

20821  
18 y



# UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES  
"ACATLÁN"



"EL IMPACTO DE LAS CRISIS BANCARIAS EN  
LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO DE  
JAPÓN, A PARTIR DE LA DESREGULACIÓN  
FINANCIERA"

## T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:  
LICENCIADA EN ECONOMÍA  
P R E S E N T A :  
ALPHA ILIANA GUADALUPE MARTELL GÁMEZ

ASESORA: DRA. GUADALUPE MÁNTEY DE ANGUIANO.



ACATLÁN, ESTADO DE MÉXICO. JUNIO DE 2003.



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

### AGRADECIMIENTOS

Este trabajo significa mucho para mí, es el resultado de varias noches en vela, estrés en plena fiesta y neurosis avanzada.

Espero y para los que lo lean resulte interesante, o al menos aprendan un poco del tema. Esta investigación fue realizada con mucho esfuerzo y disciplina. Realmente, en esta impresión de ciento y tantas hojas no se ve ni tan siquiera la mínima parte de lo que aprendí y sobre todo lo que trabajé.

Agradezco a todos aquellos que me motivaron, me presionaron y me dieron fuerza para seguir. Gracias Mamá, por tu ejemplo, tu motivación, por estar conmigo siempre, y por dejar decidir mi camino (aunque ahora no soy bailarina de danza contemporánea, pero sí parte de la PEA).

Papá gracias por esas mañanas de lectura matutina del periódico, por tus libros (quien iba a decir que usé gran parte de tu acervo), gracias por tu ejemplo.

A Marcela, Victor, Alfonso, Sergio, Lenin, Waldo, Ponchín, Ekatherina, Sebastián y Emilio, que siempre estuvieron en mis pensamientos. Siempre les agradeceré a los que me ayudaron para que este trabajo pasara por todos los infinitos trámites.

A mi muy querida Dra. Lupita Mántey, quien es mi maestra, mi guía y mi amiga, gracias por todas sus clases, consejos e ilimitadas cartas de recomendación.

Agradezco a la Universidad Nacional Autónoma de México, institución que me dio las bases de mis conocimientos, las oportunidades para estudiar en México y en Estados Unidos; así como, la formación de Universitario que mis profesores y sus clases (que ya las quisieran escuelas privadas o estadounidenses), me otorgaron.

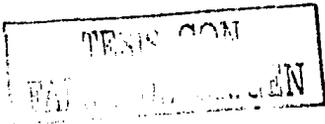
A mis amigos de toda la vida (ya saben quiénes son), a mis queridos Acatlecos, y a mis New Bostonians. Merci Peyman por esos regaños, palabras de aliento y disciplina imputista.

A los que no nombré y que siempre estuvieron conmigo.

Danyavaar  
Thanks  
Dhanke  
Gracias

Agradecer a la Biblioteca de la Universidad Nacional Autónoma de México por haberme prestado este libro y permitir el contenido de este trabajo.   
NOMBRE: ALICIA LEONNA  
GUADALUPE MARTINEZ G.  
FECHA: 2/10/2003  
FIRMA: ALICIA LEONNA

“Por Mi Raza Hablará el Espíritu”



Desde el erudo frío de Boston, a finales de mayo de 2003.

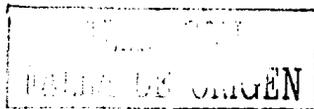
## INTRODUCCIÓN

La crisis asiática ha sido un fenómeno que ha llamado la atención a nivel internacional, pues tras un largo período de crecimiento acontecido en los años 70 y hasta mediados de los ochenta, y elevadas tasas de ahorro, la región hoy se ve sumergida en una prolongada recesión.

Japón, país integrante y promotor del desarrollo del Sudeste Asiático, segunda potencia económica, después de EU, creció a un ritmo impresionante durante cuatro décadas. Empero, una vez que los procesos de desregulación financiera comenzaron (principios de los 70's), gestaron una gran inestabilidad macroeconómica, que hoy sigue afectando al país en cuestión. Dicha inestabilidad se ha visto reflejada en una contracción del crecimiento de la economía, en donde persisten graves problemas en el sector bancario, una deuda pública que se ha visto acrecentada por los paquetes de estímulo fiscal que entre 1992 y el año 2000 sumaron 120 trillones de yenes; despidos masivos y bancas rotas, tanto de empresas como bancos. De manera que hoy especialistas, le han llamado a los 90 la década perdida.

Para entender mejor la situación actual del Japón se realizará una descripción sobre cómo se gestó la liberalización financiera del Japón y cómo ésta, a través del otorgamiento desmesurado del crédito de alto riesgo, y de la sobreinflación del mercado de títulos de los años 80, propiciado por la antes mencionada, desregulación financiera, en la década de los setentas, llevó a la crisis financiera actual.

De esta forma, el objetivo principal de este trabajo es descubrir los determinantes de la *Formación Bruta de Capital Fijo* en Japón, y la manera



en que éstos se han visto afectados por la desregulación financiera; a fin de analizar los factores causales de la actual recesión, y las posibles vías para su recuperación.

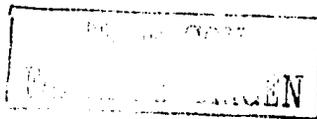
Asimismo, se evaluará la pertinencia de las teorías en que se fundamentaron los programas de desregulación y apertura financiera. Se seguirá la metodología econométrica "de lo general a lo específico", y de acuerdo a las diferentes teorías de la inversión y a la historia económica del Japón, se construirá un modelo general para encontrar la función inversión para cumplir con esos objetivos. En el modelo se pondrán al descubierto los instrumentos de política económica que influyen determinadamente en el comportamiento de la inversión.

El periodo de estudio será de 1970 a 1997. El trabajo se divide en cuatro capítulos:

En el primer capítulo, se exponen ampliamente las características propias de la desregulación financiera suscitada en Japón, a mediados de los setentas y los efectos que trajo consigo, específicamente en la formación bruta de capital fijo.

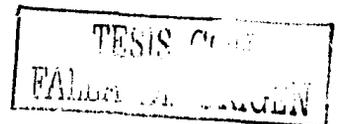
En el segundo, se resumen las teorías de la inversión a fin de incorporar todas las variables que puedan ser determinantes de la inversión en Japón.

En el penúltimo capítulo, se realiza la especificación del modelo general siguiendo la metodología econométrica antes comentada. En esta sección se definen las variables, indicando su relación con las distintas teorías consideradas. Posteriormente se describe el proceso de estimación, y se presenta el mejor modelo estimado con sus correspondientes pruebas estadísticas y de diagnóstico.



En el último capítulo, se interpretan los resultados econométricos fundamentados en teoría e historia económica.

Finalmente se presentan las conclusiones generales.



**INDICE**

Pág.

**Introducción.....3**

**I. El Impacto De Las Crisis Bancarias, en La Formación Bruta De Capital Fijo De Japón A Partir De La Desregulación Financiera.....8**

1. La desregulación financiera en Japón..... 10

2. Economía Especulativa..... 14

2.1 Formación de la burbuja especulativa..... 14

    i) Inflación en el mercado de títulos ..... 18

    ii) Especulación inmobiliaria..... 21

3. Endurecimiento de la Política Monetaria Japonesa..... 24

4. Fragilidad de las instituciones financieras..... 26

    4.1 Las Jusen, instituciones alternativas del crédito..... 28

    4.2 Carteras Vencidas..... 31

    4.3 Quiebras Bancarias..... 32

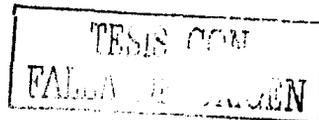
    4.4 Programas de rescate bancario por parte del gobierno japonés, durante la recesión nipona..... 35

5. Evolución de la Demanda Interna y de los precios..... 38

6. Trampa de Liquidez, consecuencia de la crisis financiera..... 46

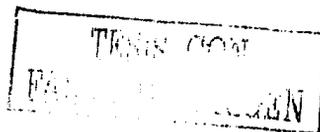
7. La Política Fiscal, elemento clave para superar la crisis financiera.... 51

8. Conclusiones y Prospectivas de la Economía Japonesa..... 55



7

<b>II. Especificación Del Modelo General De La Formación Bruta De Capital Fijo .....</b>	<b>61</b>
1. La teoría keynesiana de la Inversión en Competencia Perfecta.....	62
2. La teoría neoclásica.....	75
<b>III. Estimación del Modelo Particular de la Formación Bruta de Capital Fijo. (resultados de la prueba empírica y pruebas Econométricas de Diagnóstico).....</b>	<b>80</b>
A) Especificación del Modelo.....	80
B) Estimación del Modelo Económico.....	86
C) El Modelo Final.....	90
D) Pruebas de diagnóstico.....	92
<b>IV. Análisis de resultados.....</b>	<b>99</b>
Evidencias a favor de las teorías presentadas.....	100
Implicaciones de Política Económica: Análisis de la Crisis Japonesa desde una perspectiva keynesiana.....	103
<b>Conclusiones y Recomendaciones.....</b>	<b>112</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>116</b>



---

***I. EL IMPACTO DE LAS CRISIS BANCARIAS, EN LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO DE JAPÓN A PARTIR DE LA DESREGULACIÓN FINANCIERA***

**INTRODUCCIÓN**

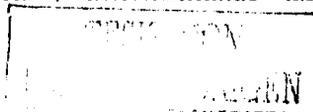
La inquietud de la elaboración de esta investigación surge en 1997, cuando una de las más adversas consecuencias de la desregulación financiera ya estaba presente, la crisis financiera; para ese entonces, aquejaba tanto a economías desarrolladas como emergentes. Suscitadas en muchas naciones por contagio.

Esta época, además, fue de cambios estructurales y de globalización, cuyos resultados no han sido tan benéficos, como lo han planteado los gobiernos con economías desarrolladas, en especial EU.

Por ello, el objetivo del presente capítulo es demostrar que las crisis financieras son producto de la desregulación financiera iniciada a mediados de los setentas.

Para ello, como estudio de caso, se escogió Japón, en donde se indagará en su historia económica, de las últimas tres décadas; para entender y así poder explicar los motivos por los cuales surge la crisis financiera, y por los cuales también, ha sido muy difícil enfrentarla hoy en día.

Salama (1999) ha señalado: "La Globalización no produce por sí misma un mejoramiento del bienestar como resultado de las crecientemente hegemónicas leyes del mercado y el alejamiento del Estado respecto a la economía; por el contrario, puede profundizar los efectos de dominación y la destrucción parcial del aparato productivo, incrementando las



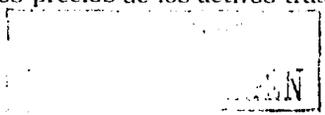
asimetrías existentes, además de mantener o incrementar las desigualdades entre capital y trabajo, entre los países y entre diversos sectores sociales".

Y estos problemas no nada más se presentan en países emergentes, sino también en países desarrollados como Japón, que siendo la segunda economía mas fuerte a nivel mundial, entra en recesión durante una década sin visos de recuperación. (KAMIYA, 1998; KRUGMAN, 1998; TORRES, 1998)

El problema surge tras el abandono de los Acuerdos de Bretton Woods, cuando la volatilidad en los mercados se vió incrementada por la flotación de las principales monedas, la liberalización de los capitales y el aumento de la liquidez mundial. En donde la globalización parte, y comienzan a surgir conceptos como la internacionalización y la mundialización, los cuales son dos fenómenos distintos, pues el primero es un proceso que se refiere a la apertura de las economías nacionales, es decir la apertura de las fronteras de los mercados; y el segundo alude a la integración, lo que viene a dejar en segundo orden a "la economía nacional". (DE BERNIS, 1999; GUILLÉN, 1999)

De este modo, la desregulación de la economía interna de los países altamente desarrollados está asociada a la posible exportación de sus procesos y la diseminación de empresas alrededor del mundo en forma tal que, en conjunto maximicen la productividad y el beneficio individual y colectivo. (GLENDER, 1999)

El problema que abordaremos, es el de una nación altamente industrializada, cuya crisis económica se ha manifestado en una combinación de factores que se refuerzan mutuamente: crecimiento muy lento, graves problemas en el sector bancario, aumento en el déficit fiscal y de la deuda pública, falta de recuperación de los precios de los activos tras



el desplome de principios de los años noventa y una profunda pérdida de confianza de los consumidores y de las empresas. (FMI, 1999), siendo esta la peor recesión de la época de posguerra y la de mayor duración.

De esta forma, se realizará una descripción de cómo se gestó la liberalización financiera del Japón y cómo ésta, a través **del otorgamiento desmesurado del crédito de alto riesgo, y de la sobreinflación del mercado de títulos de los años 80, propiciado por la desregulación financiera, en la década de los setentas, llevó a la crisis financiera.**

### 1. La desregulación financiera en Japón.

A la fase de apertura de movimientos de mercancías y de capitales le sigue otra de vulnerabilidades de las naciones, que abre la vía a un nuevo período de apertura. (RIVERA, 1999)

Históricamente, Japón, al igual que países vecinos de Asia, como Corea del Sur se han caracterizado por ser economías proteccionistas. Empero, la globalización se impuso y la corriente proteccionista ha tenido que amminorarse, pues de otra forma "sacan de la jugada" a las empresas que lo practiquen. Por lo que se busca la saturación de los mercados internos y el incremento de utilidades para invadir otros mercados; alianzas internacionales y adquisiciones extranjeras, un desarrollo de tecnología, especialmente la computadora y la red internacional que se crea en ella y el refinamiento de métodos relacionados con los mercados de capital, la industrialización, y el aumento de la riqueza del mundo desarrollado<sup>1</sup>. (MURRAY, 2000; CORREA, 2000)

<sup>1</sup> Para Japón sectores como telecomunicaciones, equipo de oficina y máquinas herramientas han registrado un incremento significativo en sus niveles de eficiencia; lo que no ha ocurrido en sectores como transporte a gran escala, construcción acero o ventas al menudeo durante la pasada década de los 90's. Esta situación se le atribuye a la relación de los sectores con respecto a nuevas tendencias globales, como la introducción de tecnología de la información y la competencia internacional a mayor escala, la cual conlleva a nuevas fusiones y adquisiciones. Otro factor importante es la desregulación desigual por sectores instrumentada por

Es este sentido el Gobierno y las compañías Japonesas, concientes de esta nueva realidad, se encuentran en un proceso de reestructuración económica destinada a hacer más fluida la actividad económica interna bajo prácticas de libre mercado y garantizar la competitividad internacional del país. Las compañías revisan sus estrategias de producción en campos en los cuales es cada vez más costoso producir, como los de la industria pesada, de materiales o de manufacturas con alto contenido de mano de obra, con el fin de trasladar sus plantas productivas a terceros países donde su operación sea más rentable. La desregulación económica de Japón pretende, paulatinamente, una mayor reciprocidad y transparencia a sus socios comerciales y a los inversionistas extranjeros.<sup>2</sup>

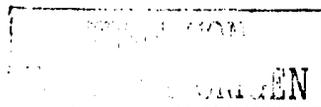
Durante la época de posguerra Japón tuvo un sistema financiero regulado, segmentado y aislado del resto del mundo, cuyo accionar arrojó resultados muy buenos y estables, pues proveyó de fondos suficientes y baratos a las empresas, impidiendo el libre movimiento de capitales especulativos y reguló los altibajos de la economía. Asimismo, las autoridades fijaban las tasas de interés y asignaban el crédito. El mercado de bonos era subutilizado y los flujos de capital se mantenían bajo el control de las mismas. Así pues se trataba de un sistema sencillo, diseñado para financiar y alentar la inversión productiva. (TORRES, 1998)

---

el gobierno. Y no podemos dejar de mencionar el estado financiero de las compañías, en vista de los legados del rompimiento de la burbuja económica. Véase en The Japan Research Quarterly (Tokio, The Japan Research Institute), vol 7, num 1, invierno de 1997-1998, p.p. 36-40

<sup>2</sup> Los enunciados de la "nueva teoría del comercio internacional" no se manifiestan sobre la producción de un espacio equilibrado cuando las fronteras se abren, solamente sobre una posibilidad de armonización entre pequeñas y grandes naciones si se satisfacen numerosas condiciones. Otros enfoques teóricos que privilegian las condiciones de valorización del capital y la evolución del costo unitario de la mano de obra y el análisis del curso reciente de las reestructuraciones, muestran la fuerte probabilidad de que las asimetrías adicionales se acentúen cuando la apertura económica vaya acompañada por una retirada del Estado. (SALAMA, 1999)

*En muchos puntos la nueva teoría del comercio internacional rompe con la teoría para.*



A mediados de los setentas, la presión ejercida por las potencias, principalmente por parte de E.U., obligó a Japón a acelerar las reformas de su sistema financiero. La coordinación internacional de políticas económicas y las presiones por parte de EU parecen haber jugado un papel importante; pues Japón fue un país que se incorporó tarde a la desregulación financiera, ya que previamente el Estado era quien se encargaba de regular todas las transacciones de tipo financiero. (FMI, 1998)

De esta forma, el Sistema Financiero Japonés se desreguló desmesuradamente a mediados de la década de los setentas, y el evento que presionaría a dicho acontecimiento fue la crisis del petróleo. Ya que debido a esta crisis, la inversión productiva se frenó, provocando un cambio en la dirección de la economía japonesa.<sup>3</sup>

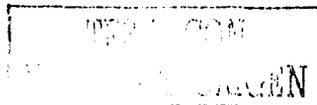
Así, las transacciones financieras pasarían a primer plano y la importancia destinada a la inversión productiva se vería afectada en las siguientes décadas.<sup>4</sup> (CARLIFE 1998, SACHS 1999)

Entonces, la apertura de las fronteras y la desaparición de casi todas las políticas de subvención de la producción, cualesquiera que sean sus formas, acentúan por definición la presión internacional. Los productos

---

<sup>3</sup> Asimismo el alza continua de los precios del petróleo en los ochenta también propiciaron que el coeficiente de inversión se redujera de un 36% con respecto al PIB en 1973 a 27% en 1986, por lo que la demanda de crédito por parte de la clase empresarial experimento un descenso, el gobierno sufrió grandes déficit gubernamentales, financiados mediante la emisión de bonos gubernamentales. Por su parte el patrimonio y el ingreso disponible de los hogares aumentó de 5 1/2% en 1985 al 8 1/2%.

<sup>4</sup> "Los procesos de reforma estructural no han estado, ni están, carentes de ideologías y mitificaciones que poco ayudan a identificar los verdaderos retos y necesidades de adaptación de actividades económicas, empresas, organizaciones e instituciones públicas y privadas." Véase en ALBURQUERQUE F, Cambio Estructural, globalización y desarrollo económico local, Revista de Comercio Exterior, Vol. 49, No. 8, agosto 1999, p. 667



afectados por la competencia internacional son más numerosos que antes por el aumento de apertura de la economía. De esta forma la creciente integración financiera internacional se explica fundamentalmente por dos hechos: la decisión de los estados de desreglamentar los mercados financieros y las mutaciones tecnológicas que permiten la difusión instantánea a bajo costo de la información (progresos de la ingeniería financiera y de las telecomunicaciones) (SALAMA 1999; GLENDER, 1999; GUILLÉN 2000; FERRER, 1999)

Es así que Japón, ha venido atravesando por importantes cambios estructurales como el paso de una economía altamente industrializada, a una cimentada en el poder financiero y en la producción de servicios y bienes de alto valor agregado (GLENDER, 1999).

Cuando se eliminaron restricciones en el período previamente señalado, se propició, el aumento y diversificación de las transacciones financieras. Y la deuda de los agentes económicos se vió incrementada y el ahorro privado disminuyó.

El modelo de desregulación financiera se caracterizó por la libertad indiscriminada de los mercados, una nula participación estatal dentro de la economía y la liberalización del sector externo. (MANTEY, 1999; TORRES, 1998)

A principios de los ochenta se observó, que a causa de la reducción fiscal y de un lento crecimiento, se propagó un déficit en el presupuesto gubernamental. Sin embargo a mediados de los ochenta se aplicaron un conjunto de programas de política macroeconómica, gracias a los cuales, el rumbo de la economía japonesa cambió de dirección hacia un rápido crecimiento, logrado gracias al superávit comercial.



