

«*Valoración de activos y crisis bancaria en Japón*»*

El objetivo de este trabajo es contribuir a explicar la trascendencia y duración de la crisis bancaria en Japón. Existe una amplia coincidencia en señalar al retraso en la adopción de medidas como el factor explicativo fundamental. A su vez, los problemas bancarios han bloqueado los canales de transmisión normales de los impulsos emitidos por el banco central. Los efectos de las dificultades del sistema bancario japonés sobre la economía japonesa deben considerarse teniendo en cuenta la extraordinaria dependencia de las empresas japonesas del crédito bancario, establecido sobre las bases de confianza y relación. La resolución de la crisis bancaria que obligará al adelgazamiento y a la profunda reordenación del sector bancario japonés y del conjunto del sistema financiero e institucional, constituye un requisito esencial para imprimir dinamismo a su economía y superar la larga etapa de estancamiento.

Idazlan honen helburua Japoniako banku krisiaren garrantzia eta iraupena azaltzen laguntzea da. Analisi gehienen arabera, krisia hobekien azaltzen duen ezaugarria neurriak berandu hartu izana da. Era berean, bankuen arazoek banku zentralak bidalitako bultzadak ohi bezala transmititzea oztopatu dute. Japoniako banku sistemaren zailtasunek bertako ekonomian izan dituzten eraginak ulertzeko, kontuan hartu behar da Japoniako enpresak bankuek ematen dizkieten kredituen beharrean daudela erabat, lotura hori konfiantzan eta harremanetan oinarrituta baitago. Banku krisia konpontzea ezinbestekoa da Japoniako ekonomia suspertzeko eta bizi duten geldialdi luzea gainditzeko. Horretarako, beharrezkoa da Japoniako banku arloa eta finantza eta erakunde sistema osoa murriztea eta berrantolatzea.

The objective of this work is to contribute to explain the transcendence and duration of the banking crisis in Japan. There is ample coincidence in indicating delay in decision-making as the fundamental explanatory factor. At the same time, banking problems have blocked the normal channels of transmission of the impulses issued by the central bank. The effects of the difficulties in the Japanese banking system on Japanese economy should be taken into account considering the extraordinary dependency of Japanese companies on bank loans, established on the on a confidence and relationship bases. The resolution of the banking crisis that compel us to the restructuring and a deep reorganisation of the Japanese banking sector and of the whole of the financial and institutional system, constitutes an essential requirement to bring dynamism into Japanese economy and to overcome this long-lasting stage of stagnation.

* En este artículo se utiliza material contenido en Torrero (2003).

ÍNDICE

1. Razones de la crisis bancaria
 2. Crisis bancaria y valoración de activos
 3. La gestión de la crisis bancaria
 4. La crisis bancaria de Japón y la de los Estados Unidos
 5. Nota final
- Referencias bibliográficas

Clasificación JEL: G21, G28, E31

1. RAZONES DE LA CRISIS BANCARIA

En la década de los noventa, y en el tiempo transcurrido de la actual, tres características esenciales destacan en el acontecer económico de Japón: el prolongado descenso de la valoración de los activos; el estancamiento económico; y la persistencia de la crisis bancaria. Las tres características están interrelacionadas. El bajo ritmo de crecimiento económico y el declive del valor de los activos bursátiles e inmobiliarios coadyuvaban a entender la profundidad y duración de la crisis bancaria, la cual contribuye a explicar el escaso progreso de la economía y la continuidad en el descenso de las valoraciones.

A juicio de Cargill (2000, pp. 42, 43) hay cinco aspectos de la situación financiera de Japón que, actuando conjuntamente, han dado lugar a la crisis bancaria. El primero, la permanencia del régimen financiero ante-

rior, que había probado su validez en el apoyo al crecimiento así como en la resolución de situaciones problemáticas; este régimen era cada vez más incompatible con la dinámica que se puso en marcha en la segunda mitad de los años setenta. A pesar de la liberalización, las instituciones reguladoras y supervisoras permanecieron en sus funciones y afrontaron el colapso del precio de los activos en 1990-91 con la lentitud, permisividad, consenso, y falta de contundencia que habían sido la base de su actuación anterior. A lo largo de la década de los noventa, las autoridades fueron abandonando progresivamente estos principios de actuación, forzados por la gravedad y persistencia de la crisis.

El segundo aspecto es la política monetaria permisiva del Banco de Japón que alentó la formación de la burbuja inyectando excesiva liquidez. Cuando la política se tornó restrictiva en Mayo de

1989, los excesos en las valoraciones habían creado una situación financiera extraordinariamente vulnerable.

En tercer lugar, la actuación de la Administración en la primera mitad de la década de los noventa ante la crisis bancaria fue lenta, indecisa, y en la mayor parte de los casos agravó la situación. En muchas ocasiones, las medidas de la Administración se adoptaron orientadas por los principios del antiguo régimen que ponían énfasis en el apoyo mutuo entre las entidades, en la opacidad, y en la confianza de que podían manejarse las fuerzas del mercado. Como resultado, la respuesta del sector privado fue débil puesto que descontaban medidas de salvamento que aseguraran la supervivencia de las entidades.

La cuarta característica, es la falta de apoyo de la opinión pública a comprometer dinero de los contribuyentes en el saneamiento de unas empresas que habían sido las grandes beneficiarias en tiempos de bonanza, y que se habían visto envueltas, en ocasiones, en escándalos de corrupción. Este marco indujo a retrasar las medidas precisas con relación a la cobertura de los créditos fallidos, lo cual contribuyó al agravamiento de la situación.

Por último, en quinto lugar, la escasez de crítica junto a la escasa información disponible dificultó el conocimiento y la difusión de los datos que permitieran discutir y calibrar la entidad de los problemas de los bancos. En contraste con la sociedad norteamericana, en Japón predomina el consenso, y no abunda la crítica hacia la actuación de las instituciones, en consonancia con la limitada importancia de observadores y analistas independientes (Ibidem, p. 53). Especial significación tiene, en este sentido, la censura organizada

en torno al influyente club de prensa y a los estrechos vínculos entre los principales medios de comunicación y la Administración (Fulford, 2002, p. 68).

Las características enunciadas ayudan a comprender la persistencia de la crisis bancaria desde la perspectiva del tratamiento de los créditos fallidos, o con graves dificultades de los deudores para atender las obligaciones contraídas. La falta de determinación para afrontar un problema de gran dimensión en un marco de débil crecimiento económico y deflación ha producido una crisis bancaria de grandes proporciones y duración inusitada.

