables de los bancos y las grandes empresas, con disminuciones aceleradas en el valor de sus activos respecto a sus pasivos monetarios. Como los bancos tenían en sus activos muchas acciones y propiedades inmobiliarias, y una gran parte de sus préstamos estaban garantizados por esos activos, dejaron de conceder créditos ante el peligro de que con el estancamiento del PIB aumentara su ya excesivo monto de carteras vencidas.

El gobierno y el BI reconocieron tardíamente la profundidad de los problemas de los bancos. Después de la quiebra de bancos importantes y de algunos escándalos se pusieron en marcha algunas medidas de saneamiento, capitalización y fusión. Mientras tanto, se llevó a cabo una reforma financiera ambiciosa, conocida como el *Big Bang* Japonés. Con ellas se creó un nuevo marco legal para la actividad financiera, en el que las nuevas instituciones pudieron integrar las actividades de banca, valores y seguros, en la dirección tomada por los demás países industrializados. En 2004 se registró un aumento del PIB suficientemente significativo como para afirmar que la década perdida había quedado atrás.

1. Algunos elementos para un marco conceptual

1.1 La caracterización de las crisis financieras

Según Kindleberger, las crisis financieras son la culminación de un proceso de expansión económica que por sus características, esencialmente relacionadas con precios de bienes y activos anormalmente elevados, se transforma en una caída precipitada de los precios que se incrementaron durante el auge.¹¹

Por su parte, Marichal, apoyado en el estudio histórico de las principales crisis financieras entre 1873 y 2008, las distingue como:

[...] terremotos financieros que requieren su propia escala de Richter para medirse: puede sugerirse que se colocan en el más alto nivel de peligrosidad y tienen un enorme potencial destructivo. Su desenlace depende de la capacidad de las elites financieras y políticas en los países más afectados para responder de manera rápida, enérgica y coordinada, así como de la confianza que el público deposita en tales respuestas”.

¹¹ Kindleberger (1991: 19, 48 y ss).

Y continúa, afirmando que:

El hecho de que las grandes crisis suelen convertirse en bisagras entre una época y otra, sugiere que para entenderlas en toda su amplitud y en sus múltiples consecuencias, es necesario ir más allá de un enfoque estrictamente económico. Estos eventos son tan complejos que su comprensión exige una atención especial a sus causas económicas, pero también requiere mirarlos a través de los lentes de la política, las relaciones internacionales y de la historia.¹²

Bordo y Eichengreen, consideran que las crisis son episodios de gran volatilidad de los mercados financieros, caracterizados por problemas de iliquidez e insolvencia de un número importante de agentes que participan en los mercados financieros, y por intervenciones gubernamentales tendientes a limitar su impacto en la economía. Los autores distinguen diferentes tipos de crisis. Por ejemplo, entre las que provienen de cambios forzados en el valor de las monedas, de las cuales surgen por las crisis bancarias. También consideran importante caracterizar las intervenciones gubernamentales, la profundidad de la crisis y la duración del periodo de recuperación.¹³

Una vez estallada la crisis, las autoridades ponen en marcha medidas para resolverlas. Por ejemplo, para los problemas de iliquidez de las instituciones y los mercados, el banco central suministra todo el dinero que se requiera a tasas bajas y condiciones variables que se van ajustando a las circunstancias. La provisión de liquidez no resuelve siempre los problemas que se presentan. Es frecuente que el gobierno se vea obligado a intervenir de formas distintas, incluyendo, en su caso, la absorción de pérdidas, de aquellas instituciones financieras que por su tamaño (*too big to fail*) o importancia (*too important to fail*) deban sobrevivir, ya que su quiebra podría provocar el colapso del sistema bancario en su conjunto. Por su parte, los seguros de depósito se preparan, en acciones coordinadas con las autoridades financieras y con el banco central, para evitar corridas bancarias y, en su caso, cubrir los depósitos de los ahorradores cuando uno o varios bancos suspendan actividades.

1.2 El comportamiento racional o irracional de los agentes

Kindleberger considera que los aumentos de los precios de ciertos bienes y activos, se explican por un comportamiento que al principio es *racional* (todo mundo

¹² Marichal (2010: 15-16).

¹³ Bordo, Eichengreen *et al.* (2000: 4).

quiere estar con los ganadores), dada la información disponible.¹⁴ Por ejemplo, en una coyuntura de expansión crediticia, los agentes económicos aprovechan la mayor disponibilidad de créditos y el costo bajo que implica su disposición para adquirir bienes o activos cuyos precios se espera que aumenten. Sin embargo, el autor califica de *irracional* la decisión de seguir comprando ciertos activos o bienes cuando los precios están ya por las nubes. Lo llama *manía*. El problema surge cuando, por razones imprevisibles, hay un cambio en las expectativas de los agentes. Lo llama desplazamiento. Es el detonante que interrumpe el alza de precios y provoca el descenso.¹⁵ En algunos casos, esa inflexión provoca un *crac*, una caída, una quiebra.¹⁶

La caída de precios convierte a los compradores en vendedores. Todos tratan de vender los activos para transformarlos en dinero, muchas veces bajo un comportamiento de *pánico*. Como es lógico, nadie quiere estar en el barco que se hunde.¹⁷ El problema es que ese comportamiento empuja los precios a la baja, del mismo modo en que antes lo hizo hacia el alza.

Kindleberger sostiene que esta irracionalidad es descrita en forma suave por Hayman Minski, cuando habla de excesivo optimismo en la fase avanzada de ascenso y de depresión o excesivo pesimismo, en las etapas de baja acelerada de precios.¹⁸ También cita a Ponzi, cuyo juicio es más directo: “Cuando la visión de una persona se halla fija en una cosa, daría lo mismo que fuera ciega”.¹⁹

1.3 El papel de las autoridades

Una vez alcanzado el pico, cuando los precios han comenzado a descender, el banco central y las autoridades hacendarias deben tomar una serie de medidas, con el propósito de evitar que esa caída se extienda a otros mercados; que el *crac* se convierta en quiebras de bancos y empresas; que se transforme en una recesión económica prolongada; o que se extienda a otros países. Esto último fue lo que ocurrió con la

¹⁴ Kindleberger (1991: 56).

¹⁵ Kindleberger (1991: 62).

¹⁶ Conviene aclarar que no todos los procesos de expansión crediticia y aumentos de precios conducen a un *crac*. Incluso cuando hay una interrupción en el alza de precio, puede no producirse la estampida o la quiebra a las que se refiere el autor con la palabra *crac*. Véase Kindleberger (1991: 141).

¹⁷ Kindleberger cita en esta fase a Gustave Le Bon y su libro *La Multitud*, en el que describe que las masas imitan ciertos comportamientos que pueden ser de locura. El grito de “sálvese quien pueda”, es racional en el sentido de que si el barco se hunde es lógico que los pasajeros busquen salvarse. Lo mismo ocurre en una situación de pánico financiero.

¹⁸ Kindleberger (1991: 50).

¹⁹ Kindleberger (1991: 60).

crisis hipotecaria de EUA que inició en 2008 y que a partir de 2009, con la quiebra de Lehman Borthers, se extendió al resto del mundo.²⁰

Para Kindleberger, los aspectos monetarios y financieros constituyen elementos importantes en las diferentes fases del ciclo. Evoca las aportaciones que han hecho en este campo autores como I. Fisher, K. Wickell y R. G. Hawtrey.²¹

También recuerda que las crisis pueden ser el resultado de cambios en la política monetaria o en la reglamentación de la actividad bancaria y financiera. En relación con esto último, cita como ejemplo lo ocurrido en algunos países que siguieron las recomendaciones de Ronald Mckinnon, y eliminaron lo que él llamó la represión financiera: el desmantelamiento de los viejos sistemas y la apertura indiscriminada a los movimientos internacionales de capitales que condujeron directamente a la crisis.²²

De igual forma, sostiene que los bancos y su política de crédito pueden contribuir a la formación o a la aceleración de las burbujas y al estallido. Lo primero cuando expanden el crédito y lo segundo cuando lo contraen. En este proceso, el actor más importante es el banco central: él permite o promueve que se lleve a cabo una expansión crediticia. También es quien decide disminuir su ritmo mediante un aumento en las tasas de interés. Esta medida puede o no ser la causante del cambio de escenario que origina el *crac*. En todo caso, cualquiera que haya sido el detonante de la crisis, el banco central tiene la obligación de contrarrestar el comportamiento de pánico (la huida de los activos financieros o reales hacia la liquidez) mediante, entre otras formas, inyecciones de liquidez, generalmente acompañadas de fuertes bajas de la tasa de interés oficial. A esta función se le conoce como la de prestamista de última instancia.

El banco central puede también contribuir a la protección del sistema bancario, cuando el pánico se extiende a la demanda masiva de depósitos. En este caso, el banco apoya a las instituciones amenazadas con préstamos especiales o con medidas de apoyo muy diversas, cuyo objetivo es evitar su quiebra. Desde luego, la historia registra muchos casos en los cuales el banco central se niega a jugar el papel de prestamista de última instancia, y otros en los que no puede hacer nada para evitar la quiebra de un banco o de una parte del sistema bancario. En esos casos, el

²⁰ Kindleberger nos recuerda que Raymond Goldsmith definía las crisis como “un deterioro agudo, breve y ultracíclico de todos o de la mayoría de los indicadores financieros: tasas de interés de corto plazo, precios de los activos (valores, propiedades inmobiliarias, terrenos), insolvencia comercial y quiebra de instituciones financieras” Kindleberger (1991: 22).

²¹ Véase para el caso de Wicksell (Kindleberger, 1991: 148).

²² A este respecto cita el famoso artículo de Díaz (1985: 1-24).

peligro es que la crisis puede hacerse más profunda y que la quiebra de un banco se extienda a otros o a muchos otros. Ese fue el caso del Sistema de la Reserva Federal de EUA en la crisis de 1929-33. La fundación del seguro de depósitos (FDIC) en 1933 fue una de sus consecuencias.²³

Este autor atribuye una gran importancia a la función de prestamista de última instancia. Sostiene que la resolución de las crisis financieras no podría contarse sin el capítulo correspondiente al banco central cumpliendo esa función. La provisión de liquidez reduce las ventas de pánicos de mercancías y activos, y propicia el alza en las tasas de interés que inevitablemente ocurriría en la lucha por una limitada oferta de dinero. Cada participante en el mercado, al tratar de salvarse, contribuye a la ruina colectiva.²⁴

El autor evoca las aportaciones de los primeros estudiosos del banco central como prestamistas de última instancia, desde Baring (1797) y Thornton (1802) hasta Walter Bagehot (1848, 1873 y 1985).²⁵

Kindleberger sostiene que en la crisis de 1929-33, el banco central norteamericano no cumplió con su deber, entre otras razones, por la parálisis a la que condujeron las divisiones existentes entre los dirigentes de esa institución en Washington y Nueva York. Considera, no obstante, que las decisiones que debe tomar el banco central antes y después de un crac no son sencillas. Cuando las autoridades llegan a la conclusión de que la expansión es excesiva, sostiene que “(...) hay que frenarla sin precipitar una crisis. Cuando se ha producido el crac, es importante aguardar lo suficiente como para que las compañías insolventes quiebren, pero no tanto como para que la crisis se extienda a las compañías solventes que precisan liquidez”.