Asimismo, se fueron eliminando gradualmente los controles sobre los movimientos de capital, se desregularon las tasas de interés sobre los depósitos y surgieron nuevos instrumentos financieros.(FMI, 1999)

## **2. Economía Especulativa**

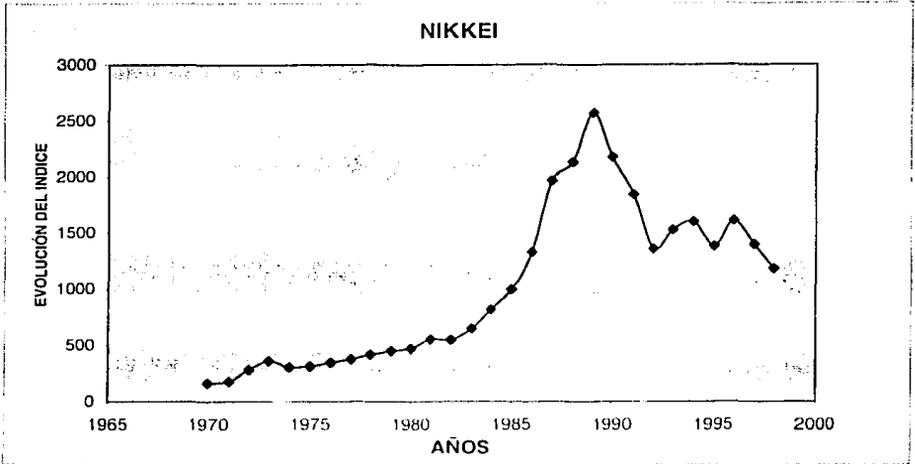
### **2.1 Formación de la burbuja especulativa**

La apertura financiera que experimentó Japón a mediados de los setenta abrió paso a una economía especulativa, y podemos ubicar su proceso en dos períodos: el primero de ellos de 1989 a 1992, cuando se produce una gran burbuja especulativa formada en años anteriores en los mercados accionarios e inmobiliario, en donde se observa un aumento estrepitosamente los precios, y al explotar el precio de las acciones tuvieron una caída del 60% y el precio promedio de los terrenos cayeron un 80%; y de 1992 en adelante, la crisis se tradujo en quiebras y fragilidad de diversas instituciones financieras y, en especial, en el crecimiento de la cartera vencida de los bancos y el deterioro de la salud financiera de estos intermediarios. (MARCHINI, 1998)

La economía especulativa tuvo su inicio con el auge de la bolsa de valores, en 1982. Para ese entonces, el índice bursátil Nikkei, se encontraba en los 14,000 puntos. La tasa de interés otorgaba altos rendimientos, y la economía japonesa crecía. La confianza de los ahorradores y su permanencia en el mercado nipón hizo que el índice creciera año con año. (KATAOKA, 1998) (véase al respecto gráfico 1)

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

GRÁFICA 1: EVOLUCIÓN DEL NIKKEI

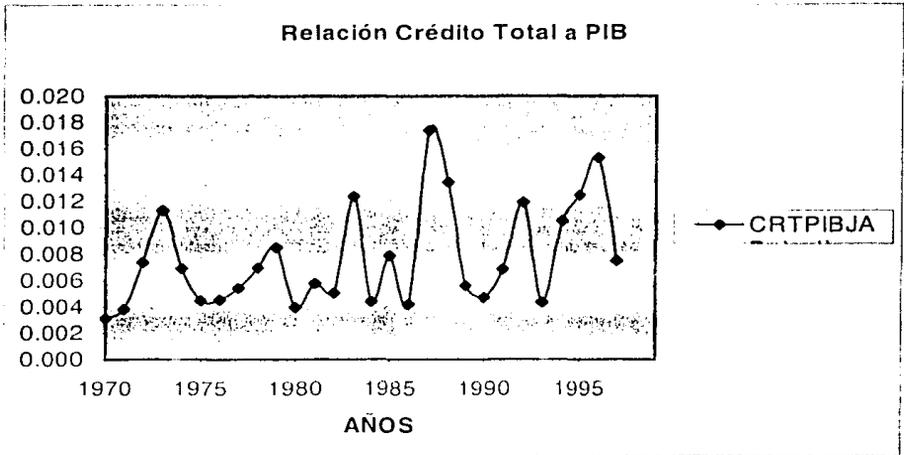


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA. ESTADÍSTICAS FINANCIERAS INTERNACIONALES, FMI, 1970-1997.

De esta forma, a mediados de los 80, se observó un notable aumento en los préstamos bancarios al sector de bienes raíces y a otras instituciones financieras no bancarias, como pequeñas y medianas empresas que no tenían el mismo grado de acceso a los mercados de capital. De tal forma, que las empresas pequeñas y medianas obtuvieron un mayor volumen de préstamos bancarios ofreciendo como garantía inmuebles que se valorizaban cada vez más. Los hogares, por su parte, que no tenían propiedades en ese periodo, pudieron haberse visto obligados a elevar el nivel de ahorro para poder comprar viviendas (que ya eran de por sí, caras, en comparación con los precios internacionales y se estaban encareciendo cada vez más).<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Véase análisis del impacto de las fluctuaciones del precio de la tierra sobre el consumo en Takaoshi Ito, *The Japanese Economy* (Cambridge Massachusetts: MIT Press, 1992)

**GRÁFICA 2: CRÉDITO INTERNO A PIB**



**FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA, ESTADÍSTICAS FINANCIERAS INTERNACIONALES, FMI, 1970-1999.**

También crecieron las emisiones de valores y el volumen de los negocios bancarios; este factor, junto con el aumento de las tasas de interés pasivas que reducían los márgenes de utilidad bancaria, obligaron a los bancos a buscar nuevos negocios, generadores de comisiones y beneficios, como el comercio con propiedades. (TORRES, 1998)

Igualmente, el consumo privado aumentó con relativa rapidez en la segunda mitad de la década de los ochenta. Pues, la razón entre el patrimonio y el ingreso disponible de los hogares aumentó de 5½% en 1985 al 8½%, aproximadamente. En 1989, el consumo privado aumentó con relativa rapidez en la segunda mitad de la década de los ochenta. No

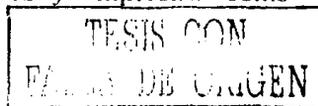
obstante, el aumento de la inversión fue mucho más pronunciado; la inversión bruta privada en capital fijo aumentó en promedio en torno a un 10% anual (durante ese período), en la medida en que los precios de los activos redujeron el costo del capital para las grandes empresas que pudieron recurrir a los mercados financieros. Una parte importante de esta inversión se concentró en inmuebles comerciales. (FMI, 1999)

La tendencia ascendente de la razón capital/producto se aceleró de manera pronunciada a medida que se pusieron en marcha mucho proyectos de bajo rendimiento y el alto riesgo. De esto se desprende que el gasto en inversión durante el segundo quinquenio de los años ochenta fue excesivo y tuvo su origen en el estímulo generado al combinarse el auge de los precios de los activos y la falta de rigor de las políticas de concesión de crédito de los bancos.

Entonces, fue cada vez más evidente el aumento del crédito en moneda extranjera, en operaciones a corto plazo (cuasidinero, eurobonos y en yenes), desarrollándose así un mercado interbancario en donde se permitía a los bancos establecidos en Japón realizar transacciones en moneda extranjera (mercado de dólares).

La liberalización de los flujos de capital permitió al mercado del euroyen aumentar de tamaño, ya que los bancos japoneses empezaron a otorgar préstamos, con un año o menos de madurez. (TORRES, 1998). Asimismo, se removieron las cuotas de crédito que servían para limitar la expansión monetaria". (FMI Economic Surveys Japón, 1992)

Durante el auge de la Bolsa, muchas empresas optaron por emitir sus propios valores para financiarse directamente. Eso redujo los volúmenes de préstamos a largo plazo que los bancos otorgaban. Se debilitaron las relaciones de los grupos compuestos por bancos y empresas. Como



consecuencia de estos cambios y de la mayor competencia que provocaba la desregulación, algunos bancos comenzaron a prestar a otros clientes: pequeñas empresas, consumidores y a empresas inmobiliarias.

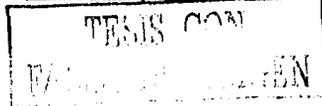
De esta forma, los bancos japoneses, frente a la competencia del sector financiero no bancario y, operando sin el respaldo de normas prudenciales adecuadas, ampliaron sus operaciones de préstamo, lo que estimuló el auge en los precios de los bienes raíces tanto como comerciales como residenciales. A su vez el alza de los precios elevó el valor de las garantías que podrían ofrecer las empresas pequeñas y medianas y, teniendo en cuenta en las concesiones de préstamos bancarios, el valor de las garantías es un factor muy importante".<sup>6</sup> (FMI, 1999)

El crédito que se otorgó, aparte de haber sido de carácter privado en su mayoría, fue destinado a empresas de solvencia dudosa. Pues la pérdida de clientela para los bancos (comerciales nacionales y regionales así como "trustbanks", bancos de crédito a largo plazo), los llevó a prestar sus fondos a clientes menos conocidos y más riesgosos.

#### **i) Inflación en el mercado de títulos**

La orientación de la política monetaria en la segunda mitad de los años ochenta también contribuyó a estimular la inflación en el mercado de activos, ya que la tasa oficial de descuento del Banco de Japón se redujo progresivamente a la mitad, hasta un nivel de 2 ½ por ciento, al final de 1985 y principios de 1987. (FMI, 1999)

<sup>6</sup> Perspectivas económicas del FMI, Japón: Crisis económica y opciones en materia de políticas, octubre 1998 pág. 122.



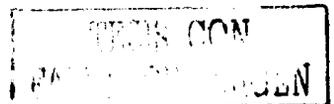
En el caso de Japón, fueron las empresas y no los consumidores las principales impulsoras de la burbuja especulativa del precio de los activos, ya que durante el auge de la bolsa muchas empresas optaron por emitir sus propios valores para financiarse directamente.

Del mismo modo, en el periodo 1985-90, las utilidades de las empresas japonesas aumentaron casi un 70 por ciento. El rápido crecimiento de la capitalización del mercado de valores como porcentaje del PIB, llegó a niveles sin precedentes en los últimos cinco años de la década de los ochenta, así como el apreciable aumento de la relación precio-beneficios; en un periodo en el que los rendimientos de los bonos iniciaron una tendencia descendente.<sup>7</sup>

Hacia el final de la década de los ochenta, el auge de los precios de los activos sobrepasaba, con creces, los aumentos que podían justificar el cambio en la evolución de las variables fundamentales. La proporción entre la capitalización del mercado de valores y el PIB había alcanzado niveles sin precedentes en 1989 y la relación precio-beneficios se situaba en un nivel excesivamente alto. El descenso de los rendimientos por concepto de dividendos se ubica en menos de 0.5 por ciento hacia finales de 1989, en un momento en el que los bonos de Japón se encontraban alrededor del 7 por ciento, ésta era otra señal de que el mercado estaba totalmente sobrevalorado.

Por otra parte, el tipo de cambio de mercado del yen respecto al dólar empezó a registrar una revaluación desde 1991, la cual, se pudo estar alejando del tipo de cambio efectivo. Por su parte, la revaluación del yen

<sup>7</sup> Perspectivas económicas del FMI, Japón: Crisis económica y opciones en materia de políticas, octubre 1998, 121 pág.

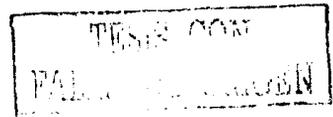


frente al dólar en 1994-95 se produjo en el curso de la mayor recesión de esa economía.

El propio FMI analizó la amplia variación durante 1995, señalando que la relación yen-dólar salió de sus valores de equilibrio de largo plazo y mantuvo un yen sobrevaluado.

"Los bonos convertibles (BC) y los warrants bonos (WB) se convirtieron en la maquinaria principal de expansión financiera que hizo posible el auge en la bolsa de valores.<sup>8</sup>

Asimismo, los fondos de inversión colectiva, como los fondos de cobertura o *hedge funds* y los de pensiones, mutualidades, compañías de seguros, etc. también contribuyen al incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Una razón de ello sería que ese tipo de inversionistas tiende a negociar capitales más cuantiosos que los inversionistas de menor tamaño: por lo tanto, la actividad de aquellos puede influir más en las variaciones de precios de los activos en los mercados financieros. También suelen estar más sujetos a comportamientos de rebaño, fundamentalmente por tres causas: (SASAKI, 1999)



<sup>8</sup> Son fondos manejados por los bancos, con el objetivo de comprar valores de acuerdo a las indicaciones de los ahorradores. Pero había también un tipo especial llamado "eigyū tokkin" en el que los fondos eran invertidos discrecionalmente.

El bono convertible (BC) es un bono cuyo tenedor tiene la opción o el derecho a convertirlo en acciones de la compañía que los emite. Los términos y las condiciones se emiten cuando este es emitido, así como la tasa de interés, la fecha de vencimiento, etc.

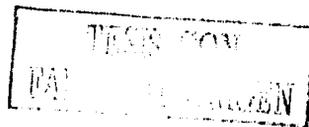
El (warrant bond) WB es el bono que contiene la opción de comprar las acciones. Los WB eran emitidos principalmente en el Euro-mercado en dólares. Los emisores intercambiaban (vendían) dólares en yen japonés, inmediatamente después de emitir los WB. Al mismo tiempo hacían el contrato de la siguiente venta, o compraban futuros de dólares para preparar la recuperación de las acciones en la fecha de vencimiento, protegiéndose de los riesgos de cambio. Véase DE BOYER et AL., Bancos y crisis bancarias: la crisis bancaria en Japón, sus causas y sus resultados, 1ª Ed., ED UAM Iztapalapa, págs. 95-125.

- i) la alta homogeneidad de la naturaleza de esta comunidad inversionista, lo cual implica similitudes en las decisiones financieras;
- ii) la asimetría de los incentivos o del costo reputacional (las pérdidas atribuibles a los fracasos superan los beneficios de los éxitos), y
- iii) el horizonte de corto plazo característico

Todo indica que la prolongada desaceleración del crecimiento de Japón en los años 90 puede atribuirse a los efectos del desplome de los precios de los activos y a la explosión de la burbuja especulativa de los primeros años de la década, a las persistentes dificultades del sistema bancario y a los fuertes repuntes de la cotización del yen en 1993 y 1995. (FMI, 1999)

Además, incrementarse el riesgo se cayó en la dependencia de flujos externos, y era tal la exposición moneda extranjera, que provocó que se rompiera la burbuja especulativa, dado que una vez desregulado el crédito fue destinado a la especulación de bienes raíces, provocando así una burbuja especulativa en este mercado. De tal suerte, que los bancos adquirieron grandes deudas, y efectivamente, fue por la desregulación financiera que se comenzaron a dar los contagios entre bancos; y cuando los bancos se vieron sin pagos devueltos, no pudieron hacer frente a los depósitos; lo que ocasionó que las familias depositantes prefirieran mantener su dinero líquido, quedándose así los bancos sin fondos y en medio del gran pánico financiero. (KRUGMAN, 1999)

## ii) **Especulación inmobiliaria**



El precio de los bienes raíces aumentó en los centros de todas las ciudades y en la periferia de las ciudades más importantes durante la década de los ochentas. Conforme aumentaba el volumen de actividad de las

instituciones financieras (sobretudo por el auge bursátil) se necesitaron más oficinas. Lo mismo ocurrió en los sectores no financieros. La demanda de oficinas aumentó el precio de las rentas dado que la oferta no era suficiente. Esto condujo a una expansión en la construcción y le siguió el aumento en el precio de la tierra en la zona de ciudades. Por su parte otros invirtieron en la bolsa de valores.

Además, el sistema fiscal alentó al auge de bienes raíces. El impuesto sobre las herencias se gravaba sobre el valor clásico (es decir el valor catastral), que generalmente representaba la mitad de lo fijado por el precio del mercado, es decir, que los bienes raíces se convirtieron en el mejor medio para heredar.

La especulación inmobiliaria comenzó tan pronto como el precio de los terrenos empezó a aumentar. El impacto sobre la economía japonesa y la sociedad fue peor que el provocado por la especulación bursátil. La especulación en los dos mercados financieros llevó a la inflación del crédito. Los especuladores institucionales al igual que los particulares generalmente pedían prestado a los bancos, dejando en garantía los valores bursátiles y los bienes raíces. Los bancos japoneses, inclusive los bancos comerciales, acostumbraban prestarle a quien tuviera buenas referencias, es decir, terrenos, ya que el precio de la tierra nunca había descendido desde la Segunda guerra Mundial en Japón. Al auge especulativo se le añade el auge de los valores. Los bancos prestaban a los poseedores de terrenos cuyo precio, o valor como referencia, estaba aumentando. Muchos de los terratenientes que solicitaban créditos los invertían en terrenos, dando como resultado que los terrenos incrementasen su precio.

Los hogares, por su parte, que no tenían propiedades en ese período, pudieron haberse visto obligados a elevar el nivel de ahorro para poder

comprar viviendas que ya eran de por sí caras en comparación con los precios internacionales y se estaban encareciendo cada vez más.<sup>9</sup> (TAKAOSHI, 1992)

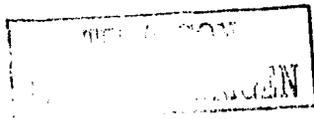
Mientras que perduró el boom inmobiliario, los préstamos a las empresas ligadas a este sector había sido un buen negocio. Pensaban que las empresas pagarían fácilmente los préstamos después de vender las oficinas, los apartamentos y las casas, pues los dejaban en garantía. El auge de la construcción y la especulación en bienes raíces inducía los préstamos a los compradores de esos bienes inmuebles. (KATAOKA, 1998)

Se ha podido observar que, la desregulación progresiva del sistema financiero trajo consigo volatilidad en las tasas de interés y en los precios de los bonos, aumentando así el riesgo de pérdidas para los inversionistas. (Torres, 1998)

El boom bursátil tuvo su fin al final de 1989, cuando el Nikkei llegó a los 39 000 puntos. Y en 1992 había caído a los 14 000, al igual que 10 años antes. (KATAOKA, 1998)

Entonces, la principal causa de la crisis japonesa es la devaluación de activos, propiedades y terrenos, producto del fin de la "economía de burbuja". En 1990 todas las propiedades del centro de Tokio costaban más que el territorio total de California, la imprevista caída de precios provocó la baja del valor de las propiedades que a su vez eran utilizadas como colateral para pedir nuevos préstamos, la pirámide se derrumbó y ahora las instituciones financieras tienen un total de 600 mil millones de dólares

<sup>9</sup> Ver análisis del impacto de las fluctuaciones del precio de la tierra sobre el consumo en Takaoshi Ito, *The Japanese Economy* (Cambridge Massachusetts: MIT Press, 1992)



en deudas irrecuperables, cifra oficial que algunos centros de investigación privados han elevado hasta el nivel de un billón de dólares. (KAMIYA, 1998)

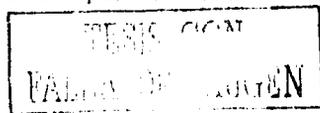
La gran burbuja especulativa implicó un enorme flujo de capitales hacia el exterior, al perderse la confianza en la moneda.

Por su parte, los precios del sector de bienes raíces comenzaron a bajar a paulatinamente.

### **3. Endurecimiento de la política Monetaria**

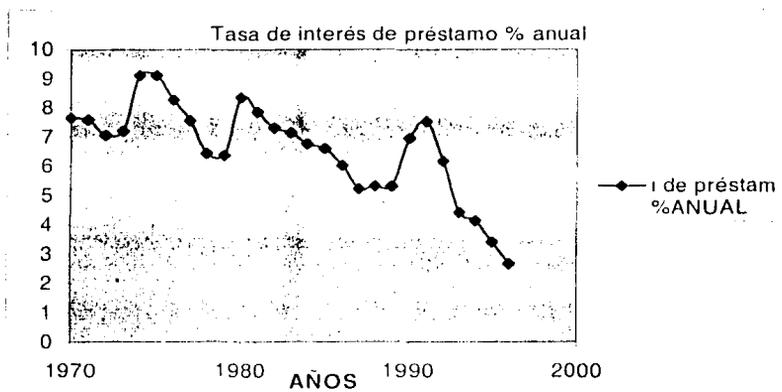
Para hacer frente al recalentamiento de la economía real y a la burbuja de los precios de los activos, se aplicó una política monetaria mucho más restrictiva a partir de mayo de 1989, elevándose progresivamente la tasa oficial de descuento hasta llegar al 6% en agosto de 1990, es decir un incremento de más del 3.5% en poco menos de un año. Las cotizaciones de las acciones comenzaron a bajar a principios de 1990 y para el momento que tocaron fondo a mediados de 1992, el índice Nikkei había descendido más del 60% con respecto al máximo que marcó al final de 1989. A pesar de los esporádicos repuntes registrados desde entonces, las cotizaciones han caído recientemente a los niveles más bajos de los últimos doce años en un entorno de considerable inestabilidad de los precios. El precio de la tierra no empezó a bajar hasta principios de 1991, pero desde entonces el descenso ha sido constante: al final de 1997, el precio medio de la tierra en las seis ciudades más grandes de Japón se situaba en torno al 40% de los valores máximos registrados en 1990. (FMI, 1999)

Los apuros financieros crearon una contracción del crédito que afectó a pequeñas y medianas empresas, provocando así quiebras masivas que amenazaron con destruir la estructura piramidal de los conglomerados empresariales conocidos como "Keiretsu". Al mismo tiempo, la crisis



asiática fue un factor de tensión, pues ha agravado la situación, limitando la demanda de productos japoneses en su zona de influencia económica, haciendo caer las exportaciones. Los bancos nipones también han sufrido un nuevo golpe como la quiebra de empresas en Asia, en especial en Tailandia e Indonesia. (KAMIYA, 1998; TALAVERA, 1999)

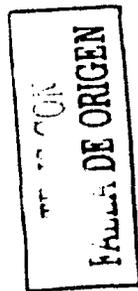
### GRÁFICA 3: JAPÓN. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE PRÉSTAMO (ANUAL)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA. ESTADÍSTICAS FINANCIERAS INTERNACIONALES, FMI, 1970-1997.