La generación de la bolsa de fallidos es preciso situarla en el cambio de orientación financiera de las grandes empresas japonesas en un entorno de liberalización del sistema financiero nipón y de la internacionalización de las finanzas, que forzó a los bancos a la búsqueda competitiva de nuevos clientes, impulsándolos a asumir un mayor nivel de riesgo. La caída de las valoraciones entre 1989 y 1991 puso en evidencia la escasa solidez de la cartera de créditos conformada en la década de los ochenta.

Otros autores no critican la liberalización financiera en si misma, sino la forma en que esta se abordó. A juicio de Kashyap (2000, pp. 2, 3) la liberalización se realizó de tal forma que dio lugar a tres aspectos mutuamente inconsistentes. El primero, que se abrieran para las empresas de mayor dimensión otras alternativas de financiación a la bancaria tradicional. El segundo, que no se progresara en la misma medida en la liberalización de las economías domésticas que siguieron encauzadas hacia los depósitos del sistema bancario. El tercero, que los accionistas de

los bancos carecieran del poder suficiente para moderar la escalada del riesgo y aceptar una reducción de la dimensión de las entidades. Los bancos sustituyeron a las corporaciones industriales, que reducían su demanda de crédito bancario, aumentando el crédito a las pequeñas empresas, a las actividades inmobiliarias, y los préstamos en otros países.

Especial trascendencia tendrían los préstamos al sector inmobiliario y la dependencia del buen fin de las operaciones de crédito de la valoración de los terrenos e inmuebles. Los bancos aumentaron sus créditos directos al sector, y los indirectos a través de las *jusen*¹; además, los préstamos a las pequeñas y medianas empresas tenían, normalmente, bienes inmuebles como garantía. Si se considera, por último, el escaso rigor con el cual se valoraban los bienes inmobiliarios, y se realizaban las operaciones de crédito, se comprende que la baja del precio de los terrenos e inmuebles tuviera un efecto tan devastador sobre la cartera de crédito de los bancos (Morioka, 1999, p. 13).

La interpretación de Vittas y Cho (1996) de las consecuencias de la liberalización financiera centra la atención no tanto en ésta como en los sectores que sustituyeron a las empresas manufactureras como prestatarios. A los bancos se les había orientado en la asignación de los préstamos a los grupos industriales situados en sectores de alta elasticidad de la demanda respecto de la renta, rápido progreso tecnológico y avances importantes en la productividad del trabajo. Sin embargo, a los bancos no se les había inducido a innovar,

a desarrollar nuevos servicios, o a reducir los costes de intermediación. El marco de seguridad con deudores solventes, márgenes garantizados, y relaciones a largo plazo, no constituía el entorno mas adecuado para afrontar una situación de mayor competencia y clientes menos conocidos. Pese a todo, ese cambio era obligado:

«La lección que debe obtenerse de la experiencia de los bancos japoneses, sin embargo, no es que la liberalización fuera desaconsejable. El éxito industrial de Japón hizo inevitable una reorientación de su sistema financiero hacia el sector inmobiliario, la financiación de la vivienda, y el crédito al consumo. Lo que perjudicó a los bancos fue el error de no reconocer que los créditos fallidos aumentaban, y no adoptar con prontitud las medidas adecuadas para evitar su acumulación en el sistema bancario» (Ibidem, p. 295).

De manera que la orientación del crédito bancario hacia el sector inmobiliario era obligada, como lo era el requerimiento de terrenos e inmuebles como garantía de los préstamos. La cuestión no radica, pues, en un error en la orientación sino de excesos en la presión competitiva y en el riesgo asumido. Los bancos mas afectados por el cambio fueron los especializados en los préstamos a largo plazo con mayor dependencia de las grandes empresas industriales como prestatarios (Kashyap, 2000, p. 5).

Al tiempo que se produce un cambio fundamental en la cartera de los créditos en Japón, la presión competitiva hizo que la banca japonesa buscara mayores márgenes ampliando sus operaciones de préstamo en otros países, de forma especial en los situados en su zona geográfica de influencia. A finales de 1996 los créditos de los bancos japoneses a los países del Este de Asia tenían un volumen seis

¹ Empresas filiales de los bancos especializados en la financiación inmobiliaria.

veces mayor que los realizados por la banca norteamericana en la zona (FMI, 1997, p. 7). Los bancos japoneses habían prestado el 32% de la financiación internacional a los países en desarrollo del Este de Asia, y en Tailandia su participación ascendía al 54% (Lincoln, 1998, p. 358).

Las consecuencias de la agresiva política de préstamos a los países asiáticos en desarrollo fueron muy importantes en la crisis de la banca japonesa. En 1997 la situación del sistema bancario japonés se agravó y muchas entidades sufrieron pérdidas importantes, como consecuencia de la regularización de créditos fallidos, lo que vino a debilitar a su solvencia. Para recomponer la ratio de recursos propios sobre activos, los bancos japoneses redujeron su nivel de operaciones en el exterior, puesto que estas requerían mayor cuota de recursos propios que los préstamos internos, lo cual provocó serios problemas de liquidez en bancos y empresas deudoras extranjeras. La crisis cambiaria de 1997 en los países del Sureste de Asia afectó gravemente a los bancos japoneses con un nivel de riesgo muy elevado en la región (Corsetti et al. 1998, p. 14).

La disponibilidad de recursos a bajo coste en el mercado interno, y el objetivo de crecimiento de la banca nipona, fueron la base de su espectacular expansión internacional. El fenómeno lo contemplaban con admiración quienes extendían la competitividad demostrada en la industria hacia la actividad financiera, y era denunciado por aquellos que observaban una ventaja en el punto de partida:

«Los banqueros japoneses, tanto en banca comercial como de inversión, han tenido éxito internacional en parte por su diligencia y cuidado de los detalles, pero también porque pueden ofrecer márgenes y precios

por los servicios más reducidos para los prestatarios por los beneficios derivados de un mercado nacional protegido y cartelizado» (Murphy, 1989, p. 77).

