
«*El final de la burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*»

El objetivo de este trabajo es contribuir a explicar la crisis económica de Japón, que dura ya más de una década, centrandó la atención en los efectos de la gestación de la burbuja especulativa de 1985-90, y en la corrección de los precios de las acciones y de los activos inmobiliarios que tuvo lugar en la década de los noventa. El caso japonés puede servir de ayuda para reflexionar sobre tres cuestiones relevantes: 1) El coste social y económico de las burbujas especulativas; 2) Las consecuencias de modificaciones parciales en la regulación de las finanzas; y 3) La trascendencia que tienen en la actualidad los mercados financieros.

Idazlan honen helburua Japoniako ekonomiaren krisia, dagoeneko hamarkada oso bat baino gehiago irauten duena, azaltzen laguntzea da. Arreta 1985-1990 urtealdiko burbuila espekulatuzaileen sortzearen ondorioetan eta laurogeita hamarretako hamarkadan akzioen eta aktibo higiezinaren prezioetan izan ziren zuzenketan jarriko da. Japoniako kasua baliagarria izan daiteke hiru gai garrantzitsuri buruz hausnartzeko: 1) burbuila espekulatuzaileen gizarte eta ekonomi kostua, 2) finantzen araudian zatikako aldaketak egiteak dakarren ondorioa, eta 3) finantza merkatuek gaur egun duten garrantzia.

This article seeks to help explain the economic crisis in Japan which has now been ongoing for over ten years. Attention is centred on the effects of the growth of the speculative bubble in 1985-90 and the correction of the prices of shares and real estate assets which took place in the 1990's. The case of Japan serves as a basis for reflection on three important matters: 1) the social and economic cost of speculative bubbles; 2) the consequences of partial modification of financial regulations; and 3) the current importance of financial markets.

ÍNDICE

- 1. Objetivo de este trabajo**
 - 2. Crecimiento y crisis de la economía de Japón**
 - 3. La burbuja inmobiliaria y bursátil**
 - 4. Consideraciones finales**
- Referencias bibliográficas**

Palabras clave: Crisis, crisis económica, especulación, burbuja inmobiliaria, burbuja bursátil, Japón.
Clasificación JEL: E3, E5, F4

1. OBJETIVO DE ESTE TRABAJO

En la década de los noventa tres grandes temas han acaparado la atención de los economistas, y mantienen su vigencia en la actualidad: 1) Las crisis financieras que han afectado a varios países y zonas económicas; 2) El fortísimo crecimiento económico de los Estados Unidos apoyado en notables progresos de la productividad y en extraordinarias revalorizaciones de los mercados bursátiles; y 3) El estancamiento de la economía japonesa que se produce a continuación de la corrección de la burbuja bursátil e inmobiliaria que tuvo lugar en el segundo lustro de la década de los ochenta.

Los tres asuntos tienen un componente financiero importante; están presentes en ellos los efectos, positivos y negativos, del protagonismo creciente de los merca-

dos financieros en un marco cada vez más amplio y liberalizado; y en dos de ellos: en las crisis financieras y en el declive japonés, los problemas del sistema bancario han tenido un papel esencial.

El estancamiento económico de Japón es un fenómeno notable. Es la segunda economía mundial; primera, o segunda, en la importación de materias primas; y el mayor poseedor de activos extranjeros. Además, su mercado de trabajo, y su forma de entender y practicar la vida mercantil, han sido la admiración mundial durante décadas; y sus avances tecnológicos han contribuido a revolucionar en muchas áreas los métodos de producción (Boltho y Corbett, 2000, p. 1).

El objetivo de este trabajo es contribuir a explicar la crisis económica de Japón, que dura ya más de una década,

centrando la atención en los efectos de la gestación de la burbuja especulativa de 1985-90, y en la corrección en la valoración de las acciones y activos inmobiliarios que tiene lugar en la década de los noventa. Es evidente que una crisis de la importancia y duración de la de Japón es consecuencia de inadecuaciones importantes en el conjunto del sistema productivo y de la organización social. Lo que se pretende aquí es subrayar la trascendencia de la variación de los precios de los activos financieros en una convulsión económica y social de amplias proporciones. Es inevitable, sin embargo, aludir a variables, mecanismos, e instituciones, que, por limitación de espacio, no es posible tratar con el detalle que su importancia merece. En las notas se recoge la bibliografía fundamental y actualizada de cada tema para que el lector interesado pueda ampliar el contenido de este texto.

La primera cuestión a destacar es lo insospechado de la crisis. En la década de los ochenta, en particular en la segunda mitad, algunos analistas consideraban a Japón como el próximo número uno del mundo, y nadie podía imaginar una década de los noventa tan sombría (Yoshikawa, 2000, p. 34). En una dura crítica hacia los que daban por sentada la definitiva hegemonía japonesa, B.M. Friedman (1998, p. 376) alude al "best-seller" de un profesor de Harvard titulado, precisamente, *Japan as Number One* y señala que en la actualidad el título podría ser *Japan as Number Twenty-Seven* o incluso un número mayor.

El extraordinario progreso económico de Japón ha sido y es estudiado con detalle, sobre todo por los economistas norteamericanos que intentaban entonces comprender cuales eran los pilares de esa potente fortaleza competitiva y, ahora, las razones de un estancamiento tan prolongado.¹ En la década de los ochenta, y en los primeros años de la de los noventa, los analistas comparaban cada aspecto notable u original de las instituciones y regulaciones niponas con la situación correspondiente en los Estados Unidos. El campo preferido era el del gobierno de las empresas. Se destacaba, por ejemplo, que en la década de los ochenta las operaciones de compras hostiles de las empresas tuvieron un gran protagonismo en Estados Unidos, pero no fue una buena época para los negocios y la economía norteamericana; en cambio Japón, donde las compras hostiles eran prácticamente desconocidas, experimentaba un auge económico importante (Shishido, 1993, pp. 665, 666).

Otro de los puntos débiles que se habían señalado como posible explicación de la pérdida de competitividad norteamericana, era la visión del corto plazo impuesta por unos mercados financieros impacientes en contraste con el horizonte de largo plazo de las empresas japonesas, apoyadas en un marco institucional que lo hacía posible. En los años noventa había llegado la hora del desquite. Ozawa (2000, p. 217) plantea el tema con precisión:

¹ En una aportación reciente Patrick (2000) pasa revista a la historia de los estudios norteamericanos sobre la economía japonesa.

¿Cómo es que el sistema americano de gobierno de las empresas, calificado despectivamente hace solo unos años de “corto-placismo”, ha sido capaz de producir el período más largo de prosperidad en la historia –para el entusiasmo eufórico de los accionistas? ¿Es simplemente una “burbuja” especulativa que encubre temporalmente algún “defecto” fundamental del modelo capitalista americano –tal y como la economía de la burbuja en Japón ocultaba la debilidad subyacente? ¿O esto demuestra que el sistema americano de gobierno de las empresas es, después de todo, el mejor de los países avanzados?

En un libro muy comentado, T.L. Friedman (1999, p. 376) exponía la situación con trazos gruesos y claros: hace diez años los asiáticos y los europeos parecían dominar la situación, y Norteamérica estaba en declive. Ahora, el cambio ha sido total: los japoneses no ven luz al final del túnel, y los americanos no ven obstáculos que superar. Otro analista destaca cómo en los años ochenta el sentimiento popular era que los países con más intervención en su economía habían ganado la partida a los Estados Unidos y al Reino Unido, y que justo lo contrario sucede en la actualidad (Walter, 2000, p. 117).

Uno de los estudiosos más significados de la situación comparada entre los Estados Unidos y Japón es Porter. El punto central de la posición de este autor, al comienzo de la década de los noventa,² es señalar la debilidad que implica la excesiva movilidad de los accionistas norte-

americanos, en contraste con la situación nipona cuyas relaciones financieras están basadas en la cimentación de la estabilidad en las relaciones mercantiles más que en el beneficio inmediato de una operación concreta. Los japoneses habían logrado conciliar una alta movilidad del capital flotante en la bolsa de una parte de las acciones sin capacidad decisoria, con un núcleo fijo de control que ejercía la función de vigilancia en el funcionamiento de las empresas. Se había conseguido la notable simbiosis de que coexistiera la especulación más volátil, satisfaciendo la afición al juego y el deseo de riesgo de una parte de la población, con la vigilancia y orientación que implican las participaciones estratégicas. Dentro del tono admirativo de sus análisis del comienzo en la década, apuntaba Porter a una cuestión que la experiencia posterior confirmaría como esencial:

El sistema americano es bueno para reasignar capital entre sectores, descubrir nuevas aportaciones, detraer recursos de industrias sin rentabilidad, y obtener altos rendimientos privados, medidos por la más alta rentabilidad de la inversión... Japón y Alemania promueven inversiones masivas hasta el límite de la capacidad y productividad en los campos existentes (1992, b, p. 11).

Al final de la década destacarían Porter y Takeuchi (1999) los flancos débiles de la economía japonesa, además de los costes asociados con los efectos de la quiebra de la burbuja especulativa. Afirman estos autores que ya, antes de la burbuja, un gran número de empresas industriales no era competitivo; otras,

² El comentario que sigue respecto a la posición de Porter se basa en Porter (1992, a, b) y Porter y Takeuchi (1999).

tenían una productividad muy reducida que se traducía en el alto coste de la vida, generando un bienestar muy por debajo de lo que podía sugerir el elevado nivel de renta per-cápita. Japón, en definitiva, era una economía dual. De una parte, las eficientes empresas exportadoras disciplinadas por la competencia y por los mercados financieros internacionales; y de otra, la ineficiencia de sectores nacionales, principalmente servicios, vivienda y agricultura. La esperanza del Gobierno era que el Japón eficiente y exportador impulsara la economía, en tanto que el ineficiente proporcionara estabilidad, empleo, autoabastecimiento, y la posibilidad de completar los ingresos de los jubilados mediante su colaboración con los pequeños negocios familiares. El coste de esta solución gravitaba sobre los consumidores (Ibidem, p. 78). Lo que no se expone con claridad en el trabajo comentado es que estas carencias hundían sus raíces en la organización institucional que se admiraba al comienzo de la década.

La crisis de la economía japonesa ha llevado, pues, a una revisión completa de las ideas predominantes. Las virtudes de la economía nipona (laboriosidad, disciplina, alto nivel educativo) han quedado oscurecidas –es de esperar que temporalmente– por las inconsistencias que obligan a una revisión de la organización económica y financiera en la dirección de un mayor parecido institucional con la sociedad norteamericana, que ha tenido un crecimiento espectacular en la última década. En sentido contrario, las debilidades criticadas de la economía de Esta-

dos Unidos en la década de los ochenta (corto-placismo, baja fidelidad financiera, escaso nivel de compromiso en las relaciones comerciales y financieras), se exhiben ahora como las virtudes exigidas por una etapa de avances tecnológicos, en la cual la flexibilidad y la capacidad de cambio son cuestiones esenciales.

La experiencia de Japón muestra el peligro de considerar permanentes situaciones específicas basadas en fenómenos no recurrentes, aunque la duración de los mismos produzca una sensación de estabilidad. Este es el caso de un proceso de continua revalorización de activos que supere significativamente al crecimiento promedio de las magnitudes claves: producto nacional y beneficios empresariales. Hay algo común a todas las burbujas especulativas: la convicción de que se trata de un modelo nuevo en el cual se justifican valoraciones que hubieran parecido disparatadas en el modelo superado. Con el retorno a la normalidad, lo que se impone es una reflexión crítica de los excesos en la valoración de las novedades que no lo son tanto. Así sucedió en Norteamérica en los años treinta, en Japón en los noventa, y de nuevo en Norteamérica en la actualidad con las empresas tecnológicas. Por estos motivos, considerar que en los noventa se ha consolidado de forma permanente y definitiva el modelo americano, puede ser tan aventurado como las profecías de los ochenta respecto al triunfo del modelo japonés. Como ha señalado Krugman (1999b, pp. 60-62), en un libro provocador y sugestivo, la etapa heroica del cre-

cimiento japonés finaliza cuando los occidentales habían empezado a considerar seriamente el modelo. Apunta este economista que lo sucedido en Japón es una tragedia y también un presagio.

Los trabajos que intentan explicar la realidad económica resisten mal, en general, el paso del tiempo. Por eso, los grandes economistas se caracterizan por la vigencia y la capacidad de inspiración de unas aportaciones formuladas en el pasado sobre las movedizas arenas del cambio institucional. En las dos últimas décadas, la magnitud del cambio, y la rapidez con el que se ha producido, aconsejan situar –más que nunca– los trabajos de los expertos en el momento histórico en el que se realizaron. Son frecuentes los análisis refinados que se basan en supuestos que ya han perdido su vigencia, y es normal que se produzcan al final de una etapa antes de que se generalice la aceptación de las nuevas ideas. Sin embargo, también se encuentran reflexiones clarividentes que detectan, bajo la superficie de lo aceptado, datos y fenómenos que advierten sobre la inestabilidad de un modelo considerado permanente para la mayoría.