La contracción del crédito privado que normalmente surge después de una crisis y la ampliación de los problemas de liquidez bancaria hacia otros sectores, se han atenuado gracias a la intervención compensatoria de las instituciones públicas (Banco de Japón y el Ministerio de Finanzas; FMI, 1999; TALAVERA, 1999)

Dicha contracción del crédito está afectando a las pequeñas y medianas empresas, provocando quiebras masivas que amenazan con destruir la



estructura piramidal de los conglomerados empresariales conocidos como Keiretsu. (KAMIYA, 1998; FMI, 1999)

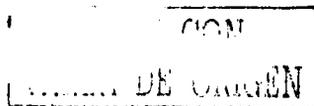
Las medidas correctivas también han intensificado las presiones sobre los bancos para que refuerzen sus niveles de capital, y éstos han respondido sobretodo recortando el volumen de préstamos para poder cumplir las normas sobre los coeficientes de capitalización".<sup>10</sup> Estas medidas tendrán que aplicarse más sistemáticamente a los bancos más pequeños, y deberán cerrarse los bancos a los que se estime insolventes. También hay que actuar con mayor rapidez en la detección en la detección y el saneamiento de los préstamos incobrables de los bancos más grandes, y recapitalizar a las instituciones que no cumplan las normas mínimas en este sentido. (FMI, 1998)

#### **4. Fragilidad de las instituciones financieras**

Una vez que se liberalizaron los mercados de capitales, la relación entre éstos se tornó más estrecha y los riesgos de contagio internacional se incrementaron al suscitarse crisis bancarias significativas. Tal es el caso de la crisis asiática que comenzaría con desequilibrios del bath tailandés y acabó por contagiar a los demás países de la región. Las crisis financieras se acentúan más, cuando exista un entorno de inestabilidad. (ARIAS, 2000)

La política monetaria flexible de Japón llevó a un nivel ilimitado a los fenómenos especulativos, originados por la burbuja, en el mercado de capitales, debilitando así al sector bancario. Seguidamente, el incremento de las tasas de interés entre 1989 y 1991 incrementó los riesgos en el

<sup>10</sup> El Plan de medidas correctivas inmediatas" incluye: 1) una matriz de medidas de creciente intensidad en virtud de la cual se exige a los bancos que tomen medidas correctivas cuando el capital reglamentario se reduzca por debajo de los niveles establecidos; 2) una revaluación más sistemática de la calidad de los préstamos, realizada por los propios bancos y sujeta a la aprobación de los auditores externos, y 3) un



dicho sector, lo que provocó la crisis. Desde entonces, el Banco de Japón está intentando apoyar la actividad económica y al sector bancario<sup>11</sup>. (WORKING PAPER, 1998)

En los siete años siguientes al estallido de la burbuja de los precios de los activos, en 1990, la economía japonesa creció en promedio a una tasa de sólo 1.5% aproximadamente y, con la contracción del producto en el primer y segundo trimestres de 1998, la economía ha entrado en una fase de recesión. (FMI, 1999)

La relación de causalidad entre la reforma y las crisis financieras quedó marcada por: un crecimiento desmesurado del crédito, que sin duda fue la causa principal de las crisis bancarias, otorgando muchas veces una desordenada libertad para realizar operaciones al interior. Este enorme crecimiento del crédito, fue mucho mayor que el registrado en México o Argentina. Tal expansión se dirigió sobretodo hacia el sector inmobiliario, alimentando la gran burbuja especulativa de los precios de la propiedad urbana, y el financiamiento de inversiones enfocadas más a la búsqueda de cuotas de mercado que a la obtención del beneficio; las distorsiones, además, se agravaron por el uso masivo de instrumentos de deuda de muy corto plazo.<sup>12</sup> De esta forma, hacia a mediados de los noventa el deterioro de condiciones de riesgo y la vulnerabilidad de las carteras bancarias eran ya muy evidentes. (ARIAS, 2000; KRUGMAN, 1998)

---

organismo independiente de supervisión financiera, creado en junio de 1998, y normas más estrictas de divulgación de información sobre los préstamos en mora.

<sup>11</sup> Asimismo la moneda japonesa ha experimentado fluctuaciones excesivas desde la segunda mitad de 1995. Al cierre de 1997 experimentó su nivel más bajo desde 1991. En abril las reservas de oro y divisas se redujeron.

<sup>12</sup> Una causa de la crisis reciente en el Sudeste Asiático fue que las carteras bancarias estuvieron menos diversificadas por la fuerte orientación de la actividad económica hacia el turismo, la industria económica, etc



En el período 1995-96 los bancos sufrieron graves pérdidas y algunos ellos desaparecieron o bien, fueron absorbidos por otras instituciones con mayor solvencia.

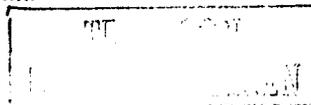
En ese período, el PNB creció significativamente, a pesar de lo cual la actividad económica se vio frenada por el terremoto "Gran Hashin" y por la apreciación del yen.

Con la caída en 1997 de instituciones financieras en Japón, se puso de manifiesto la gravedad de la crisis financiera de Japón y provocó drásticas alzas de las tasas de los certificados bancarios de depósito y de la "Prima Japón", obligando así al Banco de Japón a inyectar liquidez en el mercado interbancario.

#### **4.1 Las Jusen, instituciones alternativas del crédito**

Las Jusen fungían en un inicio como instituciones especiales para préstamos inmobiliarios. Eran instituciones financieras distintas de los bancos<sup>12</sup>. No aceptaban ningún tipo de depósitos. Sólo otorgaban préstamos particulares que compraban bienes inmuebles, a las empresas de compra-venta de bienes raíces o a compañías constructoras. Sus fuentes de financiamiento provenían de los bancos que las fundaron llamados bancos matrices. (KATAOKA, 1998)

Con la desregulación de la banca y el financiamiento, los bancos invadieron el área de las instituciones financieras que antes se especializaban en estos mercados, como las Jusen, y se convirtieron en sus competidores. La tasa de interés que ofrecía el banco para los préstamos era más baja que la que las Jusen ofrecían.



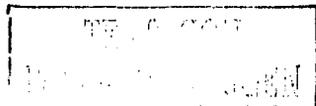
Así, los bancos las encaminaron a canalizar sus recursos inmobiliarios hacia la industria de construcción de apartamentos y casas de *jiageya* y no a los usuarios finales, como lo hacían los bancos ahora y como lo habían hecho ellas mismas hasta entonces. Las Jusen confiaron en que los préstamos a la industria de la construcción atraerían préstamos inmobiliarios para los compradores una vez terminados los apartamentos o las oficinas. Mientras que perduró el boom inmobiliario los préstamos a las empresas ligadas a este sector había sido un buen negocio. Pensaban que las empresas pagarían fácilmente los préstamos después de vender las oficinas, los apartamentos y las casas, pues los dejaban en garantía. El auge de la construcción y la especulación en bienes raíces induciría los préstamos a los compradores de esos bienes inmuebles.

Las Jusen y el organismo nacional especializado en préstamos inmobiliarios otorgaban la mayor parte de los créditos. Los bancos hacían estas operaciones, pero no de manera consistente, principalmente debido a que eran préstamos de poco monto y el interés era fijado por el gobierno. Por otra parte, se enfrentaban a una fuerte demanda de préstamos por parte de las empresas y no estaban preparadas para incursionar en el mercado de los préstamos inmobiliarios. Por este motivo los bancos fundaron las Jusen.

Por cierto, la tasa de interés que ofrecía el banco para los préstamos era más baja que la que las Jusen ofrecían.

Después del proceso de regulación en 1990, los bancos tuvieron que reducir los préstamos hasta cierta cantidad; y para cumplir con las nuevas exigencias, solicitaron a las Jusen hacerse cargo de la parte de sus préstamos otorgados a las empresas inmobiliarias. Eso significa que estas

<sup>11</sup> Véase apéndice E: El Sistema Financiero Japonés

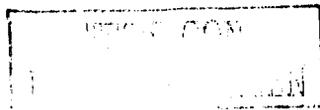


instituciones otorgaron esos créditos a nombre de los bancos (crédito inducido). Las Jusen confiaban en los bancos, ya que eran sus matrices y no eran capaces por sí mismas de investigar cada una de las operaciones. Después de que el problema estalló, es obvio que los bancos les dieron a las Jusen malos activos, o préstamos que ellos sabían no iban a ser recuperados. (KATAOKA, 1998)

Mientras tanto el Gobierno siguió oponiéndose a cualquier medida tendiente a reestructurar las Jusen que tuviera como consecuencia una rápida caída de los bonos emitidos por ellas mismas. El Ministerio de Finanzas pensaba que la caída de los bonos agravaría la caída de los precios en la bolsa de valores. En vez de eso, propuso que los bancos apoyaran a las Jusen con préstamos a intereses bajos.

A medida que los precios de los terrenos iban cayendo, el valor de los activos de las Jusen disminuían. Llegó el momento en que tenían una cantidad mucho mayor de pasivos que de activos. Su cartera vencida crecía conforme avanzaba la crisis del sector inmobiliario. Los bancos y el Ministerio de Finanzas temieron las consecuencias de la quiebra de las Jusen y decidieron mejor disolverlas, absorbiendo las pérdidas a la mitad. La otra mitad sería cubierta por los bancos que las controlaban.

Es evidente que la mayor parte de montos involucrados y por lo tanto de los riesgos provenía de las cooperativas agrícolas. Se decía que el plan de rescate de las Jusen era en el fondo un plan de apoyo para las cooperativas agrícolas en primer lugar, y en segundo lugar para los bancos.



## 4.2 Carteras Vencidas

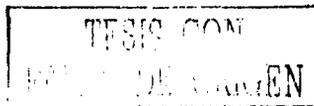
Antes de la desregulación financiera, los bancos hacían frente a las pérdidas en sus operaciones de crédito recurriendo a las reservas ocultas acumuladas, pero a raíz de la crisis financiera, se han visto obligados a prestar más atención a la calidad del crédito, debido a la influencia del descenso del valor de las acciones sobre el capital de los bancos y en previsión del entorno financiero más competitivo que se espera fomentarán las reformas que se han dado en llamar "big bang".<sup>13</sup> (FMI, 1998; THE NIKKO RESEARCH CENTER, 1998)

El monto de cartera vencida que los bancos otorgaron a las Jusen, fue revelado por el Ministerio de Finanzas, la cual ascendía a 6,692 billones de yenes a finales de septiembre de 1996. Y las pérdidas declaradas por esta institución en 1995 eran de 8.1 billones de yenes, equivalente a 62 mil quinientos millones de dólares aproximadamente.

Los bancos poseían el mayor monto de cartera vencida, pero no tenían la relación más alta entre carteras vencidas/cartera total. El FMI afirma que existía corrupción en el manejo del crédito.

Por ejemplo, se otorgaron créditos a prestatarios en quiebra y los créditos con seis meses de retraso en los pagos y en los créditos reestructurados con pagos de interés suspendidos o reducidos. Los préstamos a las Jusen

<sup>13</sup> En noviembre de 1996, el primer ministro Hashimoto, pretendió instaurar una reforma financiera radical. El propósito de la reforma -significativamente llamada Bing Bang- era cambiar el sistema financiero japonés altamente regulado y protegido, heredado de la posguerra, por un sistema que liberalice los servicios financieros al nivel de los existentes en los mercados europeos y americanos. (GLENDER, 1999). Empero, para el segundo año de mandato de Ryutaro Hashimoto, el Ministro de Finanzas y el presidente del Banco de Japón tuvieron que renunciar por escándalos de corrupción en los que se vieron envueltos funcionarios que filtraron información confidencial a bancos. El escándalo se suscitó precisamente por prácticas mafiosas entre la poderosa burocracia y el sector bancario, hecho que ha conducido al mantenimiento de malas prácticas administrativas y a la acumulación de carteras vencidas que hoy se pretenden solventar con fondos públicos. (GLENDER, 1999)



fueron registrados como crédito con pago moroso, aun cuando presentaban altos riesgos de no ser recuperados.

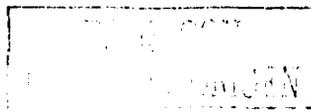
El problema de los préstamos concedidos en los años de la burbuja y que no fueron pagados, ha continuado reproduciéndose y ha contribuido a fracasos inauditos de los bancos a finales de 1997, y a la pérdida de la confianza del exterior.

La adopción de una tasa de interés menor, entonces al igual que ahora, era tan importante para la recuperación económica como para resolver el problema de las carteras vencidas de las instituciones financieras. De hecho la medida, que se había considerado temporal, se ha vuelto permanente después de casi tres años. De esta manera, el gobierno se ha quedado con un margen nulo de maniobra para apoyar de forma práctica su moneda con la tasa de descuento, uno de los instrumentos más importantes de la política monetaria. (GLENDER, 1999)

Por consiguiente, la liberalización financiera también aumenta la vulnerabilidad del sistema bancario: la disminución del requisito de reservas de los bancos comerciales y el incremento de la competencia en el sector bancario, favorecen el crecimiento económico, pero facilitan el estallido de una crisis por autocumplimiento de expectativas. (CIELEBACK, 1999)

#### **4.3 Quiebras Bancarias**

Como se comentaba anteriormente, para 1997 los bancos experimentaron una pérdida de clientes tradicionales, así como el reacomodo de sus carteras para financiar actividades más riesgosas; las conductas especulativas de los agentes comenzaron a aparecer y a contagiarse, pues fueron acompañados de una insuficiencia de la supervisión y de los



dispositivos de control en un entorno liberalizado; asimismo el riesgo que antes no se había experimentado con tanta frecuencia ahora se dejaba sentir a consecuencia de la existencia generalizada del seguro de depósitos. En adición, la política monetaria relajada que favoreció el surgimiento de la burbuja, facilitó a los agentes la liquidez requerida. En esta situación, el cambio de las expectativas en el mercado accionario, aunado a la adopción de una política monetaria restrictiva, desencadenó el desplome de las cotizaciones, y luego la caída del precio de los terrenos. Dejando de esta forma, al sector bancario con una alta vulnerabilidad. (KATAOKA, 1998)

La magnitud de las deudas ocasionó la quiebra de la cuarta empresa de valores más grande del país "Yamaichi", y el cierre de bancos regionales como el Hokkaido Takushoku. "Realmente ningún banco ha querido declarar con exactitud el monto de clientes morosos en cartera, por lo que es difícil predecir el daño, y lo que podría ocurrir si el gobierno decidiera rescatar a los bancos; por ello no existen, medidas concretas para enfrentar el problema". (CORREA, 1999)

La adjudicación y el remate de la Jusen Resolution Corporation (CRJ)<sup>14</sup> ocasionará la pérdida de las instituciones no financieras, debido a que toma los mismos terrenos y edificaciones como hipotecas, igual que las Jusen. La banca ha otorgado mayores cantidades de crédito a las instituciones no financieras en comparación de lo que otorgó en el pasado reciente a Jusen. La quiebra de las instituciones financieras creadas para administrar los activos problemáticos ocasionaría un fuerte daño a los bancos, especialmente a los bancos más pequeños. Eso significa que esas instituciones requerirán ser rescatadas por el gobierno, al igual que las Jusen, pero eso implica un desembolso fiscal mucho mayor. Los créditos



que no se dieron por perdidos y que se esperan recuperar, al menos en parte, están concentrados en las compañías constructoras, que enfrentan a su vez una severa crisis en su sector y por lo mismo no están en condiciones de pagar lo adeudado.

Las instituciones más débiles sólo logran sobrevivir con el apoyo de los bancos más fuertes, a través de su contribución a la CRJ y otras instituciones creadas con el objeto de administrar activos en problemas.

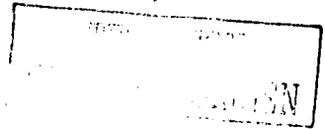
Para resolver el problema se aplicaron tres esquemas distintos, basados en experiencias anteriores<sup>15</sup>:

a) La concentración de todas las operaciones de las instituciones con problemas en un sólo banco. Es decir se realizó una absorción de las operaciones de las filiales en el o los bancos matrices, la cual fue una solución muy común.

b) La fundación de una institución especializada en la gestión de activos con problemas: el caso de la Corporación Colectiva para la compra de créditos (CCPC). Esta institución se fundó en 1993, para adquirir activos con problemas a precios de descuento de 162 instituciones financieras, incluyendo bancos, bancos de crédito a largo plazo, fideicomisos, bancos regionales, bancos regionales secundarios y compañías de seguros. Los bancos que venden sus activos a la CCPC, le otorgan un crédito equivalente al monto de la compra. Los bancos esperan recuperar sus préstamos una vez que se vendan los activos que le ceden.

<sup>14</sup> Esta es una institución creada por los bancos para concentrar los pasivos y activos de las Jusen. Tiene como misión recuperar la cartera de crédito mediante funcionarios especializados, lo cual incluye todas las medidas administrativas y judiciales a su alcance.

<sup>15</sup> Ver KATAOKA T. et AL. "Las crisis bancarias en Japón: sus causas y resultados", en J. De Boyer, UAM, Mexico, 1998, pags. 116-117



c) La creación de un nuevo banco, con lo que quedaba de otras instituciones. El caso de la Jusen Resolution Corporation.

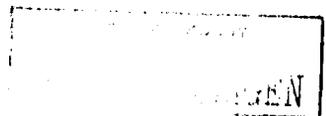
O bien, otra forma para seguir prevaleciendo, en el mercado, y seguir captando ganancias, los bancos japoneses Dai-ichi Kangyo y Fuji recientemente anunciaron su posible fusión, con lo cual su valor de mercado conjunto se compararía con el de Honda o Sony, aunque por separado superan a Toshiba, Nec o Nintendo. En medio de una profunda crisis, en el curso también de fusiones, el hasta ahora mayor banco japonés el Bank of Tokio-Mitsubishi, alcanza un valor de capitalización que equivale a la suma de conglomerados tan importantes como Sony y Hitachi. (CORREA, 2000)

#### **4.4 Programas de rescate bancario por parte del gobierno japonés, durante la recesión nipona**

La crisis financiera de Japón posee varias dimensiones. La fragilidad del sector, consecuencia del problema de los préstamos incobrables, ha sido el centro de atención de todo. La fragilidad del sector bancario se ha manifestado también en la exposición de la base de capital de los bancos al riesgo de mercado en la lentitud del proceso de evaluación y depuración de las pérdidas por concepto de préstamos.

Por ello, las autoridades japonesas han adoptado recientemente una serie de medidas para resolver la crisis bancaria, entre ellas, la captación de otros 17 billones de yenes a la Corporación de Seguro de Depósitos para que proteja a los depositantes cuando se cierren los bancos insolventes.

También se han facilitado otros 13 billones de yenes para recapitalizar a bancos solventes de importancia sistémica cuya base de capital es insuficiente.



Otros instrumentos que se han estado considerando son la nacionalización temporal de los bancos con problemas cuando su quiebra pudiera desestabilizar el sistema financiero, y la creación de una versión japonesa de la Resolution Trust Corporation de EU, con amplios poderes para comprar la deuda incobrable, incluso a bancos solventes y nacionalizados. (KATAOKA, 1998)

También han anunciado varias medidas para facilitar la renegociación de los préstamos inmobiliarios: la flexibilización de la normativa aplicable a los títulos con garantía de activos y a las empresas especializadas en la custodia de activos titulizados, el uso de fondos públicos para comprar y consolidar parcelas irregulares de tierra y modificar las normas de zonificación de algunas áreas y la creación de juntas arbitrales para mediar en la resolución del problema de los préstamos incobrables<sup>16</sup>. (FMI, 1998)

La medida que tomó el Ministerio de Finanzas para recuperar la confianza en el sistema bancario, se respaldó oficialmente a los 20 bancos más importantes del país. Es decir, el gobierno absorbió las deudas. Este, al aceptar cubrir la mitad de las pérdidas que se generaron por las carteras vencidas implicará que la crisis bancaria se transformará también en una crisis presupuestal. En donde se han canalizado 13 billones de yenes para recapitalizar bancos solventes de importancia sistémica cuya base de capital es insuficiente.

<sup>16</sup> El 23 de abril de 1997 Ryutaro Hashimoto aplicó un programa de rescate económico con el objetivo de alentar el deprimido mercado inmobiliario y ayudar a pequeños empresarios asfixiados por créditos con atribulados bancos. Además el paquete permitirá que las cuentas de ahorro operadas por oficinas de correos ricas en efectivo viertan dinero a los mercados financieros. Asimismo, se busca reducir el déficit presupuestario. El programa no especifica qué mercados recibirán los estímulos adicionales, pero los fondos gubernamentales van usualmente al mercado de valores para apoyar los precios de las acciones.



Por otro lado, el director general del Ministerio de Finanzas de Japón (MF), impuso a manera de Ley, a los bancos, las instituciones de crédito, las compañías de seguros, "shoko chukin" y a las cooperativas agrícolas, no exceder los préstamos a las compañías de bienes raíces, más de lo que aumentaba la tasa de crecimiento promedio de sus demás operaciones. Lo sobresaliente de esta imposición, reside en que los préstamos a las instituciones financieras no bancarias no están reguladas, y que a las cooperativas agrícolas no se les exigió que reportaran sus préstamos a estas tres industrias, especialmente a las no bancarias a las cuales pertenecen las Jusen. Esta Ley disminuyó los préstamos de los bancos a las Jusen, pero al no prohibirlo, permitió que aumentaran los recursos que éstas podían manejar provenientes de las cooperativas agrícolas. (DE BOYER, 1999)

El gobierno tendrá que incrementar los recursos fiscales destinados a apoyar el sistema bancario. Para enfrentar la crisis bancaria, los bancos deberán dedicar sus ganancias de los próximos años a amortizar sus pérdidas, en vez de ampliar sus créditos a las empresas. Lo que implica que las empresas que no tienen acceso directo a los mercados financieros disminuirán su disposición de crédito. Disminuirán su volumen de actividad y tal vez se vean en la imposibilidad de mejorar su productividad. Y si se pierde una parte de la competitividad internacional se perderían empleos.