La crisis de la banca japonesa se dejó sentir también fuera de las fronteras niponas. En los años de la burbuja, Japón no solo invirtió masivamente en el exterior el excedente de su balanza por cuenta corriente, sino que la banca nipona acentuó su papel de intermediación internacional endeudándose a corto y prestando a largo hasta 1989 (Kaway, 1994, 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 los EE.UU., 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 crediticia de las filiales japonesas sufrió de manera clara la caída bursátil e inmobiliaria, al igual que antes se habían beneficiado.

Con la ventaja que proporciona el análisis de los fenómenos cuando se han puesto de relieve las consecuencias, los aspectos admirativos hacia la laboriosidad y competitividad fueron difuminándose, cobrando relieve la exposición desmedida al riesgo y la falta de control. Hanazaki y Horiuchi (2000, p. 62) argumentan en su análisis que el sector bancario no estaba efectivamente vigilado, ni las propias entidades bancarias ejercían la función supervisora sobre las empresas participadas y deudoras con la eficiencia que convencionalmente se le atribuía, y el sonado fracaso de las *jusen* constituye una buena prueba de ello.

Estas debilidades en la cadena de supervisión y control, no se manifestaron an-

tes, puesto que los principales clientes de activo, las empresas industriales, estaban efectivamente controladas por su actividad en los mercados internacionales. Cuando la financiación se concentró en el ámbito interno, en un marco crecientemente competitivo, se produjo una escalada del riesgo asumido, que por un tiempo permaneció oculto bajo la niebla de los extraordinarios precios de los activos. Cuando ésta se disipó, comenzó a percibirse, poco a poco, los contornos de la acumulación de créditos con dificultades que habían generado los excesos de la fiebre expansiva y los defectos de supervisión y control.

2. CRISIS BANCARIA Y VALORACIÓN DE ACTIVOS

El extraordinario volumen de los créditos bancarios incobrables es el problema fundamental, y, en expresión de Krugman (1998, p. 174, 175), son en parte un legado de la burbuja reforzado por el escaso ritmo de crecimiento posterior; la política monetaria es inefectiva precisamente porque los problemas bancarios han bloqueado los canales de transmisión normales de los impulsos emitidos por el banco central. Aparece, así, ligada la baja en el precio de los activos con la crisis bancaria, la interrupción del flujo de créditos, y el bajo crecimiento económico.

Es importante destacar la dirección de la causalidad entre la crisis bancaria y el crecimiento económico. Allen y Gale (1999, p. 17) señalan al respecto:

«En Japón, la presunción era que el crecimiento económico retornaría y solucionaría el problema bancario. Con la ventaja de la experiencia, parece que la dirección de causalidad es la contraria de la supuesta en Japón. La solución del problema banca-

rio es necesaria para restaurar el crecimiento económico».

En la capacidad y disposición de los bancos para seguir financiando la actividad económica, esto es, la continuación o interrupción de los créditos, es significativo el papel del peculiar convenio de Japón para el cumplimiento de los acuerdos de Basilea, respecto a la cuantía de los recursos propios con relación a la estimación del riesgo asumido en el activo de las entidades bancarias.

Como es sabido, a finales de 1987 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, integrado por las autoridades reguladoras y los bancos centrales de los diez países más importantes, llegó al acuerdo de que los recursos propios computables a efectos de verificar la solvencia de los bancos, estarían compuestos por dos tramos o clases de recursos. El primero era común y lo integraban el capital y las reservas expresas que figuren en el balance. En el segundo tramo, las características específicas de cada sistema financiero condicionaban la composición del mismo; se consideraban como posibles activos la deuda subordinada (prohibida en Japón, pero muy utilizada en los EE.UU.), y las plusvalías no realizadas (inexistentes en EE.UU. pero importantísimas en Japón).

Una consecuencia de los requerimientos de recursos propios con relación al activo de los bancos, según la estimación del riesgo de los distintos componentes, podría haber sido la reducción de la dimensión de los bancos, pero ese efecto no se produjo, continuando la tendencia al crecimiento. Este comportamiento aparece claramente asociado a la burbuja que incrementó de forma espectacular las plusvalías de las carteras de valores, lo cual no solamente proporcionaba in-

gentes cantidades de recursos propios computables en ese segundo tramo (con los cuales cubrir hasta un 50% del total de recursos propios computables), sino que daba confianza en la solidez de los balances bancarios para asumir el riesgo que comportaba el elevado ritmo de crecimiento de la actividad crediticia.

Las especiales relaciones de los altos funcionarios ocupando puestos en los consejos de administración de los bancos (a consecuencia de la práctica del denominado *Amakudari*)² ayuda a comprender la confianza y el respaldo con el cual las entidades bancarias asumieron mayores posiciones de riesgo en su política de expansión:

«*Amakudari* es una forma de colusión según la cual los bancos proporcionan a los reguladores oportunidades de empleo después de su retiro, y como contrapartida los reguladores permiten que los bancos expandieren su negocio mediante el incremento de la ratio de endeudamiento. Dado que la elevación de esa ratio implica una posibilidad mayor de problemas para los bancos y mayor transferencia de riesgo de los bancos al sistema de protección, la colusión implícita en el *amakudari* socava, en último término, la viabilidad del sistema de protección» (Horiuchi y Shimizu, 2001, p. 576).

En el trabajo de Frankel y Morgan (1992) se advertía, en una fecha temprana, sobre la estrecha correlación entre el índice Nikkei y los recursos propios de los bancos en el período 1981-1991. Entre 1986 y 1990 (los años de la burbuja bursátil) el primer tramo de los recursos propios creció a una tasa anual media del 21%. La alta correlación se explicaba por las excelentes condiciones del mercado para cubrir las

nuevas emisiones de acciones, de obligaciones convertibles, y la realización de beneficios mediante venta de acciones con plusvalías notables (p. 588).

En el año 1990, con la caída de la bolsa, se produce un cambio radical de la situación y lo que antes eran estímulos al crecimiento de la actividad bancaria impulsan en el sentido contractivo. Las autoridades reguladoras autorizaron la emisión de acciones preferentes perpetuas (computables en el tramo uno) y de deuda subordinada (computables en el tramo dos), lo cual compensó los primeros efectos del desplome de las cotizaciones, pero debilitó los beneficios bancarios. La continuación de la caída de las valoraciones indujo a la reducción de la actividad y forzó a la reestructuración del activo ante la dificultad de cobertura. El efecto de la conexión entre valoraciones bursátiles y capacidad de crédito fue directo e importante.