2. CRECIMIENTO Y CRISIS DE LA ECONOMÍA DE JAPÓN

2.1. Crecimiento

En la historia moderna de Japón, Yoshikawa (2000) distingue tres períodos claramente diferenciados por la tasa de crecimiento de la economía: 1) El período de fuerte crecimiento (1955-72) con un incre-

mento anual promedio del Producto Nacional del 10% en términos reales; 2) La fase posterior al período de fuerte crecimiento (1975-90), con un 4%; y 3) La etapa de estancamiento de la década de los noventa con un 1%.

Los datos de Maddison (1994) sobre el crecimiento comparado del producto *per cápita* son elocuentes. En el período 1950-73 la tasa de crecimiento anual acumulativa de Japón fue del 8%; Europa junto a Australia, Canadá y los Estados Unidos creció el 3'5% y en los Estados Unidos el 2'2%. En la etapa 1973-89 los datos fueron: Japón 3%; el conjunto de los países industriales el 2'1% y los Estados Unidos el 1'6%. La renta per cápita japonesa era en 1950 el 18'8% de la de Estados Unidos; en 1973 el 68'0% y en 1989 el 83'9%.

A efectos de este trabajo interesa un mayor detalle del período 1975-90. En la etapa 1975-1984 el crecimiento promedio de Japón fue del 4%; el de la Comunidad Europea el 2% y el de los Estados Unidos el 2'5%. En el segundo lustro de la década de los ochenta (1985-1989) la tasa de Japón fue del 4'5%, y entre los años 1987-1991 del 4'8%.³ Lo que se pretende significar es que entre los años 1975-1990 no se produce un declive continuo del porcentaje de crecimiento, sino que, por el contrario, en los años anteriores al estancamiento de la década de los años noventa, Japón experimenta una revitalización de su ritmo de crecimiento. Como se expone más adelante, esta recuperación

³ Perspectivas de la Economía Mundial. Mayo de 1993. Fondo Monetario Internacional.

esta asociada al proceso de revalorización de activos bursátiles e inmobiliarios.

Algunos datos sobre los avances de la productividad y el comportamiento de los sectores pueden contribuir a dibujar, a grandes trazos, la evolución económica comparada de Japón con la de Estados Unidos. Para el período de fuerte crecimiento económico de Japón (1960-79) Jorgenson (1988) cuantifica la aportación del capital, del trabajo y del progreso técnico. Según sus cálculos, en ambos países la aportación del capital es clave; en Japón explica 5 puntos del 8'3% de cre-

cimiento del PIB anual. En el caso de Estados Unidos también contribuye con 1'5 puntos al 3'5% del incremento anual.

El trabajo de Cowling y Tomlinson (2000) ofrece datos para los períodos que consideramos. Entre 1956-73 el promedio anual de crecimiento del producto por trabajador fue del 8%; en el período 1974-91, el 2'7%. Los datos correspondientes para Estados Unidos son 1'9 y 0'7%.

La investigación de Van Ark y Pilat (1993) sobre la evolución sectorial de las manufacturas en el período 1950-1990 ofrece algunos detalles reveladores:

Valor añadido conjunto por unidad de trabajo y capital de los principales sectores manufactureros. Estados Unidos = 100

	1950	1973	1990
Alimentación, Bebidas y Tabaco	70'4	64'1	47'2
Textiles y Cuero	34'2	59'1	49'4
Productos Químicos	35'9	82'9	92'8
Metálicas Básicas	17'4	68'7	94'1
Maquinaria y Equipo	13'3	63'5	126'6
Otras Manufacturas	23'1	49'3	59'1
TOTAL	30'9	63'7	85'1

Fuente: Van Ark y Pilat, 1993, p. 26.

Los datos del cuadro presentan dos situaciones muy distintas. Por una parte, se producen avances considerables, hasta llegar a la práctica equiparación con Estados Unidos en 1990 en los sectores de Química y Metálicas Básicas, superando ampliamente el nivel americano en Maquinaria y Equipo. Se trata de sectores intensivos en capital y con precios definidos por la competencia en los mercados internacionales. Por otra, como contraste, en las ramas de actividad menos intensivas en capital, no tan sujetas a la disciplina de los mercados internacionales y más cercanas al consumo doméstico, como Alimentación y Textiles, el grado de acercamiento de la productividad a los niveles de Estados Unidos no sólo es menor, sino que se aleja de las cifras estadounidenses entre 1973 y 1990.

En la investigación de Van Ark y Pilat se observa también como el acercamiento de la productividad en las manufacturas de Japón hacia el nivel de Estados Unidos, es más acusado que en el conjunto de la economía. Los autores señalan que estas diferencias en la productividad global deben imputarse a factores políticos e institucionales que pueden diferir ampliamente en los distintos sectores, y que es posible estén relacionados con la organización de cada rama productiva, con el grado de competencia internacional y con las diferencias en las regulaciones del Gobierno en materia de calidad, seguridad y medio ambiente (Ibidem, pp. 20, 38). Las observaciones anteriores conectan con las ya citadas de Porter y Takeuchi respecto a la existencia

de una economía dual en cuanto a eficiencia y productividad.

Tres aspectos adicionales pueden ayudar a comprender algunas características básicas del período de intenso crecimiento, que servirán como contrapunto al exponer los rasgos esenciales del estancamiento de los años noventa:

- a) Japón no es una economía más entre las del Este de Asia, sino que por su dimensión, nivel de educación de la población, trascendencia de la investigación, fortaleza de las grandes empresas exportadoras, y alto componente de capital y progreso técnico en el crecimiento, constituye una economía con rasgos singulares. Perkins (1994, p.655) distingue tres modelos en las economías asiáticas: 1) Los Estados intervencionistas orientados a la exportación manufacturera (Japón, Corea y Taiwan); 2) Los "puertos francos" proveedores de servicios (Singapur y Hong-Kong); y 3) Los países que disponen de recursos naturales pero no humanos con la adecuada cualificación (Indonesia, Malasia y Tailandia). Parecería más adecuado destacar, sin embargo, la singularidad de Japón y lo acertado de la distinción de Krugman (1994, p. 73) el cual señala que Japón, a diferencia de los tigres asiáticos, ha fundamentado su desarrollo en altas tasas de crecimiento de inputs y también de eficiencia.
- b) En el punto anterior se alude a la orientación exportadora de la economía nipona. Siendo esto así, se ha

cuestionado la dirección de la causación: exportación-crecimiento, poniéndose el acento en el protagonismo del crecimiento que induce a las exportaciones. Boltho (1996, pp. 429, 430) se pronuncia a este respecto con notable claridad a partir del contraste estadístico que realiza, y asevera que el período de fuerte crecimiento (1952-73) fue impulsado principalmente por la demanda interna. En los otros dos períodos (1913-37; 1973-90) que el autor analiza, se advierte la dependencia de las exportaciones respecto al ritmo de crecimiento económico, aunque los contrastes realizados no arrojan resultados tan contundentes. Este economista comparte la opinión de otros investigadores: "El progreso de las exportaciones japonesas ha sido importante... porque la tasa de crecimiento de la economía ha sido alto... y no al contrario". Yoshikawa (2000) ha puesto también el acento en la demanda para explicar la intensidad del progreso técnico y el avance de la productividad. El énfasis de estos trabajos en la demanda traslada la responsabilidad del pulso económico a los aspectos internos de orden microeconómico de Japón.

c) Como ya se ha apuntado en el apartado a) una característica de la economía japonesa es el alto grado de intervencionismo del Gobierno en la economía. Este es un aspecto de suma trascendencia que no es posible abordar aquí, pero el objetivo de este trabajo obliga a considerar su

incidencia en la orientación de las finanzas japonesas. La intervención se produce fundamentalmente en el encauzamiento de los recursos disponibles hacia los sectores que se consideran estratégicos, y esta decisión implica ya una preferencia hacia la canalización a través de intermediarios financieros bancarios, lo cual requiere que se dificulte el desarrollo de los mercados financieros. Lincoln (1998, p. 348) ha destacado cómo los mercados financieros pueden ser un problema para un Gobierno que pretenda guiar la industrialización, puesto que en los mercados de bonos y acciones las instituciones privadas se pronuncian sobre la calidad de los activos, y con tan gran número de inversores que demandan valoraciones ajustadas a la realidad es difícil que el Gobierno pueda manipular las cotizaciones. Sobre los bancos y las empresas de seguros es más fácil ejercer la influencia. Lo anterior no significa que el Gobierno japonés no intentara influir en las cotizaciones mediante el control de las empresas especializadas en transacciones y asesoramiento bursátil, pero sus esfuerzos fueron impotentes cuando los mercados se orientaron decididamente a la baja a partir de 1990.

2.2. Crisis

El panorama cambia por completo en la década de los noventa. En el período 1992-2001 el crecimiento promedio anual de Japón es del 1'1%, frente al 2'2% de

la Unión Europea y el 3'7% de Estados Unidos. Solamente en 1996 vuelve Japón a experimentar un impulso notable (5%); el endurecimiento fiscal para intentar reducir el peso de la deuda pública cortó de raíz el brote reanimador y condujo a una tasa negativa del 2'5% en 1998. En el último lustro el declive nipón se ha acentuado aún más: 0'5% de crecimiento promedio anual en Japón frente al 2'9% de la Unión Europea y 4'3% de Estados Unidos (FMI, 2000c, p. 197).

En la presentación de un excelente número monográfico sobre la crisis económica de Japón.⁴ Boltho y Corbett (2000) agrupan las explicaciones sobre el declive nipón en tres apartados.

En el primero se pone énfasis en que el país se ve sacudido por *shocks* sucesivos que inciden sobre una situación debilitada por el colapso inmobiliario y bursátil que se inicia en 1990. A partir de ahí, se producen tres acontecimientos traumáticos: a) La apreciación del 50% del yen en términos reales respecto del dólar entre mediados de 1992 y la mitad de 1995; b) El endurecimiento de la política fiscal en 1997 que cercenó el repunte económico de 1996; y c) El impacto de la crisis asiática sobre las exportaciones y el sistema bancario japonés que había situado en esa área el 25% de la inversión internacional. Destacan, sin embargo, el protagonismo del colapso inmobiliario y bursátil:

El colapso de la burbuja en la valoración de los activos a finales de los ochenta fue lo que claramente provo-

có el largo período de bajo crecimiento. Sin él, mucho de lo que fue mal en los noventa probablemente nunca hubiera ocurrido (Ibidem, p. 4).

Las explicaciones del segundo grupo ponen el acento en el deterioro de las expectativas derivado de las menores oportunidades de inversión y del envejecimiento de la población. Las empresas tomaron conciencia de esta situación y redujeron las inversiones al tiempo que las familias acentuaron el comportamiento conservador respecto al incierto futuro. De esta forma, el lento progreso de los noventa representa, al menos en parte, el ajuste de una economía que ha de afrontar un menor crecimiento potencial; en consecuencia, debe promover cambios institucionales en el gobierno de las empresas y en el mercado laboral para adecuarlos al nuevo horizonte.

El tercer grupo de explicaciones acepta los contenidos de los dos primeros resaltando que la consecuencia ha sido un desequilibrio masivo entre el ahorro y la inversión, que ha propiciado la contrapartida de un fortísimo déficit del sector público.

La cuestión del envejecimiento demográfico de Japón, cuidadosamente precisado por Dekle (2000), se ha considerado en algunos análisis como una de las razones que han reducido la tasa de crecimiento de la economía japonesa (Morishima, 1999; Münhleisen y Faruqee, 2001). Otros autores no consideran a la población como factor fundamental en la explicación del declive japonés. Yoshikawa (2000, p. 35) ha puesto de relieve la

⁴ Oxford Review of Economic Policy. Vol. 16, nº 2, 2000.

escasa contribución del factor trabajo al crecimiento económico de Japón, que ni explica el período de fuerte crecimiento ni la desaceleración posterior. Tampoco a Wilson (2000, p. 23) le parece convincente el argumento del envejecimiento de la población, hecho perfectamente conocido y previsto al que no atribuye protagonismo ni en el crecimiento de los ochenta ni en el declive de la década siguiente. Komiya (1999), en fin, considera, en esta misma línea, que la población no es el factor determinante del bienestar que ha conseguido y puede alcanzar Japón.

Un hecho que ha contribuido a la ralentización del crecimiento de Japón es la política seguida por las multinacionales japonesas de situar los centros de producción en el exterior. Cowling y Tomlinson (2000, p. 372) presentan un cuadro comparativo con Estados Unidos y Alemania en el cual se aprecia que las empresas japonesas han situado en centros exteriores la producción en mucha mayor medida que sus competidores. Los autores citados no niegan la importancia de factores monetarios, financieros y de tipo de cambio en la explicación del escaso ritmo de crecimiento, pero subrayan la política seguida de las multinacionales japonesas y cómo ésta ha debilitado a las pequeñas y medianas empresas y al tejido empresarial nipón. Naturalmente, los altos costes internos de aprovisionamiento han sido determinantes en las decisiones de las empresas multinacionales.

La mayor parte de los analistas centran su atención en un conjunto de factores interrelacionados que operan, sobre todo

en la década de los ochenta, y provocan cambios sustanciales en el funcionamiento de las instituciones japonesas. Se expone a continuación una síntesis de esta interpretación. El contenido de algunas variables se irá precisando más adelante.