En pocas palabras, “(...) el prestamista de última instancia se enfrenta a los dilemas de cantidad y el momento de la intervención”.²⁶ A esos dilemas y a las posibles soluciones, Hawtrey las calificó como el arte de la banca central.²⁷

²³ Kindleberger destaca las aportaciones de Hyman Minsky a la comprensión de las crisis. La idea básica de Minsky, señalada por el autor, es que los sistemas financieros son inherentemente inestables y por lo tanto propensos a las crisis.

²⁴ Kindleberger (1991: 211).

²⁵ Kindleberger (1991: 212 y ss).

²⁶ Kindleberger (1991: 231).

²⁷ Hawtrey (1932).

2. Japón: los cambios de política económica de los años 80

Siguiendo a Marichal, es posible que la crisis japonesa que estalló a finales de los años 80 constituye una bisagra que marca, más que la transición de una fase de alto ritmo de crecimiento económico, a otra de estancamiento, el de un cambio de época. Es decir, el paso de una época en la que la economía nipona ocupaba ya el segundo lugar, después de la economía norteamericana, pero era tan robusta que amenazaba acercarse al número uno, a otra en la que sigue siendo el número dos, pero con una economía debilitada que ha ensanchado la brecha mayor, respecto a la economía norteamericana, por los ritmos de crecimiento tan dispares que han registrado ambas economías, precisamente desde 1990.

Como se verá más adelante, los comportamientos sociales y las fases descritas por Kindleberger ayudan a entender la gestación, estallido y resolución de la crisis japonesa. Eso no elimina, desde luego, la singularidad del caso que estudiaremos a continuación.

2.1 *La apreciación acelerada del yen*

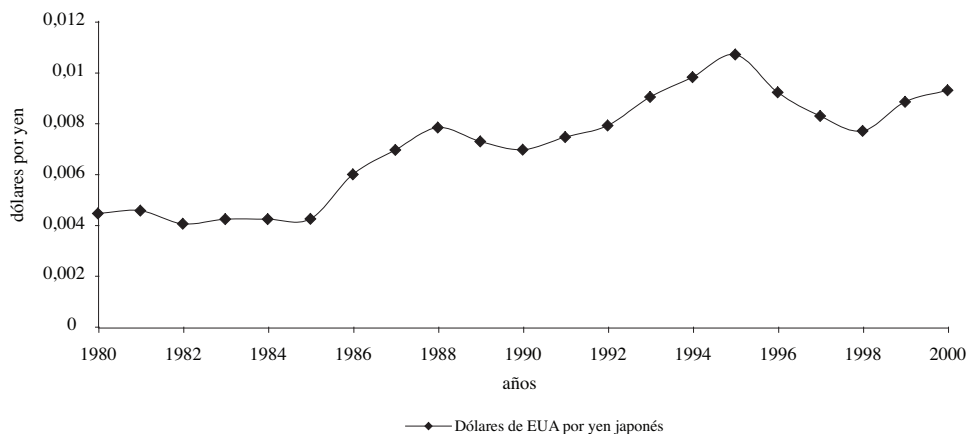
Uno de los factores que cambió la economía política del Japón en la segunda mitad de los años 80, fue la apreciación acelerada del yen. El antecedente de ese ajuste se encuentra en la reunión del 22 de septiembre de 1985, en el Hotel Plaza Athénée de Nueva York, de los cinco países más ricos del mundo (EUA, Japón, Alemania, Francia y Reino Unido), invitados por el secretario del Tesoro, James Baker. El objetivo de los americanos consistía en hacer firmar a sus interlocutores el compromiso de apreciar sus monedas para que ese país redujera su déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos. Para el Japón, la firma de ese acuerdo significaba renunciar a la política de tipo de cambio subvaluado que había logrado mantener hasta ese momento y, el cual, había sido uno de los determinantes para alcanzar el liderazgo en el comercio internacional.²⁸

El resultado del acuerdo mencionado fue inmediato: un año más tarde, el dólar había caído 40% frente al marco y al yen, las monedas de los dos países derrotados en la Segunda Guerra Mundial, cuyas economías habían sido recons-

²⁸ La historia del yen después de la Segunda Guerra Mundial es, en breve, la siguiente: en abril de 1949 el gobierno japonés fijó el valor del yen en 362 yenes por dólar. Dicho valor se mantuvo hasta 1971. A partir de entonces registró un proceso paulatino de apreciación, que no afectó significativamente sus exportaciones y los enormes superávits acumulados en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Los acuerdos del Hotel Plaza modifican radicalmente el ritmo de apreciación del yen registrado hasta 1985.

truidas con el apoyo de EUA. El éxito del acuerdo del Plaza condujo a una nueva reunión, en febrero de 1987 en el Louvre de París, en la que el G5 se convirtió en G6 al incluir al Canadá. Según el acuerdo anunciado, el objetivo de los países participantes en París sería detener la caída del dólar, sobre todo mediante la suspensión de la venta de dólares por parte de sus bancos centrales. Por su lado, se esperaba que el Sistema de la Reserva Federal subiría sus tasas de interés, para estimular su compra. El acuerdo del Louvre quedó sin efecto, ya que el nuevo titular del banco central norteamericano, Alan Greenspan eligió bajarlas.

Gráfica 1
Dólares de EUA por yen de Japón, 1980-2000



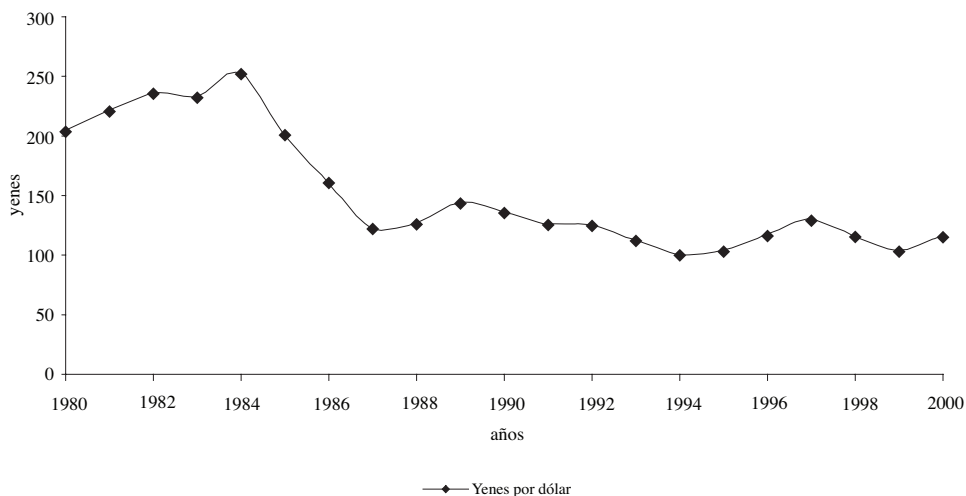
Fuente: Elaboración del autor con base en información del BJ.

Como se observa en la Gráfica 1, entre 1985 y 1988, que es el periodo que precede al *crac*, el valor del yen pasó de 0,004 dólares a 0,008 dólares por yen, equivalente a una apreciación de 50%.

Es importante mencionar como antecedente del acuerdo del Plaza, que en 1985 Japón se había convertido en el acreedor más importante del mundo, gracias a la enorme cuota del mercado de las exportaciones que había alcanzado hasta enton-

ces. Algunos analistas consideraban que la economía japonesa podía alcanzar a la norteamericana. Por su parte, EUA, que durante muchos años se había beneficiado de esa posición, se transformó en un país deudor por primera vez desde el final de la Primera Guerra Mundial. De ahí el interés de los americanos en forzar la apreciación de las divisas de los países mencionados y, en consecuencia, la depreciación del dólar. Este proceso, visto desde la cantidad de yenes que un dólar puede comprar, se muestra en la Gráfica 2.

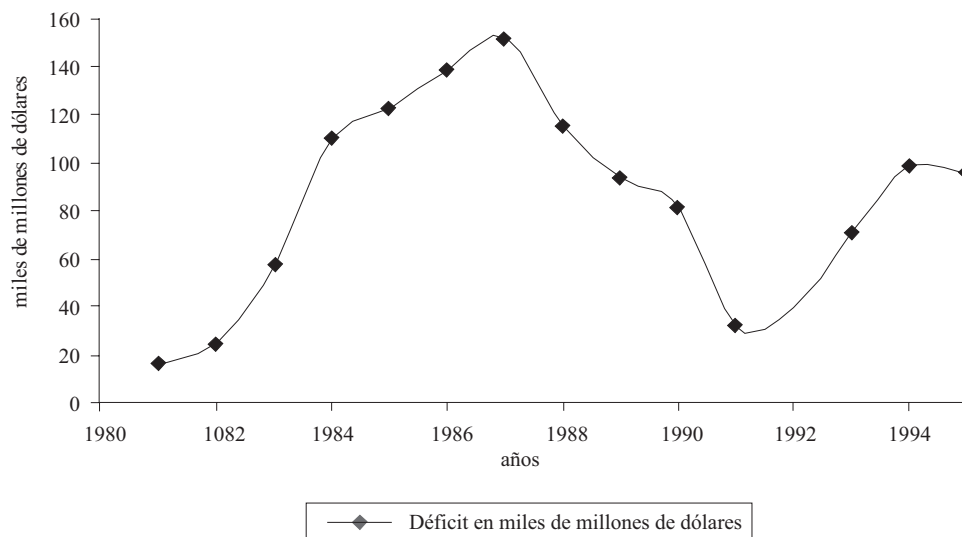
Gráfica 2
Yenes por un dólar de EUA



Fuente: Elaboración del autor con información del BI.

El efecto inmediato de los ajustes acordados en el Hotel Plaza fue la reducción del ritmo de crecimiento de las exportaciones japonesas. Por su parte, la depreciación del dólar permitió que entre 1987 y 1991, EUA disminuyera el déficit de su balanza comercial. El regreso a los déficit elevados registrado en los años siguientes, sobre todo a partir de 1992, se tradujo en nuevas presiones a los gobiernos de los países superavitarios como el Japón.