En el momento culminante de la burbuja bursátil el índice Nikkei llegó a tocar los 40.000 en 1989. Desde entonces, el descenso ha sido agudo y prolongado, y las plusvalías latentes que existían en la década de los ochenta se transformaron en pérdidas latentes en los años noventa. En Octubre de 1998 con el Nikkei a 13.000, se estimó que las pérdidas de los diecinueve bancos más importantes en el valor de sus carteras de valores alcanzaron los 38.000 millones de \$. En Marzo de 1998 las plusvalías no realizadas en los principales bancos eran el 12% de las existentes en 1993, y constituían ya una cifra poco importante con relación a los recursos propios. Desde esa fecha se permitió utilizar el valor en libros de las acciones poseídas por los bancos para calcular los ratios establecidos en el acuerdo de Basilea (Ueda, 2000, p. 78).

² El término japonés significa «descenso desde el cielo».

El FMI (1997, p. 26) estimó que el nivel del Nikkei en el cual las reservas ocultas desaparecían se situaba en un rango entre 12.500 y 17.500; para la media de los grandes bancos el nivel era 14.700. No puede sorprender que el Gobierno utilizara todas las posibilidades para sostener las cotizaciones bursátiles, y dirigieran hacia la compra de acciones fondos de las Compañías de Seguros de Vida y de la Caja Postal (Cargill, 2000, p. 50).

3. LA GESTIÓN DE LA CRISIS BANCARIA

Existe una amplia coincidencia en señalar al retraso en la adopción de medidas como un factor fundamental que explica la trascendencia y duración de la crisis bancaria. Retraso que se produce en tres frentes: en la percepción de que había un problema bancario; en la toma de conciencia de su dimensión; y en la adopción de medidas para afrontar la crisis. También existe acuerdo en apuntar a 1997 como un año clave en el cual se admite mayor realismo sobre la magnitud, y se produce un cambio significativo en los principios que debían orientar las medidas. Por último, se comparte la idea de que es muy difícil establecer una cifra definitiva sobre la dimensión de la crisis, que ésta no ha finalizado, y que es el problema más importante a superar para que Japón retorne a un crecimiento económico sostenido.

La actitud pausada de las autoridades estaba avalada por el éxito que esa postura había tenido en la superación de otros problemas en el pasado (Lincoln, 1998, p. 374). Tres características específicas de Japón contribuyen a explicar la tardanza en reconocer la crisis y la infra-

valoración de la misma: 1) las extraordinarias plusvalías en acciones e inmuebles existentes en el activo del sistema bancario; 2) la escasa presión ejercida por los accionistas; y 3) el sistema convoy³ que permitía la supervivencia de las entidades mas debilitadas (Sato, 1998, p. 372).

La crisis bancaria de Japón dura ya doce años. Es un largo período de tiempo en el cual se han adoptado diferentes medidas y enfoques en consonancia con la distinta percepción del problema a la que ha forzado la persistencia de la crisis. El telón de fondo de la breve exposición que sigue, sobre un fenómeno importante que ha atraído la atención de destacados economistas, es destacar cómo las autoridades japonesas tardaron en admitir la situación; una vez que la reconocieron intentaron resolverla siguiendo los métodos tradicionales, y ante el agravamiento de la crisis se vieron obligados a variar el enfoque, a realizar cambios institucionales, a emplear dinero público, y a aceptar la desaparición de las entidades más dañadas.

En el análisis de la crisis bancaria de Japón, Ueda (2000, pp. 61, 62) considera tres períodos. Hasta 1994 los bancos y los reguladores fueron reconociendo con lentitud la trascendencia del problema de la morosidad de los créditos, aunque lo consideraban circunscrito en buena medida a las *jusen*. En la segunda etapa, a partir de finales de 1994, los reguladores consideraron la cuestión con mayor inquietud, aunque los intentos de saneamiento con

³ Hoshi y Kashyap (2001, p. 111) han definido el contenido del término: «El sistema convoy previene que los rezagados queden demasiado retrasados y que los líderes se adelanten excesivamente. En este sistema, incluso la institución más ineficiente era compelida a crecer a la misma velocidad, y se proporcionaba protección para evitar fracasos».

recursos públicos encontraron objeciones significativas de los contribuyentes, limitándose la aplicación de éstos a las *jusen* y a las cooperativas de crédito. El último período se inicia a finales de 1997 con la quiebra de tres instituciones financieras importantes, una de ellas un gran banco comercial, que originó una aguda restricción de la oferta de créditos y forzó a actuaciones públicas en favor de los clientes de los bancos insolventes, así como a inyectar liquidez en bancos solventes pero escasamente capitalizados; al tiempo, se crean instituciones específicas para hacer frente al saneamiento y liquidación de entidades; esta tercera etapa llega hasta el momento actual.

Las características esenciales de los tres períodos en los que se divide la crisis bancaria apuntan ya a los criterios de actuación de las autoridades en cada uno. En el primero, hasta finales de 1994, la escasa consideración del problema de los créditos con dificultades coincide con la atención obligada a la situación de las *jusen*, manteniéndose la orientación del llamado sistema convoy.

El sistema convoy es una forma de considerar los problemas por los reguladores, y tiene como objetivo principal evitar fracasos empresariales que puedan distorsionar la marcha ordenada de las actividades de un sector. Con esta óptica, las normas establecidas por los reguladores, y su aplicación, tienen muy en cuenta la situación de los miembros más débiles, dado que la idea central es que el grupo no pueda moverse con mayor rapidez que las unidades más frágiles. En el mundo financiero, la tarifa de comisiones fija para los intermediarios bursátiles, concebida para que sea posible la supervivencia del menos eficiente, o los tipos de interés fijos para las enti-

dades bancarias son instrumentos característicos del sistema convoy.

La cantidad y calidad de la información pública facilitada por los bancos hay que entenderla teniendo en cuenta esta forma de abordar los problemas. Los bancos con dificultades han tendido a facilitar escasa información, en particular respecto a la morosidad de los créditos, y si era preciso el saneamiento de la cartera de préstamos, procedían a la venta de acciones en cartera con plusvalías para compensarla. Estos procedimientos habían coadyuvado a mantener la imagen de solvencia financiera de los bancos y, cuando se necesitaba recurrir a medidas de mayor calado, las fusiones o las ayudas especiales se realizaban con gran reserva.