El punto de partida es el menor crecimiento que sigue a la primera crisis del petróleo en la segunda mitad de la década de los setenta. La aparición de déficits públicos para suavizar los efectos del menor crecimiento, forzó a una apertura liberalizadora en el mercado de bonos. Las grandes empresas consolidadas internacionalmente, con menor tensión inversora, acumularon excedentes financieros que las hizo más independientes de la financiación bancaria interna, al tiempo que tenían acceso a la financiación internacional. La banca nipona se vio privada de los mejores clientes, que habían sido beneficiarios tradicionales de la corriente crediticia, y hubieron de buscar la sustitución en un marco más competitivo y con márgenes más estrechos. Esto significa que tuvieron que aceptar un mayor nivel de riesgo con demandantes de crédito que admitían tipos más altos de interés, pero que, como contrapartida, no ofrecían la misma solvencia y seguridad. Los nuevos prestatarios serían pequeñas y medianas empresas, el sector inmobiliario y de la construcción, y también la inversión en otros países, en particular en los de fuerte crecimiento de su zona geográfica inmediata.

Un acontecimiento clave en la historia reciente del Japón fueron los acuerdos del Hotel Plaza de Septiembre de 1985

que provocaron la revalorización del yen respecto del dólar. La respuesta de las autoridades monetarias japonesas fue relajar la política monetaria rebajando los tipos de interés para compensar los efectos recesivos de la apreciación del yen y mantener la tensión exportadora.⁵ En circunstancias normales, esta política podía haber dado lugar a una inflación de precios; en el caso de Japón, como ha señalado Lincoln (1998a, p. 355), la apreciación del yen forzó a las empresas manufactureras a la baja de precios por la presión competidora internacional, absorbiendo con cargo a resultados una parte de la apreciación de la moneda. Lo que se puso en marcha, sin embargo, fue una inflación de los precios inmobiliarios y bursátiles al volcarse la capacidad financiera sobre los activos existentes. A finales de 1989 la alarma ante los potenciales efectos inflacionistas de la burbuja especulativa, indujo a sucesivas alzas de los tipos de interés, y la extraordinaria caída de las valoraciones de los activos forzó, a partir de 1991, a rebajas de los tipos.

Desde la perspectiva empresarial hay una amplia evidencia empírica que demuestra el declive de la rentabilidad, y el alejamiento de los ratios principales de los vigentes en otros países, en particular en los Estados Unidos. Según cálculos del Fondo Monetario Internacional (2000b, p. 204) los rendimientos del capital propio en las empresas japonesas ba-

jaron del 7'5% en la década de los ochenta a un promedio del 3% en los noventa. Como contraste, los rendimientos de las empresas norteamericanas en los noventa fueron del 20% y en Alemania del 13%.⁶ Un análisis detallado de las cuentas nacionales de Japón permite a Ando (2000, p. 4) concluir que hay indicios claros de que las empresas no financieras japonesas habían sobreinvertido en plantas y equipos, utilizando cuantiosas tasas de amortización y el importante volumen de ahorro de las familias canalizado a través del sistema crediticio.

La baja rentabilidad comparada de las empresas japonesas, en un mundo cada vez más interrelacionado, era difícil de sostener; solo un mercado bursátil permanentemente alcista puede mantener la situación durante un período de tiempo amplio sin que se pongan en marcha medidas conducentes a restablecer la rentabilidad perdida. Para que pueda darse un alza bursátil sostenida, con beneficios empresariales a la baja, se precisa: de un control de la intermediación bursátil; de que la mayor parte del capital (el núcleo estratégico) de las empresas esté inmovilizado en los balances de bancos y empresas con intereses comunes; y de que exista una cierta opacidad en los estados contables, que haga difícil la comparación de las valoraciones con otros países, y proporcione un cierto asidero a las decisiones aparentemente basadas

⁵ Mckinnon y Ohno (1977, p. 193) presentan un cuadro detallado de las medidas monetarias adoptadas a partir de 1985 para combatir los efectos recesivos de la apreciación del yen (primer *endaka fukio*; el segundo tendría lugar entre 1992-1995).

⁶ No es posible examinar con detalle la declinante rentabilidad de las empresas japonesas. Esta cuestión es, no obstante, importantísima. El lector interesado puede recurrir a Ide (1986); Pormeleano (1998); Porter (1992, b); Poterba y Summers (1995) y Shiller et al. (1996).

en “datos fundamentales”, aunque, en realidad, la principal motivación de la inversión financiera fuera aprovechar el festival alcista.

La burbuja bursátil ocultó durante un tiempo la realidad de la baja rentabilidad de inversiones sobredimensionadas. Porter (1992b, p. 6) recoge unos cálculos muy significativos que demuestran que la menor rentabilidad de las empresas niponas había sido compatible, durante décadas, con rendimientos de las inversiones financieras más elevados para los tenedores de acciones de las empresas japonesas. En la década de los sesenta, la rentabilidad anual, en términos nominales, fue del 8'2% en la bolsa de Tokio y del 8'5% en la de Nueva York; en la de los setenta, los datos respectivos fueron del 15'2% y 0'5%; en la de los ochenta, del 13% y 11'8%. En el conjunto de los treinta años, los inversores en acciones japonesas obtuvieron una rentabilidad del 12'6% de las inversiones en Tokio, frente al 10'3% de las de Wall Street. Los datos anteriores son nominales; los reales refuerzan aún más la diferencia puesto que la inflación nipona fue inferior, como precisan los autores.

Las cifras expuestas muestran con claridad la potencial inestabilidad de una situación en la cual se abría una brecha cada vez más amplia entre los datos fundamentales de las empresas y la valoración de sus acciones. Es importante insistir, sin embargo, en que una situación de este tipo ha permanecido mucho tiempo, y esta persistencia temporal, que implica un alto nivel de rendimientos financieros

en un entorno bursátil alcista, dota de normalidad a la situación. Como ha sintetizado Ando (2000, p.4): “Este modelo de comportamiento se ha mantenido durante mucho tiempo, y el resultado ha sido, aparentemente, un nivel muy alto del ratio capital/producto, una tasa de rentabilidad baja, y finalmente, una reducida valoración de mercado del capital en relación con su coste de reproducción”. No sólo se trata, pues, de que el desastre bursátil afectará negativamente a las expectativas empresariales, sino que las perspectivas de los beneficios empresariales a largo plazo fueron gradualmente menos optimistas en el período 1989-94, como ha precisado la investigación sobre las opiniones de los principales empresarios realizada por Shiller et al. (1996). Según este trabajo, el desplome bursátil no se produjo solamente para corregir las altísimas valoraciones de la burbuja, sino que respondía a las menores perspectivas de ganancias a largo plazo de los empresarios japoneses, lo cual enlaza con la tendencia decreciente de los beneficios a la cual se ha aludido. Lo que cambió de forma radical con la brusca caída de las cotizaciones fueron las expectativas respecto al comportamiento de los precios de los activos, pero las perspectivas de beneficios de las empresas se inscriben en una onda de más largo alcance. Este tipo de situaciones es difícil que se ajuste gradualmente, y son proclives a desenlaces abruptos.

En el próximo apartado se hará referencia a los efectos que provocó el final de la burbuja especulativa, y se expondrá

cómo afectó al sistema bancario japonés. Se hace imprescindible, no obstante, aludir al cambio que implican los fenómenos aludidos en el papel de las entidades del sistema bancario como pieza clave en el gobierno de las empresas.

No deja de resultar paradójico que el sistema bancario japonés resultara la víctima del éxito de la política seguida, consistente en canalizar el abundante ahorro hacia inversiones masivas en grandes empresas exportadoras. Los bancos japoneses no sólo financiaban a las empresas sino que eran también sus accionistas estables. Dado el escaso protagonismo disciplinador del mercado bursátil, al estar la mayor parte del capital inmovilizado en participaciones cruzadas estratégicas, y a la inexistencia de compras hostiles, consideradas como una inmoralidad por la sociedad japonesa, la responsabilidad de la vigilancia y control de las empresas recaía sobre la banca accionista y financiadora, y de forma más general sobre el banco con participaciones más importantes, que asumía el papel protagonista en representación del conjunto de accionistas y acreedores. El gobierno de las empresas descansaba, así, básicamente, sobre el banco principal (*main bank system*).⁷ La

reestructuración de las empresas y la sustitución del equipo directivo constituía un aspecto clave del papel monitor del banco principal.

La efectividad del sistema radicaba en el nivel de dependencia de las empresas respecto al banco principal, y en los incentivos que tuviera la propia entidad bancaria para ejercer esta función controladora. En cuanto a la dependencia financiera, las grandes empresas industriales, tradicionales clientes de los bancos, redujeron en las dos últimas décadas su dependencia de la financiación procedente de Japón, y de la específicamente bancaria. Walter (2000, p. 104) señala cómo en los primeros años de la década de los setenta, la financiación externa provenía en un 10% de la emisión de nuevas acciones y en un 80% de préstamos bancarios. En 1985, la financiación vía acciones ascendía al 45% de los recursos captados, y un 20% más provenía de la emisión de bonos convertibles en acciones, aportando un 20% la financiación bancaria. En 1990 el endeudamiento con los bancos de las grandes corporaciones era mínimo, obteniendo éstas los recursos en proporciones similares mediante la emisión de acciones y de bonos.

En el estudio de Corbett y Jenkinson (1997) sobre la financiación comparada de Japón, Alemania, Reino Unido y los Estados Unidos en el período 1970-94 se aprecia la mayor dependencia de la financiación externa de Japón, en particular de la financiación bancaria que suponía el 26,7% del total frente al 11,1% de Estados Unidos y el 11,9% de Alemania

⁷ De nuevo ha de advertirse que los problemas de espacio obligan a tratar muy brevemente un tema fundamental sobre el que existe una amplísima bibliografía. Para el lector interesado se sugiere la selección siguiente: Aoki (1990, 1994, 1997); Aoki y Ding (2000); Aoki et al. (1994); Baum y Schaede (1993); Cargill and Royama (1992); Corbett (1987, 1994, 2000); Coriat et al. (2000); Hayashi (2000); Hoshi et al. (1990a, 1990b, 1991); Hoshi y Kashyap (1999); Ide (1996); Kang y Stulz (1997); Kang et al. (2000); Nabeshima (2000); Ozawa (1999, 2000); Patrick (1994); Prowse (1990); Ramseyer (1994); Sheard (1989, 1994); Sunamura (1994); Tohyama (2000).

(p. 74). Especialmente significativa es la evolución de la financiación bancaria de las empresas japonesas: en 1970-74 el 42'7% de la financiación total procedía de los bancos; en 1975-79 el 33'9%; en 1980-84 el 31'7%; en 1985-89 el 23'0%; y en 1990-94, el 19'5%.

Los datos de la investigación de Wilson (2000, p. 30) completan este breve comentario sobre la financiación externa de las empresas japonesas en el período 1985-96. En este trabajo se calcula la proporción de deuda respecto al conjunto de los recursos (propios + deuda). Destaca en primer lugar, la extraordinaria escalada global del endeudamiento empresarial, pero con diferencias muy apreciables por sectores y tamaños de las empresas. En el sector manufacturero, en las grandes empresas, el ratio de endeudamiento permanece estable (29'2% en 1985 y 31'4% en 1996), pero en las pequeñas y medianas empresas progresa de forma notable (56'8% en 1985 y 105% en 1996). Los grandes protagonistas fueron el sector Construcción y el Inmobiliario, y el progreso del endeudamiento sería tanto mayor cuanto menor fuera la dimensión empresarial. En el sector inmobiliario, las pequeñas y medianas empresas tenían un ratio de endeudamiento del 77'4% en 1985, que había pasado a ser del 365'1% en 1996.

En síntesis, las grandes corporaciones, protagonistas del extraordinario progreso de la exportación japonesa, dependían cada vez menos del sistema bancario que las había sustituido por empresas de menor tamaño y con participación muy

acusada del sector de la Construcción y de las Inmobiliarias. Resulta claro que el hundimiento de la burbuja inmobiliaria tendría que provocar un gran trauma en el sistema bancario.

Los bancos no sólo tenían menos poder para imponer su autoridad supervisora, sino que tampoco tenían los mismos incentivos que en la etapa de fuerte crecimiento. Esa función de vigilancia de la gestión se justificaba económicamente cuando se percibían rentas diferenciales y compensaciones por ejercerla, pero el papel de financiador había perdido peso, y en un mercado, cada vez más competitivo, no podían establecerse diferenciales en el tipo de interés que justificaran los costes y la responsabilidad de asumir el protagonismo de una reestructuración en el caso de crisis empresarial. Se había alterado el marco que durante un tiempo tuvo coherencia: los bancos vigilaban el gobierno de las empresas y lideraban los procesos de crisis, con la aceptación de la Autoridad supervisora bancaria que respaldaba la actuación de las entidades, garantizando un margen suficiente en las operaciones de préstamo en un mercado financiero intervenido. Por eso, Boyer y Yamada (2000, p. 13) han calificado al *main bank system* y al respaldo de las Autoridades como una socialización del riesgo. La cuestión crucial se plantea cuando el nivel de riesgo asumido por el sistema bancario es muy alto, y la crisis bursátil e inmobiliaria reduce de forma importante las garantías de préstamos bancarios. La crisis bancaria generalizada es consecuencia del efecto combina-

do del mayor nivel de riesgo asumido, de la caída de las valoraciones de los activos, y de la crisis del Sureste Asiático. En ese panorama, la burbuja bursátil e inmobiliaria permitió, mientras duró, ocultar la falta de coherencia de la nueva situación, y aumentó la dimensión del ajuste cuando este se hizo inevitable.