Entonces, lo que se vislumbra como una posible solución a las constantes crisis financieras será de alguna manera la imposición de índices de solvencia y capital mínimo, límites individuales al crédito, exigencias de revelación de información, criterios de clasificación de préstamos muy estrictos y mecanismos precisos para corregir con rapidez conductas inadecuadas.



Y en efecto, la solidez de un sistema bancario es fruto de las políticas macroeconómicas y estructurales que permitan una estrecha relación con el sistema financiero.

Por ello, en primer orden debe hacerse un uso pragmático de los instrumentos de política que ofrezcan los mayores beneficios netos, desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica y crecimiento. Pues mientras más urgente sea la necesidad de administración, y más escaso sea el desarrollo de las políticas fiscales y monetarias, mayor probabilidad habrá de que se justifique el uso de regulaciones directas aplicadas a ciertos tipos de capital externo, aunque sólo sea de manera temporal.

Finalmente, como solución a tantas quiebras bancarias suscitadas en el Japón, la posible consolidación e integración en los mercados financieros por todo el mundo y la conformación de conglomerados; y los factores que los harán posibles serían la perspectiva bancaria, las pérdidas asociadas a carteras impagadas, los requerimientos para la formación de reservas y la capitalización así como el descenso de la rentabilidad de los accionistas y con ellos el desplome de las cotizaciones, lo que les coloca en el camino de la fusión y de la quiebra (CORREA, 2000)

## **5. Evolución de la demanda interna y de los precios**

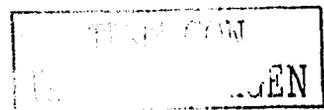
Al estallido de la burbuja de los precios de los activos en 1990 prosiguió una contracción fuerte en la demanda interna. El descenso de la inversión resultó especialmente grave: la inversión bruta privada en capital fijo se redujo en más de un 2% anual durante los cinco primeros años de la década de los noventa. A pesar del fuerte repunte observado en 1996, la inversión privada volvió a reducirse en 1997 y el descenso se prolongó hasta el primer trimestre del 2002.



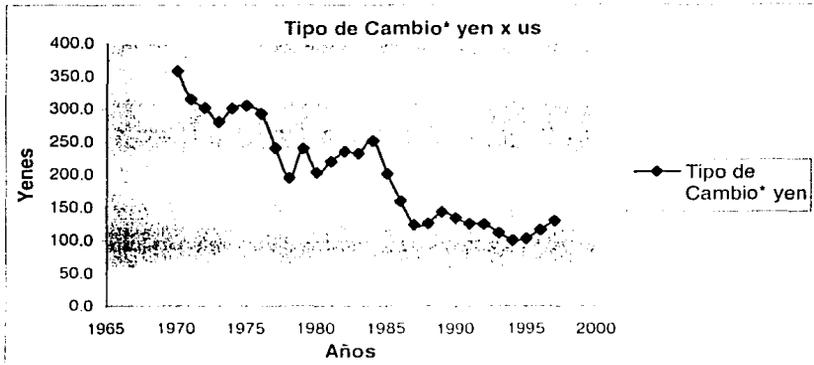
De hecho, los inversionistas institucionales japoneses han estado padeciendo situaciones de escasas utilidades. Y tienen una actitud básicamente cautelosa hacia el riesgo de comprar valores extranjeros.

Con base en la pronunciada apreciación del yen a finales de los 90, Japón tiene a una creciente penetración de importaciones, así como una ascendente salida de manufacturas al exterior.

Para 1999 el coeficiente de penetración de importaciones creció de manera firme, y esas entradas de importaciones crearon presiones sobre la producción y los precios internos. No sólo los productos de consumo que usan mano de obra intensivamente, sino también bienes de capital y partes de maquinaria, por ejemplo, semiconductores, computadoras y equipo de comunicaciones se importaron con gran intensidad frente a los antecedentes existentes de transferencias de tecnologías desde Japón. Y por su parte, el alza que experimentó el yen de hasta 160 yenes por dólar, en agosto del 99, provocó un incremento de estos movimientos, que condujeron a un crecimiento más débil de las exportaciones de las industrias, las cuales fueron perdiendo competitividad internacional y que, a su vez, causaron decrementos en las exportaciones netas. (GLENDER, 1999)

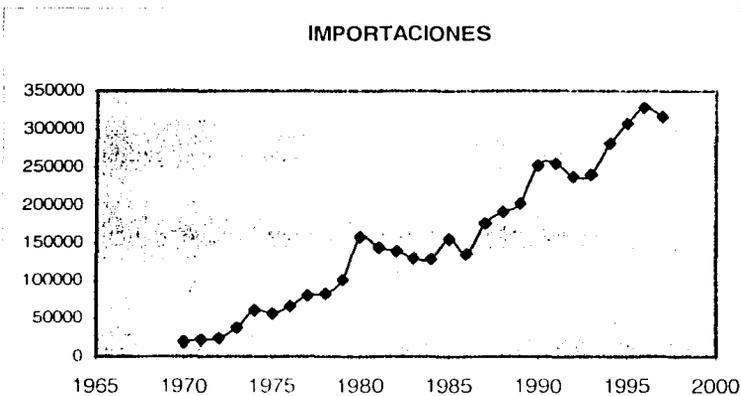


**GRÁFICA 4: JAPÓN. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL (yen/dólar)**



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA, ESTADÍSTICAS FINANCIERAS INTERNACIONALES, FMI, 1970-1999.

**GRÁFICA 5: JAPÓN. CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES**



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA, ESTADÍSTICAS FINANCIERAS INTERNACIONALES, FMI, 1997-1999.

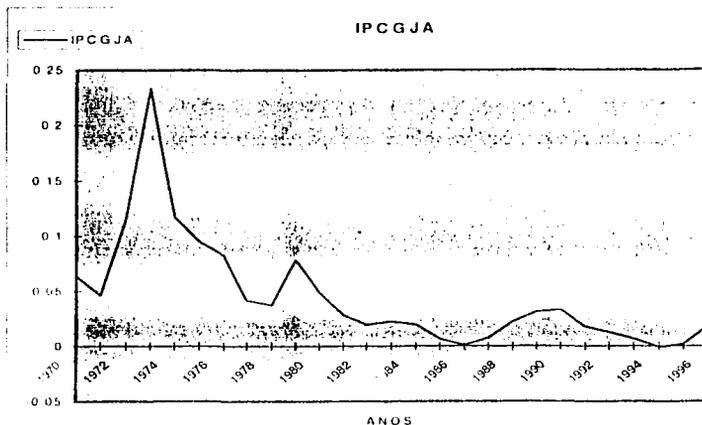
TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

El gasto en el consumo privado se redujo en forma notable en el último trimestre de 1997 y en el primer semestre de 1998, como consecuencia de los efectos negativos que han tenido sobre el agravamiento de los problemas bancarios y el fuerte aumento que registró el desempleo recientemente. (GLENDER, 1999)

Es decir, en los últimos tres años de la década de los 90's la demanda interna redujo el PNB en 0.8%, mientras que la demanda externa lo impulsó positivamente en 0.6%, el consumo al igual que el gasto en vivienda también registraron fuertes caídas, en tanto que la inversión privada creció sólo 1.1%. La producción industrial se redujo. El desempleo alcanzó una cifra récord de 2,300,000 en 1997. Para el 98 la tasa de desempleo se ha mantuvo en 3.6%, la más alta registrada desde el inicio de dichas estadísticas en 1953.



## GRÁFICA 6: JAPÓN. TASA DE CRECIMIENTO DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR



**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

**FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA, ESTADÍSTICAS FINANCIERAS INTERNACIONALES, FMI, 1997-1999.**

En dicho periodo, la recesión económica se agravó porque los problemas del sistema bancario restringieron el flujo de crédito para fomentar la demanda y para volver la economía al uso más lleno de su capacidad requerirían un estímulo grande<sup>17</sup>. (KRUGMAN, 1998)

Por ejemplo, el Banco de Japón en algunos de sus informes mensuales afirma que a pesar de la inyección de fondos públicos a la banca con el objeto de ampliar su capital disponible, la percepción económica de los

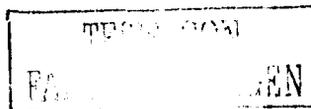
<sup>17</sup> La crisis asiática ha agravado la situación, limitando la demanda de productos japoneses en su zona de influencia económica, y haciendo caer las exportaciones. Los bancos nipones también han sufrido un nuevo golpe con la quiebra de empresas de Asia, en especial Tailandia e Indonesia, donde estaban fuertemente expuestos. (KAMIYA, 1998)

empresarios y los consumidores tiende a empeorarse. Otros elementos que contribuyen al pesimismo son el aumento en el desempleo y las reducciones en el ingreso familiar por bonos de fin de años más pequeños.

Actualmente, los bancos, en un esfuerzo por sanear sus finanzas, están reduciendo sus créditos, lo que afecta mayormente a las pequeñas y medianas empresas, fuente principal de la generación de empleo, pero después de una década de deflación en el sistema bancario japonés, experimenta una banca rota total.

Líderes políticos y económicos comparten la opinión de que las causas, de la situación en la que se encuentra Japón, pueden remontarse al acuerdo plaza de 1985, por medio del cual las cinco mayores potencias económicas decidieron devaluar el dólar. La dramática apreciación del Yen implicó serios costos para la industria manufacturera que dependía de las exportaciones. Las compañías que aprendieron a vivir con un yen fuerte, gracias a los ajustes internos y a la relocalización de procesos productivos en terceros países, también han tenido que sortear las dificultades generadas por años de bajo crecimiento que ahora se recrudece con la caída de la demanda interna, cuya causa se debe al pesimismo imperante entre consumidores e inversionistas.

En el terreno de la inversión productiva, de acuerdo con una investigación del Sacura Institute of Research, los sectores más afectados serán los del acero y de metales no ferrosos. El de maquinaria en general y el de maquinaria eléctrica. Estas reducciones resultan peores que las registradas durante la crisis de 1993. Otros sectores afectados serán los de textiles y maquinaria de precisión.



Mediante un modelo de simulación creado por el FMI (MULTIMOD) <sup>18</sup>, se prevé que en el período 1998-2010, las tasas de interés nominales a corto plazo tienen la limitación del umbral mínimo de cero. Sin embargo las tasas de interés altas a largo plazo son mucho más reales en este escenario con una meta de inflación cero que con una meta del 1.5%, como una consecuencia de las diferencias en la trayectoria proyectada de la inflación.

En el primer escenario, la inflación se sitúa en un principio por debajo de la meta cero, supuesta por las autoridades a más largo plazo, dada la enorme brecha inicial de producción y del escaso margen de maniobra que tienen las autoridades para reducir las tasas de interés nominales a fin de estimular la actividad. En última instancia, el producto registra una recuperación en los años posteriores considerados en este escenario y, por consiguiente, la inflación aumenta hasta alcanzar, en promedio para la totalidad del período, la meta de inflación cero. Las fuertes presiones deflacionarias iniciales provocan un aumento de la tasa de interés real en los primeros años de la simulación, que a su vez da lugar a una apreciación real de la moneda. Ambos factores comprimen la demanda agregada y exacerban el descenso del producto.

En el segundo escenario, cuando el objetivo de inflación fijado por las autoridades es del 1½%, la inflación también se sitúa al principio por debajo del nivel fijado como meta a más largo plazo, pero las presiones deflacionarias son menos intensas que en el primer escenario, dado que se prevé que las autoridades alcanzarán una meta de inflación más alta a largo plazo. Como consecuencia la tasa de interés real a largo plazo como el tipo de cambio real son más bajos que en el primer escenario. El

<sup>18</sup> Este modelo determina las expectativas inflacionarias en función de la predicción de la inflación futura, la cual a su vez depende de factores tales como el nivel de actividad proyectado y el objetivo de inflación supuesto por las autoridades.

estímulo que recibe la demanda agregada modera la disminución inicial del producto y, posteriormente, induce una recuperación más rápida.

Esto permite apreciar que puede producirse una "espiral deflacionaria": si una desaceleración cíclica persistente terminara por crear expectativas deflacionarias, se produciría un alza de las tasas de interés reales que, a su vez, reduciría las expectativas con respecto al producto y la inflación. Realmente el riesgo que en Japón se de una espiral de este tipo no es más que una hipótesis.

Existe asimismo, el riesgo de que las operaciones que realice el Banco Central para ampliar la base monetaria a fin de influir en las expectativas inflacionarias soraven la confianza de los hogares, lo que daría lugar a una contracción del consumo.(FMI, 1998)

Hay gran incertidumbre acerca de la situación que Japón vive actualmente, pues esta economía no puede salir de la recesión, a pesar de contar con tasas de interés en el nivel más bajo posible y la inflación cercana a cero o incluso en niveles ligeramente negativos.

Se comenta que por las características que presenta la isla se trata de una situación de trampa de liquidez, que de acuerdo con el planteamiento teórico de John Maynard Keynes, es una situación en la que a los particulares les resulta indiferente mantener sus tenencias en efectivo o en otros activos financieros, debido al bajísimo nivel de las tasas de interés y a la fragilidad del sistema financiero se debe recurrir a la política monetaria para reducir las tasas de interés reales elevando las expectativas de inflación.



Según Krugman, si el Ministerio de Finanzas continúa con la política del "Yen fuerte", seguirá prevaleciendo la deflación en la isla, con la continua caída de la demanda interna.

*A este respecto este autor afirma que con la política de un yen débil se ganaría terreno en el comercio internacional, poniendo así a temblar por lo menos a los países asiáticos. Probablemente el excedente comercial no va a ser mucho mayor, por la gran demanda de importaciones de los productores y consumidores nacionales.*

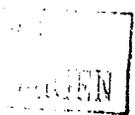
*Es por ello que Krugman enfatiza tanto: "Japón no puede salir de su trampa porque a pesar de su gran capacidad para invertir no puede debilitar al yen, aún teniendo las tasas de interés a cero". (KRUGMAN, 1999)*

Es importante subrayar que la actividad productiva en Japón resiente la competencia de otros centros fabriles de Asia, sobretodo de China, en donde los costos de producción son diez veces inferiores a los de Japón, lo que ha originado una ascendente migración de plantas niponas de mayor tamaño a terceros países, incidiendo negativamente en el empleo de las pequeñas que absorben una de cuatro plazas laborales del país.

Asimismo, el estancamiento que ha venido sufriendo la demanda externa nipona (alrededor del 60% del PIB) ha acentuando la deflación que ha registrado la economía.

## **6. Trampa de Liquidez, consecuencia de la crisis financiera**

A pesar de la disponibilidad del crédito con bajas tasas de interés, la gente no gasta, prefiere ahorrar, pues el desempleo se encuentra latente en la isla. Y hasta ahora, el crecimiento de la producción ha sido débil y, pese al



bajo nivel de las tasas de interés los precios de las propiedades no han aumentado, persistiendo así la crisis de liquidez e insolvencia.

De este modo, la disminución que registran las tasas de interés nominales a corto plazo en Japón limita notablemente la forma en que puede utilizarse la política monetaria para estimular la actividad económica. Aunque se flexibilicen en gran forma las condiciones monetarias es imposible reducir las tasas de interés de los activos sin riesgos muy por debajo de cero, dado que el rendimiento cero que devengarían las tenencias de efectivo predominaría sobre los activos con un rendimiento nominal negativo. A medida que las tasas de interés se aproximen a cero, los inversionistas optarían para mantener toda su riqueza financiera en efectivo y no activo que devenguen interés, lo que significaría que la oferta de fondos prestables también se reduciría a cero. Keynes utilizó el término trampa de liquidez para describir esta limitación de la política monetaria.<sup>19</sup> Es decir, las tasas de interés en los mercados de dinero japoneses se sitúan ya por debajo del 0.5%, las autoridades monetarias no tienen mucho margen para seguir reduciéndolas.

Otra medida para estimular la actividad sería el tratar de influir en las expectativas inflacionarias, posiblemente a través de declaraciones en que las autoridades anunciaran sus objetivos de inflación a largo plazo, como se mencionó en el anterior apartado. En la medida en que el sector privado considere creíbles estas declaraciones, las expectativas de una inflación reducirían las tasas de interés reales; estimularía la actividad a través de la expectativa de un aumento de los precios de los productos; haría que las inversiones resultasen más atractivas para las empresas, mientras que los

<sup>19</sup> Perspectivas de la economía mundial, FMI, octubre de 1998 (recuadro 4.1, págs. 132-133).

Son relativamente raros los casos en que la trampa de liquidez ha puesto una limitación práctica a la política monetaria: Estados Unidos en los años treinta y Suiza a finales de los años en setenta se encuentran entre los pocos ejemplos notables.

consumidores tendrían un incentivo para renunciar al consumo corriente en aras del consumo futuro. (KRUGMAN, 1999)

Dicha aportación coincide con lo que E.U. exhorta a Japón, es decir, incrementar la demanda interna para que crezcan sus empresas, y aumenten las importaciones desde el resto de Asia. (KAMIYA, 1998)

Si los precios fueran absolutamente flexibles en la isla, la economía conseguiría la inflación que necesita, sin tener en cuenta la política monetaria. Entonces, es necesario bajar precios ahora para que puedan subir en el futuro. Pero si los precios actuales no son con tendencias descendentes flexibles, y el público espera estabilidad del precio a la larga, la economía no puede conseguir la inflación esperada; y en esa situación los propios hallazgos económicos en una depresión contra expansión monetaria, no importa qué tan grande sea, pues es ineficaz.

Una economía está en una trampa de liquidez si la demanda agregada cae y corta de forma consistente la capacidad productiva a pesar de ofrecer buenas proporciones de interés nominales a corto plazo. Y ciertamente la economía japonesa parece estar operando muy por debajo de su capacidad.

"Los teóricos Keynesianos se muestran pesimistas respecto a la capacidad de la política monetaria para llevar por sí sola al sistema económico hacia el pleno empleo". Esto se debe a que los modelos propuestos por éstos suponen que la inversión y el ahorro son poco sensibles a la tasa de interés".<sup>20</sup>

<sup>20</sup> Hicks (1937) introdujo el modelo IS-LM en el cual mostró, cómo la política monetaria podría ser ineficaz bajo las condiciones de depresión. Y durante mucho tiempo los macroeconomistas tuvieron presente la trampa de liquidez como una posibilidad teórica importante. Véase en MÁNTEY G, *Lecciones de Economía Monetaria*, págs 151-161



La elasticidad de la inversión respecto a la tasa de interés, puede producir una especie de *trampa de liquidez*, aunque no exista demanda especulativa por dinero. Si la autoridad monetaria reduce la tasa de interés incrementando la oferta monetaria, es probable que los nuevos saldos monetarios no se dediquen a la compra de bienes de capital, sino que se mantengan como activos líquidos, ya que la reducción en el precio relativo del capital frente a otros factores no influirá sobre las decisiones de inversión. Asimismo, una política monetaria en recesión es ineficaz y la Política Fiscal es la que se considera necesaria en esta situación.

Para estos teóricos, el principal factor explicativo de la inversión es el ingreso. Por esta razón, para mantener un crecimiento sostenido recomiendan una *política fiscal compensatoria*, que genere déficits públicos cuando haya desempleo, y superávits en periodos de inflación.

Una trampa de liquidez se levantará si y sólo si la capacidad productiva futura realmente sea más baja que la capacidad actual. Antes de explicar dicho juicio, cabe preguntar: ¿Por qué uno podría esperar la capacidad del futuro de Japón de ser relativamente bajo comparada con la de hoy?. Y la respuesta obvia es demografía: Pues la combinación de Japón en proporción al nacimiento decadente y la ausencia, al parecer de inmigración ocasiona que la fuerza de trabajo esté disminuyendo en lugar de aumentar durante las próximas décadas. En la ausencia de incremento de productividad, realmente podría estar debajo de capacidad actual.

Otro elemento que nos lleva otra vez a pensar que Japón se encuentra en trampa de liquidez, es por el uso relativamente pequeño de tarjetas de crédito en la isla, ya que se requiere también de demanda de inversión. Aquí la demografía entra de nuevo en la obra: pues el declive probable en la fuerza obrera reduce el retorno esperado en inversiones. Y tanto los problemas institucionales, como los problemas del sistema bancario,



también pueden llevar a algún crédito que racione y eso detiene inversión. Y pues hoy en día varias empresas japonesas se encuentran limitadas y no pueden pedir préstamos a raíz de la crisis.

Japón es una economía que está produciendo ciertamente por debajo de su capacidad productiva - es decir, el problema inmediato que enfrenta Japón es de demanda, y no del suministro. Y da la apariencia de ser un caso de trampa de liquidez - es decir, la política monetaria convencional parece haber sido empujada a sus límites, estando todavía los signos económicos deprimidos.