El que se limiten las fórmulas de competencia no supone la inexistencia de presión competitiva en la actividad bancaria. Al contrario, los estímulos de los reguladores BOJ (Bank of Japan) y MOF (Ministry of Finance) favorecen la concesión de nuevas sucursales o el acceso a la financiación en función de la cuota de mercado de cada entidad, lo cual promueve una competencia durísima y un incentivo para la expansión, pero dentro de las fórmulas establecidas, sin estímulos que puedan desarrollar productos o procedimientos innovadores. Okuno-Fujiwara (1997, p. 400) ha relacionado esta situación con la existente en la industria:

«Como se argumenta frecuentemente, el éxito de la industria japonesa en la posguerra se fundamenta en la habilidad en mejorar los procesos de producción, recorriendo costes y mejorando la calidad de productos existentes, pero no en su habilidad para introducir nuevos productos verdaderamente innovadores o diseñar nuevos productos por completo».

La concepción de los reguladores sobre la resolución de las dificultades tuvo su prueba de fuego en la resolución de los problemas de las empresas especializadas en la financiación inmobiliaria (*jusen*), que acapararon la actuación de las autoridades financieras en la segunda etapa 1994-1997.

La tibieza con la cual se afrontó la crisis de las *jusen* agravó considerablemente el problema. En 1991 los inspectores del MOF estimaron que el 40% de los créditos tenían dificultades, pero dieron un plazo de 10 años para regularizar el problema. Cuatro años más tarde, los créditos dudosos ascendían al 75 por ciento de una cartera que había mantenido básicamente las cifras del balance (Kuttner y Posen, 2001, p. 144; B. Friedman, 2000, p. 49).

En 1992 el MOF hubo de hacer frente al inminente colapso de una de las *jusen* más importantes (Nikon Jûtaku Kinyû) y aplicó la receta tradicional de salvamento de la empresa mediante la subsidiación de intereses de los principales socios y acreedores. Los implicados eran nueve bancos accionistas fundadores, otros bancos acreedores y las cooperativas de crédito agrícola. Los primeros dejaron de cobrar intereses por sus préstamos a las *jusen*; los segundos, redujeron el tipo de interés al 2'5%; y las cooperativas agrícolas los disminuyeron al 4'5%.

El reparto de la carga, cuando se sufrían los primeros embates de la crisis, fue objetado por los que habían de asumir el coste del saneamiento. Los siete bancos fundadores más pequeños argumentaron que los dos bancos más grandes, a los cuales se les suponía el ejercicio de la función de vigilancia, debían soportar la mayor parte de la carga. Las cooperativas de crédito agrícola se negaron a asumir ningún coste

argumentado que las *jusen* eran filiales de los grandes bancos, y el MOF era el supervisor de estos. La solución final fue un pacto según el cual se prometió al Ministerio de Agricultura, responsable de las cooperativas agrícolas, que tendrían preferencia en la recuperación de los créditos en dificultades de las *jusen* y que los bancos aumentarían las aportaciones de capital (Hiwatari, 2000, pp. 114, 115). El declive de este acuerdo muestra con claridad el agotamiento de una forma de abordar los problemas que se agrietaba en cuanto se percibían los primeros efectos de un cambio de ciclo. Se cuestionaba el hasta entonces indiscutido papel de árbitro del MOF, y se reclamaba que las cooperativas agrícolas habían prestado a las *jusen* con las garantías implícitas del MOF de que las *jusen* harían frente a sus compromisos, interviniendo si fuera necesario.

El continuado descenso de los precios de los terrenos y de los inmuebles fue poniendo en evidencia a partir de 1994 que las *jusen* no eran viables, que tenían que liquidarse y que no era factible la fórmula tradicional para afrontar el problema. La cuestión fue retrasándose por la fuerte oposición de los socios fundadores y de los financiadores; cuando se liquidaron en 1996 la mitad de los créditos eran incobrables. El acuerdo final supuso a los bancos acreedores asumir la mayor parte de las pérdidas (6'3 billones españoles, de yenes) aunque la contribución del gobierno fue significativa (0'7 billones) (Ibidem, p. 115). La aportación de dinero público, asunto que tendría importancia capital a partir de 1997, se debió a la movilización y capacidad de presión política de las cooperativas agrícolas.

Además de las tensiones propias del reparto de una carga entre las diferentes

instituciones, en una atmósfera económica y financiera de creciente preocupación, la solución del problema de las *ju-sen* marcó el final de un estilo de hacer frente a las dificultades. Los bancos fundadores que soportaron la mayor parte de la carga amenazaron al resto de los implicados con acciones legales en caso de incumplimiento de los compromisos en un clima de notable crispación. La opinión pública se mostró muy en contra de ese tipo de soluciones pactadas y opacas adoptadas según el interés de los políticos. Las únicas instituciones satisfechas fueron las cooperativas agrícolas que hicieron valer el peso político del colectivo agrario (Ito, 2000, pp. 89, 90).

En los años en los cuales se liquidan las *ju-sen*, 1995 y 1996, se produjeron algunos cambios institucionales, pero Japón continuó con el retraso en la adopción de decisiones y la tibieza en su resolución para afrontar la creciente debilidad del sistema bancario. No faltaron declaraciones por parte del MOF expresando con firmeza su voluntad de que fuera el mercado el que decidiera los ganadores y perdedores de la competencia creciente en el sistema financiero, y que el sector público no acudiría en ayuda de los que no pudieran sobrevivir a la desregulación. El presidente del BOJ anunció en el otoño de 1994 que las quiebras de pequeños bancos con dificultades serían inevitables y posiblemente deseables (Okuno-Fujiwara, 1997, p. 375). Sin embargo, los principios de actuación «hundían sus raíces en el régimen financiero anterior y se basaban en la esperanza de que con la recuperación del valor de los activos y del crecimiento económico los problemas financieros quedarían resueltos» (Cargill, 2000, p. 48).

La investigación de Ogawa y Kitasaka (2000, p. 161) pone de relieve la trascendencia de la baja en la valoración de los activos sobre el crédito bancario en Japón, incidiendo gravemente sobre las pequeñas y medianas empresas. El reajuste del activo bancario se traducía en la debilidad de la oferta de crédito; el crecimiento de los créditos interiores que había progresado a una tasa anual del 11'4% en el período 1983-1989 se había reducido al 1'5% en 1991-1996 (Ibidem, p. 50). En 1997 se produjo una auténtica parálisis del crédito. Si en los primeros años noventa los bancos apoyaron a las empresas, y la inversión de éstas se contrajo por el deterioro de la rentabilidad empresarial, en el tramo final de 1997 los bancos tenían que concentrar su atención en sus propios problemas (Motonishi y Yoshikawa, 1999, p. 22).