Se ha aludido al resultado de la actuación de las autoridades reguladoras y supervisoras con respecto al papel de monitor de los bancos respecto a las empresas. El apoyo de la Administración hacia el sistema bancario tenía que extenderse también a la aceptación del mayor riesgo asumido por las entidades en su política de expansión, puesto que sin esa actitud de comprensión no se hubiera producido la escalada del riesgo, al menos en la misma medida. Las relaciones entre los altos funcionarios del Ministerio de Finanzas y del Banco de Japón con las entidades bancarias, donde muchos culminaban sus carreras profesionales, tienen importancia para entender el clima de connivencia entre el sector bancario y los supervisores públicos. Horiuchi y Shimizu (2001) han estudiado este fenómeno (*Amakudari*) y demuestran que en los bancos en los cuales se ha producido, el resultado ha sido de un mayor relajamiento de la supervisión y un incremento del nivel de riesgo asumido.

El sistema de gobierno de las empresas de Japón tenía socavados los cimientos porque se habían modificado las condiciones que le daban firmeza. El descenso sostenido e inquietante de la rentabilidad empresarial sólo puede com-

prenderse en un entorno en el cual los gestores no tenían que responder ante nadie. Los accionistas inversores no estaban en un marco que favoreciera la posibilidad de control y, además, la burbuja permitió enmascarar el descenso de la rentabilidad empresarial con rendimientos espléndidos de la inversión bursátil. Como ha señalado Gibson (1996, p.340), el sistema japonés de control y vigilancia empresarial que había facilitado la estabilidad durante un tiempo, se había convertido en una barrera que dificultaba la adecuación de la situación a las nuevas circunstancias. La crisis del sistema bancario japonés, los créditos fallidos en magnitudes difíciles de concebir, y la posición reluctante a la concesión de nuevos créditos (*credit crunch*) acompañarían al descenso de las valoraciones de los activos en el protagonismo de una crisis que dura ya más de una década.⁸

3. LA BURBUJA INMOBILIARIA Y BURSÁTIL

Los analistas de la larga crisis de Japón tienen opiniones diferentes sobre la importancia de los distintos factores en la explicación de la decadencia japonesa. Existe coincidencia, sin embargo, en señalar que la burbuja inmobiliaria y bursátil

⁸ Sobre la crisis bancaria de Japón, se sugiere: Aoki y Dinç (2000); Allen y Gale (1999); Cardenal (2000); Corbett (1999, 2000); Corsetti et al. (1999); Dewenter y Hess (1998); Fernández (1998); FMI (1997, 2000b); Frankel y Morgan (1992); Gibson (1995); Hall y Weinstein (2000); Hanazaki y Horiuchi (2000); Hayashi (2000); Hoski y Kashyap (1999); Hutchison y Dill (1999); Ito (1999); Levy (2000); Lincoln (1998a); Motonishi y Yoshikawa (1999); Peek y Rosengren (1997, 2000); Tohyama (2000); Weinstein y Yafeh (1998); Whittaker y Kurosawa (1998).

es decisiva para comprender el profundo declive nipón. Un alto funcionario del Banco de Japón destacaba tres lecciones que el Banco Central había aprendido de la burbuja: 1) Que el Banco de Japón tenía que prestar atención no sólo al nivel general de precios, sino también a la valoración de los activos; 2) Que las instituciones financieras asumieron un riesgo excesivo; y 3) Que no existían mecanismos en el mercado para controlar la actuación del sistema bancario (Nagashima, 1997, pp. 208-210).

El estudioso que se acerca al fenómeno de la burbuja japonesa, con la ventaja de conocer las consecuencias, es normal que tenga dos sensaciones. La primera, de incredulidad ante las dimensiones de la sobrevaloración de los activos; la segunda, que resulta difícil comprender cómo los propios mercados no pusieron coto a los excesos de unas cotizaciones difíciles de justificar por los datos fundamentales de las empresas. La descripción que sigue a continuación necesita de la complicitad del lector, en el sentido de que es preciso situar las cifras y las reacciones de los agentes en un entorno económico y social determinado, y aceptar el principio de que aunque las valoraciones de las acciones responden, en el largo plazo, a los datos fundamentales de las empresas, se pueden producir diferencias muy importantes, y tan persistentes que ganen la vitola de normalidad, por la propia dinámica de los mercados bursátiles en los cuales el clima de opinión dominante es capaz de imponerse sobre los más cautos y prudentes. Se

adelanta aquí que la principal enseñanza que se obtiene del análisis de un fenómeno de este tipo es la facilidad con la cual la sociedad lo acepta en la fase ascendente, porque impulsa el crecimiento económico y beneficia a políticos, empresarios, banqueros y a la parte más osada de la población, embalsando costes sociales y económicos que socavan los propios fundamentos económicos y la cohesión social del conjunto de la sociedad.

3.1. La magnitud de la burbuja

La brillante descripción de Malkiel (1997, pp. 82-84) proporciona una primera idea del alza de los precios de los activos en un período largo. Entre 1955 y 1989 el valor de las propiedades inmobiliarias de Japón se multiplicó por más de 75. En 1990, el valor total se aproximaba a los 20 billones de dólares americanos equivalentes a más del 20% de la riqueza mundial y en torno al doble de la capitalización conjunta de los mercados bursátiles. La extensión de los Estados Unidos es 25 veces mayor que la de Japón, pero en 1990 se estimó que las propiedades japonesas valían 5 veces más que las de Estados Unidos. El valor de las propiedades de Estados Unidos equivalía al del entorno metropolitano de Tokyo. La venta del palacio imperial hubiera bastado para comprar toda California. En 1990 el valor de los campos de golf japoneses era de 500.000 millones de dólares americanos, el doble de todas las acciones cotizadas en la bolsa australiana.

En la investigación de Hayashi (1989, pp. 6-7) se compara la evolución de la ri-

queza con la renta en Japón y en los Estados Unidos en el período 1955-1987. Señala el autor que en el caso de Estados Unidos la relación se mantiene prácticamente constante (en torno a 2'5 veces la renta). En cuanto a Japón, la riqueza ha pasado de suponer 3 veces la renta en 1970 a 5'5 veces en 1987 y este incremento se ha debido al peso creciente de la tierra como componente de la riqueza. De manera que los precios de la propiedad inmobiliaria tenían una tendencia alcista en las últimas décadas; lo que sucede en el período 1985-90 es que se intensifica el ritmo de crecimiento de las valoraciones sobre todo en las principales ciudades. En esos años de la burbuja el precio de la tierra se multiplicó por tres como promedio en las seis ciudades más importantes de Japón (Kaku, 1997, p. 245).

Se ha apuntado a lo inesperado del largo declive japonés y, como se advertirá más adelante, las valoraciones bursátiles de las acciones, aunque muchos inversores expresaron sus reservas, ofrecían asideros para justificar las diferencias con las de otros mercados. En el caso de la burbuja inmobiliaria, existen informes muy cualificados que advirtieron de la falta de realismo de los precios y de las consecuencias negativas que podrían derivarse de una corrección que se entendía como inevitable. En el informe del *Bank of Japan* (1990) todas las cuestiones fundamentales se exponen con extraordinaria claridad: se había producido una espiral especulativa en el precio de la tierra por:

- 1) El incremento de la demanda ante la

- expectativa de un gran desarrollo de Tokyo como plaza financiera; 2) La relajación de la política monetaria; 3) El incremento de la demanda inmobiliaria por motivos fiscales. Se adelantan en el Informe los efectos distorsionadores que podrían derivarse del fenómeno: a) creciente desigualdad de la riqueza; b) trauma para las instituciones financieras especializadas en el sector inmobiliario "...que quizá podrían provocar turbulencias en el conjunto del sistema financiero" (Ibidem, p. 3); c) exceso de endeudamiento en empresas y economías domésticas, utilizando el mayor valor de los activos como garantía.

No es extraño que con la alta valoración de la propiedad inmobiliaria en Japón, los precios en otros países les parecieran tan asequibles a los inversores japoneses, y por ello, en los años de auge, se prodigaron las compras niponas de propiedades y edificios emblemáticos en los Estados Unidos. Bajos tipos de interés, amplia disposición del crédito, precios reducidos de los inmuebles, y alta rentabilidad comparada con la de Japón de las propiedades inmobiliarias de los Estados Unidos, fueron los factores que impulsaron la corriente compradora nipona. Hubo observadores, sin embargo, que en plena burbuja denunciaron la artificialidad de la capacidad adquisitiva japonesa. En un magnífico trabajo, Cutts (1990, pp. 164-165) señalaba que según informes inmobiliarios, en 1988 el valor de toda la tierra japonesa era cuatro veces mayor que el territorio de Estados Unidos; que un sólo distrito del centro de Tokyo (Chiyoda-ku) tenía un valor equivalente al

de todo Canadá y apuntaba a la esencia de la cuestión:

¿De donde procede ese poder para comprar bancos y propiedades americanas sin esfuerzo? La creación de cantidades masivas de activos, su utilización como garantía para conseguir enormes préstamos a bajo interés, o la obtención de liquidez utilizándolos a través de la volcánica espiral alcista de los precios de la bolsa de Tokyo, y la exportación del capital obtenido convirtiendo yenes en dólares baratos. Este proceso define lo grande y trascendental que es la nueva *money machine* japonesa. Muestra también de que forma tan simple funciona. Al conectar el dinero inmobiliario con la bolsa, los japoneses han creado un "círculo sin final (*never-ending circle*)" (Ibidem, p. 168).

La relación entre el precio de la tierra y el de las acciones ha sido estudiada por Ito y Iwaisako (1995). Los resultados sugieren que el impulso inicial fue el incremento del crédito bancario al sector inmobiliario, y que el alza de los precios alimentó la cuantía de los préstamos al utilizarse los activos revalorizados como garantía de nuevas aportaciones.

En cuanto a la bolsa, la burbuja de 1985-90 se inscribe también en una onda alcista que se acelera extraordinariamente en esos años. La cotización de las acciones se multiplicó por 100 entre 1955 y 1990 (Malkiel, 1997, p. 82). El Índice Nikkei 225 de la Bolsa de Tokyo era de 11.542 en diciembre de 1984, y pasó a 38.915 en diciembre de 1989, para caer a 15.951 en junio de 1992 (Ito y Iwaisako, 1995, p. 1). Al comienzo de 1990 la capitalización de la bolsa japonesa superó a

la de Estados Unidos. En esos años (1984-1989) el PER⁹ pasó de 37'9 a 70'9 (French y Poterba, 1991, p. 337). Los cálculos del FMI (2000a, p. 94) muestran de forma clara la sobrevaloración de las acciones japonesas en relación con los principales mercados. En el punto más alto de 1989 las acciones japonesas se vendían a 60 veces beneficios, en tanto que en Estados Unidos el PER era de 15 y de 12 en el Reino Unido. La capitalización de la empresa telefónica NTT CORPORATION, que se privatizó en el auge bursátil, era mayor que la suma de AT&T; IBM; EXXON; GENERAL ELECTRIC; y GENERAL MOTORS. El Banco DAI ICHI KANAGYO se vendía a 56 veces beneficios en tanto que en el CITYCORP el PER era 5'6. NOMURA SECURITIES, la mayor empresa de bolsa japonesa valía más que todas las casas de bolsa americanas (Malkiel, 1997, pp. 82,83).

No faltaban razones para intentar explicar la disparidad de las valoraciones entre las acciones japonesas y las de otros mercados. Dos argumentos muy utilizados eran la mayor tasa de crecimiento de la economía y de los beneficios de las empresas niponas, y la opacidad de los estados contables con normas de contabilidad distintas y plusvalías latentes en sus carteras de valores y en el patrimonio inmobiliario. Como expresivamente señalaría Krugman (1999b, p. 64) ante la aceptación de los inversores de niveles de PER de 60 o superiores: "la opinión ortodoxa encontraba justificación para es-

⁹ Relación entre la cotización de una acción y su beneficio por acción.

tos niveles de precios". No obstante, los distintos procedimientos contables, aunque reducen las diferencias de valoración, no pueden ocultar el formidable proceso especulativo. French y Poterba realizan un ajuste para estimar los beneficios de las empresas japonesas utilizando los métodos contables americanos, y a la altura de 1988 los niveles de valoración japoneses aún triplicaban a los americanos. Como señalan estos autores, las diferencias contables explican parte de la persistente disparidad en los PER de Japón y Estados Unidos, pero son incapaces de justificar que el PER japonés se doblara en 1986 o la fuerte corrección de 1990 (Ibidem, p. 361).