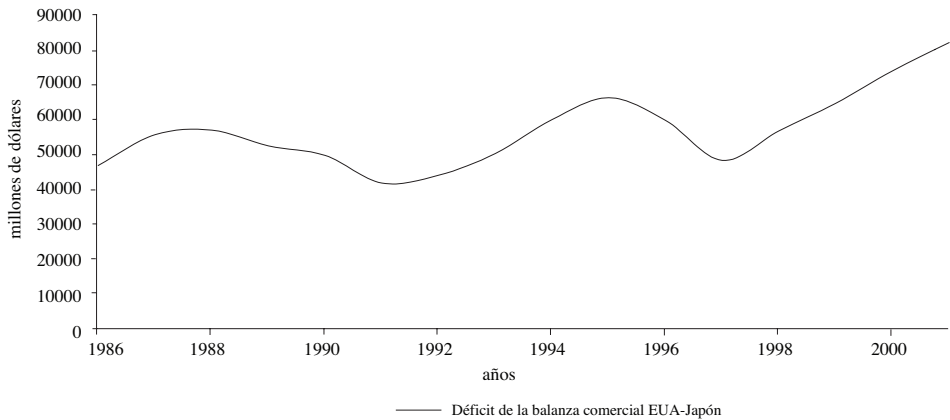
Gráfica 3
EUA, déficit de la Balanza Comercial de Bienes y Servicios, 1980-1995



Fuente: US Census Bureau. Foreign Trade Division.

En todo caso, el efecto de los acuerdos del Plaza fue muy claro: entre 1987 y 1991 el déficit de la Balanza Comercial de Bienes y Servicios de EUA pasó de 151 mil millones de dólares a 31 mil millones de dólares, cifra cercana a la registrada diez años atrás. Como se muestra en la Gráfica 4, en esa recuperación jugó un papel importante la caída del déficit de EUA con Japón en el mismo periodo.

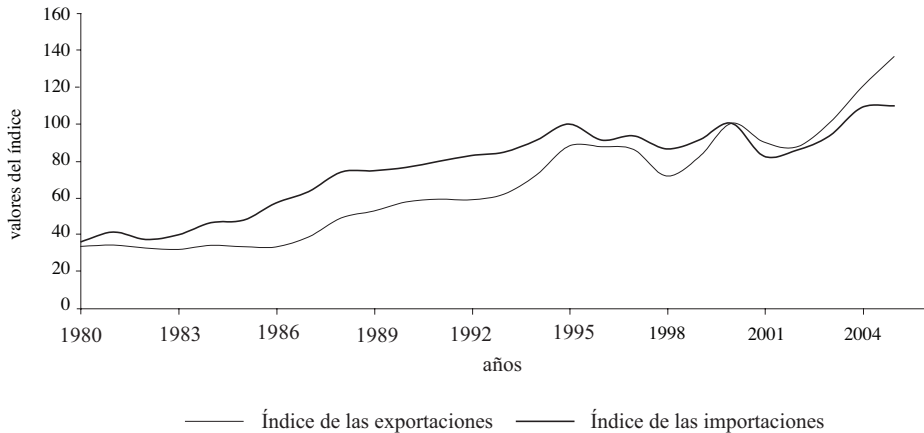
Gráfica 4
Déficit de la Balanza Comercial EUA-Japón, 1986-2001



Fuente: US Census Bureau. Foreign Trade Division.

Como podía anticiparse, pese a los ajustes de precios que realizaron las empresas exportadoras para evitar reducciones mayores de sus ventas al exterior, el superávit generado por Japón en su comercio con el resto del mundo detuvo su ritmo de crecimiento. En ese resultado se combinaron los dos componentes: las exportaciones perdieron parte de su ritmo de crecimiento, mientras que las importaciones crecieron a tasas mayores a las registradas en los años anteriores. Para ilustrar el efecto de esa dinámica se muestra el dato siguiente: entre 1988 y 1989, el superávit del Japón pasó de 95,300 a 60,000 mdd, lo que significa una reducción de 37%. Cabe señalar que en los años 90, sobre todo a partir de 1994 se recrudecieron las presiones del gobierno de EUA sobre el de Japón, acusándolo entre otras cosas de proteccionista. Como puede observarse en la Gráfica 5, las presiones externas y la continua apreciación del yen contribuyeron a que durante la segunda mitad de la década de los 90, las exportaciones japonesas se estancaran, mientras las importaciones registraban un comportamiento errático, pero con la tendencia a reducir el superávit comercial, al punto en que en los primeros años de la primera década del siglo XXI se convierte en déficit.

Gráfica 5
Índice de las exportaciones y las importaciones de Japón, 1980-2005
(año 2000=100)



Fuente: US Census Bureau. Foreign Trade Division.

2.2 La primera etapa de la liberalización y desreglamentación del sistema financiero

Según Toya, la liberalización financiera que el gobierno japonés puso en marcha a inicios de los años 80, tuvo sus orígenes en el déficit público originado por la crisis del petróleo de 1973. La emisión masiva de bonos públicos requeridos en los años siguientes obligó al poderoso MF a crear, en 1977, un mercado secundario de deuda pública y a introducir, un año después, un sistema de subastas de bonos. Con ello buscaba reducir la dependencia del gobierno del financiamiento bancario y dar los primeros pasos hacia la creación de mercados financieros modernos, como los que funcionaban en los otros países industriales. Desde el punto de vista político, esas primeras medidas buscaban acabar con el sistema llamado *convoy*, que tenía como locomotora al MF.²⁹

²⁹ Se llama *convoy* porque todos los componentes del sistema financiero seguían las directrices impuestas por el MF, que funcionaba como la locomotora que distribuye la carga y las ganancias para cada participante, pero a una velocidad impuesta por el vagón más lento. Véase, Toya (2006: 15). Según este autor, las reformas eran necesarias para que las instituciones financieras de Japón pudieran adaptarse a las innovaciones tecnológicas y financieras que ocurrían en un mundo cada vez más globalizado, sobre todo en el ámbito financiero. Véase, Toya (2006: 16).

Toya sostiene que, como en los demás países, en donde se hicieron reformas semejantes, la liberalización se acompañó de la desregulación. Las primeras medidas hacia la desregulación se pusieron en marcha en 1984, en parte respondiendo a la presión de EUA, reflejada en el reporte publicado poco antes por el Comité EUA-Japón sobre el dólar-yen. La desregulación tuvo por objeto, en sus primeras etapas, disminuir algunos controles que el MF ejercía sobre las instituciones financieras.

En 1987 se aprobó una reforma adicional, que consistió en suprimir algunos requisitos para la emisión y colocación en el mercado de bonos emitidos por las grandes empresas. De ese modo, las grandes empresas pudieron, al igual que el gobierno, acceder a mecanismos de financiamiento directo, por lo cual también rompieron su dependencia histórica de los bancos.

Con la liberalización y la desregulación, los bancos perdieron algunos negocios pero ganaron en margen de maniobra. Por su parte, los ahorradores y los demandantes de recursos pudieron negociar directamente los financiamientos sin la intervención de los bancos.³⁰

Antes de la reforma, los grandes bancos debían apoyar prioritariamente a las grandes empresas manufactureras. Uno de los principales apoyos consistió en financiamientos abundantes y a tasas bajas. Para esa política resultó fundamental la elevada propensión al ahorro de la sociedad japonesa, que aseguraba una oferta continua y creciente de recursos y permitía la fijación de tasas de interés pasivas bajas. El Cuadro 1 ilustra la situación de Japón respecto a EUA y Alemania.

Cuadro 1
Ahorro total como % del PIB en Japón, EUA y Alemania

<i>Años</i>	<i>Ahorro total como % del PIB</i>		
	<i>Japón</i>	<i>EUA</i>	<i>Alemania</i>
1960	34	19	29
1970	40	18	30
1980	31	17	25
1994	32	15	22

Fuente: Banco Mundial (varios años). Citado por Obregón (1997: 250).

Cuando el gobierno necesitaba recursos, el sistema funcionaba de modo que los bancos compraran a tasas bajas los bonos emitidos por el gobierno, aprovechando los cuantiosos depósitos que aquellos captaban del público. El MF también

³⁰ Toya (2006: 108).

regulaba las tasas de interés activas aplicables de los distintos deudores, de manera que los márgenes con los que trabajaban los bancos era un residuo programado. En realidad, la utilidad de los bancos obtenida era una renta, independiente de su desempeño, que fijaba el MF.

El punto central de la primera etapa de la liberación es que para mediados de los años 80, las grandes empresas pudieron obtener un porcentaje creciente de sus necesidades financieras de los nuevos mercados financieros, reduciendo la dependencia que tenían de los bancos. Así, entre 1983 y 1989, la proporción del financiamiento bancario de las empresas cotizadas en bolsa, relativas al total de sus requerimientos financieros, pasó de 29.5 a 16.5%.³¹

En un contexto de fuerte expansión de recursos disponibles, la pérdida de una parte del mercado de las grandes empresas significó un duro golpe para los bancos. Si no encontraban destinos alternativos para esos recursos, se verían obligadas a reducir su volumen de actividad. Según Toya, debido a que el MF no les autorizó diversificarse como ellos hubieran deseado. No obstante, pudieron aumentar el crédito a las empresas pertenecientes al sector inmobiliario y a empresas manufactureras medianas y pequeñas, sobre todo con aquellas con las que estaban relacionados como grupo, pero con las cuales corrían más riesgos que los correspondientes a los grandes consorcios.³²

En relación al efecto que tuvo la liberalización de las tasas en las operaciones pasivas de los bancos, Toya señala que no produjeron un cambio significativo: la participación de los depósitos en los portafolios de las familias permaneció sin grandes cambios. Eso significa que siguieron creciendo. En efecto, según Kawai, los depósitos crecientes acompañaron la gran expansión crediticia que comenzó en 1986.³³

Eso significa que los depositantes no tuvieron ningún temor de que sus depósitos pudieran sufrir pérdidas. Históricamente, ningún banco había tenido problemas para rembolsar los depósitos. Además, en 1971 se creó el Seguro de Depósitos de Japón.

2.3 La política monetaria de los años 80

Muchos autores coinciden en que el BJ, presionado tal vez por el MF, mantuvo de 1986 a 1989, una política monetaria expansiva que contribuyó al crecimiento de las

³¹ Véase Toya (2006: 109).

³² Toya (2006: 110 y 113).