Durante 1998 dos reformas significativas marcarían la nueva fórmula de enfocar la resolución de los problemas alejándose tanto del sistema convoy como de permitir la quiebra de las entidades bancarias. Se constituyó la Agencia de Supervisión Financiera (FSA), a la que se traspasó el personal que desarrollaba esas funciones en el MOF, y se estableció un procedimiento con reglas claras para abordar la situación de los bancos con dificultades, protegiendo los depósitos y asegurando la atención bancaria a los buenos clientes a través de un banco puente. Por otra parte, se arbitraron procedimientos para afrontar los déficit de recursos propios en bancos solventes. El nuevo enfoque no podía calificarse como «demasiado grande para quebrar» sino más bien «demasiado grande para liquidar» (Ibidem, p. 151). Lo que se imponía era evitar la interrupción de la financiación bancaria, y la aportación de dine-

ro público intentaba evitar, en definitiva, la continuación de la deflación financiera.

Conviene destacar que al tiempo que se toma conciencia de la gravedad del problema bancario en 1997, y se adoptan las medidas a partir de entonces, la valoración de los activos siguió su evolución desfavorable, lo cual impuso obstáculos adicionales a los bancos con dificultades para cumplir la ratio de recursos propios. La debilidad de la bolsa dificultaba las nuevas emisiones de acciones, y reducía las reservas implícitas en la cartera de valores, computables en la ratio de recursos propios. Con todo, a finales de 1998 y en los primeros meses de 1999 parecía haberse superado la crisis más aguda. Hoshi y Kashyap (1999, p. 26) recogen las manifestaciones de un alto funcionario del MOF en Febrero de 1999 según las cuales la crisis financiera estaría superada en cuestión de semanas. Sin embargo, al mismo tiempo, en círculos privados se tenía la impresión de que la situación del sistema bancario continuaba deteriorándose y era preciso inyectar fondos públicos adicionales.

La crisis bancaria dista de estar superada. Las cifras recientes sorprenden por lo inesperado, incluso en un proceso en el cual los nuevos datos que han ido aflorando han superado siempre las hipótesis más pesimistas. Los observadores apuntan, no obstante, que el primer ministro Junichiro Koizumi ha abordado la cuestión de la crisis bancaria con decisión. Por primera vez parece que los responsables de las distintas agencias implicadas en el saneamiento del sistema financiero japonés están cooperando en la elaboración de un plan que afronte con decisión la crisis bancaria (Business Week, 2001, p. 24). En Septiembre del 2001 los 13 bancos más importantes triplicaron sus estimaciones

de créditos fallidos (Bremner, 2001, p. 54). En ese mismo año quebraron 46 pequeñas cooperativas de crédito y, aunque las cifras de créditos con dificultades de los bancos son astronómicas, parece extenderse la impresión de que lo más alarmante ha pasado ya, si bien la deflación amenaza con un empeoramiento de la situación financiera (Bremner, 2002, p. 55).

4. LA CRISIS BANCARIA DE JAPÓN Y LA DE LOS ESTADOS UNIDOS

En ocasiones se ha comparado la crisis de las *jusen* con la de las Cajas de Ahorro de los EE.UU. Ambas instituciones concentraron su actividad en la financiación de empresas inmobiliarias asumiendo un alto nivel de riesgo en los créditos, presuponiendo los depositantes la garantía implícita de la Administración, lo que permitió a las entidades desarrollar una competencia agresiva en la captación de recursos. También hay parecido en que era conocida la situación delicada con antelación, y hubo retraso en afrontar los problemas que agravaba el tiempo y la desesperada actuación de estas instituciones. Por último, la incidencia del factor político era importante en ambas situaciones (Krugman, 1998, pp. 175, 176).

Existen, sin embargo, diferencias sustanciales. La primera y fundamental es que la caída de los precios de los activos inmobiliarios ha sido en Japón mucho más aguda y continuada. B. Friedman (en Lincoln, 1998, pp. 377, 378) ha puesto de relieve como la *Resolution Trust Corporation*, institución que se encargó en los EE.UU. del saneamiento y liquidación de las cajas de ahorro, recobró 80 centavos de cada dólar de las carteras de crédito

de las más de 700 entidades que liquidaron; en el caso de Japón, la caída de los precios de los terrenos y de los inmuebles ha sido mucho más importante; el estancamiento económico prolongado y la deflación han coadyuvado a agravar el coste final de la liquidación de las *jusen*.

Una segunda diferencia esencial apuntada por Cargill (2000, pp. 51, 52) es que en el saneamiento de las Cajas americanas no hubo una opinión pública abiertamente en contra, quizá porque las economías domésticas habían sido las principales beneficiarias del papel tradicional de estas instituciones. En Japón, sin embargo, se habían beneficiado las empresas inmobiliarias y los casos de corrupción, aunque se dieron en ambas situaciones, parecían más generalizados en el caso japonés.

A un nivel más general, se ha comparado la crisis del sistema bancario japonés de la década de los noventa con la acontecida en los EE.UU. que afectó a las Cajas de Ahorro pero también a los bancos en la década de los ochenta⁴. No se trata de comparar la dimensión de ambas crisis, ni tampoco el coste o el tiempo empleado en su resolución. La gravedad, los recursos empleados y la persistencia de la crisis son muy superiores en Japón. Sin embargo, la dinámica que se puso en marcha para culminar en una situación crítica, tiene semejanza en algunos aspectos.

A juicio de Kuttner y Posen (2001, pp. 140, 141) la lenta y parcial liberalización, así como la reducción de los recursos propios son factores comunes a ambas

crisis. Con la diferencia de una década, en ambos países el proceso de liberalización forzó a una mayor competencia, y a aceptar un nivel de riesgo más elevado al buscar nuevos clientes en las pequeñas y medianas empresas y en el sector inmobiliario, para sustituir a los tradicionales, atraídos por las nuevas fórmulas de financiación que la liberalización hacía posible.