Y de acuerdo con Krugman lo que se puede hacer es: la elaboración de una reforma estructural, pues necesita limpiar sus bancos; desregular su sector de servicio, reformar a su contabilidad corporativa, y así sucesivamente.

Esta propuesta coincide en parte con lo que sugiere Estados Unidos, que exige a Japón que aumente la demanda interna para que crezcan sus empresas e incrementen las importaciones desde el resto del Asia. (KAMIYA, 1998)

En el futuro es probable que el crecimiento tendencial del desempleo se vea afectado negativamente por los cambios demográficos, que reducirán la proporción de población en edad para trabajar. Para contrarrestar estos factores negativos, es necesario adoptar medidas de desregulación y otras reformas estructurales que fomenten el aumento de productividad.

Las proporciones de interés ya son muy bajas, y el Banco de Japón ha hecho todo lo posible. Entretanto, el gobierno tiene un problema fiscal severo, por que no puede aumentar la demanda gastando más y no puede cortar impuestos. (KRUGMAN, 1998)



Para ser útil en la situación actual, la reforma estructural debe inducir a las personas de algún modo para gastar más. Es posible imaginar varias maneras en las que esto podría pasar. Un sector financiero reformado podría poder prestar a las personas y empresas que están ahora susceptibles a pedir crédito.<sup>21</sup>

La desregulación en el sector servicios, por su parte podría crear nuevas oportunidades de inversión y podría levantar demanda de la inversión. Y plausiblemente la reforma podría levantar expectativas de ingreso futuro y podría animar gasto más alto ahora.

Finalmente, vemos que la isla oriental se enfrenta a una relación compleja entre la política monetaria y la banca, primero porque la crisis de la banca impide a la política monetaria fomentar la actividad y segundo, porque la posición expansionista de la política monetaria propone mejorar la situación del sistema bancario directamente para estimular el mercado del crédito. Por ello se requiere de la existencia de una política fiscal expansiva, y una política monetaria que actúen mano a mano.

## **7. La Política Fiscal, elemento clave para superar la crisis financiera**

Se puede apreciar que la eficacia de la política fiscal se ha visto atenuada por varios factores. Por ejemplo, la deflación del precio de los activos y la apreciación de los tipos de cambio contrarrestaron la expansión fiscal a principios de los años noventa. La intensidad de estos factores disminuyó en 1996, cuando los efectos de la depreciación de la moneda y las bajas

tasas de interés complementaron la expansión fiscal y permitieron una expansión más rápida de la economía. Recientemente, los efectos del estímulo fiscal se han contrarrestado en parte por la compresión del crédito y la pérdida de confianza generada por la agudización de la crisis bancaria. Asimismo, los multiplicadores fiscales indican que es más probable que los aumentos del gasto público sean más eficaces que los recortes de impuestos para apuntalar en forma inmediata la demanda interna.

Pero, el impacto económico que tuvo el cambio de política fiscal llegó con un poco de retraso, pues no se creó el estímulo artificial que recibieron el gasto de consumo y la inversión en vivienda a finales de 1996 y principios de 1997. Por lo tanto el resultado a conllevado a un agravamiento de la recesión, inducido por la disminución del consumo y la inversión de las empresas. (FMI, 1999)<sup>22</sup>

Un hecho que ilustra lo antes dicho es cuando en octubre de 1996, se elevaron las contribuciones a la seguridad social, en enero de 1997 se eliminó una reducción transitoria del impuesto sobre la renta de alrededor de 0.25% del PIB y, el 1o de abril, se elevó en dos puntos porcentuales del impuesto sobre el consumo, lo que generó un ingreso de casi un 0.75% del PIB. Todo esto supuso, entre mediados de 1996 y mediados de 1997, una retracción del impulso fiscal equivalente a casi un 3% de PIB.

<sup>21</sup> Véase <http://web.mit.edu/krugman/www/japitap.html>

<sup>22</sup> Cuando Japon gozaba un superávit fiscal global del 3% del PIB y una relación deuda pública neta/PIB de menos del 10% en 1991 (40% si se excluyen los activos de la seguridad social), las autoridades japonesas tenían inicialmente suficiente margen de maniobra para permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos y flexibilizar la política fiscal a discreción a medida que la economía absorbiera los efectos negativos del estallido de las burbujas de los precios de los activos y el desplome de las inversiones, así como otras perturbaciones. El crecimiento que se tuvo en 1995 (2%) y en 1996 (3%), fue a costa del endeudamiento gubernamental, así como la reducción de la "tasa de descuento" del Banco Central. Se aplicó una reducción en los impuestos al consumo y la renta durante dos años, acompañada de una inversión pública por 92 mil millones en infraestructura social, para lograr un crecimiento del 2% en 1998.

Luego entonces, al aplicar las principales decisiones de política, apenas se había registrado un año de sólida recuperación tras casi cuatro años de estancamiento, por lo que realmente no se tomaron en cuenta factores de vulnerabilidad, riesgos y margen de maniobra. (FMI, 1998)

El cambio se realizó poco después de que la economía japonesa entrara en recesión, con el anuncio en diciembre de 1997 de una batería por el equivalente de 2 billones de yenes (consistente en fuertes reducciones temporales del impuesto sobre la renta y la aceleración de un programa de inversión pública ya planificado en el ejercicio 1998).

Se espera que las reducciones de impuestos afecten a la tasa del impuesto sobre la renta de sociedades (que bajaría de un 46% al 40%) y las tasas marginales del impuesto sobre la renta de las personas físicas.

Las distintas medidas tienen sus pros y sus contras. Por un lado, las medidas que pueden imprimir el máximo estímulo cíclico -los aumentos del gasto- no son necesariamente las más apropiadas para la solidez de la economía a más largo plazo. Por otra parte el estímulo fiscal que ahora necesita el país debe ponderarse frente a las necesidades de saneamiento de las finanzas públicas a más largo plazo en prevención de las presiones derivadas del envejecimiento de la población, sobretodo teniendo en cuenta que los superávits de las cuentas de la seguridad social se han ido reduciendo en los últimos tiempos.

Asimismo, se ha pugnado a favor de las reducciones permanentes de impuestos en el hecho de que, tanto los impuestos sobre la renta de las sociedades, como los impuestos marginales sobre la renta de las sociedades, como los impuestos marginales de la renta de las personas físicas, son mucho más altos en Japón que en la mayoría de los otros países industriales.



Dentro del panorama mundial se puede observar que con la creciente integración de la economía mundial, la política monetaria y la evolución de los mercados financieros de un país tiene un impacto inmediato en los demás. En muchos países se ha caído en una excesiva dependencia de la política monetaria para alcanzar el equilibrio interno y externo, y en el abandono de la política fiscal como instrumento de estabilización. (BUIRA, 1994)

Por ello, el gobierno del primer ministro Ryutaro Hashimoto endosó el 24 de abril de 1999, la propuesta del Partido Liberal Demócrata (PLD) para estimular la recuperación económica de Japón. Se trata de un presupuesto suplementario para reactivar la economía con medidas extraordinarias que han significado un costo aproximado de 700 000 millones de dólares desde 1992. (GLENDER, 1999)

El nuevo paquete se apoya en tres pilares: impulso de la demanda interna por medio del gasto público y reducciones fiscales; reformas en la estructura económica para fortalecer la economía en el largo plazo; y medidas para facilitar el saneamiento de las instituciones financieras; también se destinará a proyectos de infraestructura de alta tecnología de información; así, la mayor parte de los fondos se ejercerán en proyectos tradicionales de construcción de obras como puertos y carreteras.

El nuevo paquete de estímulo significa el abandono de la política de austeridad fiscal. La dieta considerará en breve una cláusula de escape a la citada Ley, la cual suspenderá la prohibición de que el gobierno emita bonos de la deuda pública si la situación económica lo requiere.

Sin embargo subsisten temores de que este nuevo ingreso disponible para las familias se destine al ahorro, por lo que varios analistas consideran

que los beneficios fiscales deberán ser permanentes para tener una verdadera trascendencia.

El gobierno estima que el nuevo paquete impulsará la economía para lograr un crecimiento de aproximadamente 2%.

Se calcula que para el 2010 el sistema de bienestar social entrará en una crisis porque la cantidad de nuevos nacimientos está decreciendo y las personas viven más. Con menor fuerza de trabajo activa y cada vez más retirados, será imposible que la sociedad pueda pagar las pensiones y los gastos en cuidados médicos de la población de la tercera edad. Por esta razón se elevó el impuesto al consumo en abril de 1997, y se han efectuado una serie de proyecciones para impedir que el déficit fiscal aumente.

En conclusión, la mejor protección contra los movimientos indeseados de los mercados financieros, depende de los formuladores de políticas públicas, quienes pueden comprometerse en un programa de reformas para evitar que las inversiones especulativas queden alineadas en contra de las políticas económicas inconsistentes y paridades fijas insostenibles, así como para reforzar a los sistemas de liquidación que atemperen la inestabilidad de los precios de los activos y para mejorar la información acerca de las políticas financieras públicas y privadas que evite la salida de los inversionistas.

## **8. Conclusiones y Prospectivas de la Economía japonesa**

La tendencia mundial hacia la desregulación y apertura de los sistemas financieros ha generado un terreno fértil para la gestación de la crisis. (MÁNTEY, 1999) Y como se pudo ver, Japón, definitivamente no fue la

excepción pues, la liberalización financiera de los 80 trajo consigo una importante desvinculación de los bancos y el sector empresas. Culminando con la crisis bancaria de los 90 que ha erosionado la capacidad de los bancos para cumplir sus funciones como supervisor.(FMI, 1998)

Por lo tanto, la liberalización financiera se vincula a un riesgo sistémico, a su vez este riesgo se asocia a la introducción de nuevos instrumentos que no se sabe con certeza que efecto causará, pues cuando está presente un riesgo sistémico, una solución para un factor económico puede causar desequilibrios en otros. (MARCHINI, 1997)

De este modo, para que el sistema financiero y bancario ofrezca de nuevo rentabilidad y confianza sería importante tomar en cuenta lo siguiente: (FISHER, 1998)

- la identificación temprana y cierre de las instituciones insolventes;
- realizar grandes esfuerzos para disponer de préstamos;
- unir las inyecciones futuras de fondos públicos a buenos planes de reestructuraciones.
- realizar una vigilancia y exploración profunda para saber qué tan bueno o qué tan malo resultaría ofrecer los préstamos, es decir, reconociendo la magnitud de riesgo-crédito;
- la adopción de normas de vigilancia y sondeo internacionales; y
- un aumento grande en recursos para la nueva autoridad de vigilancia financiera.

Otra forma de resolver la y contrarrestar los devastadores resultados de una desregulación financiera, será reduciendo el grado de apertura financiera, es decir, limitando el movimiento internacional de capital a corto plazo. Las medidas más frecuentemente recomendadas para este fin

es el impuesto Tobin<sup>23</sup> a las operaciones de los mercados de cambios, la aplicación de encajes a los flujos de capital de corto plazo, y una más radical: el control directo de los flujos. Estos instrumentos evitarían excesos en el endeudamiento externo de particulares y desbalances peligrosos en los plazos de los activos y pasivos bancarios, ayudando a ser compatible el endeudamiento externo con el crecimiento del ingreso.

No obstante, una política de este corte, enfrentaría el rechazo de los organismos financieros multilaterales, la banca internacional y los gobiernos de los países con moneda de reserva.

Por ello, hay que enfatizar la necesidad de la creación de una institución permanente que prevenga la especulación monetaria, en lugar de sólo confiar en la intervención de rescate, como es el sugerido Fondo de Emergencia, financiado con contribuciones de los países que forman el grupo de los siete y administrado por el FMI, o una política de *laissez-faire* para los mercados de capital internacional que produciría incendio monetario que abrasarían las economías reales del mundo libre. (GRABEL, 2000)

<sup>23</sup> Eichengreen, Tobin y Wyplosz son tres teóricos que argumentan que la volatilidad en los mercados de divisas debida a la especulación tendría consecuencias devastadoras reales para ciertos sectores en particular, así como para las economías en su conjunto. Dichos autores proponen un impuesto para las *operaciones internacionales que desalentaría fondos de ida y vuelta a largo plazo. Por lo que añadir un impuesto (Tobin) proporcional a los costos de transacción regresivos elevados puede dejar fuera del mercado a los pequeños especuladores. Para mover sumas mayores, sin embargo, los costos de transacción normales se reducen rápidamente a una cantidad insignificante en relación con el total de la transacción. En los libres mercados financieros actuales, los individuos con carteras pequeñas tienen la posibilidad de reunir un fondo mutuo de buen tamaño para especular con divisas, por lo demás no parece que el impuesto Tobin ponga restricción alguna incluso a los pequeños inversionistas (quienes siempre pueden sumarse a un fondo mutuo para reducir el impacto de los costos totales de transacción, de tal manera que el impuesto Tobin restante se reduzca al mínimo en caso de que la fiebre especulativa se incremente) Véase DAVIDSON P. ¿Es suficiente echar granos de arena en el engranaje financiero internacional cuando requiere de peñascos?, Momento Económico, No. 103, mayo-junio 1999.*

Por otro lado, al comparar entre las diferentes economías del mundo vemos que las desigualdades territoriales se superponen a las desigualdades de ingreso. La globalización tiende a ser cada vez más excluyente produciendo zonas de integración y desintegración de la capa social. Así, la globalización hoy no se resume en la simple apertura de las fronteras: se traduce también en el peso creciente, la retirada de los ESTADOS NACIONALES, y como la dificultad para ejercer formas de poder supranacionales capaces de orientarla y el auge de estas zonas grises, que ella misma produce y de las cuales se alimenta. En este sentido, es excluyente. (GRABEL, 2000; GUILLÉN, 1999, HUERTA, 1999)

Otro efecto de la globalización, es la transformación estructural que se ha venido operando en Japón, en las últimas tres décadas, la cual, afectará la cultura laboral de Japón. Dado que el empleo asegurado de por vida por la corporación y las rigideces que impiden la contratación y el movimiento de un trabajador de una firma a otra, son prácticas que están siendo abandonadas por las presiones de la crisis económicas, más que por decisiones de estrategia.

Al igual que en Europa, el problema del empleo es estructural, de ahí que muchos empleos perdidos no se recuperarán.<sup>24</sup> Por ello, Japón no sólo debe preocuparse por crear empleo, sino también por crear medidas para redistribuirlo y permitir a sus laboriosos trabajadores más tiempo para el ocio. Igualmente, se hace necesaria la creación de un sistema de seguridad social que aminore las tensiones sociales que se crearán con el abandono de la cultura laboral en la cual la corporación se hacía cargo de

<sup>24</sup> El desempleo llega hoy al 4,3 por ciento, subiendo 0,1 punto porcentual cada dos meses, cifra cómoda para economías de occidente, pero no para Japón, donde el mercado de trabajo es sumamente rígido y donde no hay mecanismos flexibles para que un despedido reintegre al mercado laboral. Por tradición, las empresas japonesas sólo contratan a jóvenes recién graduados, por eso despedidos con experiencia no son aceptados fácilmente por las empresas, pasando a engrosar las filas del desempleo permanente (KAMIYA, 1998). El crecimiento tendencial del empleo ha sido estable, pero se ha producido un descenso tendencial del número de horas trabajadas, debido en parte a la introducción de la jornada de 40 horas semanales.

prácticamente todos los aspectos de la vida de sus trabajadores (GLENDER, 1999).

En los próximos años, el desempeño económico de Japón dependerá en gran medida de la evolución del sector de bienes no comerciables. Las iniciativas adoptadas en el pasado para desregular algunos segmentos de este sector han dado fruto, sobretodo en forma de un incremento en las inversiones y un descenso en los precios de los sectores minorista, de energía y telecomunicaciones. No obstante, en el sector agrícola y en los sectores de transporte, distribución y construcción persisten algunas restricciones y distorsiones del mercado que han contribuido a la falta de competencia y a la baja productividad de dichos sectores. Las nuevas medidas que se tomen para desregular el sector de bienes no comerciables tendrán que combinarse con iniciativas encaminadas a aumentar la transparencia y reducir las barreras no arancelarias al comercio. (GLENDER, 1999)

Asimismo, se vislumbra para la economía interna de Japón una tendencia cada vez más acentuada hacia a la especialización en actividades de alto valor agregado. El nivel de investigación y el desarrollo de nuevas tecnologías, el avance hacia la sociedad de la información, el diseño de nuevos productos y la operación de sofisticados sistemas de finanzas y de comercialización son los únicos caminos que seguirán garantizando el bienestar de la sociedad japonesa. Y según Glender, "este nuevo panorama no se presenta como una opción, antes bien, como resultado de su alto nivel de desarrollo y del grado de inserción del país dentro del sistema de producción y consumo internacional cada vez más interrelacionado".

El papel destacado que Japón podrá jugar, ya no es como productor de mercancías, sino como centro financiero de primera importancia internacional en el nuevo siglo. Sin embargo, no deja de ser preocupante la



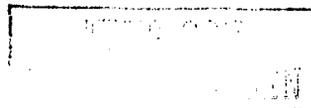
lentitud con la cual avanza la reestructuración económica debido a resistencias burocráticas y de grupos de interés tradicionales en sectores de la política y de las grandes corporaciones e instituciones financieras. (GLENDER, 1999)

Japón es la nación que cuenta más reservas, además de poseer industrias que superan en productividad a empresas extranjeras, y en lo que respecta a su administración, aún con los escándalos, nos encontramos frente a una potencia muy capaz y muy organizada, con todo para salir de esta recesión en que se ha visto sumergida en los últimos tiempos. Con un poco de buena dirección en la formulación de las políticas, una inflación administrada, un déficit público sostenido (para alentar la inversión disminuyendo los gravámenes sobre la inversión), y una apertura regulada a la Inversión Extranjera Directa para así reactivar la demanda y ofrecer más empleos (que podrían ser ocupados por inmigrantes); se lograría de nuevo la creación de una economía más estable para las generaciones que vengan.

La economía japonesa tiene mucha capacidad de recuperación porque tiene fundamentos sociales sólidos, como la educación de calidad y ahorro elevado, por lo que es factible una recuperación en los próximos años <sup>25</sup>. (KAMIYA, 1998)

---

<sup>25</sup> De acuerdo con Ezra Vogel, profesor de Harvard especialista en Japón y China, quien hace 20 años escribió un influyente estudio "Japón como No.1".



## II. ESPECIFICACIÓN DEL MODELO GENERAL DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO. ASPECTOS TEÓRICOS.

Esta investigación busca estimar un modelo de formación bruta de capital fijo para Japón, a fin de comprender las causas de la prolongada recesión y sus posibles remedios.

Por ello, el objetivo de este capítulo es presentar modelos teóricos alternativos de la formación bruta de capital fijo. Se contrastarán dos corrientes teóricas: i) la keynesiana, que rechaza que el ahorro deba ser previo de la inversión, y concede importancia fundamental al crédito y a la demanda efectiva (por su efecto en las expectativas) en la explicación de la inversión; y ii) la convencional, o neoclásica, que supone pleno empleo, y por lo tanto la necesidad del ahorro previo para poder acumular capital. En esta se ubica el modelo neoliberal, el cual recomienda elevar la tasa de interés para aumentar el ahorro, y desregular al sistema financiero.

Para describir la posición keynesiana se hará referencia a la teoría de Keynes, con las adiciones hechas por Tobin, la  $q$  (**Valor de mercado del capital instalado (VMCI)/Costo de reposición del capital instalado (CRCI)**), como principal variable explicativa de la Formación Bruta de Capital Fijo), Minsky (la importancia del endeudamiento acumulado en las decisiones de inversión). Además a teóricos como Kalecky y Steindl, quienes conceden importancia al financiamiento de la inversión con los fondos internos, en conclusión en competencia oligopólica:

Con base en lo anterior, en la primera parte de este capítulo dividiremos la teoría keynesiana en dos enfoques:



1. El que supone la competencia perfecta, en la que están incluidos, Keynes, Minsky y Tobin.
2. El que supone competencia imperfecta, en el que se consideran, Kalecki y Steindl.

En la segunda parte del mismo, se describirá al enfoque neoclásico, para ello haremos alusión al modelo de liquidez interna de Klein-Goldberger; y la teoría neoclásica de la acumulación óptima de capital, para la determinación de la inversión de Jorgenson y Hemphenius.

### **1. La teoría Keynesiana de la inversión en *Competencia Perfecta***

En este punto, y el siguiente, se analiza a la inversión en un contexto de incertidumbre, lo cual supone que el dinero no es neutral. En estas condiciones el financiamiento ocupa un papel central en las decisiones de inversión y éste no depende del ahorro previo.

Postularemos que los determinantes de la inversión serán las expectativas. En otras palabras, la comparación entre la tasa de ganancia y la tasa de interés dejarán de ser condiciones suficientes para entender el movimiento de la inversión; y debe incluirse de manera explícita la incertidumbre.

Suponiendo que se cumpla la condición de mayor rentabilidad en el sector productivo con respecto al financiero, deben considerarse: 1) la calidad de los préstamos, que dependen de su volumen respecto al capital propio; y, 2) el monto de recursos internos, que determina la cantidad de préstamos a los que puede acceder la empresa.