³³ Kawai (2003: 3 y 24).

burbujas. Después, con las alzas en su tasa de interés a partir de 1989, provocó su estallido.³⁴

La historia de la política monetaria de los años 80 puede ser resumida del siguiente modo: en marzo de 1980, el banco central reaccionó conservadoramente frente al buen desempeño de la economía durante 1979, que había registrado un aumento de 5.5%. A principios del año subió su tasa de interés de 7.25 a 9%. Pero en agosto de ese año, ya se sabía que la economía crecería a una tasa mucho menor que la de 1979, y el banco bajó su tasa primero a 8.25%, y en noviembre lo hizo de nueva cuenta para situarla en 7.25%, retomando el nivel que tenía al principio del año. La tasa de crecimiento del PIB en 1980 fue de aproximadamente la mitad de la alcanzada en 1979. Para 1981 se esperaba un ritmo de crecimiento igualmente mediocre. El BJ redujo su tasa nuevamente en dos ocasiones, primero en marzo para fijarla en 6.25% y en diciembre, situándola en 5.5%. Ese nivel se mantuvo a lo largo de 1982. Pero la evolución desfavorable de la economía en 1983, propició que el banco redujera otra vez su tasa para establecerse en 5.0%, porcentaje que mantuvo durante 1984 y 1985.

Las presiones de EUA y los acuerdos del Hotel Plaza en septiembre de 1985 llevaron a las autoridades del BJ y del MF a la necesidad de poner en marcha una política monetaria que evitara a la economía japonesa caer en una fase recesiva. Eso condujo a reducciones adicionales de la tasa de interés del banco central. La nueva política se puso en marcha desde comienzos de 1986. La tasa de interés que había permanecido desde diciembre de 1983 en 5 se redujo a 4.75% en enero, a 3.25 en noviembre y a 2.75% en febrero de 1987. Esta cifra se mantuvo durante 27 meses, es decir hasta mayo de 1989. Las metas buscadas por el banco central se alcanzaron: en 1988 la tasa de crecimiento del PIB llegó a 6%. Sin embargo, los efectos secundarios fueron enormes.

El principal de ellos fue consecuencia directa de la mayor disponibilidad de crédito que generó la política monetaria del banco central; crecieron en forma acelerada los precios de dos activos: los valores de las empresas cotizadas en la Bolsa de Tokio y los correspondientes a los bienes raíces de las principales ciudades de Japón.³⁵

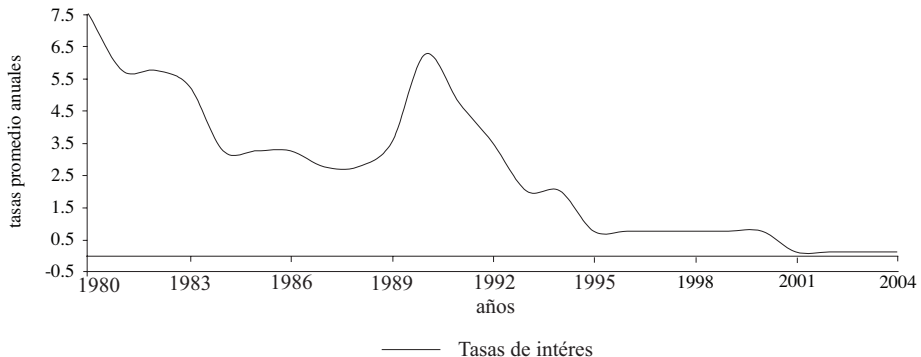
³⁴ Marichal (2010: 237 y ss. y 390) hace una síntesis de esta crisis.

³⁵ Es importante recordar que no fue un aumento en los precios o una expectativa de inflación lo que llevó al BJ a ajustar sus tasas de interés al alza. De hecho, en la segunda mitad de los años 80 el Índice Nacional de Precios al Consumir registró una tasa anual promedio de aumento de .3%, mientras que en la primera mitad la cifra fue de 5.2%.

Cuando las autoridades consideraron que era el momento de parar ese proceso procedieron a dar un golpe de timón. A partir de mayo de 1989 se registró una serie de aumentos en la tasa de interés oficial del BJ. Desde 2.75% prevaleciente en abril de 1989 se llegó a 6% en 1991.

Todo parece indicar que los movimientos a la baja de la tasa de interés y el mantenimiento de 2.75% durante un periodo prolongado de tiempo estimularon la expansión de la burbuja. En el otro sentido, las alzas impuestas a partir de 1989 contribuyeron a la caída de precios de las acciones de la Bolsa de Tokio. La gráfica siguiente muestra los niveles de la tasa de interés por trimestres, de 1984 a 1995. Las bajas tasas de interés de 1986 a 1989 acompañaron al auge, los incrementos abruptos registrados entre 1989-91 provocaron el *crac* y las disminuciones que comenzaron en 1991, después del desplome de los precios de los bienes raíces, y que hicieron que en 1995 la tasa de interés se ubicara en 0.5%%, reflejan los tres momentos del ciclo: primero el del auge, luego el *crac* y por último la crisis.

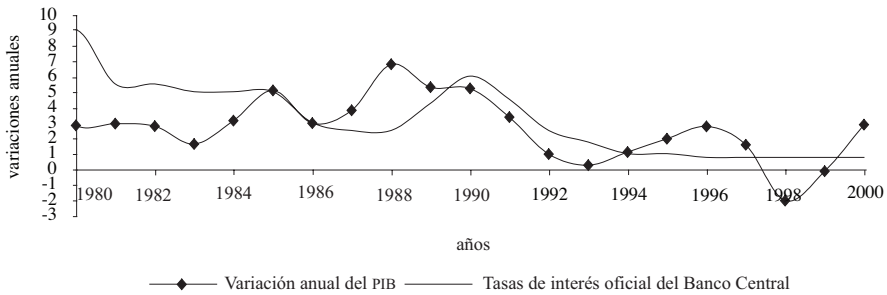
Gráfica 6
Tasas de interés del Banco de Japón, 1980-2004



Fuente: Elaboración del autor con base en información del BJ.

Por lo que se refiere a la relación entre las tasas de interés y el ritmo de crecimiento del PIB, en la Gráfica 7 se resume lo ocurrido entre 1980 a 1999.

Gráfica 7
Variación anual del PIB y Tasas de interés del Banco de Japón,
1980-1998



Fuente: Elaboración del autor con base en información del BI.

Como puede observarse, existe una correspondencia entre las tasas de crecimiento del PIB y las variaciones de la tasa de interés oficial del banco central. Estas variaciones son al mismo tiempo efecto y causa de los cambios en el ritmo de crecimiento del producto. En los años 1980-1985, el banco central responde a la caída en la tasa de crecimiento del PIB con bajas sucesivas en su tasa de interés. La reacción del instituto central busca amortiguar la pérdida de dinamismo de la economía provocada por los aumentos del precio del petróleo y, por un estímulo a la demanda interna, buscar la recuperación de los altos ritmos de crecimiento. En efecto, si se comparan los cambios de la tasa entre 1980 y 1985, se observa que en los primeros tres años, la tasa de interés baja de 9 a 5%. Estos ajustes en la política monetaria y el mantenimiento durante tres años de ese 5% contribuyen a que el PIB se recupere y alcance, en 1985, una tasa de crecimiento de 5%.

Como se ha mencionado, los cambios de 1986 a 1989, con bajas significativas de la tasa de interés, obedecen a una reacción del banco central frente a lo que supone será la pérdida de dinamismo de la economía, como consecuencia de la apreciación del yen. En efecto, los acuerdos del Hotel Plaza y la inevitable apreciación del yen que constituye su consecuencia más importante, siembran el pesimismo en las autoridades japonesas. A partir de 1986, el BI, seguramente en coordinación con el MF, decide aplicar una política monetaria más expansiva,

respecto de la que ha aplicado durante la primera mitad de los 80. Los ajustes son radicales: en enero de 1986 imponen el primer cambio de la tasa de interés, de 5 a 4.5%. En marzo de ese mismo año bajan la tasa a 4.0%, en abril a 3.5%, en noviembre a 3.0% y en febrero de 1987 a 2.5%, nivel que se mantuvo hasta mayo de 1989.

No existe ninguna duda de que la política monetaria expansiva puesta en marcha en 1986 logró sus objetivos; ese año, la tasa de crecimiento del PIB fue de apenas 3%, posteriormente alcanzó 5% de crecimiento registrado en 1985, confirmando que la abrupta apreciación del yen tendría importantes efectos negativos en la economía. Pero en 1987 se alcanzó 4% y en 1988, es decir, sólo dos años después de haber iniciado la nueva política monetaria expansiva, el PIB creció a una tasa superior a 6%.

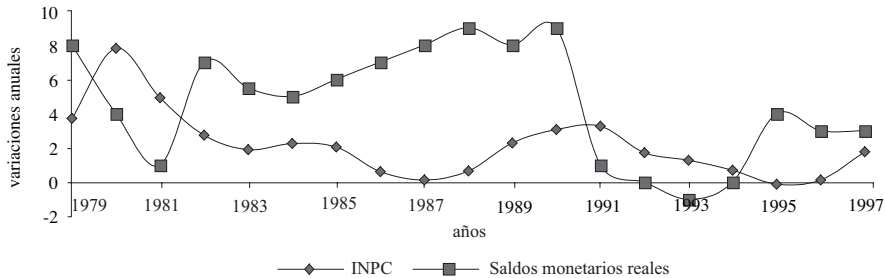
Conseguido este objetivo, quedó como preocupación central el efecto que estaba teniendo en la economía el crecimiento de los precios de las acciones y de los bienes raíces. Las autoridades del MF y del BJ decidieron cambiar de estrategia. En mayo de 1989, por primera vez en nueve años, se anunció un alza en su tasa de interés, a la cual le siguieron otras que claramente reflejaron la intención de las autoridades de parar el boom crediticio.

2.3.1 Saldos monetarios reales y crédito otorgado por los bancos a la economía

La política monetaria expansiva de 1986 a 1989 se reflejó, entre otros indicadores, en los saldos reales de dinero que mantuvieron los agentes y en el volumen de crédito canalizado por los bancos a la economía.

Por lo que atañe al primer punto, entre 1984 y 1988, los saldos reales de dinero que mantuvieron los agentes experimentaron un aumento medio de 10.8% anual, muy por encima del crecimiento nominal del PIB, gracias a un efecto combinado de mayor demanda de liquidez con una caída en el Índice Feneral de Precios. A partir del cambio en la política monetaria de 1989-1990, los saldos cayeron, para recuperarse cuando el banco central, después del *crac*, puso de nuevo en marcha una política de tasas de interés cada vez menores, acompañada de una oferta monetaria más amplia.