Aunque hubo retrasos en afrontar el problema en los dos países, la resolución empleada por los EE.UU. en contraste con la tibieza y lentitud de Japón, constituye una diferencia esencial. En América, el problema se solucionó en un período de cinco años a partir del comienzo de la crisis. En Japón son once años los transcurridos sin que se atisbe aún la solución (Ibidem, pp. 144, 145).

En el trabajo de B.M. Friedman (2000) se realiza un detallado inventario de diferencias y similitudes entre ambas crisis. Las principales diferencias, simplemente enunciadas, son las siguientes: 1) El sistema bancario tiene una importancia relativa superior en Japón que en los EE.UU.; 2) El sistema bancario japonés tiene un nivel de concentración mucho mayor; 3) El seguro de depósitos es más informal en Japón; 4) Los bancos japoneses pueden poseer carteras de renta variable; 5) En Japón no existen tantas diferencias regionales; 6) En los EE.UU., pese a la tradición, fue posible eliminar buena parte de una institución como las Cajas de Ahorro; 7) Mientras que en los EE.UU. un punto de apoyo para la recuperación fueron los altos tipos de interés, en Japón los tipos de interés se han situado en torno a cero haciendo inefectiva la política monetaria y mínimos los diferenciales entre tipos de interés activos y pasivos (Ibidem, pp. 40-44).

⁴ En Torrero (1993) se analiza con detalle la crisis de los bancos y las cajas de ahorro en Estados Unidos. Las referencias se limitan aquí a los aspectos que puedan ser útiles para la comprensión de los rasgos distintivos y comunes con la crisis bancaria de Japón.

Existen, no obstante, semejanzas entre ambas situaciones. Siguiendo la exposición de B.M. Friedman, estas serían las siguientes: 1) Aunque con una dimensión mayor en Japón, la crisis inmobiliaria fue protagonista destacada en ambas situaciones; 2) Los créditos del sector bancario fueron importantes; 3) Los préstamos para actividades inmobiliarias fueron la respuesta al declive de la demanda de los clientes tradicionales; 4) Las crisis se producen en un marco de liberalización financiera; 5) Los problemas de azar moral fueron considerables; 6) La supervisión financiera no fue rigurosa; 7) Ambos sistemas bancarios han precisado operaciones de saneamiento (Ibidem, pp. 44-48).

5. NOTA FINAL

La deflación financiera, agravada por la crisis cambiaria del sureste de Asia y la caída de las exportaciones japonesas a esta zona, se manifiesta en reacciones de las variables que ilustran acerca de la peculiaridad de la situación japonesa. En los primeros meses de 1998, el crecimiento de la oferta monetaria (M_2) a un ritmo del 3'5% anual fue acompañado de una reducción del crédito bancario del 2%. Además, en tanto se reducía la rentabilidad de la deuda pública, la de la renta fija privada aumentaba como consecuencia del incremento de riesgo apreciado por el mercado. De ahí que una política basada en estimular la oferta monetaria no funcionara en Japón, puesto que no se reflejaba en incrementos del crédito, empleándose los recursos en la compra de deuda pública ante la incertidumbre general, y dada la necesidad de los bancos de rebajar el nivel de riesgo en el activo de su balance para cumplir con la

exigencia de la ratio de recursos propios (Yoshitomi, 1999, pp. 147, 148).

La deflación no permitía, por otra parte, que la autoridad monetaria redujera los tipos de interés reales, al tiempo que elevaba las obligaciones contraídas y los tipos pagados en términos reales, lo cual implica profundizar en la recesión que fuerza a la baja el nivel de precios y provoca una espiral deflacionista. La base del problema, que socava la efectividad de la política monetaria generando una alta prima de riesgo y una situación de falta de disponibilidad de crédito, es la extraordinaria magnitud de los créditos con dificultades que afecta a la cuantía de los recursos propios y a la dificultad de captarlos en el mercado en un clima de desconfianza generalizada. De esta forma, las autoridades japonesas tenían que afrontar la difícil situación sin provocar mayor desconfianza sobre el sistema bancario que elevara aún más la prima de riesgo (Ibidem, pp. 148, 149).

La cuestión no se limita, sin embargo, a reducir la cuantía de los créditos con dificultades y aumentar los recursos propios. Se hace preciso reducir la dimensión del sector bancario en la economía facilitando una reestructuración que permita la disminución de los costes operativos y el desarrollo de nuevas prestaciones y servicios rentables, al tiempo que menguan los recursos y costes en las actividades tradicionales. Se llega, así, a la situación de unos bancos escasamente capitalizados pero que en conjunto necesitan rebajar su dimensión para adecuarse al nuevo marco. De forma progresiva se ha ido imponiendo la necesidad de que se fusionen o desaparezcan entidades bancarias que habían desempeñado un papel importante en la historia moderna de Japón (Hoshi y Patrick, 2000, pp. 26, 27).

Los efectos de las dificultades del sistema bancario japonés sobre la economía japonesa deben considerarse teniendo en cuenta la extraordinaria dependencia de las empresas japonesas del crédito bancario, establecido sobre las bases de confianza y relación. El deterioro del crédito bancario es fundamental para comprender la incidencia de la crisis bancaria sobre el conjunto de la economía (Gibson, 1995, p. 304).

Las bases en las cuales se había fundamentado la expansión internacional de la banca nipona se habían erosionado también de tal forma que forzaban a su retirada de los mercados internacionales. Sin la posibilidad de obtener recursos a bajo coste de los mercados bursátiles, quedaba eliminada la competencia basada en márgenes y precios reducidos, sin que pudiera contemplarse la posibilidad de competir en productos innovadores. Como ha señalado Kashyap (2000, p. 6):

«En los años noventa, los grandes bancos japoneses eran, al tiempo, los de mayor dimensión y menor rentabilidad. Esta situación

no podía seguir mucho tiempo y desgraciadamente no parece fácil que la rentabilidad se recupere. En estas circunstancias, los bancos japoneses no tienen ninguna ventaja competitiva con otros bancos globales; por decirlo de otra forma, es difícil pensar en un producto o servicio en el cual los bancos nipones puedan competir libremente con los líderes mundiales y captar negocio».