3.2. Posición de la Administración ante la burbuja

Como se ha adelantado, los acuerdos del Plaza de 1985 indujeron a la adopción de una política monetaria más relajada para compensar los efectos de la revaluación del yen sobre las empresas japonesas. Todos los analistas cuyas aportaciones se han revisado para realizar este trabajo coinciden en que la expansión monetaria fue un objetivo buscado por la Administración. Drucker (1995, p. 190) señala que el Gobierno japonés se alarmó ante la caída del 50% de la cotización del dólar frente al yen en 1985 y lanzó una campaña de estímulo al consumo interior para compensar la previsible caída de las exportaciones, cuyas dos quintas partes iban dirigidas a Estados Unidos. Según este autor, la decisión se tomó en el peor momento, cuando el po-

der de compra y el estilo de vida habían experimentado un gran cambio pasando el protagonismo de la generación austera, acostumbrada a las penurias de la postguerra, a otra nacida en el *baby boom* con actitudes menos conservadoras. De este modo, una burocracia asustada, al excitar la demanda, provocó la burbuja bursátil e inmobiliaria con una actitud permisiva y protectora hacia las instituciones financieras que hicieron posible la espiral especulativa del precio de los activos.

El poder de la burocracia japonesa es fundamental para comprender la dimensión de los excesos. Se tenía una confianza extraordinaria en que todo estaba bajo control. Uno de los estudiosos más destacados de la economía japonesa ha destacado al respecto:

La manía especulativa (1985-90) se alimentó de la creencia errónea, pero generalizada, compartida incluso por los bancos conservadores y las autoridades reguladoras, de que el precio de los activos no se reduciría ni de forma importante, ni por un período de tiempo prolongado (Patrick, 1994, p. 357).

Es posible que la confianza de los inversores se reforzara por el comportamiento de la Bolsa de Tokyo en el *crack* bursátil de Octubre de 1987. El precio de las acciones se redujo en el 21'5% en octubre en Wall Street y caídas parecidas se produjeron en los principales mercados: Reino Unido 21'7%; Francia 18'6%; Alemania 17'7%; pero Japón bajo solamente el 7'5%. Esto, a pesar de que las valoraciones bursátiles auguraban que el riesgo de baja era más pronunciado para la

Bolsa de Tokyo por su evidente sobrevaloración. En efecto, el PER de Japón, en ese mes, era de 61'7 veces beneficios; en Estados Unidos 18'9; en el Reino Unido, 16; en Francia 14'9; y en Alemania 15'4.¹⁰ Además, la Bolsa japonesa se recuperó con celeridad. Tan convencidos estaban los inversores institucionales de que el Gobierno no dejaría caer las cotizaciones bursátiles, que las empresas de seguros japonesas se dedicaron a vender opciones de venta (*put options*) a los bancos de inversión norteamericanos, porque así obtenían un ingreso extra sin riesgo (Millman, 1995, p. 150).

A la altura de 1989, la preocupación de la Administración por la orgía especulativa iba acompañada de una gran confianza en que podían provocar una baja modesta en los precios del mercado inmobiliario y bursátil para disuadir y castigar solo a los malvados especuladores (Lincoln, 1998a, p. 356). El propio Gobierno frenó la burbuja por miedo a la inflación “que se agitaba entre la fiebre de préstamos y el auge de liquidez que aseguraba el alza de los precios de la tierra y de las acciones” (Malkiel, 1997, p. 85). La caída del mercado fue fulminante; el índice de la Bolsa de Tokyo bajo un 63% entre el 1-1-90 y agosto de 1992. El mercado inmobiliario también se desplomó a partir de 1990. La caída de los precios de los activos no alarmó a las autoridades que contemplaban el proceso de ajuste como una corrección saludable hacia niveles de valoración más realistas (Krug-

man, 1999b, p. 69). En 1991 las autoridades japonesas se resistían a bajar los tipos de interés por miedo a que se reactivara la burbuja. Desde 1996 los tipos de interés a corto plazo se han situado por debajo del 1% sin que haya sido posible la recuperación del ritmo de actividad de la economía aprisionada por la keynesiana trampa de la liquidez (Krugman, 1999, p. 67), definida como “una situación en la cual la política monetaria convencional es impotente, porque los tipos de interés nominales son cero, o están cerca de cero: El incremento de la base monetaria ya no produce efecto alguno puesto que la base y los bonos son considerados perfectos sustitutos por el sector privado” (Krugman, 1998, 1. 141).

Se ha señalado que las alzas de los precios en los activos se habían producido en otras ocasiones. El precedente más inmediato fueron las importantes revalorizaciones bursátiles e inmobiliarias que habían tenido lugar en 1972-73, también como consecuencia de una relajación monetaria que pretendía frenar la revalorización del yen. Se produjo entonces un alza en los precios de los bienes de consumo y en los salarios que, sin embargo, aparecen contenidos en 1986-89. Medidas parecidas de relajación produjeron efectos diferentes puesto que el marco institucional había cambiado, como ha señalado Tohyama (2000, pp. 81-86). En el primer período los aumentos del crédito se canalizaron a través del sistema bancario hacia las firmas manufactureras que tenían una relación más estrecha con los bancos, los cuales no eran partidarios de

¹⁰ Los datos proceden del Study II, Historical Perspectives (Brady, 1987, p. II, 5).

que las empresas invirtieran fuera de sus áreas de negocio. En la década de los ochenta esos lazos ya no eran tan fuertes, las empresas tenían más autonomía y la dependencia financiera del sistema bancario era menor. Por otra parte, los bancos buscaban destino a la liquidez abundante y lo encontraron en el sector inmobiliario y en la bolsa. Las empresas, además, fueron ya participantes activos como inversores financieros en la burbuja.

3.3. Efectos de la burbuja sobre la distribución de la riqueza

Uno de los economistas que ha analizado con mayor perspicacia los efectos de la variación de los precios sobre la renta y la riqueza ha sido Keynes. En el capítulo I de *A Tract on Monetary Reform* expone:

Ningún hombre emprendedor consentiría en seguir siendo pobre si creyera que sus superiores han conseguido sus bienes por haber tenido suerte en el juego. Transformar al empresario en un logrero es asestar un golpe al capitalismo, porque destruye el equilibrio psicológico que permite la perpetuación de recompensas desiguales. La doctrina económica de los beneficios normales, vagamente comprendida por todos, es una condición necesaria para la justificación del capitalismo. El empresario solo es tolerable en la medida en que se pueda considerar que sus ganancias están relacionadas en alguna forma con lo que sus actividades, a grandes rasgos y en algún sentido, han aportado a la sociedad (Keynes, 1923, p. 24).¹¹

¹¹ Este párrafo lo recoge Keynes en la selección de trabajos que a modo de inventario de sus aportaciones más significativas publicó en 1931 con el título *Essays in Persuasion* (1931, p. 69). En Torrero

Krugman (1998b, p. 65) ha señalado que las burbujas no son nuevas, pero parecen más raras en un país con reputación de plantear las cosas a largo plazo y en una economía y sociedad planificadas. Lo cierto es que la orgía especulativa alteró las pautas de distribución de la riqueza que hasta entonces se habían mantenido en niveles moderados. Súbitamente, la sociedad quedó dividida entre los que tenían activos inmobiliarios y los que no habían tenido la fortuna de participar en el *boom*, y el efecto sobre una sociedad fundamentada en el trabajo duro y en la recompensa del esfuerzo constante ha sido traumático (Albert, 1991, p.171).

Como ha destacado Millman (1995, p. 153), el *boom* inmobiliario trastocó el ordenado esquema de riesgos y recompensas que existía en Japón. Una sociedad acostumbrada a que los ejecutivos mejor pagados ganaran solo cinco veces el salario más bajo, tuvo que afrontar la aparición de los grandes millonarios que habían hecho una rápida fortuna en la bolsa o en el sector inmobiliario. Un simple asalariado que hubiera comprado una vivienda y participara en la subida de precios, se habría convertido en un hombre rico y, por otra parte, los nuevos precios hacían imposible el acceso a la propiedad de los jóvenes. El sistema benefició a los primeros que participaron en el *boom*. El dinero fácil provocó una cultura de la avaricia y las revelaciones sobre la corrupción

(1998, p. 1205) pueden consultarse las referencias utilizadas en el libro en relación al tratamiento por Keynes de los efectos de las variaciones en el nivel de precios, y de forma concreta, sobre la distribución de la renta y sobre las motivaciones y decisiones empresariales.

política, asociada a información privilegiada en estos mercados efervescentes, era continuas. En definitiva, el deterioro de la cohesión de la sociedad provocado por la burbuja especulativa constituyó un coste social y económico fundamental.

3.4. Efectos sobre el comportamiento de las empresas

En la locura especulativa participaron activamente la mayoría de las grandes empresas que vieron la posibilidad de conseguir parte de las gigantescas plusvalías que se estaban generando en la burbuja, y tenían fácil acceso a los abundantes recursos financieros. Por si fuera poco, se les animó a participar permitiendo que establecieran cuentas de compra-venta especulativas con ventajas fiscales. En muchas ocasiones las empresas obtenían mayores beneficios con estas operaciones financieras que con su actividad normal (Malkiel, 1997, p. 83). Las grandes corporaciones industriales aumentaron sus operaciones financieras de forma espectacular, y el endeudamiento de las empresas no financieras en Japón paso del 185% de PIB en 1986 al 225% en 1990 (Kaku, 1997, p. 147).

El mercado bursátil brindaba a las empresas posibilidades de obtención de recursos a bajo coste; Tenían acceso a los recursos de la banca en el interior y a los mercados financieros exteriores. Con tal abundancia de fondos y de oportunidades se dedicaron a la actividad especulativa que era admirativamente denominada "ingeniería financiera" (*zai-tekku* o *zaitech*) (Ozawa, 2000, p. 231). Más de la

mitad de las compañías cotizadas en la primera sección de la Bolsa de Tokyo estaban involucradas en operaciones de *zaitech*; Al finalizar el año fiscal en marzo de 1988, casi el 38% de los beneficios de Toyota provenían de la especulación financiera; Matsushita Electric ganó en este tipo de operaciones el 59% del beneficio total; Nissan el 65%, y Sony el 63% (Millman, 1995, pp. 145, 146; Calder, 1997, p. 20).

3.5. Efectos de la burbuja sobre el comportamiento del sistema bancario

En el desarrollo de la burbuja especulativa el sistema bancario fue un protagonista esencial, y también ha sido la principal víctima de la quiebra de las valoraciones. Hay tres cuestiones sobre las que no se advierten discrepancias entre los analistas de la situación de Japón. La primera, que la burbuja es clave para explicar la crisis económica; la segunda, que en los años de la burbuja el sistema bancario impulsó una fuerte expansión de sus actividades, asumiendo mayores niveles de riesgo, espoleado por la liberalización de las finanzas en un marco de mayor competencia, pero contando con el respaldo de la Administración; la tercera, que la crisis del sistema bancario, al ser éste el remanso final de los excesos especulativos, se ha constituido en el obstáculo fundamental para conseguir la reactivación económica.

Anteriormente se ha hecho referencia a las razones que impulsaron a la banca nipona a buscar nuevos destinatarios de su capacidad de préstamo al perder impor-

tancia la demanda de sus clientes tradicionales de activo. Los nuevos receptores serían las pequeñas y medianas empresas, el sector inmobiliario, la financiación de compras bursátiles, y los prestatarios exteriores. El crédito para las compras en bolsa y en el sector inmobiliario, influyó de forma decisiva en la gestación y desarrollo de la burbuja, y, al hacerlo, fortalecían el balance de las entidades bancarias dotándolas de mayor capacidad de expansión por el incremento de sus recursos propios; el círculo se cerraba puesto que el alza de precio de los activos aumentaba las garantías que podían aportar los prestatarios para nuevas operaciones. Antes de examinar con mayor detalle este círculo expansivo, conviene aludir a una cuestión fundamental: Los motivos que inducen al sistema bancario a la expansión y a la asunción de mayores niveles de riesgo, esto es, a la liberalización de las finanzas.

La creación de un mercado de bonos para facilitar la financiación del déficit del sector público, las presiones a favor de la apertura del mercado financiero japonés por el Gobierno Estados Unidos, y el clima general a favor de la liberalización de las finanzas, promovieron un marco de mayor competencia en el cual las entidades del sistema bancario intentaron ganar dimensión para asegurarse la supervivencia. Nagashima (1997, p. 209) lo expone con claridad.

Cuando se considera la conducta de las instituciones financieras japonesas durante el período de la burbuja, parece que fue dirigida por una fuerte urgencia de asegurarse nuevas fuen-

tes de ingresos. En plena desregulación y globalización de los mercados financieros, los bancos actuaron convencidos de que tenían que afrontar una competencia creciente y que empezaba la lucha por la supervivencia. Esto explica el crecimiento explosivo de los préstamos inmobiliarios y de los precios de los terrenos.

La cuestión de la liberalización financiera es importante y actual. Se están revisando en los últimos años algunas ideas un tanto elementales que la experiencia ha puesto en evidencia. La fundamental es que siendo la liberalización un alivio de la "represión financiera", cuanto antes y cuanto con mayor intensidad se produjera, mejor. La práctica liberalizadora ha demostrado que la adecuación del marco regulador, de supervisión y control de riesgos, debe acompañar necesariamente a la introducción de mayores dosis de competencia, y en caso de no ser así provoca desequilibrios, un incremento del riesgo asumido y crisis en el sistema financiero. En el caso de Japón, una desregulación gradual y desequilibrada sería de importancia fundamental en la generación de la crisis bancaria; la liberalización permitió a las grandes empresas industriales pasar de la financiación bancaria a la de los mercados financieros, pero no afectó en gran medida a los ahorradores, que siguieron colocando su excedente en depósitos bancarios. El resultado obligado de esta dinámica era la búsqueda de nuevas oportunidades de préstamo e inversión para la capacidad financiera embalsada en el sistema bancario (Hoshi y Kashyap, 1999, p. 40).