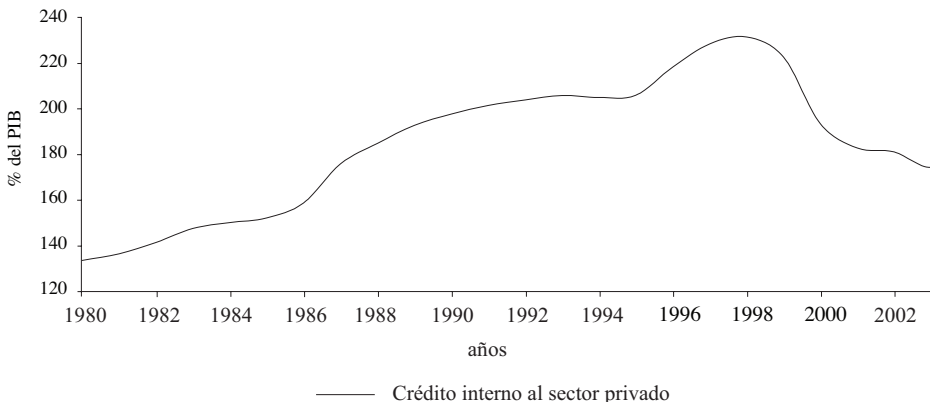
Gráfica 8
Variación anual de los precios y de los saldos monetarios reales



Fuente: Sekine (1998: 38).

El cambio que tuvo un mayor impacto en la economía fue el del crédito. La expansión crediticia propiciada por la política del banco central no se tradujo, como ya se señaló, en aumentos en el Índice General de Precios, sino en los precios de dos activos: los correspondientes a las acciones cotizadas en la Bolsa de Valores de Tokio y en los precios de los bienes raíces de las grandes ciudades. Entre 1983 y 1990, el crédito bancario creció a una tasa anual promedio de 10%. En la Gráfica 9 se muestra la evolución de los créditos y los descuentos otorgados por los bancos a la economía.

Gráfica 9
Crédito interno al sector privado como % del PIB, 1980-2003



Fuente: Elaboración del autor con base en información de Kawai (2006:113).

Según Toya, durante la expansión crediticia de 1986-1989, los bancos incrementaron los créditos, sobre todo a los comerciantes (mayoristas y minoristas), a las empresas de finanzas y seguros y a las vinculadas con la construcción y la compra venta de bienes raíces. Una menor parte se canalizó a las empresas manufactureras, en especial a las pequeñas y medianas. Probablemente las mayoría de las empresas beneficiadas formaban parte de la red de los bancos, que era una de las restricciones a las que debían sujetarse, pero esas relaciones no implicaban que los riesgos de crédito fueran menores a los que se corrían prestando de forma más abierta.³⁶ El mismo autor señala que buena parte de las garantías de los créditos fueron precisamente los bienes raíces, cuyos precios se fueron a las nubes.

Kawai presenta el siguiente resumen de los créditos canalizados a la economía durante el periodo de gran expansión crediticia.

Cuadro 2
Crédito otorgado por el sistema bancario a la economía en billones de yenes, 1983-1990

Años	Total de crédito	Sector manufacturero	Sectores distintos al manufacturero	Bienes raíces	Construcción	Finanzas y seguros	Personas físicas	Otros
1983	201170	56903	116964	14353	10551	12378	20710	6595
1990	408791	61465	270438	48473	20862	43171	57961	11441
2003	414164	55716	241363	50483	20411	34964	103232	13853
Tasa anual de crecimiento promedio, 1983-90	10.6	1.1	12.7	19	10.2	20.3	17.8	8.3
Tasa anual de crecimiento promedio, 1990-2003	-0.10	-0.75	-0.87	0.31	-0.16	-1.989	3.59	1.33

Fuente: Kawai (2003: 4).

El riesgo que corrían banqueros y deudores era, desde luego, que cayeran los precios de los activos que servían de colateral y desequilibraran los balances de los deudores. Una fuerte baja en el valor de los activos, mientras aumentaban los

³⁶ Toya se apoya en otros autores para decir que en este proceso los bancos tomaron más riesgos en demérito de su salud financiera. Véase, Toya (2006: 113).

pasivos monetarios afectaría el patrimonio neto de los deudores, cuyas dificultades serían transmitidas a los bancos por medio de un aumento en la morosidad y las carteras vencidas. De ese modo, los desequilibrios en los balances de los deudores se trasladarían a los bancos y luego a la economía, mediante una contracción del crédito otorgado por los bancos. La información de Kawai indica que entre 1983 y 1990, el crédito bancario a la economía registró una tasa de crecimiento anual promedio de 10.6%, pero que entre 1990 y 2003 el crédito se estancó. La excepción fue el crédito a las personas físicas, el cual, durante el primer periodo mencionado creció a una tasa anual de 17.8% para bajar entre 1990 y 2003 a 3.59%.

2.3.2 Los riesgos bancarios durante el auge crediticio

Los problemas de los bancos tienen como origen los riesgos en los que incurrieron en el otorgamiento de los créditos, durante la fase de expansión. Según la oficina de análisis económico del banco francés Paribas, luego de las reformas financieras, los bancos diversificaron su clientela, pero al hacerlo relajaron las exigencias de márgenes, tomaron riesgos de tasas de interés con créditos de largo plazo que financiaban con pasivos de corto plazo y asumieron altos riesgos de crédito, al sobrevaular las garantías otorgadas por los deudores, para asegurar el pago de sus créditos. Como consecuencia, los resultados financieros obtenidos con la nueva política contrastaron con los obtenidos durante el largo periodo en el que operaron bajo el manto protector del MF. También fueron muy distintos a los registrados por sus pares en otros países.³⁷

En efecto, según el FMI y Deckle (1997), citados por los analistas de Paribas, durante el periodo de 1985 a 1994, los bancos japoneses obtuvieron un rendimiento sobre activos de solamente 0.5%, que se compara desfavorablemente con 1.7% en promedio que reportaron los bancos de Canadá, Reino Unido y EUA.³⁸

Muchos autores coinciden en que los riesgos tomados por los bancos no pudieron corregirse oportunamente, debido a los huecos creados por la nueva regulación y a la débil supervisión de los bancos por parte del MF, durante los años de auge crediticio. Según Toya, los cambios en la regulación, sin los ajustes correspondientes en la formación de los banqueros para una adecuada gestión de riesgos y en las facultades y los recursos del supervisor, se convirtieron en factores determinantes de la crisis.³⁹

³⁷ BNP (1995: 1).

³⁸ Véase Toya (2006: 106).

³⁹ Toya recuerda que Horiuchi (1998), atribuyó una regulación inadecuada y las fallas en el monitoreo de los bancos. Según el mismo autor, otros analistas atribuyen los problemas a la forma parcial en la que se desregularon los productos financieros del sistema bancario, respecto a la liberalización más completa que se autorizó para los productos financieros existentes en los mercados de capitales. Véase, Toya (2006: 113).

2.4 La política fiscal

El crecimiento económico inducido por la política monetaria expansiva permitió que durante la segunda mitad de los años 80 el gobierno redujera el monto y la proporción del déficit fiscal. Con ello lograba un respiro después de los años difíciles provocados sobre todo por el aumento en el precio de petróleo de 1973.⁴⁰

Conviene a este propósito hacer un poco de historia. A raíz de esos aumentos en el precio del petróleo, la economía japonesa redujo su ritmo de crecimiento. Uno de los principales efectos negativos de esa reducción fue la disminución de los ingresos del gobierno. Dado que la crisis había impactado a la economía en su conjunto, el gobierno consideró necesario aumentar sus gastos, siguiendo la recomendación keynesiana de que el incremento en la inversión y el gasto públicos permite amortiguar los efectos recesivos de un *shock* como el originado por el aumento del precio del petróleo.

El efecto negativo en el déficit fue tan importante, que en 1975 el gobierno se vio obligado a pedir autorización al Parlamento, para emitir bonos especiales y de esta forma financiarlo. Así, en el presupuesto de 1979, el monto de la deuda neta representaba 34.7% del total de gastos presupuestados.

El déficit y la deuda públicos se convirtieron en un asunto político. Una parte de la opinión pública presionaba al gobierno para encontrar una solución. La recuperación de la economía durante los años 80, sobre todo los avances registrados en la segunda mitad, permitieron que el gobierno redujera su déficit y el porcentaje que representaba el endeudamiento neto como proporción del gasto público.

Gracias a los mayores ingresos fiscales obtenidos y a los esfuerzos para contener el gasto, se logró reducir el porcentaje del gasto total que debía financiarse con deuda: en 1990 bajó a 9.5%. Fue un record en relación con los 16 años anteriores.

El problema del déficit fiscal llevó a algunos analistas a afirmar que el saneamiento de las finanzas públicas era un propósito no declarado de la política monetaria expansiva que se siguió durante el periodo 1986-1989.⁴¹

El fin de esa política tuvo efectos negativos en las finanzas públicas. La caída en la tasa de crecimiento del PIB, con los consecuentes ajustes en los ingresos fiscales, y, sobre todo, la necesidad de utilizar el gasto público como instrumento anticíclico, provocaron nuevos desequilibrios y mayores ritmos de crecimiento de

⁴⁰ Carlos Marichal nos recuerda que el precio del barril de petróleo subió en poco tiempo de 3 a 12 dólares, afectando sobre todo a las economías que no lo tienen, como el Japón. El precio siguió aumentando hasta alcanzar un nuevo pico en 1979, mayor que el de 1973, como consecuencia de la caída del régimen dictatorial del Shah Reza Pahlavi en Irán.

⁴¹ Véase, Toya (2006: 127).

la deuda pública: para 1998 el presupuesto estimaba que la deuda debía financiar 20% del gasto público. Para 1999 esa cifra se elevó a 40.3%.

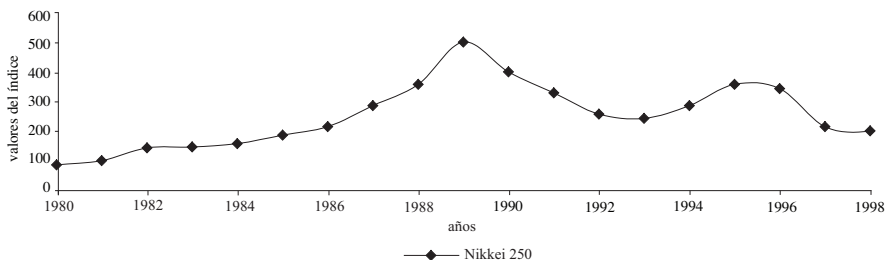
Otra manera de ver los efectos de la crisis en las finanzas públicas es mediante la proporción de la deuda y el PIB. Entre 1990 y 2000, el saldo de la deuda pública como porcentaje del PIB pasó de 70 a 120%. Es decir, la crisis financiera se convirtió también en crisis fiscal.

3. El estallido de la burbuja y las primeras medidas para la resolución de la crisis

3.1 El crac bursátil y el de los bienes raíces

Como se mencionó anteriormente, en 1989 el BJ consideró que había llegado el momento de interrumpir la política monetaria expansiva. Ese año subió tres veces su tasa de interés. El primer ajuste se llevó a cabo el 31 de mayo, subiendo de 2.75 a 3.50%; el 11 de octubre la aumentó a 4.25% y el 25 de diciembre la fijó en 4.5%. Lo anterior implica un aumento de 63% en sólo siete meses. Pocos días después, estalló la burbuja bursátil.