La resolución de la crisis bancaria, con carácter estable, obliga al adelgazamiento y la reordenación del sector bancario japonés, y constituye un requisito esencial para imprimir dinamismo a su economía y superar la larga etapa de estancamiento. Es tan importante el sector bancario en el sistema financiero, y en la organización productiva de Japón, que su inevitable reestructuración no puede limitarse a las entidades bancarias, ni siquiera reducirse al ámbito financiero. Llevar a cabo las reformas, con la presión de la duración de la crisis, sin vulnerar gravemente a las instituciones que dotan de estabilidad a la sociedad, es la difícil tarea que ha de llevar a cabo Japón.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN, F. y GALE, D. (1999): «Bubbles, Crises and Policy». *Oxford Review of Economic Policy*. Vol 15, n.º 3, pp. 9-18.
- BREMNER, B. (2001): «Cleaning up the banks-Finally». *Business Week*. December 17, p. 54.
- (2002): «Deflation is the real danger». *Business Week*. February 11, pp. 54-55.
- BUSINESS WEEK (2001): «There's no doubt they can do it». October 15, pp. 24-25.
- (2001): «And Now, The Good News...». October 15, p. 92.
- CARGILL, T.F. (2000): «What Caused Japan's Banking Crisis?», en T. Hoshi y H. Patrick (eds.): *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Kluwer Academic Publishers. USA.
- CORSETTI, G.; PESENTI, P. y ROUBINI, N. (1998): «What Caused the Asian Currency and Financial Crisis». *National Bureau of Economic Research (NBER) Part II: The Policy Debate*. Working Paper n.º 6834. December.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1997): *World Economic Outlook. Interim Assessment*. December. Washington.
- FRANKEL, A.B. y MORGAN, P.B. (1992): «Deregulation and Competition in Japanese Banking». *Federal Reserve Bulletin*. August, pp. 579-593.
- FRIEDMAN, B.M. (2000): «Japan Now and the United States Then: Lesson from the Parallels», en R. Mikitani y A.S. Posen (eds.): *Japan Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*. Institute for International Economics. Washington.

- FULFORD, B. (2002): «Hold the presses. The making of Japan's economic undoing are not secret-except to its own people». *Forbes Global*. February 4, pp. 68-70.
- GIBSON, M.S. (1995): «Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan». *Journal of Business*. Vol. 38, n.º 3, pp. 281-308.
- HANAZAKI, M. y HORIUCHI, A. (2000): «Is Japan's Financial System Efficient?». *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 16, n.º 2, pp. 61-73.
- HIWATARI, N. (2000): «The Reorganization of Japan's Financial Bureaucracy: The Politics of Bureaucratic Structure and Blame Avoidance», en T. Hoshi y H. Patrick (eds.): *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Kluwer Academic Publishers. USA.
- HORIUCHI, A. y SHIMIZU, K. (2001): «Did *amakudari* undermine the effectiveness of regulator monitoring in Japan?». *Journal of Banking & Finance*. Vol. 25, pp. 573-596.
- HOSHI, T. y KASHYAP, A. (1999): «The Japanese Banking Crisis: Where did it come from and how will it end?». *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Working paper n.º 7250, July.
- (2001): *Corporate Financing and Governance in Japan. The Road to the Future*. The MIT Press. USA.
- HOSHI, T. y PATRICK, H. (2000): «The Japanese Financial System: An Introductory Overview», en T. Hoshi y H. Patrick (eds.): *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Kluwer Academic Publishers. USA.
- ITO, T. (2000): «The Stagnant Japanese Economy in the 1990s: The Need for Financial Supervision to Restore Sustained Growth», en T. Hoshi y H. Patrick (eds.): *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Kluwer Academic Publishers. USA.
- KASHYAP, A.K. (2000): «Discussion of the Financial Crisis», en R. Mikitani y A.S. Posen (eds.): *Japan's Financial Crisis and its Parallels to US Experience*. Institute for International Economics. Washington.
- KAWAI, M. (1994): «Accumulation of Net External Assets in Japan», en R. Sato, R.M. Levich y R.V. Ramachandran (eds.): *Europe and International Financial Markets. Analytical and Empirical Perspectives*. Cambridge University Press. Paperback edition 1995. USA.
- 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.
- KUTTNER, K.N. y POSEN, A.S. (2001): «The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan». *Brookings Papers on Economic Activity*. 2, pp. 93-185.
- LINCOLN, E.J. (1998): «Japan's Financial Problem». *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 2, pp. 347-385.
- MILHAUPT, C.J. y MILLER, G.P. (1997): «Cooperation, Conflict, and Convergence in Japanese Finance: Evidence from the "Jusen" Problem». *Law and Policy in International Business*. Vol. 29, pp. 1-78.
- MORIOKA, K. (1999): «Causes and Consequences of the Japanese Depression of the 1990s». *International Journal of Political Economy*. Vol. 29, n.º 1. Spring, pp. 8-25.
- MOTONISHI, T. y YOSHIKAWA, H. (1999): «Causes of the Long Stagnation of Japan During the 1990s». *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Working paper n.º 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.
- OGAWA, K. y KITASAKA, S.-I. (2000): «Bank Lending in Japan: Its Determinants and Macroeconomic Implications», en T. Hoshi y H. Patrick (eds.): *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Kluwer Academic Publishers. USA.
- OKUNO-FUJIWARA, M. (1997): «Toward a Comparative Institutional Analysis of the Government-Business Relationship», 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.
- PEEK, J. y ROSENGREN, E.S. (1997): «The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan». *The American Economic Review*. September. Vol. 87, n.º 4, pp. 495-505.
- (2000): «Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States». *The American Economic Review*. March. Vol. 90, n.º 1, pp. 30-45.
- SATO, S. (1998): «Asian Financial Crisis». *Japan and the World Economy*. N.º 10, pp. 371-375.
- TORRERO, A. (1993): *La crisis del sistema bancario: Lecciones de la experiencia de Estados Unidos*. Civitas. Madrid.
- (2003): *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*. Tempora. Madrid.
- UEDA, K. (2000): «Causes of Japan's Banking Problems in the 1990s», en T. Hoshi y H. Patrick (eds.): *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Kluwer Academic Publishers. USA.
- VITTAS, D. y CHO, Y.J. (1996): «Credit Policies: Lessons from Japan and Korea». *The World Bank Research Observer*. Vol. 11, n.º 2, pp. 277-298.
- YOSHITOMI, M. (1999): «Why has the Japanese economy been stumbling for so long?», en C. Freedman (ed.): *Why Did Japan Stumble? Causes and Cures*. Edward Elgar. Wales.