En el caso de Japón, la desregulación supuso el paso de una situación de “contención financiera” (*financial restraint*) a un escenario de mayor competencia sin modificar el marco regulador de supervisión y control de riesgos (Hellman et al. 1998, p. 258). Estos autores han precisado la diferencia entre contención y represión financiera. La “represión financiera” estudiada por McKinnon (1973) pone énfasis en el efecto negativo de los controles de los tipos de interés sobre el ahorro, pero en el caso de Japón (y también de Corea y Taiwan) el rendimiento establecido de los depósitos bancarios, era, en general, positivo en términos reales. De forma que los autores citados concluyen: “...la represión financiera produce un flujo neto de renta desde el sector privado al público, en tanto que la contención financiera induce a la creación de oportunidades de generar rentas dentro del sector privado” (Ibidem, p. 259). En un trabajo posterior (Hellmann et al. 2000, p. 149), los citados analistas aluden de nuevo al caso japonés:

El análisis de las recientes crisis financieras en el Este de Asia, y del debilitado sistema financiero japonés, muestra que el problema surge, al menos en parte, como un resultado de la liberalización del mercado financiero... Si los mercados son suficientemente competitivos, los bancos ganan relativamente poco de inversiones prudentes, pero el banco puede apropiarse siempre de la renta de un período mediante el aumento de riesgo. De esta forma, el incremento de la competencia tiende a promover el riesgo excesivo en el sector bancario. Este trabajo desarrolla una fórmula alternativa de

regulación prudencial: la utilización de límites a la remuneración de los depósitos para crear un “valor de franquicia” para los bancos.¹²

En los años de la burbuja, la bolsa, que no había sido tradicionalmente un proveedor importante de capital, se convirtió en la clave del sistema financiero para las grandes empresas que pudieron emitir en muy buenas condiciones dadas las excelentes cotizaciones, ante la alarma de competidores de otros países que se quejaban del diferente coste de los recursos.¹³ Los bancos tenían no sólo acceso al mercado, sino también carteras de acciones importantes que acumularon plusvalías en los años del *boom* bursátil. Tan considerables eran estas revalorizaciones implícitas en los balances, que en las negociaciones con el *Bank for International Settlements* para establecer las rúbricas que deberían computarse como recursos propios, los reguladores japoneses reclamaron que pudieran considerarse como

¹² De nuevo es preciso pedir excusas por tratar tan esquemáticamente una cuestión tan importante. Los dos trabajos citados en el texto de Hellman, Murdock y Stiglitz, junto al de estos autores (1997) constituyen aportaciones recientes sobre la liberalización financiera inspirada en las crisis del Este de Asia. En cuanto concepto de represión financiera el trabajo, ya clásico, de McKinnon (1973) es fundamental. Respecto a la incidencia de la liberalización financiera en Japón se sugiere: Domínguez (1999); Feldman (1986); Hanazaki y Horiuchi (2000); Hoski et al. (1990b); Ito y Melvin (1999); Kasman y Rodríguez (1991); Mayer (1999); Nabeshima (2000); Weinstein y Yafeh (1998); Whittaker y Kurosawa (1998).

¹³ No se considera aquí un asunto tan importante como el coste comparado del capital entre Japón y Estados Unidos. El lector interesado puede recurrir a: Ando y Auerbach (1998); Friend y Tokutsu (1987); Hatsopoulos et al. (1988); Hodder (1991); Ide (1996); Kester y Luehrman (1989, 1992); Mattione (1992); McCauley y Zimmer (1989, 1991); Poterba (1991).

tales la diferencia entre el precio de compra y el de cotización de las acciones. El argumento era que las tenencias de acciones tenían carácter permanente y llevaban décadas en las carteras de los bancos constituyendo reservas ocultas extraordinariamente importantes. En esencia, como ha señalado Millman (1995, p. 144), lo que se estaba argumentado era que las acciones eran tan válidas como el efectivo.

De esta forma, como han resaltado Kim y Moreno (1994), las cotizaciones bursátiles afectaban a los préstamos bancarios a través de dos vías. Primera, la fluctuación de las cotizaciones incide sobre la demanda de créditos al transmitir señales de cambios en la actividad económica futura; segunda, influye en la oferta al determinar los recursos propios de los bancos. En esta dinámica, un descenso de las cotizaciones bursátiles, al reducir la oferta de préstamos, afecta a la inversión de las empresas dependientes del crédito bancario (Ramaswamy, 2000, p. 80). En la esfera internacional, en la etapa de la burbuja, los bancos japoneses, apoyados por las altas valoraciones de los activos, emprendieron, asimismo, una agresiva expansión internacional ofreciendo márgenes reducidos y comisiones extraordinariamente bajas, provocando el sentimiento de una competencia desleal fundamentada en la reserva del protegido mercado interior (Murphy, 1989, p. 77).

Cuando estalló la burbuja en 1990, los factores que interactuaban en un sentido positivo en el sistema bancario pasaron a hacerlo con efecto negativo. Desde la

perspectiva de su papel de vigilancia y control de la gestión empresarial, las conexiones con las firmas participadas se habían debilitado pero, además, los bancos tenían que atender sus propios problemas (Levy, 2000, p. 201). El cambio de situación de los bancos, y de actitud ante las dificultades de las empresas conectadas, afectó a estas últimas tanto más cuanto mayores fueran los lazos y la dependencia financiera. Kang y Stulz (1997) muestran que en el período 1990 a 1993 la empresa típica cotizada en la bolsa de Tokyo perdió más de la mitad de su valor, pero aquellas que tenían una mayor proporción de deuda bancaria sufrieron pérdidas aún mayores. La delicada situación de los bancos afectó a la marcha de las empresas conectadas e influyó negativamente en los proyectos de inversión. Motonishi y Yoshikawa (1999, p. 2) consideran que el declive de la inversión en el período 1992-1994 fue debido a la reducción de la rentabilidad. En esos años, las finanzas todavía apoyaron la resistencia de las empresas, pero con la recesión de 1997 el parón del crédito (*credit crunch*) se manifestó con toda dureza, contribuyendo a un debilitamiento aún más acentuado de la economía.

Al considerar la crisis del sistema bancario de Japón, sorprende la intensidad y también la duración de la misma. Esta prolongada situación de deterioro se explica, no sólo por la magnitud de los créditos incobrables, sino por la tibieza de las soluciones adoptadas (Susuki, 2000, pp. 9-10), lo cual se debe, seguramente,

a que no se tuvo conciencia de la dimensión de la crisis, agravada por el posterior estancamiento económico, y quizá también por la propia tradición de intentar resolver los problemas más graves de forma pausada, apelando a la absorción de las entidades débiles por otras más fuertes (Lincoln, 1998a, p. 374). Como se ha señalado, la duración de la crisis bancaria de Japón no tiene precedentes en la historia de las crisis bancarias (Hutchison y McDill, 1999, p. 22). La investigación de la duración de las crisis bancarias a escala internacional realizada por Corbett (2000) sitúa a la crisis de Japón en el entorno promedio de duración; este trabajo, sin embargo, computa datos hasta 1997 y la crisis japonesa ha continuado desde entonces. Tampoco Hutchison et al. (1999) consideran que la crisis bancaria de Japón haya sido la más larga, aunque se mantenga la observación anterior respecto al límite de 1997 como final del período estadístico considerado; apuntan estos autores, no obstante, que en ningún país la influencia sobre la economía ha sido negativa como en Japón, lo cual atribuyen a la escasa recuperación del precio de los activos y al bajo ritmo de crecimiento económico de la década de los noventa (p. 176).

La crisis de la banca japonesa, que había tenido una fuerte expansión internacional, se dejó sentir también fuera de las fronteras niponas. En los años de la burbuja, Japón no sólo invirtió masivamente en el exterior el excedente de su balanza por cuenta corriente, sino que la banca nipona acentuó su papel de intermedia-

ción internacional endeudándose a corto y prestando a largo hasta 1989 (Kaway, 1995, p. 94). Otro canal de transmisión internacional del estallido de la burbuja japonesa fue la incidencia sobre la actividad crediticia de las filiales de los bancos japoneses en Estados Unidos, que habían llegado a superar la quinta parte de los préstamos comerciales e industriales de ese país. Como han demostrado las investigaciones de Peek y Rosengren (1997; 2000) la actividad prestamista de las filiales japonesas sufrió de manera clara la caída bursátil e inmobiliaria, como antes se beneficiaron de los efectos expansivos de la burbuja.

4. CONSIDERACIONES FINALES

La década de los noventa ha sido de estancamiento en Japón y la de mayor crecimiento en la historia de los Estados Unidos. En Japón ha tenido lugar una fortísima corrección de los precios de las acciones de la tierra, y de los inmuebles, en tanto que en Norteamérica se produjo un alza importante de la bolsa, en especial de las cotizaciones de las empresas tecnológicas (NASDAQ), seguida de un colapso entre la primavera del 2000 y del 2001 de cuantía muy similar al desplome de la bolsa de Tokyo entre 1990 y 1992. No es sorprendente que muchos analistas se hayan planteado la existencia de una burbuja especulativa en Estados Unidos, y el caso de Japón aparece como un precedente inquietante.

Seguramente ha sido la revista *The Economist* la que con mayor insistencia ha denunciado la existencia de una bur-

buja especulativa en Estados Unidos y ha comparado la situación con Japón. Un punto fundamental de diferencia es que el sistema bancario americano parece más sólido que el japonés, pero en las dos economías las valoraciones bursátiles se han justificado por la novedad de la situación y las cotizaciones han sido impulsadas por el endeudamiento de empresas y particulares; estos últimos han establecido pautas de consumo en Estados Unidos muy dependientes de la valoración de los activos. Es cierto que no se da en Estados Unidos un *boom* inmobiliario pero el riesgo asumido por las economías domésticas en acciones es doble, en relación con la renta disponible, que el de Japón en la cima de la burbuja.¹⁴

La caída de la bolsa americana se ha limitado, por ahora, a las acciones tecnológicas y, aunque se ha producido un recorte importante en el ritmo de crecimiento económico, no ha provocado ninguna alarma, entendiéndose por la mayoría de los observadores que se trata de un ajuste inevitable, e incluso saludable, de escasa duración, para retornar en poco tiempo a las tasas de crecimiento de los noventa. Es posible que sea así, pero no se conoce mucho de cómo se transmite a la economía una reducción de la riqueza de este calibre, ni el tiempo que la economía tarda en digerir esa disminución. La experiencia japonesa ha debido influir en la preocupación de las autoridades monetarias norteamericanas que han inten-

tado frenar, en primer lugar, la revaloración de los activos financieros, obstaculizando lo que consideraban *exuberancias irracionales* y, en segundo término, han tratado, más tarde, de suavizar las caídas excesivas inyectando liquidez y bajando los tipos de interés. La valoración de los mercados financieros se ha erigido en la variable esencial para el control del ciclo económico, lo cual constituye una situación nueva. Lo que parece observarse, no obstante, es que las sucesivas rebajas del tipo de interés para contener la caída de las cotizaciones, aunque produce los efectos buscados en el corto plazo, tiene efectos decrecientes en cuanto a su capacidad de alterar la tendencia de fondo del mercado.

La experiencia japonesa está siendo dramática, y el conocimiento de lo acontecido es importante como inspiración para el análisis de la incidencia de los factores financieros sobre la economía de los países. El caso japonés puede servir de ayuda para reflexionar sobre tres cuestiones relevantes: 1) El coste social y económico de las burbujas especulativas; 2) Las consecuencias de modificaciones parciales en la regulación de las finanzas; y 3) La trascendencia que tienen en la actualidad los mercados financieros.

En cuanto a las consecuencias de una burbuja especulativa, los costes económicos y sociales del caso japonés deberían inducir a la reflexión. Las burbujas son peligrosas por dos motivos esenciales: porque los efectos son muy positivos para el crecimiento económico mientras dura la fase ascendente; y porque siempre

¹⁴ Sobre la sobrevaloración de la bolsa americana y el precedente japonés los artículos recientes de la revista inglesa se especifican en la Bibliografía.

se encuentran justificaciones a las valoraciones desorbitadas que se atribuyen a una situación económica nueva para la que no sirven los precedentes. Es muy impopular interrumpir el festín, máxime cuando existe el riesgo de provocar, junto a la baja de las valoraciones, un deterioro de las expectativas que desemboque en una fase de recesión económica. Por estos motivos, es extraordinariamente saludable y rentable para cualquier país que existan economistas, con la independencia y altura de miras suficientes, que denuncien los excesos que otros agentes económicos y políticos no tienen interés en corregir, puesto que o son beneficiarios, o no desean, o no pueden asumir la responsabilidad de que su intervención genere un deterioro de las expectativas. El caso japonés hace aconsejable que las instituciones públicas intervengan sin timidez ni complejos para moderar excesos en las valoraciones que puedan degenerar en ajustes dolorosos.