Gráfica 10
Japón
Índice Nikkei 250 1980=100



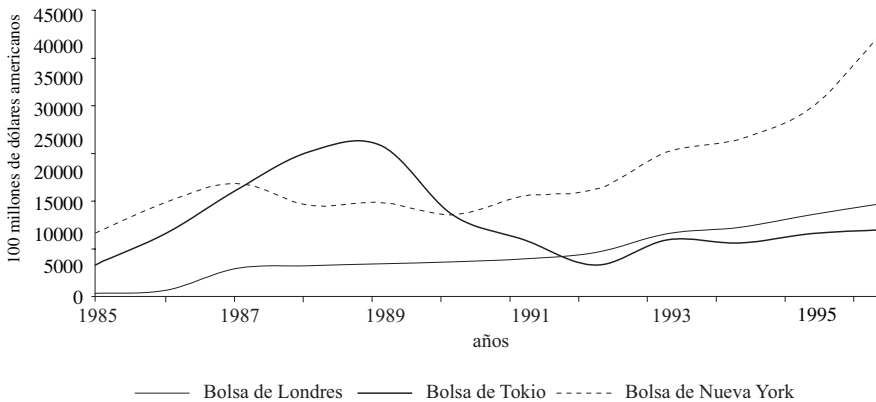
Fuente: Elaboración propia con datos del BJ.

Los datos anteriores sugieren que existe una relación de causalidad entre el alza vertiginosa de las tasas de interés del banco central y el *crac* bursátil. En efecto, a finales de diciembre de 1989 parecía que los inversionistas estaban esperando una señal para dar las órdenes de venta. El cambio abrupto de las tasas de interés se convirtió en el detonante que puso fin a ascenso que duró toda la década. Como

se observa en la Gráfica 10, en el momento del *crac*, es decir a finales de 1989, los precios alcanzados por el índice Nikkei 225⁴² eran equivalentes a cinco veces los de 1980. Eso sugiere que los precios de las acciones alcanzaron valores que no tenían ninguna relación con las utilidades históricas o esperadas de las empresas. En los dos años siguientes al pico, el índice perdió más de la mitad del valor alcanzado en 1989. Luego continuó bajando, para recuperarse parcialmente, después de los buenos resultados de la economía en 1994-1995 y terminar la década con nuevas bajas.

El ascenso de la segunda mitad de la década de los 80, el *crac* de 1989 y luego el descenso del volumen de operaciones de la Bolsa de Valores de Tokio, comparando con lo sucedido en las bolsa de Londres y Nueva York se ilustra en la siguiente gráfica.

Gráfica 11
Volumen de transacciones en las bolsas de Londres, Tokio y Nueva York, 1985-1996



Fuente: Toya (2006: 105).

Llama la atención que el auge bursátil en Tokio llegara a superar el nivel de actividad registrado por la Bolsa de Nueva York. Según *The Economist*, la capitalización bursátil de la Bolsa de Tokio era igual a la mitad de la capitalización

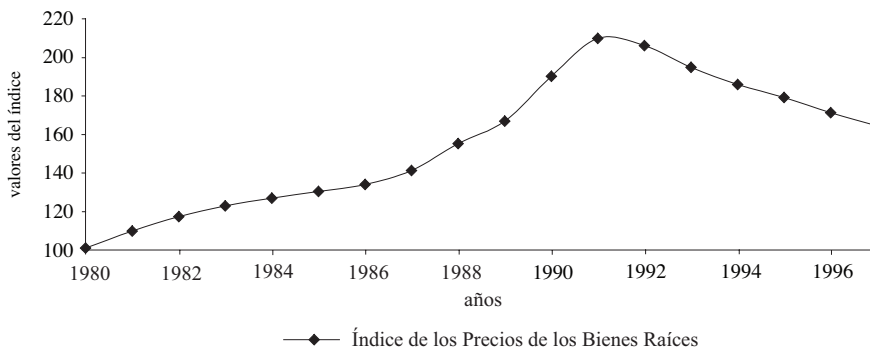
⁴² El Índice Nikkei 225 reúne a las 225 mayores empresas seleccionadas de los 450 valores más líquidos del primer mercado de la Bolsa de Tokio.

bursátil de todo el mundo.⁴³ La caída del Nikkei 225, en diciembre de 1989 y sus secuelas, modificaron la posición relativa de las bolsas de valores. La disminución de la Bolsa de Tokio contrasta con el auge de Wall Street y con el ascenso lento pero ininterrumpido de la Bolsa de Londres.

3.2 La caída de los precios de los bienes raíces

Respecto al otro componente de la burbuja, es decir a la expansión y luego caída de los precios de los bienes raíces, la explicación parece estar también ligada al crecimiento de los créditos bancarios, otorgados a individuos y empresas vinculadas al sector inmobiliario y de la construcción. El auge se mantuvo mientras se reunieron dos condiciones: las expectativas de los agentes respecto al alza de los precios de los bienes raíces y la disponibilidad creciente de crédito a tasas bajas. Siguiendo a Kindleberger, la gran mayoría de esos agentes asumió que el precio de estos activos mantendría su ritmo de crecimiento y que si hubiera un pequeño ajuste, no reflejaría sino una interrupción pasajera, a condición de que el crédito mantuviera su dinámica.

Gráfica 12
Japón
Índice de los Precios de los Bienes Raíces, 1980=100



Fuente: Elaboración propia con datos del BJ.

⁴³ *The Economist* (2006).

Como se observa en la Gráfica 11, el crecimiento de los precios de los bienes raíces viene de lejos, pero con tendencias contrastantes. Siguiendo el registro de finales de los años 70, los precios de los bienes raíces continuaron subiendo durante la primera mitad de la década de los años 80. Sin embargo, era notorio que 1980 y 1985 el crecimiento de los precios se iba debilitando: el aumento de cada año fue menor al anterior, lo que significa que el índice tendía a estabilizarse mediante incrementos modestos. Acumulativamente, en el periodo de 1980 a 1985 el aumento del índice fue de 25% (en valor pasó de 100 a 125). Sin embargo, a partir de 1986 se observa una inflexión en la curva. Entre 1985 y 1991, el aumento del índice es de 67%, ya que pasa de 125 a 209.5. El pico se registra en 1991. A partir de ese año el descenso fue ininterrumpido, perdiendo a lo largo de los años siguientes la mayor parte de las ganancias acumuladas en la década anterior.

Al igual de lo que ocurrió con la Bolsa de Valores, el BJ jugó un papel crucial en el estallido de la burbuja inmobiliaria. En efecto, no obstante lo ocurrido con los precios de las acciones a finales de 1989, el instituto central insistió en seguir subiendo su tasa de interés. En agosto de 1990 la cifra llegó a 6%. Los incrementos impactaron esta vez a los precios de los bienes raíces, que en 1991 comenzaron a bajar.

Como podía esperarse, ante el *crac* bursátil e inmobiliario, el banco central ajustó a la baja su tasa de interés, para muchos más lentamente de lo que tal vez habría sido necesario.

3.3 *El rescate bancario y el estancamiento económico*

Inmediatamente después de la caída en los precios de los bienes raíces, el banco redujo paulatinamente su tasa hasta que se ubicó en 0.5%. En lo inmediato, la mayor provisión de dinero produjo lo que Keynes llamó la trampa de la liquidez, lo cual quiere decir que las bajas sucesivas de la tasa de interés resultaron impotentes para estimular la recuperación de la economía. Los bancos contaban con los depósitos habituales y la liquidez aportada por el banco central, pero no tenían un número significativo de clientes a quienes prestarles con seguridad los recursos disponibles. La contracción del crédito fue paralela a la disminución de la inversión privada.

Para los bancos, la situación se complicaba: mientras sus ingresos de operación disminuían por los menores niveles de actividad, sus costos aumentaban como proporción de aquellos. Adicionalmente, los bancos se encontraban en la necesidad de crear provisiones para los créditos incobrables. Los que no pudieron encontrar soluciones a sus problemas terminaron en la quiebra. El problema de los bancos se convirtió en parte de la agenda política.

Toya lo explica del siguiente modo:

Conforme pasaban los años 90, la inestabilidad de las instituciones financieras se convirtió en el principal motivo de preocupación del país, mientras el número de colapsos bancarios aumentaba. Algunas instituciones pequeñas, cooperativas de crédito agrícola y bancos pequeños fueron los primeros en declararse en quiebra. En 1994 los titulares de los periódicos dieron cuenta de créditos indebidamente otorgados y problemas operativos en dos cooperativas de Tokio. En julio de 1995, Cosmo Credit Corporation siguió los mismos pasos, detonando una cadena de quiebras de instituciones pequeñas, sobre todo de cooperativas y bancos regionales. En los primeros meses de 1997 el Nippon Credit Bank requirió inyecciones de capital en la que intervinieron recursos públicos y privados. Poco después quebró Sanyo Secirities, que era una casa de bolsa de tamaño mediano. Después, también en 1997 quebró el Hokkaido Takushoku Bank, que formaba parte de los 20 bancos de depósito más grandes de Japón. En 1998 quebró el Long Term Credit Bank of Japan (que tenía activos por 240 mil millones de dólares, lo que la ubicaba entre los bancos más grandes del mundo), y en 1999 le siguió el Nippon Credit Bank (NCB).⁴⁴

Kawai sostiene que la historia de las carteras vencidas de los bancos empieza con la liberalización financiera de mediados de los 80. Los bancos quedaron en libertad de incursionar en nuevas áreas, financiando en particular a las hipotecarias (Jusen) y a otras empresas del sector inmobiliario.⁴⁵ Según él, la eliminación de los controles sobre las tasas de interés activas y pasivas intensificó la competencia entre los bancos, reduciendo los márgenes de intermediación. Para compensar esa situación, muchos bancos optaron por incrementar el crédito a sectores de mayor riesgo, como el crédito al consumo y a las pequeñas y medianas empresas. En la medida en que las grandes empresas manufactureras redujeron su demanda de crédito a los bancos, gracias al acceso que lograron tener en los mercados financieros, los bancos se vieron obligados a canalizar los recursos crecientes, disponibles a empresas pertenecientes a los sectores no manufactureros, la mayoría de ellos sin vínculos con el comercio exterior y por lo tanto menos expuestos a la competencia externa, y menos transparentes en el manejo de sus finanzas. El mismo autor comenta que las reglas prudenciales resultaron insuficientes sobre todo en lo relacionado con la

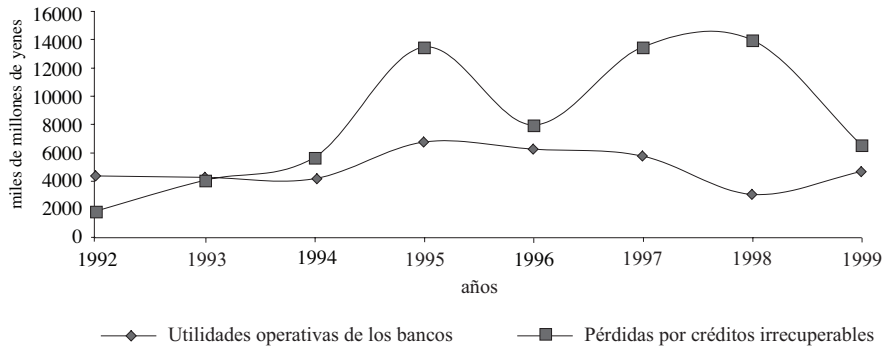
⁴⁴ Toya (2006: 114 y nota 21). Kawiai considera que en estos dos últimos casos, el gobierno se negó a absorber pérdidas con cargo al erario público, lo cual constituyó un comportamiento excepcional respecto a lo que había sido su política. Véase, Kawiai (2003: 5).