Lo relevante del planteamiento de Keynes en este punto, es que las variaciones de la actividad económica rutinaria (motivo de transacción y precaución) y, especialmente, discrecional o planificada (decisiones de



inversión), aunadas a la incertidumbre, provocan movimientos en la preferencia por la liquidez y, dada una oferta monetaria, varía la tasa de interés. La incertidumbre vuelve a jugar un papel central en la determinación de la tasa de interés y, por tanto, afecta indirectamente a la inversión.

Aunque Keynes, fue el primer economista en introducir las expectativas inciertas en la determinación de las ganancias en la Teoría General, omitió el motivo financiamiento de la demanda de dinero y excluyó la variable financiamiento en los determinantes de la inversión.

Según este autor, las consideraciones en las que basa las expectativas sobre los rendimientos probables son:

1. Los hechos que podemos dar por conocidos con más o menos certeza, es la fuerza de demanda de los consumidores.
2. Los acontecimientos futuros que sólo pueden preverse con relativa seguridad, como los cambios futuros en la clase y cantidad de las existencias de bienes de capital y en los gustos de los consumidores, mientras dura la inversión de referencia, y los cambios en la unidad de los salarios, en términos de dinero, que pueden ocurrir en el mismo período. (DILLARD, 1980)

Por otro lado, la oferta de dinero es una variable exógena<sup>26</sup>, que es afectada por las necesidades de transacción y financiamiento; y la

---

<sup>26</sup> En el contexto de la teoría general, la oferta de dinero se considera una variable determinada y, por ello, algunos economistas -síntesis keynesiana- sostienen que Keynes suponía exógena la política monetaria.

demanda de dinero es función del motivo transacción, precaución, financiación<sup>27</sup> y especulación.

Los dos primeros se consideran constantes mientras que el tercero se caracteriza por ser variable, debido a que aumentos en la decisión de inversión provocan mayores necesidades de dinero y, caeteris paribus, aumenta la tasa de interés. (LEVY, 2001)

Keynes, al analizar la rentabilidad de la inversión, sostiene que es necesario comparar dos tasas de rendimiento, que pueden presentarse a través de dos precios. Uno, se origina en la propia actividad de la inversión y proviene del sector real; y el otro proviene del sector financiero y se obtiene por mantener el capital adelantado en activos financieros. El segundo, llamado, precio de demanda, es afectado por los vaivenes del mercado bursátil, donde incide la incertidumbre en las percepciones futuras y los movimientos de la tasa de interés (preferencia por la liquidez). Es decir, para decidir la inversión, se relacionan los indicadores de rentabilidad del sector real y financiero, que determinarán -con base en las expectativas- el destino del capital adelantado (LEVY, 2001).

Lo relevante de este autor, es que introduce la tasa de interés como límite mínimo de la rentabilidad de la inversión, y la caracteriza como un fenómeno completamente monetario, que sólo determina la forma que se mantiene el ahorro y no incide sobre su volumen. Asimismo, las diversas formas de capitalizar el valor adelantado (i.e., la introducción de la inversión financiera) diversifican las formas de ahorro, afectando el volumen de la inversión.

<sup>27</sup> Cabe señalar que Keynes en su principal obra, que es la Teoría General omite casi por completo el motivo de financiamiento y subraya la importancia del motivo especulación. El motivo financiamiento aparece a raíz de la discusión que sostiene con Ohlin, en una de sus pocas defensas de la Teoría General.

Keynes, afirma que existen tres tipos de riesgos que pueden afectar al volumen de la inversión:

- 1) Riesgo del empresario o prestatario, el cual surge de las dudas que él mismo tiene respecto a la posibilidad de obtener en realidad los rendimientos probables que espera.
- 2) Riesgo del prestamista, el cual se puede deber al incumplimiento voluntario o cualquier otro medio de eludir el cumplimiento de la obligación, a causa de una equivocación en las expectativas.
- 3) El cambio adverso en el patrón monetario, que hace que el préstamo en dinero sea menos seguro. (DILLARD, 1980)

En resumen, Keynes aporta una serie de elementos que afectan al volumen de la inversión:

1. El incremento gradual que han tenido los títulos de rendimiento variable que poseen las personas en la inversión global.
2. Las fluctuaciones diarias de las ganancias de las inversiones existentes, tienden en conjunto a tener una influencia excesiva y aún absurda sobre el mercado.
3. La psicología de masa. Sentimientos optimistas o pesimistas, que son irrazonables; y sin embargo determinantes en la conducta del mercado.
4. El valor de la inversión quedará en segundo plano, pues ahora lo más importante será la estimación que haga el mercado, bajo la influencia de la psicología de masa. Es decir, se multiplicará el monto del rendimiento que técnicamente ofrece cada bien de capital por su respectiva probabilidad de ser recibido, y de esta manera

obtienen una "certidumbre estadística" de la tasa de ganancia futura.

5. La confianza de las instituciones de crédito hacia los que buscan préstamos (estado del crédito). Por ejemplo, una baja violenta en el precio de los valores de rendimiento variable, puede haberse debido al debilitamiento de la confianza del estado del crédito.

Davidson, a partir del análisis de Keynes, discute el concepto de incertidumbre y, además de diferenciarlo del riesgo (junto con Knight), explícitamente lo introduce como variable independiente en los determinantes de la inversión, a través de variables del sector real y financiero. Las variables monetarias, que afectan a la inversión, no son representadas mediante la tasa de interés y el financiamiento.

La peculiaridad del análisis de Davidson es que introduce el financiamiento de la inversión como una variable explicatoria de la inversión. Es decir, no basta que la rentabilidad de la inversión sea positiva, es necesario disponer de financiamiento para llevarse a cabo, el cual además, no es garantizado por el diferencial positivo entre el precio de la demanda y el precio de la oferta.

Este autor afirma que los bienes de capital fijo se diferencian de los demás activos de capital por no ejercer eficientemente la función de depósito de valor. Dada esta diferencia entre los activos fijos y financieros, estos tienen diferentes precios: de oferta y demanda, respectivamente.

Davidson postula que los determinantes de la inversión son las cuasirentas, la tasa de descuento, las expectativas sobre crecimiento de la demanda y el monto de financiamiento que cada empresario espera



obtener; por tanto, las expectativas están presentes, tanto por el lado del sector real como del sector financiero.<sup>28</sup>

Minsky, a partir de la hipótesis de la inestabilidad financiera, desarrolló de manera plena, los efectos de la incertidumbre en la toma de decisiones sobre la inversión (hipótesis basada en los planteamientos del propio Keynes, Davidson y Kalecki).

Asimismo, al retomar la idea de la incertidumbre, la complementa con el riesgo creciente (postulado por Kalecki), mediante la conexión del riesgo del prestamista y del prestatario, que tomarían parte de los riesgos de oferta y demanda, propuestos inicialmente por Keynes.

De acuerdo con este autor, la demanda de dinero está determinada por el motivo de transacción, que es influido por el ingreso; el de especulación, donde interviene la tasa de interés y el precio de los bienes de capital; el de precaución, determinado por los compromisos financieros privados pendientes; y el motivo seguridad, que refleja el efecto de liquidez del *cuasidinero*.

Al formalizar, tenemos:

Fórmula:

$$Dd = L_1(Y) + L_2(t, Pk) + L_3(F) - L_4(CD)$$

Donde:

**Dd**= demanda;

**L<sub>1</sub>**: efecto de liquidez;

**L<sub>1</sub>**: demanda de dinero por motivo transacción;

<sup>28</sup> La diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de interés es que la primera es mayor que la segunda, porque la tasa de descuento incluye un incentivo, que el empresario considera como "el mínimo necesario para contabilizar la sedulidad de adquirir un compromiso adicional y enfrentarse a un potencial sorpresa negativa" (LEVY, 2001)



**L<sub>2</sub>**: demanda de dinero determinada por el motivo de especulación;

**L<sub>3</sub>** demanda de dinero por el motivo de precaución;

**L<sub>4</sub>** demanda de dinero por el motivo seguridad;

**Y**: ingreso;

**t<sub>i</sub>**: tasa de interés sobre los préstamos;

**P<sub>k</sub>**: precios de los activos financieros

**F**: compromisos financieros privados pendientes; y

**CD**: *cuasidínero*.

Para combatir las desvirtuaciones hechas por los neoclásicos a la preferencia por liquidez, Minsky introduce en los determinantes del motivo especulativo a la tasa de interés y el precio de los activos financieros; y considera de manera explícita los compromisos financieros, para indicar que movimientos en la inversión generan movimientos en la demanda de dinero, los cuales pueden ser neutralizados por un incremento del costo del dinero.

Asimismo, incluye al cuasidínero en el motivo de precaución, el cual afecta negativamente la demanda de dinero, porque son activos monetarios sumamente líquidos, mantenidos por los empresarios para reducir pérdidas, es decir, debido a la incertidumbre.

Entonces la incertidumbre a través de la tasa de interés deja de ser la causa principal en la determinación de la volatilidad de la demanda de dinero.

Minsky, de la misma forma, expresa que la inversión neta de las empresas se financiará en parte con fondos internos, y el resto con fondos externos, lo que dependerá de que el valor de mercado de la empresa sea superior al precio de oferta de los activos. A diferencia de la Teoría de los Fondos

Prestables, no se supone que todo el ahorro se dirige hacia la compra de bonos (LEVY, 2001).

La posibilidad de comprar acciones de capital productivo, posee una relación inversa con la tasa de interés y permite una nueva forma de financiamiento a las empresas; empero, a la vez, diluye la propiedad de las empresas y los gerentes son los tomadores de decisiones económicas; estos agentes tienen, en ocasiones, intereses diferentes a los dueños del capital.

El mercado bursátil, que tiene por función promover la venta de acciones y títulos de deuda (bonos), afecta de manera considerable y contradictoria a la inversión, por un lado al negociar acciones nuevas (como aportaciones de capital directo hacia la empresa a cambio de participación en las utilidades futuras), amplía el capital disponible para la empresa, pero aumenta la inseguridad.

Dada la característica de las acciones (alta liquidez), que operan en el mercado secundario, al venderse y comprarse provocan movimientos en sus precios y, dado que actúan como indicadores del rendimiento de las empresas, afectan el volumen de la inversión.

En el análisis de Minsky, la incertidumbre es una variable central en las decisiones de inversión, y al igual que Keynes considera que su efecto es indirecto, debido a que incide en la preferencia por liquidez y en el valor de las carteras financieras. Así, la variación de la percepción del futuro (expectativas) se reflejará en movimientos de las cotizaciones de acciones que repercutirán en la inversión y el nivel general del ingreso.



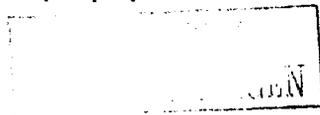
Este teórico, al introducir el crédito a la actividad productiva, retoma el planteamiento de Davidson, en el sentido de que el financiamiento disponible afecta de manera independiente a la inversión.

Con relación a lo anterior, el crédito será racionado cuando los prestamistas limitan la cantidad que pueden prestar a sus clientes, incluso aunque éstos se muestren dispuestos a pagar un tipo de interés más alto por los préstamos. Tenemos que el crédito se puede restringir por dos razones:

1) Cuando el prestamista no sabe si un determinado cliente le va a devolver el préstamo. Ante el riesgo de que incumpla el cliente, una acción podría ser incrementar el tipo de interés. Sin embargo, la subida de la tasa de interés generalmente perjudica a los clientes solventes, en el sentido de que sus inversiones dejarán de ser rentables a un tipo de interés alto. Consecuentemente, los banqueros prefieren mantener la tasa de interés al nivel que consideran seguro, y limitar la expansión del crédito.

2) Cuando la banca central limita sus préstamos dirigidos a los bancos comerciales, y restringe la base monetaria.

Para ello, Minsky recomienda que se realice una combinación adecuada de las políticas monetaria y fiscal a fin de estabilizar los precios de los activos de capital. Es decir, por un lado, propone aumentos del gasto deficitario para sostener las utilidades de las empresas cuando la inversión tiende a caer; y por otro, una política monetaria flexible, orientada a mantener estables las tasas de interés así como la actuación oportuna y decidida del banco central como prestamista de última instancia, para evitar ventas forzadas de activos financieros de las empresas. Señala que también será necesaria la estabilidad del sistema financiero, por lo que propone un régimen de regulación atendiendo a dichos objetivos.



Las quiebras bancarias aparte de afectar a los depositantes individuales, pueden perjudicar la estabilidad macroeconómica. Pues el problema de un banco puede extenderse fácilmente a bancos más solventes si se sospecha que éstos han prestado al banco que se encuentra en problemas.

Una multiplicación de quiebras bancarias puede conducir a una reducción drástica en la capacidad del sistema bancario para financiar la inversión y el gasto de consumo duradero, lo cual reduce la demanda agregada y empuja la economía hacia una crisis.

Finalmente, expongo que de acuerdo con Minsky, la demanda interna y externa son factores que juegan un papel importante a la hora de invertir, debido a que las presiones de demanda elevadas serán determinantes de la Formación Bruta de Capital Fijo.

Teóricos de la corriente keynesiana como Brainard y Tobin (1963), mediante su *teoría q de la inversión*, realizaron su aportación, considerando al valor de mercado de las acciones con relación al costo de reposición del capital físico que representan, como el determinante principal de la nueva inversión. La inversión se estimula cuando el capital se valúa en el mercado por encima de lo que cuesta producirlo, y se desalienta cuando su valuación es inferior a su costo de reposición. Es decir, la inversión se incentiva cuando en el mercado, el rendimiento de la acción  $r$  es bajo con relación al producto real de la inversión física.

Fórmula:

$$q = \frac{\text{Valor de mercado del capital instalado (VMCI)}}{\text{Costo de reposición del capital instalado (CRCI)}}$$

**Costo de reposición del capital instalado (CRCI)**

Fórmula:

$q$ : Inversión

VMCI: Valor de mercado del capital instalado

CRCI: Costo de reposición del capital instalado

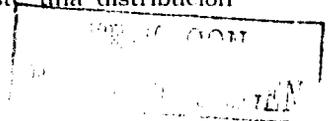
Según este razonamiento, la inversión neta depende de si  $q$  es mayor o menor que uno. Si  $q$  es mayor que uno, entonces el mercado de valores valúa el capital instalado a un monto superior que su costo de reposición.

La  $q$  depende de la ganancia esperada corriente y futura del capital instalado.

La ventaja de la  $q$  de Tobin como medida de incentivo para invertir, es que refleja la ganancia futura esperada del capital, así como la ganancia corriente. Por ejemplo, si se observa una reducción en los impuestos sobre las ganancias, esto implica mayores ganancias para los dueños del capital; y estas ganancias esperadas se supone que incrementarán el valor actual en el mercado de valores, aumentan la  $q$  de Tobin y, por lo tanto, alientan la inversión actual.

### ***Competencia Imperfecta***

Dentro de la corriente poskeynesiana existe un grupo de autores que resaltan la trascendencia del financiamiento interno de la inversión. Kalecki (1983) y Steindl (1979), al igual que Minsky conceden una importancia central a esta variable, de hecho, la introducen de manera explícita como determinante de la inversión. Sostienen que el crédito interno determina los recursos totales, o sea, los fondos externos. Una de las razones de privilegiar a los fondos internos se debe a la importancia que le conceden al carácter oligopólico de la economía capitalista. Se sostiene que, bajo esta estructura de mercado, existe una distribución

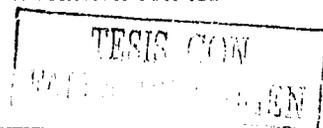


desigual de los ingresos, lo cual explica el diferente desarrollo de las empresas. Se enfatiza, por ambos autores, que las fuerzas de mercado son bloqueadas en la distribución de recursos, provocando una centralización y concentración del capital. Ello también explica la existencia de capacidad ociosa no planificada, que implica desempleo de capital y fuerza de trabajo.

Los inversionistas pueden aumentar los recursos totales recurriendo a fondos prestables, los cuales dependen de la rentabilidad y del tamaño de su empresa. El destino de los recursos totales dependerá de la relación entre los rendimientos de los activos financieros y reales. También, los dueños del capital tendrán que considerar las diferencias entre las tasas de interés activas y pasivas y su relación con la tasa de beneficios empresariales. Si la tasa de interés activa es mayor que la tasa de beneficios empresariales, los recursos se destinarán a "la inversión financiera". Si la tasa de interés activa es menor que los beneficios empresariales, éstos se utilizarán para aumentar la inversión real.

De acuerdo con Kalecki (1982:42), los fondos internos son los responsables de las fuertes variaciones en el gasto de inversión, porque forman la clase de expectativas del empresario, y al mismo tiempo, son garantía para la atracción de fondos externos. Asimismo, coincide con Steindl al afirmar que, el monto de los fondos internos y su efecto sobre el financiamiento externo pueden explicar las fuertes oscilaciones de la inversión y del ingreso y, consecuentemente, la inestabilidad financiera.

Kalecki, al considerar las diferencias entre los activos monetarios financieros y reales, desarrolla el concepto de riesgo creciente. Indica que este riesgo se explica sobre la base de dos elementos: 1) mayor deuda que ingreso y 2) mayor concentración del capital. Es decir, el riesgo se incrementa a medida que es mayor el monto invertido en relación con los



fondos internos de las empresas, y a mayor inversión más alto el riesgo de no valorizar su capital adelantado, tornando peligrosa la situación en caso de existir capital de préstamo. Kalecki supone que las "empresas fijan su inversión a un nivel inferior su capital y mantienen parte de éste en títulos" (Kalecki, 1971: 124). Por que el capital de la empresa se diversifica entre distintos sectores productivos y mercados. Kalecki dice que el riesgo se representa cuando el empresario no obtiene rendimiento alguno de su negocio; si ha invertido todo su capital, su ingreso será cero, y si ha pedido prestado, sufrirá una pérdida neta que, de persistir, acabará por hacer desaparecer el negocio.

Los efectos que el riesgo tendrá sobre la inversión son los siguientes: a) dado el desconocimiento sobre el futuro (expectativas inciertas), el empresario tenderá a diversificar su riqueza en distintos proyectos (diversas ramas productivas) y sectores (real y financiero); b) los préstamos se obtendrán en función de la riqueza acumulada, y así el tamaño de la empresa se vuelve una variable importante y c) cuando interviene capital externo, en el financiamiento de la empresa, aumenta la incertidumbre.

No obstante que Kalecki señala como principal fuente de financiamiento los fondos internos, desarrolló el concepto de riesgo creciente para explicar, por un lado, la reinversión parcial de los fondos internos y, por el otro, una de apalancamiento menor a la unidad. Empero, Kalecki para evitar el problema de la inestabilidad financiera, *supone* que el gasto de inversión es menor que los fondos internos.

Bajo condiciones de incertidumbre, el financiamiento es previo a la inversión y juntamente con la rentabilidad, es un elemento central en la decisión de invertir. "Los capitalistas pueden aumentar su inversión a pesar de que sus beneficios no han crecido. El financiamiento de la inversión adicional se consigue por medio de la llamada creación del poder



adquisitivo. La demanda de los créditos bancarios aumenta y los bancos la satisfacen con cargo a sus reservas". (Kalecki, pág. 67, 1971)

La inclusión de los fondos internos en los determinantes de la inversión no indica que el ahorro sea un condicionante de la inversión, ya que aquellos además de determinar el financiamiento externo (créditos bancarios y emisión de acciones), explican el carácter oligopólico del sistema capitalista, o sea, la distribución del ingreso entre utilidades y salarios, en función de la inversión deseada.

## 2. La Teoría Neoclásica

El modelo neoclásico típico considera como limitante del crecimiento a la oferta de factores productivos, y no a la demanda efectiva, como suponen los modelos de tipo keynesiano. Estos últimos están referidos al corto plazo, en tanto el primero intenta explicar la acumulación en el largo plazo. Asimismo, este enfoque considera que el ahorro es una proporción fija del ingreso, y en equilibrio es igual a la inversión  $I = S = s(Y)$ , existe la libre competencia y perfecta flexibilidad de todos los precios.

Donde:

I= inversión

S= ahorro

sY=proporción del ingreso destinada al ahorro (PMgS)

En los modelos keynesianos en cambio, la condición de equilibrio con pleno empleo es  $s = vn$ , y es muy difícil de lograr porque las tres variables son fijas.

s=ahorro

n=empleo



El equilibrio de pleno empleo se obtiene mediante cambios en los precios de los factores, que son enteramente flexibles.

El aumento en el acervo de capital ( $dK$ ), por lo tanto, es igual a  $(I)$ , por lo tanto, es igual a  $sY$ .

Por su parte, Jorgenson y Hempenius en sus trabajos sobre la *acumulación óptima del capital*, suponen que la inversión es determinada por los precios relativos de los factores de producción. Es decir, los cambios en los precios relativos de los factores, o los cambios en la relación de los precios de los factores al precio del producto, son elementos determinantes en las decisiones de invertir.

Jorgenson distingue entre demanda por capital y demanda por inversión, siendo la primera el stock óptimo hacia el cual tiende el empresario, y la segunda, el ajuste consiguiente que éste hace en el corto plazo. Intenta determinar primero el stock de capital óptimo al cual desea llegar el empresario; y a partir de éste obtiene la demanda de inversión. Por ello, afirma que la inversión es una función desfasada del capital óptimo.