Respecto al segundo punto, lo sucedido en Japón es buena muestra de lo peligroso que resultan las modificaciones parciales en la organización institucional del sistema financiero. Cuando en Japón se estableció un marco más competitivo en la captación y asignación de los recursos, que daría lugar a un incremento del riesgo asumido por las entidades bancarias, esto es, *por la economía en conjunto*, tendría que haberse adaptado el marco regulador y supervisor a la nueva situación. Mantener los mismos criterios e idéntica normativa cuando se ha modificado una variable esencial, conduce a la

incoherencia de una organización que en la etapa anterior funcionaba con coherencia. En los Estados Unidos, la crisis de las Cajas de Ahorros en la década de los ochenta, se produjo también por el incremento del riesgo al que indujo un entorno más competitivo sin modificar el marco regulador y supervisor para adaptarlo a las nuevas circunstancias. Se explica así que el seguro de depósitos, pieza clave de la estabilidad del sistema, pasara a estimular la asunción de niveles de riesgo excesivos (*moral hazard*).

La tercera consideración que inspira la experiencia japonesa es la inestabilidad potencial que se deriva del protagonismo que han adquirido los mercados financieros en la doble faceta de asignación de los recursos del ahorro a la inversión y de valoración de la riqueza existente.¹⁵ La gran ventaja de los mercados sobre la intermediación financiera bancaria es la mayor flexibilidad para adaptarse a situaciones cambiantes, lo cual es especialmente importante en tiempos de rápido cambio tecnológico. Esos efectos positivos se producen en las fases alcistas de los mercados; no debe olvidarse, sin embargo, que las decisiones de millones de inversores individuales, y de los gestores profesionales, son susceptibles de cambios bruscos en el clima de opinión, lo cual tiene unos efectos también contundentes en las fases de corrección. Por estos motivos, mantener una estructura equilibrada entre la intermediación bancaria y los mercados financieros parece

¹⁵ En Torrero (2001) se analizan los factores que han generado esa importancia creciente.

más aconsejable que la exaltación de los mercados como principio organizativo, porque junto a la mayor flexibilidad pueden generarse períodos de inestabilidad

acusada si se permiten excesos especulativos que generan burbujas que conlleven un elevado coste social y económico.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALBERT, M. (1991): *Capitalism against Capitalism*. Original en francés. Whurr Publishers LTD 1993. Reprinted 1997.
- ALLEN, F. Y D. GALE (1999): "Bubbles, Crises and Policy". *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 15, nº 3, pp. 9-18.
- ANDO, A. (2000): "On the Japanese Economy and Japanese National Accounts". *National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper nº 8033*. December.
- ANDO, A. y A.J. AUERBACH (1998): "The Cost of Capital in the United States and Japan: A Comparison". *Journal of the Japanese and International Economics*. Vol. 2, pp. 134-158.
- AOKI, M. (1994): "Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View", en M. AOKI y H. PATRICK (eds.): *The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press. Great Britain.
- AOKI, M. (1997): "Unintended Fit: Organizational Evolution and Government Design of Institutions in Japan", en M. AOKI; H-K. KIM and M. OKUNO-FUJIWARA (eds.): *The Role of Government in East Asian Economic Development. Comparative Institutional Analysis*. Oxford University Press. Great Britain.
- AOKI, M. Y S. DINÇ (2000): "Relational Financing as an Institution and its Viability under Competition", en M. AOKI y G.R. SAXONHOUSE (eds.): *Finance, Governance and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press. Great Britain.
- AOKI, M.; H. PATRICK and P. SHEARD (1994): "The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview", en M. AOKI y H. PATRICK (eds.): *The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press. Great Britain.
- BANK OF JAPAN (1990): "The Recent Rise in Japan's Land Prices: Its Background and Implications". *Special Paper*, nº 193. December.
- BAUM, H. y U. SCHAEDE (1994): "Institutional Investors and Corporate Governance in Japanese Perspective", en T. BAUMS; R.M. BUXBAUM; y K.J. HOPT (eds): *Institutional Investors and Corporate Governance*. Walter de Gruyter. Berlin.
- BOLTHO, A. (1996): "Was Japanese Growth Export-led?". *Oxford Economic Papers*, nº 48, pp. 415-432.
- BOLTHO, A. y J. CORBETT (2000): "The Assessment: Japan's Stagnation - Can Policy Revive the Economy?". *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, nº 2, pp. 1-17.
- BOYER, R. y T. YAMADA (2000): "Introduction", en R. BOYER y T. YAMADA (eds.): *Japanese Capitalism in Crisis. A regulationist Interpretation*. Routledge. London.
- BRADY, N.F. (Chairman) (1998): *Report of the Presidential Tax Force on Market Mechanism*. U.S. Government Printing Office. January. Washington.
- CALDER, K.E. (1997): "Assault on the Bankers' Kingdom: Politics, Markets and the Liberalization of Japanese Industrial Finance", en M. LORIAUX et al.: *Capital Un-governed. Liberalizing Finance in Interventionist States*. Cornell University Press. Estados Unidos.
- CARDENAL, S. (2000): "Japón: crisis y saneamiento del sector bancario". *Boletín Económico. Banco de España*. Septiembre, pp. 51-61.
- CARGILL, T.F. and S. ROYAMA (1992): "The Evolution of Japanese Banking and Finance", en G.G. KAUFMAN (ed.): *Banking Structures in Mayor Countries*. Kluwer Academic Publishers. Estados Unidos.
- CORBETT, J. (1987): "International Perspectives on Financing: Evidence from Japan". *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 3, nº 4, pp. 30-55.
- CORBETT, J. (1994): "An Overview of the Japanese Financial System", en N. DIMSDALE and M. PREVEZVER (eds.): *Capital Markets and Corporate Governance*. Great Britain. Reprinted 1999.
- CORBETT, J. (1999): "Crisis? What Crisis? The policy response to Japan's banking Crisis", en C. FREEDMAN (ed.): *Why Did Japan Stumble? Causes and Cures*. Edward Elgar. Wales.
- CORBETT, J. (2000): "Japan's Banking Crisis in International Perspective", en M. AOKI y G.R. SAXONHOUSE (eds.): *Finance, Go-*

- vernance and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press. Great Britain.
- CORBETT, J. y T. JENKINSON (1997): "How is investment financed? A Study of Germany, Japan, The United Kingdom and The United States". *The Manchester School Supplement*, vol. 65, pp. 69-93.
- CORSETTI, G.; P. PESENTI; y N. ROUBINI (1999): "Paper tigers? A model of the Asian Crisis". *European Economic Review*, vol. 43, pp. 1211-1236.
- COWLING, K. y P.R. TOMLINSON (2000): "The Japanese Crisis. A case of Strategic Failure?". *The Economic Journal*. June, pp. 358-385.
- CORIAT, B; P. GEOFFRON; y M. RUBINS-TEIN (2000): "Some Limitations to Japanese Competitiveness", en R. BOYER y T. YAMADA (eds.): *Japanese Capitalism in Crisis. A regulationist Interpretations*. Routledge. London.
- CUTTS, R.L. (1990): "Power from the Ground Up: Japan's Land Bubble". *Harvard Business Review*. May-June, pp. 164-172.
- DEKLE, R. (2000): "Demographic Destiny, Per capita consumption, and the Japanese Saving-Investment Balance". *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 16, nº 2, pp. 46-60
- DEWENTER, K. Y A.C. HESS (1998): "An International Comparison of Banks' Equity Returns". *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 30, nº 3, August, Part 2, pp. 472-499.
- DOMÍNGUEZ, K.M. (1999): "The Role of the Yen. Comment", en M. FELDSTEIN (ed.): *International Capital Flows*. The University of Chicago Press. Estados Unidos.
- DRUCKER, P. F. (1995): *Managing in a Time of Great Change*. Penguin Book. Estados Unidos.
- ECONOMIST (THE):
 —"A hard Landing". December, 9th 2000, pp. 21-22;
 —"Slowing down, to what?". December, 9th 2000, pp. 97-1000; - "Debt Trap!". January, 27th 2001, pp. 15-16;
 —"From Investmen boom to bust". March, 3rd 2001, p. 78.;
- "What a peculiar cycle". March 10th 2001, pp. 73-76.
- FELDMAN, R.A. (1986): *Japanese Financial Markets. Deficits, Dilemmas and Deregulation*. The MIT Press. Estados Unidos.
- FERNANDEZ, S. (1998): "Tiempos difíciles para el sistema financiero japonés". *Análisis Financiero Internacional*. Diciembre-Enero, pp. 37-51.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993): *Perspectivas de la Economía Mundial*. Mayo. Washington.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1997): *World Economic Outlook. Interim Assessment*. December. Washington.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2000a): *Los precios de los activos y el ciclo económico. Perspectivas de la economía mundial*. Mayo. Washington.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2000b): *International Capital Markets. Developments, Prospects and Key Policy Issues*. September. Washington.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2000c): *World Economic Outlook*. October. Washington.
- FRANKEL, A.B. y P.B. MORGAN (1992): "Deregulation and Competition in Japanese Banking". *Federal Reserve Bulletin*. August, pp. 579-593.
- FRENCH, K.R. y J.M. POTERBA (1991): "Were Japanese stock prices too high?". *Journal of Financial Economics*. Vol. 29, pp. 337-363.
- FRIEDMAN, B.M. (1998): "Comment a E.J. Lincoln: Japan's Financial Problems". *Brookings Papers on Economic Activity*. Nº 2, pp. 347-385.
- FRIEDMAN, T.L. (1999): *The Lexus and the Olive Tree*. Harpers Colling. Great Britain. Paperback by Anchor Books. 2000. Great Britain.
- FRIEND, I. Y I. TOKUTSU (1987): "The Cost of Capital to Corporations in Japan and the Estados Unidos". *Journal of Banking and Finance*. Nº 11, pp. 313-327.
- GIBSON, M.S. (1995): "Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan". *Journal of Business*. Vol. 68, nº 3, pp. 281-308.
- GIBSON, R.J. (1996): "Corporate Governance and Economic Efficiency: When do Institutions Matter?". *Washington University Law Quarterly*. Vol. 74, pp. 327-345.
- HALL, B.J. y D.E. WEINSTEIN (2000): "Main Banks, Creditor Concentration and the Resolution of Financial Distress in Japan", en M. AOKI y G.R. SAXONHOUSE (eds.): *Finance, Governance and Competitive-*

- ness in Japan. Oxford University Press. Great Britain.
- HANAZAKI, M. y A. HORIUCHI (2000): "Is Japan's Financial System Efficient?". *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 16, nº 2, pp. 61-73.
- HATSOPOULOS, G.N.; P.R. KRUGMAN; L.H. SUMMERS (1998): "U.S. Competitiveness: Beyond the Trade Deficit". *Science*. Vol. 241, July 15, pp. 299-307.
- HAYASHI, F. (1989): "Is Japan's Saving Rate High?". *Quarterly Review. Federal Reserve Bank of Minneapolis*. Spring, pp. 3-9.
- HAYASHI, F. (2000): "The Main Bank System and Corporate Investment: An Empirical Reassessment" en M. AOKI y G.R. SAXONHOUSE (eds.): *Finance, Governance and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press. Great Britain.
- HELLMANN, T.; K. MURDOCK; y J. STIGLITZ (1997): "Financial Restraint: Toward a New Paradigm", en M. AOKI; H-K KIM; y M. OKUNO-FUJIWARA (eds.): *The Role of Government in East-Asian Economic Development. Comparative Institutional Analysis*. Oxford University Press. Great Britain.
- HELLMANN, T.; K. MURDOCK; y J. STIGLITZ (1998): "Financial Restraint and the Market Enhancing View", en Y. HAYAMI y M. AOKI (eds.): *The Institutional Foundations of East Asian Economic Development. Proceedings of the IEA Conference held in Tokyo, Japan*. McMillan Press LTD. Great Britain.
- HELLMANN, T.F.; K. MURDOCK; y J. STIGLITZ (2000): "Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?". *The American Economic Review*. March. Vol. 90, nº 1, pp. 147-165.
- HODDER, J.E. (1991): "Is the Cost of Capital Lower in Japan?". *Journal of the Japanese and International Economics*. Vol. 5, pp. 86-100.
- HORIUCHI, A. y K. SHIMIZU (2001): "Did *amakudari* undermine the effectiveness of regulator monitoring in Japan?". *Journal of Banking & Finance*. Vol. 25, pp. 578-596.
- HOSHI, T. y A. KASHYAP (1999): "The Japanese Banking Crisis: Where did it come from and how will it end". *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Working paper nº 7250, July.
- HOSHI, T.; A. KASHYAP; y D. SCHARFSTEIN (1990a): "The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan". *Journal of Financial Economics*. Vol. 27, pp. 67-88.
- HOSHI, T.; A. KASHYAP; y D. SCHARFSTEIN (1990b): "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships", en R.G. HUBBARD (ed.): *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. The University of Chicago Press. Estados Unidos.
- HOSHI, T.; A. KASHYAP; y D. SCHARFSTEIN (1991): "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups". *The Quarterly Journal of Economics*. February, pp. 33-60.
- HUTCHISON, M. y K. McDILL (1999): "Are all banking crises alike? The Japanese Experience in International Comparison". *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Working Paper nº 7253. July.
- HUTCHISON, M.; K. McDILL; y R. MADRASSY (1999): "Empirical determinants of Banking Crises: Japan's experience in international perspective", en C. FREEDMAN (ed.): *Why Did Japan Stumble. Causes and Cures*. Edward Elgar. Wales.
- IDE, M. (1996): "Corporate Profitability and Stock Valuation in Japan". *Financial Analyst Journal*. March-April, pp. 40-55
- ITO, T. (1999): "Capital Flows in East and Southeast Asia. Comment", en M. FELDSSTEIN (eds.): *International Capital Flows*. The University of Chicago Press.
- ITO, M. y T. IWAISAKO (1995): "Explaining Asset Bubbles in Japan". *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Working Paper nº 5358. November.
- ITO, T. y M. MELVIN (1999): "Japan's big bang and the Transformation of Financial Markets". *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Working Paper nº 7274. July.
- JORGENSON, D.W. (1988): "Productivity and Economic Growth in Japan and the United States". *American Economic Review. Papers and Proceedings*. Vol. 78, May, pp. 217-222.
- KAKU, K. (1997): "Debt-Deflation in Japan", en F. CAPIE and G.E. WOOD (eds.): *Asset Prices and the Real Economy*. MacMillan Press LTD. Great Britain.