⁴⁵ Krugman considera que en ese proceso se hizo caso omiso del riesgo moral, lo cual significa que no se realizó un buen análisis de la viabilidad de los créditos otorgados (2009, cap. 3: p. 62).

medición del riesgo, la creación de provisiones y la fijación de niveles mínimos de capitalización de los bancos. Por último, en la administración del día a día de los bancos, hizo falta una cultura de gestión de riesgos y de fijación de precios de mercado.⁴⁶

Nakasho estima que las utilidades operativas de los bancos durante la década de los 90, sobre todo a partir de 1994, resultaron insuficientes para cubrir las pérdidas ocasionadas por los créditos irrecuperables. La Gráfica 13 muestra la evolución de las cifras correspondientes.

Gráfica 13
Utilidades de operación de los bancos japoneses y pérdidas por créditos irrecuperables, 1992-1999



Fuente: Nakaso (2001: 68).

Uno de los factores que impidió atender oportunamente los problemas de los bancos es que, al principio, las autoridades subestimaron el tamaño de las carteras vencidas y el impacto que éstas tendrían en los bancos. Cuantificaron con demasiado optimismo el porcentaje de los deudores bancarios que podrían hacerse cargo del pago de sus adeudos bancarios. Según el FMI, el gobierno y el BJ creyeron que los problemas de la cartera vencida se resolverían con la recuperación de la economía.⁴⁷ Eso retrasó el rescate bancario, que pudo haber evitado la quiebra de

⁴⁶ Kawai (2003: 4 y 5).

⁴⁷ Toya escribe que: “The banking industry and the government were slow to react in the first half of the 1990s, believing that economic recovery would resolve the bad debt problem” (IMF, 1998: 114).

algunos bancos y que probablemente habría permitido una recuperación más rápida del bancario.⁴⁸

Cuando finalmente el rescate de los bancos se puso en marcha, el gobierno se enfrentó a una opinión pública, contraria a que se utilizaran recursos públicos para salvar a los bancos. El problema es que sin la aportación de recursos públicos, para sanear los activos de los bancos, habría sido muy difícil superar la situación de parálisis en la que se encontraba.

Después de la quiebra del Long Term Credit Bank of Japan, el gobierno siguió apoyando a los bancos, sobre todo mediante aportaciones al capital. En 1999 tuvo que inyectar de nuevo fondos públicos, para lograr la fusión de nueve bancos que junto con otros tres harían un grupo de cuatro grandes bancos (número que luego se reduciría a tres, por nuevas fusiones), entre los cuales se dividiría lo principal de la actividad bancaria del país.⁴⁹

Kawai ofrece el siguiente panorama de los valores agregados de la cartera vencida en la segunda mitad de la década de los 90. En 1995, el porcentaje entre la cartera vencida en relación con la cartera total fue de 5.91%, en 1996, de 4.52% para 1997 de 6.23%, en 1998 de 6.27%, durante 1999 de 6.55%, en el año 2000 registró 7.12%, en 2001 de 9.54%, y en 2002 fue de 8.23%.⁵⁰

En 2003 el gobierno creó un nuevo fondo para apoyar a los bancos en el saneamiento de sus carteras de crédito. Para 2005 se hizo público que los bancos habían finalmente resuelto sus problemas, y que empezarían a pagar la parte de recursos públicos que habían recibido en calidad de préstamo o como aportaciones al capital. Es decir, la crisis bancaria había tomado tres lustros para encontrar una solución definitiva.

3.3.1 La cuestión del desempleo

Un rasgo importante a señalar como efecto de la crisis es el aumento en la tasa de desempleo. Como se sabe, la estabilidad en el empleo en Japón ha sido un objetivo fundamental para los empresarios y el gobierno. Durante el largo periodo de prosperidad derivada de su poder de exportación, al menos hasta 1973, la tasa de desempleo fue en promedio de 1.3%, la mitad de la registrada por los países de la OCDE.⁵¹ La crisis del petróleo de los años 70 y luego la que siguió al estallido de la bolsa y de los precios de los bienes raíces, modificaron el panorama del desempleo.

⁴⁸ Véase Amyx (2000: 132).

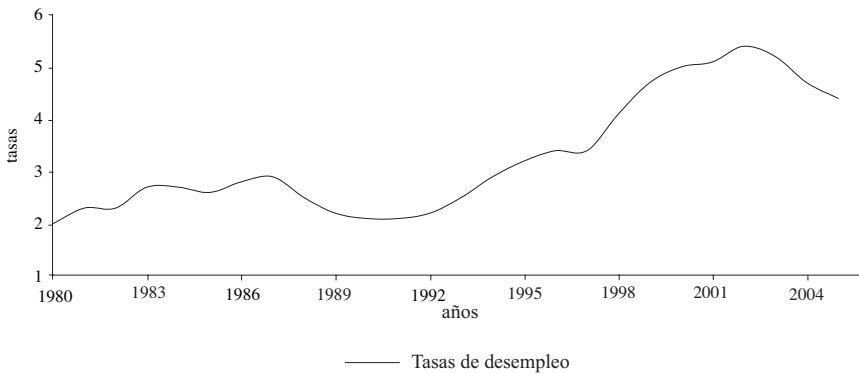
⁴⁹ *The Economist* (2006).

⁵⁰ Hawai (2003: 15).

⁵¹ *The Economist* (2006).

En efecto, por primera vez en décadas, los indicadores de desempleo alcanzaron cifras preocupantes. De 1980 a 1986 la tasa de desempleo subió de 2 a 2.6%. En 1987 el desempleo se redujo gracias a la expansión de la economía, hasta descender a 2.1% en 1990. Sin embargo, el *crac* de 1989-91 hizo que esos avances se perdieran. Después de la década de estancamiento de la economía, es decir en el año 2000, la tasa de desempleo llegó a la cifra record de 5%.

Gráfica 14
Japón: Tasa de desempleo, 1980-2005

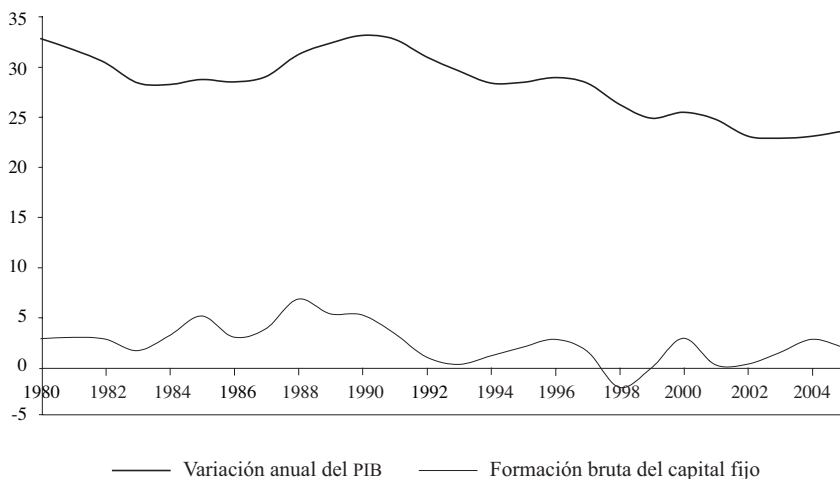


Fuente: Elaboración del autor con base en información del Banco Mundial, *World Development Indicators & Global Development Finance*.

La evolución de la inversión influyó de manera determinante en el deterioro de la economía y en la tasa de desempleo. Como puede observarse en la Gráfica 14, de 1980 a 1983 hubo una disminución de la FBCF como proporción del PIB y luego un estancamiento que duró hasta 1986. Durante ese periodo, la tasa de desempleo aumentó de 2 a 2.6%. En cambio, en 1987, respondiendo favorablemente a la política monetaria expansiva, se produjo una recuperación paulatina de la proporción FBCF/PIB hasta alcanzar 33% en 1990. Ese movimiento permitió que se redujera la tasa de desempleo, bajando al nivel que tenía en 1980. Lamentablemente, a partir de 1991 comenzó una nueva fase de descenso en la proporción FBCF/PIB, que se mantuvo, con una breve interrupción de 1994 a 1996, hasta el final de la década. Tomada como conjunto, el % sobre el PIB que representó la FBCF pasó de 32.8 a 25.4%. Esa contracción impactó duramente la tasa de desempleo, que llegó a 5% en el año 2000, cifra record en un contexto de fuerte desánimo respecto al futuro de la

economía. Gráficamente, a lo largo de las décadas de los años 90 y 80, se percibe una correlación entre los periodos de aumento del ritmo de crecimiento de la economía con la evolución de la FBCF y el de ambos con la tasa de desempleo.

Gráfica 15
Formación de capital y variación anual del PIB, 1980-2005



Fuente: Elaboración del autor con base en información del Banco Mundial, *World Development Indicators & Global Development Finance*.

3.4 Los escándalos, la crisis sistémica del sistema bancario de Japón y el Big Bang

Regresando al problema de los bancos, conviene señalar que a partir de 1995 ocurrieron una serie de incidentes relacionados con el sistema bancario, y que en 1997 se produjo una crisis sistémica de los bancos.⁵²

⁵² Kawai escribe: “Esta crisis fue sistémica en el sentido en que no abarcó solamente a un número pequeño de bancos. Algunos bancos comerciales se encontraron en la imposibilidad de acceder a los mercados interbancarios, un grupo de bancos pequeños enfrentaron corridas por parte de sus depositantes y el sistema bancario japonés en su conjunto debió pagar un premio sobre sus emisiones desde finales de 1997 a 1999” (Kawai, (2003: 5).