El capital óptimo es aquel que maximiza el patrimonio neto ( $Z$ ) de las empresas; es decir, sus beneficios acumulados ( $B$ ):

Fórmula:

$$Z: \int_0^{\infty} e^{-rt} (B_t - T_t)$$

donde:

$Z$ : capital óptimo

$r$ : es la tasa de descuento



B= beneficios acumulados

T= es el impuesto sobre el ingreso

t= denota período de tiempo

Una vez conocida la demanda de capital, se puede determinar la demanda de inversión, suponiendo que los nuevos proyectos de inversión se completan en etapas y que estas etapas siguen una distribución conocida en el tiempo. La inversión neta se puede determinar como la suma de las etapas de los proyectos de inversión que se completan en el período:

**Fórmula:**

$$I_t^E = \sum_{r=0}^{t-\infty} W_r I_{t-r}^N = W(L) I_t^N$$

Donde:

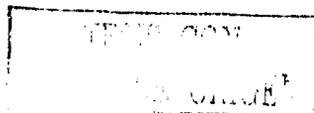
$I_t^E$  = Inversión neta en el período t.

$W_r$  = Proporción de los proyectos iniciados en el período r que se completarán en el período t.

$I_{t-r}^N$  = Nuevos proyectos que se iniciaron en el período t - r

$W(L)$  = Serie progresiva del operador de rezagos.

Suponiendo que en cada período se inician proyectos hasta que el conjunto de proyectos iniciados es igual a la diferencia entre el capital



deseado  $K^*$  y el capital existente, la inversión neta podría expresarse como una función del crecimiento en el capital deseado:

Fórmula:

$$I_t^E = W(L) (K_t^* - K_{t-1}^*)$$

Dónde:

$I_t^E$  = Inversión neta en el periodo  $t$ .

$W(L)$  = Serie progresiva del operador de rezagos.

$K_t^*$  = capital óptimo.

$K_{t-1}^*$  = capital óptimo en el periodo anterior.

Si los fondos internos de la empresa igualan o superan la inversión que se planea realizar, la demanda de inversión como función del capital óptimo se cumplirá. Sin embargo, si las utilidades retenidas más las reservas de reposición, son inferiores al gasto planeado y la empresa se ve obligada a recurrir al crédito, es probable, que el gasto de inversión se reduzca en una proporción del financiamiento faltante. Esto reflejaría la previsión de insolvencia en efectivo en caso de baja en las ventas, que constituye uno de los riesgos en el uso del crédito.

El modelo Klein-Goldberger, también parte del supuesto de que la productividad del capital esta dada (como sucede en pleno empleo), y afirma que la inversión depende de fondos disponibles para la empresa.

El financiamiento bancario es un factor que incide en gran forma a la formación bruta de capital fijo, y según este modelo, la liquidez interna de una empresa es uno de los principales alicientes para invertir. Estos



economistas realizaron un modelo que se centra en la disponibilidad interna de fondos que existen en las empresas:

Fórmula:

$$I_t = \beta_0 + \beta_1 (P+A+D+D-T_p -T_A)_t + \beta_2 (P+A+D-T_p -T_A)_{t-1} + \beta_3 (i_t)_{t-1} + \beta_4 K_{t-1} + \beta_5 (L_2)_{t-1} + \mu_{2t}$$

Donde:

I= Formación interna bruta de capital privado a precios constantes.

P= Ingreso del capital, exceptuando al sector agrícola, a precios constantes.

A= Ingreso del capital en el sector agrícola, a precios constantes.

D= Depreciación a precios constantes.

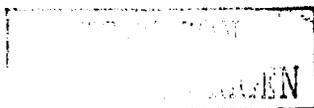
$T_p$  = Impuestos a las personas y a las empresas con relación a ingresos del capital, exceptuando a sector agrícola.

$T_A$  = Impuestos a las personas y a las empresas con relación a ingresos del capital en el sector agrícola.

$i_t$  = Tasa de interés a largo plazo.

K= Acervo de capital privado.

$L_2$ = Activos líquidos de las empresas al cierre de ejercicio.



---

### III. ESTIMACIÓN DEL MODELO PARTICULAR DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

#### Introducción

El objetivo del presente capítulo es estimar un modelo econométrico para la determinación de la Formación Bruta de Capital en Japón, de esta forma conocer cuáles son los factores que la afectan.

La metodología empleada para estimar el modelo econométrico es de lo General a lo Específico, la cual describiremos más adelante.

En la siguiente sección del capítulo se plantea el modelo general especificado con base en las teorías estudiadas en el capítulo anterior.

El modelo general se expresa en términos de factores de comportamiento; posteriormente se definen las variables representativas que se tomarán en cuenta para representar cada factor.

#### A) ESPECIFICACIÓN DEL MODELO

Hasta este momento, con base en la justificación teórica, la especificación más general del modelo es la que se presenta a continuación:

Fórmula:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 F_i + \beta_3 C_i + \beta_4 R_i + \beta_5 A E_i + \beta_6 S_i + U_i$$

AL  
GEN

Donde:

- $Y_F$  = Formación Bruta de Capital Fijo de Japón.
- $F_F$  = Costos Financieros
- $C_F$  = financiamiento bancario.
- $R_{iF}$  = riesgo cambiario.
- $E_{iF}$  = rentabilidad real del capital invertido.
- $S_{iF}$  = demanda interna y externa.
- $\beta_1$  = término constante.
- $\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  y  $\beta_6$  representan los parámetros para cada uno de los bloques empleados y
- $U_{iF}$  representa el término aleatorio.

De acuerdo con la teoría presentada para la Formación Bruta de Capital Fijo, se realizó una selección de indicadores económicos, para representar a cada uno de los cinco factores económicos que explicarán el fenómeno :

A continuación se describe cada uno de los factores:

### **1. Costos Financieros.**

Para representar a este factor se usaron las siguientes variables:

a) Índice de Precios de la Bolsa de Valores de Tokio (Nikkei): Siguiendo los principios de la teoría del Portafolio, se espera que presente signo positivo, lo que querrá decir que el mercado accionario es rentable y que las acciones poseen precios competitivos que ofrecen ganancias, por lo que la inversión productiva se verá reducida y tendrá un impacto negativo.



b) Índice de cotizaciones bursátiles, Nikkei a precios constantes: Es la relación entre el índice del mercado accionario de Japón y el IPC. Si dicha relación resulta positiva afectará de manera negativa a la inversión dado que el mercado accionario ofrece mayores garantías que el invertir.

c) Nikkei en dólares: Indicará la competitividad del mercado accionario japonés a nivel mundial, para calcularlo se dividió el Nikkei entre el tipo de cambio en dólares. Si éste presenta signo positivo afectará a la inversión de manera positiva.

d) Diferencial entre las tasas del mercado monetario de EU y Japón. Este indicador señala la competitividad de las acciones entre una nación y otra, es decir, su rentabilidad, en las letras del tesoro.

e) Tasa de interés externa: tasa de interés de Estados Unidos.

## **2. *Financiamiento Bancario Interno y Externo.***

Este factor comprende las siguientes variables:

a) Crédito a PIB (CRTPIB) y Crédito interno: En donde se espera signo positivo, debido a que el crédito es la principal fuente de financiamiento para la inversión.

b) Multiplicador financiero ( $k_3$ ): Se obtiene de la suma de dinero más cuasi dinero, dividiéndose entre la base monetaria. Este indicador nos explicará cómo ha aumentado el financiamiento y se espera que muestre un signo positivo.

c) Deuda del Gobierno Central a PIB (DEUPIB): Es la cantidad de deuda que el Gobierno tiene con relación al PIB. Esta variable fue tomada en

cuenta pues existe la probabilidad de que esa deuda que adquirió el gobierno se haya destinado a la formación bruta de capital fijo. Por lo que la relación que mantendrá con nuestra variable en cuestión será positiva.

- d) Disponibilidad del crédito internacional. Cuando exista disponibilidad del crédito internacional la formación bruta de K aumentará.

### **3. Riesgo Cambiario**

Las variables que explican este factor son las siguientes:

- a) Fragilidad bancaria (Riesgo 3): Se calcula mediante la resta del rendimiento de activos externos menos pasivos externos dividida entre la reserva de divisas.
- b) Diferencial de tasas de interés (DIFT2): Es igual al cociente de la tasa de préstamos entre la tasa de depósitos.

### **4. Rentabilidad Real del Capital Invertido**

Las variables que se consideraron para integrar este factor económico fueron:

- a) Tasa de interés interna real (de préstamo).
- b) Precios al productor.



- c) Tipo de cambio real (TICR): Se calcula (IPC EU/IPC Japón) (tipo de cambio nominal Jap). Se espera un signo negativo, por los efectos recesivos vinculados con la devaluación de la moneda.
- d) Apoyo fiscal al Banco Central: Indica el grado de esterilización que se hace de los recursos externos en apoyo al tipo de cambio. A mayor sea el grado de apoyo fiscal al Banco Central mayor será la inversión.
- e) Tipo de cambio nominal (TIC). Se espera un signo negativo, debido a la misma razón apuntada en d).
- f) Precios al Consumidor.
- g) Salario Real.

### 5. $x$ = *Demanda Interna y Externa.*

Este factor estará compuesto por :

- a) Tasa de crecimiento del PIB (PIBG)
- b) Crecimiento del PIB mundial
- c) Déficit público con respecto al PIB
- d) Gasto de Gobierno

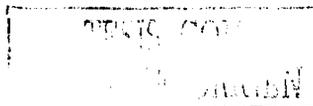
### FUENTES

Las fuentes estadísticas que se presentan a continuación, sirvieron de base para la obtención de las variables que conforman el modelo.

- 1) Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Washington, varios años:

Tipo de cambio nominal

Base Monetaria



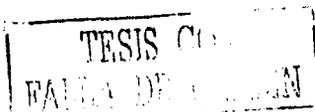
Cuasidínero  
Tasa de Interés Externa  
Crédito  
Deuda del Gobierno Central  
Producto Interno Bruto Nacional y Mundial  
Activos Externos  
Pasivos Externos  
Tasa de Préstamos  
Tasa de Depósitos  
Tasa de Interés Interna  
Precios Productor  
Índice de Precios al Consumidor  
Salarios  
Déficit Público  
Gasto Gubernamental  
Diferencial entre las tasas del mercado monetario de EU y Japón

2. Japan Securities Research Institute, Securities Market in Japan, 1998.

Índice de Precios de la Bolsa de Valores de Tokio (Nikkei)  
Nikkei a precios constantes  
Nikkei en Dólares

3. Elaboración Propia

Fragilidad Bancaria  
Multiplicador Financiero  
Apoyo Fiscal al Banco Central



## **B) ESTIMACIÓN DEL MODELO ECONOMETRICO**

### **La metodología**

En esta sección se explicará la forma en que se estimó el modelo econométrico que mejor explica el comportamiento del tipo de la inversión japonesa para el periodo 1972-1996.

Para estimar la función de la formación bruta del capital, se siguió el método que va de lo general a lo específico, con la finalidad de incorporar todos los factores que de acuerdo con la historia económica del Japón y las teorías expuestas, pudieron afectar a nuestra variable dependiente. El método econométrico empleado, tiene la ventaja de permitir la eliminación de las variables redundantes sin alterar la distribución probabilística del modelo.

La técnica estadística que se utilizó para llevar a cabo las regresiones fue la de Mínimos Cuadrados Ordinarios. Y se utilizó el programa Econometric Views versión 3.1.

Debido a que en la ciencia económica es muy posible que las variables se comporten con una tendencia, para cada una de las representaciones de las variables dependientes e independientes se realizaron pruebas de raíces unitarias y se obtuvieron las variables estacionarias (con un orden de integración I(0)), lo cual se evaluó a través de las pruebas econométricas Dickey Fuller Aumentadas.

Para estimar el modelo general, primero se realizó una selección de las variables para representar a todos los factores económicos, que



determinan la Formación Bruta de Capital Fijo según diferentes teorías, tales como costos financieros, financiamiento bancario, riesgo, rentabilidad del capital invertido, apoyos gubernamentales, demanda interna y externa, etc. En otras palabras, para comenzar la conformación del modelo, se tomaron en cuenta todos los *factores de comportamiento*.

El primer paso llevado a cabo para escoger las variables idóneas representativas de cada factor, que explicarían la formación bruta de capital fijo, consistió en observar la matriz de correlación de todas las variables consideradas. Es decir, con las variables estacionarias se elaboraron matrices de correlación para detectar la capacidad explicativa de las variables representativas de cada factor influyente, y además para identificar los problemas de multicolinealidad, que podrían presentarse entre ellas. De esta forma, se logró evitar la multicolinealidad y además se pudo observar que algunas variables independientes tenían una correlación con otras variables independientes mayor que la correlación que existía con la variable dependiente.

Para una primera estimación del modelo más general, se escogieron las siguientes variables por ser las más influyentes dentro de cada factor:

- Para el factor Financiamiento bancario interno y externo, se usó la variable crédito interno (CRINT).
- Para el factor Costos Financieros, se usó la tasa de interés externa (IEXT).
- Para el factor Demanda Interna y Externa, se usó el Índice de salarios (Isalarios).
- Para el factor Demanda Interna y Externa, se usó la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIBG).



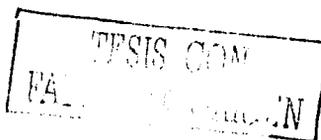
- Para el factor Riesgo cambiario, se usó la fragilidad bancaria (riesgo3).
- Para el factor Rentabilidad real del capital invertido, se usó la tasa de interés interna de depósitos (iintdepo).
- Para el factor, Financiamiento Bancario interno y externo, se usó la deuda a PIB (deupib).

Al momento de estimar el modelo, el factor de costos financieros resultó no significativo para la determinación de la inversión en Japón, pues en la regresión, la tasa de interés externa (iext) resultó que afectaba a la formación bruta de capital fijo de manera positiva, cuando se esperaba negativa; y el signo de la tasa de crecimiento del PIB (PIBG) salió negativo cuando se esperaba resultase positivo.

Se observó desde las primeras regresiones realizadas, que la variable crédito interno, perteneciente al factor financiamiento bancario interno y externo, siempre fue significativa. Por ello se procedió a trabajar preferentemente con esa variable fija en combinación con las variables de los demás factores que aún no se descartaban. (Ver cuadro I en el apéndice II)

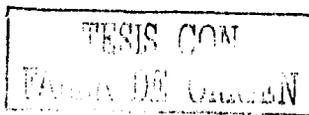
Debido al limitado tamaño de la muestra (1970-1997), se incluyeron las variables con sólo un rezago, con el propósito de descubrir la dinámica del proceso de acumulación.

Siguiendo el método de lo general a lo específico, se fueron seleccionando las variables que mostraban ser más significativas. Cuando se observó que los coeficientes de una variable presentaban signos contrarios, y era cercana su diferencia, fueron transformadas en incrementos.



Dado que el coeficiente de la variable dependiente rezagada fue cercano a la unidad y con signo positivo, el modelo se expresó en incrementos.

- CRINTdd1: Representando a crédito interno con incremento (+)
- Riesgo3d: Esta variable fue más significativa en primera diferencia. (+)
- TICNdd1: El tipo de cambio nominal en incremento (-)
- SALRd: Resultó más significativa esta variable en primera diferencia (+)



### C) EL MODELO FINAL

A continuación se presenta el modelo econométrico completo, junto con las pruebas estadísticas.

Dependent Variable: FBKDD1

Method: Least Squares

Date: 06/22/00 Time: 23:29

Sample (adjusted): 1972 1996

Included observations: 25 after adjusting endpoints

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CRINTDD1	0.199965	0.013244	15.09868	0.0000
RIESGO3D	32520.89	5166.453	6.294627	0.0000
TICNDD1	-412.5155	138.6416	2.975410	0.0072
SALRD	377436.9	132962.5	2.838671	0.0098
R-squared	0.960396	Mean dependent var		-2728.200
Adjusted R-squared	0.954739	S.D. dependent var		88712.75
S.E. of regression	18873.35	Akaike info criterion		22.67454
Sum squared resid	7.48E+09	Schwarz criterion		22.86956
Log likelihood	-279.4317	F-statistic		169.7518
Durbin-Watson stat	1.714066	Prob(F-statistic)		0.000000

La variable, que representa la disponibilidad de financiamiento bancario (CRINTDD1) tuvo un signo positivo, como se esperaba.

El coeficiente de la variable de fragilidad bancaria (RIESGO3D), por el contrario, mostró UN signo distinto al que se esperaba, toda vez que se introdujo como un indicador de riesgo cambiario. Como se recordará, esta variable relaciona la exposición en moneda extranjera de los bancos comerciales con la reserva de divisas del país; su signo positivo, y la alta significación que muestra, hacen pensar que su impacto sobre la inversión se asocia con la mayor disponibilidad de recursos que se produjo en Japón con la apertura y la desregulación financiera. Estas reformas permitieron a los bancos otorgar créditos por encima de su capacidad tradicional. A ésto se atribuye que ambas variables hayan resultado significativas y con baja colinealidad.

La variable que representa el comportamiento del tipo de cambio nominal (TICNDD1), por su parte, tuvo el signo negativo que se esperaba, ya que se consideró como un indicador de rendimientos alternativos a la inversión productiva. Considerando a la formación bruta de capital fijo como una decisión de portafolio, cabe esperar que cuando la moneda se devalúa (i.e. el tipo de cambio aumenta), ésto genera expectativas de ganancias a través de la especulación de divisas, lo cual desalienta la inversión productiva.

Finalmente, la variable representativa del estado de la demanda efectiva, la variación en la tasa de salarios reales (SALRDD) también mostró el signo positivo esperado.

El modelo presentó una R cuadrada ajustada de 0.96036, lo que indica que la varianza del incremento de la formación bruta de capital para Japón está explicado en un 96.03%. *El coeficiente de determinación  $r^2$*

(Adjusted R-squared), es una medida resumen que nos indica que tan bien se ajusta la línea de regresión muestral a los datos.

Asimismo, se observó que las variables significativas se ajustaron en un nivel de confianza del 99%.

A continuación, se muestran las pruebas de diagnóstico aplicadas al modelo.

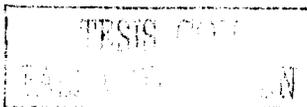
#### ❖ D) PRUEBAS DE DIAGNÓSTICO

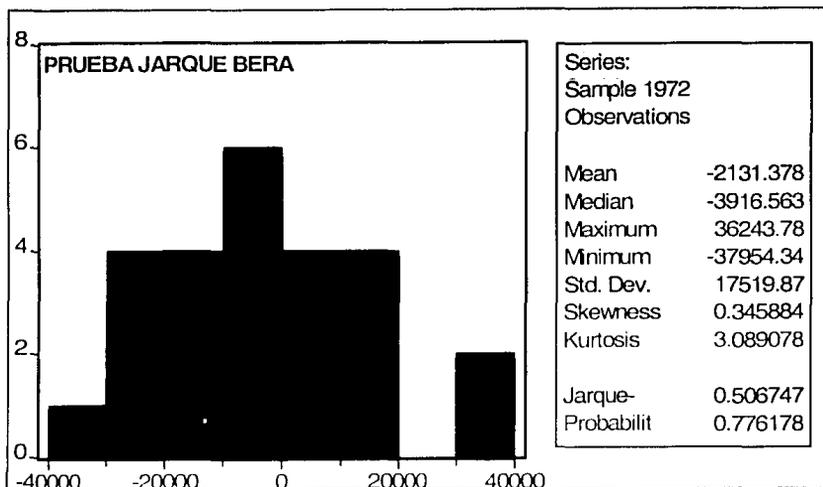
Con el fin de verificar la robustez del modelo, se realizaron las pruebas de diagnóstico que nos permiten saber si el término aleatorio cumple con los supuestos de normalidad y homocedasticidad, y si no está autocorrelacionado. De igual forma, se probará la forma funcional del modelo y la estabilidad de los parámetros.

Todos los resultados fueron satisfactorios, como se muestra a continuación.

#### **Normalidad**

La prueba de diagnóstico Jarque Bera es empleada para demostrar el supuesto de normalidad, el cual parte de que los errores están normalmente distribuidos. La prueba indica que no se puede rechazar la hipótesis de normalidad.





### Prueba LM

La prueba LM sirve para comprobar la no autocorrelación de errores, la cual pasó satisfactoriamente.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.825224	Probability	0.453241
-------------	----------	-------------	----------

### Pruebas ARCH y White

Las pruebas ARCH y White indican si se cumple el supuesto en donde el término de error es homoscedástico, es decir que tiene varianza constante: la prueba White, además indica si la forma funcional del modelo es

TESIS CON  
 FALLA DE ORIGEN

correcta. Como puede apreciarse a continuación, el modelo estudiado pasa satisfactoriamente ambas pruebas.

#### **ARCH Test:**

F-statistic	0.167492	Probability	0.686307
-------------	----------	-------------	----------

#### **White Heteroskedasticity Test:**

F-statistic	1.068418	Probability	0.430558
-------------	----------	-------------	----------

#### **La Prueba Ramsey**

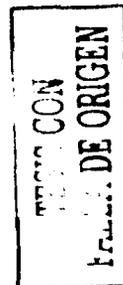
La prueba de Ramsey y White Heteroskedasticity fueron empleadas para comprobar la linealidad en los parámetros, también arrojó resultados satisfactorios.