- KANG, J-K y R.M. STULZ (1997): "Is Bank-Centered Corporate Governance worth it?". A Cross-Sectional Analysis of the Performance of Japanese Firms During the Asset Price Deflation. *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Working Papers nº 6238. October.
- KANG, J-K; A. SHIVDASANI; y T. YAMADA (2000): "The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigación of Japanese Takeover Bids". *The Journal of Finance*. Vol. LV, nº 5. October, pp. 2197-2218.
- KASMAN, B. y A.P. RODRIGUES (1991): "Financial Liberalization and Monetary Control in Japan". *Quarterly Review. Federal Reserve Bank of New York*. Autumn, pp. 28-46.
- KAWAI, M. (1994): "Accumulation of Net External Assets in Japan", en R. SATO; R.M. LEVICH; y R.V. RAMACHANDRAN (eds.): *Japan, Europe and International Financial Markets. Analytical and Empirical Perspectives*. Cambridge University Press. Paperback edition 1995. Estados Unidos.
- KESTER, W.C. y T.A. LUEHRMAN (1989): "Tipos de interés real y el coste del capital: Una comparación entre EE.UU. y Japón". Publicado en el libro de los autores: *Japan & The World Economy*. Vol. 1. *Cuadernos Económicos de ICE*, nº 42, 1989/2, pp. 155-176.
- KESTER, W.C. y T.A. LUEHRMAN (1992): "The Myth of Japan's Low-Cost Capital". *Harvard Business Review*. May-June, pp. 130-138.
- KEYNES, J.M. (1923): *A Tract on Monetary Reform*. The Collected Writings. Vol. IV. Cambridge University Press. Hay traducción al español. Fondo de Cultura Económica. México 1992.
- KEYNES, J.M. (1931): *Essays in Persuasion*. The Collected Writings. Vol. IX. Cambridge University Press. Hay traducción al español. Crítica. Barcelona, 1988.
- KIM, S.B. y R. MORENO (1994): "Stock Prices and Bank Lending Behavior in Japan". *Economic Review. Federal Reserve Bank of San Francisco*, nº 1, pp. 31-42.
- KOMIYA, R. (1999): "Declining population, the size of the government and the burden of public debt: some economic policy issues in Japan", en C. FREEDMAN (ed.): *Why Did Japan Stumble? Causes and Cures*. Edward Elgar. Wales.
- KRUGMAN, P. (1994): "The Myth of Asia's Miracle". *Foreign Affairs*. November-December, pp. 62-78.
- KRUGMAN, P. (1998): "It's Baack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap". *Brookings papers on Economic Activity*. Vol. 2, pp. 137-205.
- KRUGMAN, P. (1999a): "The Return of Depression Economics". *Foreign Affairs*. January-February.
- KRUGMAN, P. (1999b): *The Return of Depression Economics*. W.W. Norton & Company. Estados Unidos.
- LEVY, J. (2000): "Financial Reorganization and Corporate Restructuring in Japan", en T. BAYOUMI y C. COLLYNS (eds.): *Post-Bubble Blues. How Japan Responded to Asset Price Collapse*. Internacional Monetary Fund. Washington.
- LINCOLN, E.J. (1998a): "Japan's Financial Problem". *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, pp. 347-385.
- LINCOLN, E.J. (1998b): "Japan's Financial Mess". *Foreign Affairs*. May-June, pp. 57-66.
- MADDISON, A. (1994): "Explaining the Economic Performance of Nations, 1820-1989", en W. J. BAUMOL; R.R. NELSON y E.N. WOLFF (eds.): *Convergence of Productivity. Cross-National Studies and Historical Evidence*. Oxford University Press. Estados Unidos.
- MALKIEL, B.G. (1997): *Un paseo aleatorio por Wall Street*. Alianza Editorial. Segunda edición revisada. Primera reimpresión 1998. Madrid.
- MATTIONE, R.P. (1992): "A Capital Cost Disadvantage for Japan?". *Journal of International Securities Market*. September, pp. 173-198.
- MAYER, C. (1999): "The Assessment: Financial Instability". *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 15, nº 3, pp. 1-8.
- McCAULEY, R.N. y S.A. ZIMMER (1989): "Explaining International Differences in the Cost of Capital". *Quarterly Review. Federal Reserve Bank of New York*. Summer, pp. 7-28.
- McCAULEY, R.N. y S.A. ZIMMER (1991): "The Cost of Capital for Securities Firms in the United States and Japan". *Quarterly Review. Federal Reserve Bank of New York*. Autumn, pp. 12-27.
- McKINNON, R.I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*. The Brookings Institution. Washington.

- McKINNON, R.I. y K. OHNO (1997): *Dollar and Yen. Resolving Economic Conflict between the United States and Japan*. The MIT PRESS. Estados Unidos.
- MILLMAN, G.J. (1995): *The Vandals' Crown. How Rebel Currency Traders Overthrew the World's Central Banks*. The Free Press. Estados Unidos.
- MORISHIMA, M. (1999): "Why do I expect Japan to collapse?", en C. FREEDMAN (ed.): *Why Did Japan Stumble? Causes and Cures*. Edward Elgar. Wales.
- MÜHLEISEN, M. y H. FARUQEE (2001): "Ja-pón. Efectos económicos del envejecimiento". *Finanzas y Desarrollo*. Marzo, pp. 10-13.
- MOTONISHI, T. Y H. YOSHIKAWA (1989): "Causes of the Long Stagnation of Japan During the 1990s". *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Working Paper nº 7351. September.
- MURPHY, R.T. (1989): "Power without purpose: The Crisis of Japan's Global Financial Dominance". *Harvard Business Review*. March-April, pp. 71-83.
- NEBESHIMA, N. (2000): "The financial mode of regulation in Japan and its demise", en R. BOYER y T. YAMADA (eds.): *Japanese Capitalism in Crisis. A Regulationist Interpretation*. Routledge. London.
- NAGASHIMA, A. (1997): "Role of the Central Bank During Problems of Bank Soundness: Japan's Experience", en C. ENOCH y J.H. GREEN (eds.): *Banking Soundness and Monetary Policy*. International Monetary Fund. Washington.
- OZAWA, T. (1999): "The Rise and Fall of Bank-Loan Capitalism: Institutionally Driven Growth and Crisis in Japan". *Journal of Economic Issues*. Vol. XXXIII, nº 2. June, pp. 351-358.
- OZAWA, T. (2000): "Japanese firms in deepening integration: evolving corporate governance", en S.C. COHEN y B. BOYD (eds.): *Corporate Governance and Globalization*. Edward Elgar. Great Britain.
- PATRICK, H. (1994): "The Relevance of Japanese Finance and its Main Bank System", en M. AOKI y H. PATRICK (eds.): *The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press. Great Britain.
- PATRICK, H. (2000): "The Development of Studies of the Japanese Economy in the United States: A Personal Odyssey", en M. AOKI y G.R. SAXONHOUSE: *Finance, Governance and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press, Great Britain.
- PEEK, J. y E.S. ROSENGREN (1997): "The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan". *The American Economic Review*. September, pp. 495-505.
- PEEK, J. y E.S. ROSENGREN (2000): "Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States". *The American Economic Review*. March. Vol. 90, nº 1, pp. 30-45.
- PERKINS, D.H. (1994): "There Are at least Three Models of East Asian Development". *World Development*. Vol. 22, nº 4, pp. 655-661.
- POMERLEANO, M. (1998): "The East Asia Crisis and Corporate Finances: The Untold Microeconomic Story". *Emerging Market Quarterly*. Winter, pp. 14-27.
- PORTER, M.E. (1992a): "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System". *Harvard Business Review*. September-October, pp. 65-82.
- PORTER, M.E. (1992b): "Capital Choices: Changing the Way America Invest in Industry". *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 5, nº 2, pp. 4-16.
- PORTER, M.E. y H. TAKEUCHI (1999): "Fixing what Really Ails Japan". *Foreign Affairs*. May-June, pp. 66-81.
- POTERBA, J.M. (1991): "Comparing the Cost Capital in the United States and Japan: A Survey of Methods". *Quarterly Review. Federal Reserve Bank of New York*. Winter, pp. 20-32.
- POTERBA, J.M. y L.H. SUMMERS (1995): "A CEO Surveys of U.S. Companies' Time Horizons and Hurdle Rates". *Sloan Management Review*. Fall, pp. 43-53.
- PROWSE, S.D. (1990): "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States, and Japan". *Journal of Financial Economics*. Vol. 27, pp. 43-66.
- RAMASWAMY, R. (2000): "Explaining the Slump in Japanese Business Investment", en T. BAYOUMI y C. COLLYNS (eds.): *Post-Bubble Blues. How Japan Responded to Asset Price Collapse*. International Monetary Fund. Washington.
- RAMSEYER, J.M. (1994): "Explicit Reason for Implicit Contracts: The Legal Logic to

- the Japanese Main Bank System”, en M. AOKI y H. PATRICK (eds.): *The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press. Great Britain.
- SHEARD, P. (1989): “The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan”. *Journal of Economic Behavior and Organization*. Vol. 11, pp. 399-422.
- SHEARD, P. (1994): “Main Banks and the Governance of Financial Distress”, en M. AOKI y H. PATRICK (eds.): *The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press. Great Britain.
- SHILLER, R.J.; F. KON-YA; y Y. TSUTSUI (1996): “Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations. Data Collection”. *The Review of Economics and Statistics*. February, nº 1, pp. 156-164.
- SHISHIDO, Z. (1993): “Institutional Investors and Corporate Governance in Japan”, en T. BAUMS; R.M. BUXBAUM; y K.J. HOPT (eds.): *Institutional Investors and Corporate Governance*. Walter de Gruiter & Co. Germany.
- SUNAMURA, S. (1994): “The Development of Main Bank Managerial Capacity”, en M. AOKI y H. PATRICK (eds.): *The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press. Great Britain.
- SUSUKI, Y. (2000): “Strategies for Overcoming Japan’s Economic Crisis”, en M. AOKI y G.R. SAXONHOUSE (eds.): *Finance, Governance and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press. Great Britain.
- TOHYAMA, H. (2000): “The Capital-Labour Compromise and the Financial System. A Changing hierarchy”, en R. BOYER and T. YAMADA (eds.): *Japanese Capitalism in Crisis. A Regulationist Interpretation*. Routledge. London.
- TORRERO, A. (1998): *La obra de John Maynard Keynes y su Visión del Mundo Financiero*. Civitas. Madrid.
- TORRERO, A. (2001): *Internacionalización de las Bolsas y de las Finanzas*. Pirámide. Madrid.
- VAN ARK, B. Y D. PILAT (1993): “Productivity Levels in Germany, Japan, and the United States: Differences and Causes”. *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*. Vol. 2, pp. 1-69.
- WALTER, I. (2000): “Capital markets and control of enterprises in the global economy”, en S.C. COHEN y G. BOYD (eds.): *Corporate Governance and Globalization*. Edward Elgar. Great Britain.
- WEINSTEIN, D.E. y Y. YAFEH (1995): “Japan’s Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior”. *The Journal of Industrial Economics*. December. Vol. XLIII, pp. 359-376.
- WEINSTEIN, D.E. y Y. YAFEH (1998): “On the Cost of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan”. *The Journal of Finance*. Vol. LIII, nº 2. April, pp. 635-672.
- WHITTAKER, D.H. y Y. KUROSAWA (1998): “Japan’s crisis: evolution and implications”. *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 22, pp. 761-771.
- WILSON, D. (2000): “Japan’s slow-down: Monetary versus Real Explanations”. *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 16, nº 2, pp. 18-33
- YOSHIKAWA, T. (1995): “Changing Characteristics of Corporate Governance in Japan: Influences of Globalization”. *Business & The Contemporary World*. Nº 4, pp. 15-27.
- YOSHIKAWA, H. (2000): “Technical Progress and the Growth of the Japanese Economy. Past and Future”. *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 16, nº 2, pp. 34-45.