En coincidencia con esos problemas se puso en marcha la segunda fase, mucho más ambiciosa que la primera, de la liberalización y desregulación financieras, que se conoce como el *Big Bang* de Japón.⁵³

En lo que atañe a los incidentes, Toya menciona tres importantes: el primero surgió en el verano de 1995 teniendo como epicentro el Daiwa Bank, uno de los bancos más grandes de Japón. El representante de este banco en Nueva York registró pérdidas por más de mil millones de dólares en operaciones fraudulentas que no fueron reportadas oportunamente a las autoridades norteamericanas, pese a que el MF estuvo al tanto de lo ocurrido. Con ese motivo, el Daiwa Bank fue expulsado del mercado norteamericano. Poco después surgió un sobre costo en todas las operaciones que realizaban los bancos japoneses en el mercado interbancario. Este costo reflejaba la pérdida de confianza de los mercados en las instituciones financieras japonesas. El segundo incidente ocurrió en el invierno de 1995, y tuvo como protagonistas a los bancos y las instituciones relacionadas con el crédito a la vivienda. Se le conoció como el *Housing Loan Affair*. Los altos riesgos tomados por los bancos y por las hipotecarias, y los malos manejos en algunas de esas instituciones llevaron a una parte importante de la opinión pública a manifestarse en contra de utilizar recursos públicos para apoyar a este sector. Durante el periodo de auge crediticio, algunas de las instituciones más comprometidas con los créditos al sector inmobiliario habían sido administradas por antiguos funcionarios del MF y sus pérdidas fueron creciendo sin que esta institución tomara ninguna medida correctiva. El tercer incidente surgió cuando se hicieron públicas las relaciones entre funcionarios del MF, y de los bancos con estafadores y miembros de la mafia japonesa. Con estos incidentes, entre otros, el MF perdió la credibilidad que tenía ante los ciudadanos. Una parte importante de la opinión pública pensaba que el MF debía separar su función fiscal (de ingreso y gasto) de la correspondiente a la regulación y supervisión del sistema financiero.⁵⁴

Las reformas financieras que comenzaron a discutirse en 1996 atendían ese reclamo. Uno de los ejes de las reformas consistía precisamente en suprimir al MF algunas de las funciones clave que hasta entonces había desempeñado, relacionadas sobre todo con la regulación y la supervisión de las instituciones y los mercados financieros.

⁵³ El libro de Tetsuro Toya se titula precisamente *The Political Economy of the Japanese Financial Big Bang. Institutional Change in Finance and Policy Making*. Su tesis es que la reforma financiera de 1996 constituye una verdadera revolución institucional.

⁵⁴ Toya (2006: 117-118, 126 y 160).

Lo interesante es que el propio MF se convirtió en unos de los principales promotores de la reforma, es decir del *Big Bang*. Con esa actitud buscaba recuperar la credibilidad perdida. El eje de la reforma financiera consistió en anteponer los intereses generales a los particulares. Eso significaba modernizar el funcionamiento de las instituciones, y los mercados financieros con independencia de los intereses creados que defendían el *status quo*, es decir el convoy. El MF se vio obligado a separarse de sus aliados tradicionales, después del desprestigio que le ocasionó el inadecuado manejo de la crisis y los escándalos que se produjeron en el mundo financiero.⁵⁵

Según Toya, el *Big Bang* destruyó completamente el viejo sistema del convoy, abriendo mercados financieros donde no los había y fortaleciendo los existentes, disminuyendo las facultades del MF y creando las condiciones para una mayor competencia entre las instituciones financieras. Las reformas sentaron las bases para una mayor transparencia y eficiencia en su funcionamiento. Abolieron los monopolios donde los había y liberaron los movimientos internacionales de capitales. Armonizaron los criterios contables internos con los existentes en los demás países industrializados. Formaron una red de seguridad financiera, fortaleciendo el seguro de depósitos y otorgando (en 1998) la autonomía al banco central. Eliminaron regulaciones que imponían topes a las tasas de interés y a las comisiones y suprimieron barreras que separaban las áreas de banca, finanzas y seguros, y aquellas que impedían la entrada de nuevos actores en todos esos campos.⁵⁶

Conclusiones

Como dice Kindleberger, las crisis financieras son impredecibles y pueden tener un impacto profundo en la economía. La que Japón vivió de 1992 a 2003 es una de ellas. Las lecciones que se derivan son muy diversas y profundas. La historia comienza cuando el gobierno japonés se vio obligado a atender la solicitud que le hizo su par norteamericano, en el sentido de que apreciara su moneda y por ese medio redujera sus exportaciones a EUA y aumentara las importaciones. La búsqueda de una economía interna más robusta, que al menos amortiguara el impacto de la apreciación de la moneda, condujo a las autoridades a una política monetaria expansiva que duró tres años: de 1986 a 1989. Algunos autores consideran que debió haberse interrumpido antes, precisamente para acotar el ascenso de los precios de las acciones y de los bienes raíces.

⁵⁵ Toya (2006: 187).

⁵⁶ Toya (2006: 120).

Gracias a la expansión crediticia promovida por el banco central, la economía japonesa creció durante la segunda mitad de la década a una tasa mayor a la registrada durante la primera mitad. Sin embargo, como un efecto secundario, la expansión crediticia alimentó un proceso de aumento de precios que ya estaba en curso, exacerbándolo, en los mercados de valores y de bienes raíces.

La primera en caer fue la bolsa de valores de Tokio. El *crac* ocurrió a finales de diciembre de 1989. Le siguió en 1991 el Índice de los Bienes Raíces. Con las caídas de esos precios se modificó el panorama económico del Japón. A partir de 1990 disminuyó la inversión privada, provocando ritmos de crecimiento de la economía cercanos al estancamiento. La tasa de desempleo alcanzó niveles anormalmente elevados para el Japón.

El debilitamiento que causó la crisis en el sector bancario jugó un papel importante en el estancamiento de la economía. Al haber concentrado en el sector inmobiliario una parte importante de los créditos otorgados, su suerte quedó atada a lo que ocurría con el precio de los bienes raíces. La caída de estos precios, al tiempo en que cayeron también los de las acciones cotizadas en bolsa impactó duramente las finanzas bancarias. Poco a poco se fueron conociendo los estragos de las decisiones tomadas en etapa de fuerte expansión crediticia. Los bancos se revelaron como el eslabón más débil de la economía. Las quiebras y las fusiones de un número significativo de bancos e instituciones financieras fueron inevitables.

En efecto, después del *crac*, los bancos se encontraron con minusvalías en sus activos, cuyos montos eran con frecuencia superiores al capital y las reservas disponibles. La reacción tardía de los propios bancos y de las autoridades para sanear los activos y capitalizar a los bancos los agravó. La resolución de la crisis implicó apoyos gubernamentales que evitaron la quiebra de un mayor número de bancos, pero dejaron pendiente el saneamiento de otros, para los cuales la ayuda externa nunca llegó.

Desde el punto de vista institucional, la solución de fondo consistió en diseñar y poner en marcha una serie de reformas, que se conocen como el *Big Bang* japonés, que cambiaron la fisonomía de los mercados, las instituciones y las leyes regulatorias y de supervisión de su sistema financiero. Con ese nuevo marco legal comenzó el funcionamiento del sistema financiero en el siglo XXI.

Referencias bibliográficas

Amyx, Jennifer (2000). "Political Impediments to Far-reaching Banking Reforms in Japan. Implications for Asia" en Noble G. W. y Ravenhill J. (editors), *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*, EUA: Cambridge University Press.

- Barry Eichengreen (2009). *¿Qué Hacer con las crisis financieras?*, México: FCE.
- Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. S. Martínez Pería (2000). “Is the Crisis Problem growing more severe?”, *JEL*.
- BNP (1995). “Japon: Changements Structurels en Vue”, *Lettre de Conjuncture de la BNP*, Nov., p. 1.
- Banco Mundial (varios años). *World Development Report*.
- Díaz, Alejandro Carlos (1985). “Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash”, *Journal of Development Studies*, 18, num. 1, septiembre-octubre, pp 1-24.
- D’Arvesinet, P. (2005). “Japon. Changements structurels en vue”, *Lettre de Conjuncture de la BNP*, noviembre de 1995.
- Hawtrey, R. G. (1932). *The Art of Central Banking*, Londres: Longmans.
- Hiroshi Nakaso (2001). “The Financial Crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt”, *BIS Papers*, num. 6.
- Hoshi, Takeo (2001). “¿What Happened to Japanese Banks?”, *Monetary and Economic Studies*.
- y Kashgarp Anil (1999). “The Japanese Banking Crisis: ¿Where did it come from and how will it end?” en *NBER Working Papers*, 7250.
- Kawai, Mashahiro (2003). “Japan’s Banking System: from the Bubble Crisis to Reconstruction”, *Japan’s Ministry of Finance. Policy Research Institute*, 2003-12.
- Kindleberger, Charles P. (1991). *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras*, Barcelona: Ariel, pp. 19, 48 y ss.
- Koo, Ricard C. (2008). *The Holy Grail of Macroeconomics. Lessons from Japan’s Great Recession*, John Willey and Sons. Citado por Raymond Van der Putten. “Quelles leçons peut-on tirer de la décennie perdue au Japon”, *BNP EcoConjuncture*, May, 2010, p. 21.
- Krugman, P. (2009). *The Return of Depresión Economics and the crisis of 2008*, Nueva York: Norton.
- Marichal, Carlos (2010). *Las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1973-2008*, Buenos Aires: Debate.
- Masahiro, Hawai (2003). “Japan’s Banking System: from the Bubble and Crisis to Reconstruction”, Japan: Institute of Social Science University of Tokyo.
- Obregón, C. (1997). *Capitalismo hacia el Tercer Milenio. Una historia cultural de la evolución de las economías del mundo*, México: Nueva Imagen, editorial Patria.
- (2008). *Teorías del Desarrollo Económico*, México: Pensamiento Universitario Iberoamericano.

- (2008). *Globalización y subdesarrollo*, México: Pensamiento Universitario Iberoamericano.
- Tetsuro, Toya (2006). *The Japanese Financial Big Bang. Institutional Change in Finance & Public Policymaking*, Oxford University Press.
- (2006). *The political economy of the Japanese Financial Big Bang. Institutional Change in Finance & Public Policymaking*, Oxford University Press, p. 127.
- The Economist* (2006). “Time to arise from the great Slump”, 22-28 de julio de 2006, UK (www.economist.com).
- Toshitaka, Sekine (1998). “Financial Liberalization, the Wealth Effect and the Demand for Broad Money”, *Monetary and Economic Studies*, p. 38.
- Van der Putten, R. (1998). “It’s Back: Japan Slum and the Return to Liquidity Trap”, *Brooking Papers on Ecopnomic Activity*.
- (2010). “¿Quelles leçons peut- on tirer de la decennie perdue au Japon? *Conjuncture BNP Economic Research Department*, pp. 21-33.