#### **Ramsey RESET Test:**

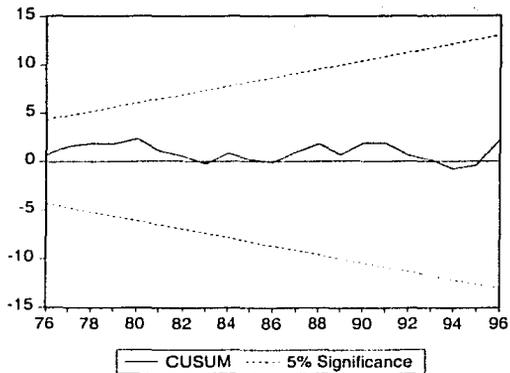
F-statistic	0.444364	Probability	0.512641
Log likelihood ratio	0.549374	Probability	0.458574

#### **Prueba Cusum**

Para comprobar la estabilidad en los parámetros, se emplearon las pruebas econométricas CUSUM. Es decir, estas pruebas reconocen la existencia de algún cambio estructural en la línea de regresión, el cual puede formarse por fluctuaciones de uno o varios elementos trascendentales que condicionen el fenómeno que se estudió.

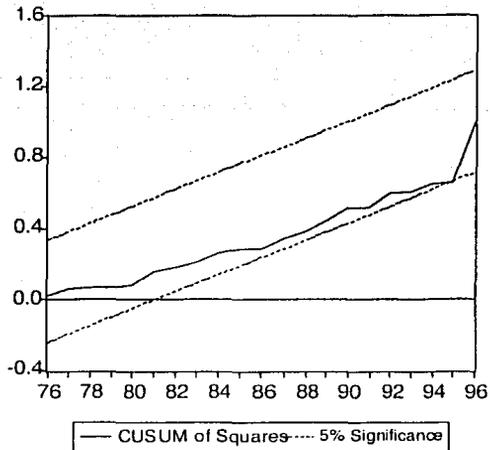


### CUSUM TEST



CON  
FALSA DE ORIGEN

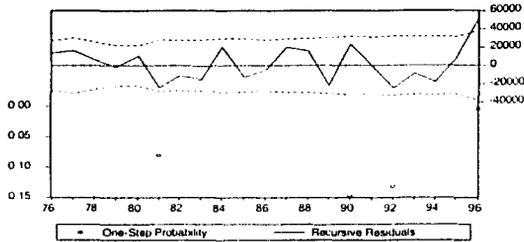
## CUSUM OF SQUARES



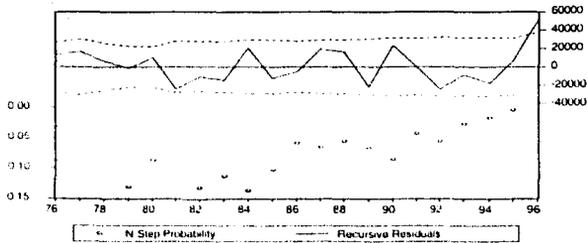
\*Estas pruebas no identificaron algún cambio estructural en la función.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

### ONE STEP PROBABILITY

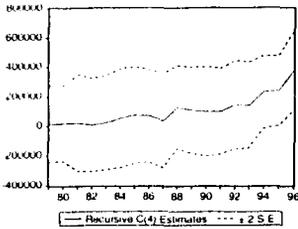
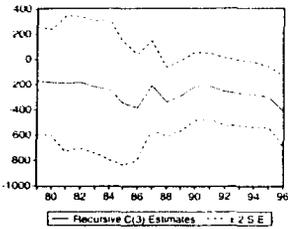
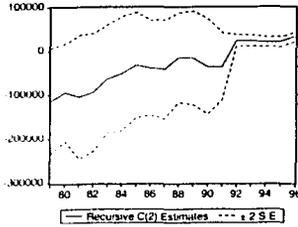
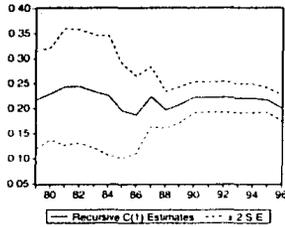


### N-STEP PROBABILITY



TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

## RECURSIVE ESTIMATES



TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

---

## V. ANÁLISIS DE RESULTADOS

### *BREVE RECORDATORIO*

Mediante el análisis de los resultados que arrojó el modelo econométrico<sup>29</sup> que lleva por título el *impacto de las crisis bancarias, en la Formación Bruta de Capital Fijo a partir de la desregulación financiera en Japón*, se pretende comprobar la hipótesis planteada al inicio de la investigación.

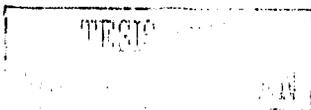
Dicho modelo fue planteado, construido y sustentado con base en la historia económica de Japón y en las diversas teorías sobre inversión, estudiadas en los capítulos anteriores.

De este modo, se observarán las variables que resultaron determinantes para la elaboración del mismo y las que no lo fueron; de la misma forma se validarán dichas variables de acuerdo con las diferentes corrientes de la teoría económica.

Y de acuerdo con dichos resultados, se realizará un análisis de la crisis financiera Japonesa y la efectividad de la política contracíclica, desde una perspectiva Keynesiana.

Asimismo, se enumerarán las conclusiones a las que se llegó, mediante el previo análisis, otorgando de esta forma, una serie de aportaciones para la ciencia económica.

Del mismo modo, veremos que los resultados de la prueba empírica confirman que la crisis de Japón tiene que ver con el otorgamiento



desmesurado del crédito de alto riesgo destinado a la inversión especulativa, y la sobreinflación del mercado de títulos en los años ochenta, propiciada por la desregulación financiera, suscitada en Japón en la década de los setenta.

Los resultados del modelo econométrico muestran que la Formación Bruta de Capital Fijo, se encuentra en función de:

- a) *Financiamiento Bancario*
- b) *Riesgo bancario*
- c) *Rentabilidad real del capital invertido*
- d) *Demanda interna y externa.*

## **PRIMERA PARTE: EVIDENCIAS A FAVOR DE LAS TEORÍAS PRESENTADAS**

### **1. El crédito como determinante fundamental de la Inversión**

Los resultados obtenidos mostraron que el Crédito Interno fue el principal elemento determinante en las decisiones de invertir; lo cual se apoya en el *modelo de liquidez interna* de Klein y Goldberger, pues la liquidez interna de una empresa es uno de los principales alicientes para invertir. Hecho que concuerda con Minsky en su teoría de la inversión, basada en la de Keynes, en donde expresa que "la inversión neta de las empresas se financiará en parte con fondos internos y el resto con fondos externos". (MANTEY, 2001) Lo que resulta ser, que si se flexibiliza el crédito, la inversión se verá incrementada.

A pesar de que Kalecki menciona en segundo lugar a la participación de los fondos internos (principal fuente de financiamiento), como

<sup>29</sup> Elaborado mediante el método de lo general a lo específico.



determinantes a la hora de invertir, les concede un papel fundamental al financiamiento de la inversión, pues supone que se reinvierten parcialmente. Minsky asimismo, retoma dicho juicio.

## 2. La Fragilidad Bancaria

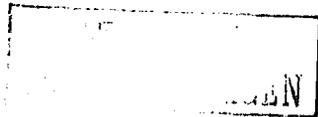
Los resultados que arroja el modelo estimado indican que la *fragilidad bancaria* es tomada en cuenta en las decisiones de invertir, resultado que se apoya en la teoría general de la Inversión de Keynes, donde afirma que tanto el riesgo del empresario o prestatario, del prestamista y el riesgo de que surja un cambio adverso en el patrón monetario, serán factores que influyan en el empresario para invertir. (DILLARD, 1980)

Del mismo modo, de acuerdo con Kalecki, los efectos que el riesgo tendrá sobre la inversión son los siguientes:

- a) dado el desconocimiento sobre el futuro (expectativas inciertas), el empresario tenderá a diversificar su riqueza en distintos proyectos (diversas ramas productivas) y sectores (real y financiero);
- b) los préstamos se obtienen en función de la riqueza acumulada, y así el tamaño de la empresa se vuelve una variable importante y
- c) cuando interfiere capital externo, en el financiamiento de la empresa, aumenta la incertidumbre.

## 3. Tipo de Cambio Nominal

El modelo sugiere que el tipo de cambio nominal puede ser interpretado como parte de la teoría de Brainard y Tobin (la teoría de portafolio), debido a que en caso de devaluación de una divisa, el ingreso real tenderá a caer, al mismo tiempo que, la moneda extranjera proporcionará mayores rendimientos; al vislumbrarse estos resultados no hay estímulo alguno para incrementar la capacidad instalada.



En referencia a lo anterior, en las economías desreguladas -basadas en un tipo de cambio flotante- al devaluarse la moneda es porque existe cierta inestabilidad económica, por lo que el inversor no tendrá confianza en invertir y la Formación Bruta de Capital Fijo se verá disminuida.

Asimismo, al devaluarse la moneda, generalmente implica inflación, por lo que los costos de producción tenderán a elevarse en detrimento de la inversión.

De acuerdo a los resultados del modelo, la tasa de interés, el Nikkei, el Nikkei a precios constantes, el Nikkei en dólares, el DIF entre las tasas de interés del mercado monetario de EU y Japón, y la tasa de interés externa; no resultaron significativas en las decisiones de invertir en Japón, por lo que no será determinante para invertir el valor de mercado de las acciones contra el costo de reposición de capital de las mismas (DORNBUSH, 1999), y con esto, la teoría de portafolio no es consistente para nuestro modelo.

#### **4. Los salarios reales**

Los resultados obtenidos, muestran que la tasa de interés interna no es significativa, pero los salarios reales si lo son para invertir, lo que sugiere que la demanda agregada resulta un elemento importante para que el empresario decida invertir. Y es en este punto, en donde el modelo acelerador justifica lo antes mencionado, "pues serán las presiones de demanda elevadas determinantes de la Formación Bruta de Capital Fijo". De igual forma, la teoría Keynes lo comenta dentro de sus expectativas a



largo plazo, y al otorgar las consideraciones sobre las que se basan las expectativas sobre los rendimientos probables.<sup>30</sup>

Recapitulando hasta este punto, vemos que el modelo obtenido, sigue la corriente de pensamiento Keynesiana, dado que el crédito, la demanda efectiva, y el riesgo son los principales elementos que se toman en cuenta a la hora de invertir, según Keynes.

Para que la inversión mantenga un ciclo dinámico, la inversión se deberá fondear, es decir, una parte de las ganancias se ahorrará y otra se reinvertirá; y no al revés como lo afirma la teoría neoclásica, que dice que para que haya inversión, deberá existir un previo ahorro.

## **IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA**

### *ANÁLISIS DE LA CRISIS JAPONESA DESDE UNA PERSPECTIVA KEYNESIANA*

La teoría de Hyman P. Minsky aporta una explicación a la estabilidad financiera internacional vivida desde el término de la segunda guerra mundial hasta principios de los años setenta y también a la inestabilidad que ha acompañado a la desregulación financiera mundial en los últimos tres decenios. Las crisis bancarias que han afectado lo mismo a Estados Unidos y Japón que a América Latina y el Sudeste Asiático, en el pasado reciente han testimoniado la validez de sus críticas al lado indiscriminado de la política monetaria para abatir la inflación y su acierto al señalar que el libre juego de la oferta y la demanda, cuando se lleva a cabo en los mercados financieros, conduce a crisis de insolvencia. (MANTEY, 2001)

<sup>30</sup> Ver marco teórico



Los defensores de la desregulación de los sistemas bancarios en economías emergentes, por su parte, atribuyen la inestabilidad financiera contemporánea a deficiencias en la ejecución de la política económica neoliberal y a una falta de credibilidad de la autoridad monetaria extranjera.

De esta forma, el marco teórico de Minsky permite analizar el problema de la inestabilidad financiera de manera objetiva, atendiendo a los factores económicos que originan el colapso de los mercados y a las relaciones institucionales que determinan su inercia.

Por ejemplo, la apertura financiera que experimentó Japón desde mediados de los setenta desembocó en una crisis económica y financiera, cuyo proceso podemos ubicar en dos periodos:

- 1) de 1989 a 1992, cuando se produce la burbuja especulativa
- 2) de 1992 en adelante, cuando se gestó la crisis (MARCHINI, 1998)

Con base en lo anterior, Minsky observa que un periodo de prosperidad tiende a modificar las actitudes respecto al riesgo y a mejorar las expectativas sobre los flujos de caja de las empresas, pues los banqueros perciben oportunidades lucrativas y expanden el crédito; éste, junto con las expectativas favorables, incrementan los precios de los activos de capital existentes. El aumento del valor de mercado estimula a las empresas a invertir elevando su pasivos y manteniendo estable la relación de deuda a patrimonio.

Así, la mayor oferta de créditos tiende a generar un aumento de su demanda. Al mismo tiempo, la más alta valuación del capital patrimonial hace que los banqueros sostengan, por un tiempo, los términos de concesión de los préstamos para la nueva inversión. Cuando los banqueros se ven limitados a aumentar el financiamiento por restricciones

en la base monetaria, realizan innovaciones que elevan el multiplicador del crédito, de modo que la oferta monetaria se torna perfectamente elástica a la tasa de interés.

El mayor apalancamiento aumenta la probabilidad de recurrir a la venta de activos para cumplir con los compromisos contraídos, al tiempo que la valorización de éstos se aleja gradualmente de los fundamentos reales y se vuelve más susceptible a la especulación. En este entorno, el endurecimiento de la política monetaria o cualquier otro fenómeno que cause un cambio subjetivo en la probabilidad asociada a la venta forzada de activos incrementará la preferencia por títulos con mercados profundos, preferentemente protegidos, como los valores gubernamentales; los títulos de las empresas se verán en desventaja y sus precios relativos tenderán a disminuir.

Una vez puesto en marcha el proceso de deflación de títulos privados, la interacción del acelerador y el multiplicador conducirán a la economía a una crisis de liquidez y solvencia, ya que la caída de los precios de los activos hace aún más difícil el cumplimiento de los compromisos de pago; las primeras moratorias exacerban la astringencia crediticia y aceleran la deflación de las deudas, extendiendo la insolvencia hasta llegar a la crisis.<sup>31</sup>

Entonces, de acuerdo con Minsky, la crisis de Japón tiene que ver con el otorgamiento desmesurado del crédito de alto riesgo destinado a la inversión especulativa, y la sobreinflación del mercado de títulos en los años ochenta, propiciada por la desregulación financiera, suscitada en Japón en la década de los setenta.

<sup>31</sup> H.P. Minsky, "The financial Instability Hypótesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy", en Ch. P. Kindleberger y J. P. (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, 1982



Por mencionar un ejemplo al respecto, entre 1993 y en 1995, el efecto de la reducción de las tasas de interés sobre la demanda agregada fue contrarrestado por el efecto de los acusados repuntes de la cotización del yen frente a otras monedas. El Banco de Japón, respondió por su parte, a estas apreciaciones reduciendo aún más las tasas de interés oficiales, pero la respuesta fue más lenta, y de alcance menor de lo que la comunidad internacional demandaba en esos momentos. Entonces, si se hubiesen aplicado con anterioridad políticas monetarias más laxas, se hubiera evitado en cierta medida la injustificada apreciación del yen, o se hubiera revertido antes la situación. Además una menor apreciación del yen habría significado también un menor impulso deflacionario para la economía japonesa, con el resultado de que las tasas de interés reales habrían reflejado en mayor medida la reducción de las tasas de interés nominales.

De acuerdo a lo anterior, hoy la isla se enfrenta a una economía recesiva y deflacionaria, en donde la política monetaria ha perdido efectividad, pues dadas las tasas de interés tan bajas y habiendo flexibilidad para el otorgamiento del crédito, los inversionistas no se aventuran a realizar proyectos de inversión, pues la vulnerabilidad de la isla en materia económica no ofrece indicadores de confianza para alentar la formación bruta de capital fijo; de tal forma que, atendiendo a la teoría general de Keynes se puede observar que el Japón está sumergido en una "trampa de liquidez".

*La ausencia de confianza* por parte de los inversores es un factor que ha afectado de manera significativa a la formación bruta de capital de este país en cuestión, pues, el hecho de tener una gran oferta de préstamos sin



demandar<sup>32</sup>, no ha reactivado la economía de manera significativa: y los que alguna vez fueron demandados lo fueron para empresas que hoy todavía siguen en el mercado de manera penosa, y siguen teniendo pasivos sin saldar.

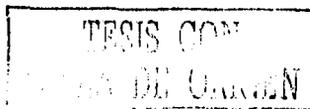
Con base en, la experiencia de japon, se observa que un sistema financiero inicialmente robusto tiende a convertirse en un sistema frágil por la evolución natural de las prácticas financieras durante los periodos de prosperidad. (MANTEY, 2001)

De este modo, para evitar que las deudas no pagadas lleven a los bancos a la quiebra, y se acentúe a su vez la crisis, Minsky recomienda que se realice una combinación adecuada de las políticas monetaria y fiscal, a fin de estabilizar los precios de los activos de capital. Por un lado, aumentos del gasto deficitario para sostener las utilidades de las empresas cuando la inversión tiende a caer; y por otro, una política monetaria flexible orientada a mantener estables las tasas de interés así como la actuación oportuna y decidida del banco central como prestamista de última instancia que provea la liquidez necesaria para evitar ventas forzadas de activos financieros de las empresas. Aunado a esto, señala que también será necesaria la estabilidad del sistema financiero, por lo que propone un régimen de regulación atendiendo a ambos objetivos.

De esta forma, es recomendable que Japón reincorpore algunas de las decisiones de política, que el Estado ejercía. Pues cuando Japón tuvo un gran crecimiento económico, se trataba de un sistema financiero regulado, segmentado y aislado del resto del mundo<sup>33</sup>, así como de un sistema

<sup>32</sup> Como sucedió en los primeros años del Gobierno de Reagan en EU, pero en escala superior.

<sup>33</sup> cuyo accionar arrojó resultados muy buenos y estables pues proveyó de fondos suficientes y baratos para las empresas, impidiendo el libre movimiento de capitales especulativos y reguló los altibajos de su economía.



sencillo, diseñado para financiar y alentar la inversión productiva. (TORRES, 1998)

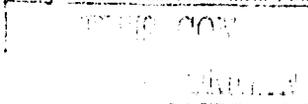
### **Política Económica Anticíclica**

La política de Japón se ha tornado en una nueva dirección, pero no ha resultado, porque la magnitud de la crisis fue más allá de lo esperado. Hoy el gobierno de Japón ha implantado una política fiscal expansionista, en donde se observa que el impuesto sobre la renta ha disminuido para impulsar al consumo; empero, la gente prefiere ahorrar que consumir, dado que la población está envejeciendo rápidamente<sup>34</sup> y necesita proveerse para su retiro (HETZEL, 1999). Además que las filas del desempleo se encuentran en 4.9%.

Si bien, la política económica ha evitado los pánicos financieros, pero la forma en que se han instrumentado, en opinión de Minsky, ha generado el fenómeno de estanflación<sup>35</sup>. Por un lado, los gastos públicos deficitarios se han realizado sobre todo mediante transferencias al consumo (seguros de desempleo) y gastos de defensa que no incrementan la capacidad productiva de los países. Por otro lado, el préstamo de última instancia ha cambiado su naturaleza: se ha apartado de su función original como remedio contra la iliquidez para emplearse cada vez más como un seguro contra la insolvencia en beneficio de los bancos de mayor tamaño bajo la consigna de que no debe dejarse quebrar a una institución financiera que tenga fuerte efecto de arrastre.

<sup>34</sup> Paul Hewitt, director de "Iniciativa Global ante el Envejecimiento", señala que en 1995 el 14% de la población en Japón era mayor de 65 años, pronostica que para el 2010 la población mayor a los 65 años será del 22%

<sup>35</sup> H.P. Minsky, "Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, num. 143, 1982



Para evitar el sesgo inflacionario de estas políticas, Fazzari y Minsky recomiendan las siguientes medidas complementarias:

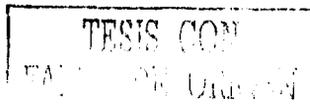
- a) Dirigir el gasto público deficitario a proyectos de inversión; lo cual, el gobierno de Junichiro Koizumi planea poner en vigor mayor parte del presupuesto para estimular la inversión doméstica vía empresas y vía mercados de capitales.<sup>36</sup>
- b) Limitar el tamaño máximo de los intermediarios financieros<sup>37</sup>, y
- c) Hacer más rígida la regulación bancaria actual y promover el uso de la ventanilla de redescuento, con preferencia hacia a las operaciones de mercado abierto, a fin de vigilar más de cerca a las instituciones bancarias.

Como una política complementaria de la intervención contracíclica, Minsky también propuso favorecer la integración de grupos financieros, de modo que la banca comercial compartiera con la banca de inversión el interés por mantener estables las cotizaciones de títulos.

Por lo que se ha podido observar, nos encontramos frente a un panorama financiero modificado, en donde las sucesivas fusiones anunciadas o en curso, serán los principales actores en cuestión. Y es aquí donde las autoridades del ramo acelerarán los trabajos de la agenda para la realización de las reformas para instrumentar la nueva arquitectura financiera internacional. (CORREA, 2000)

<sup>36</sup> Los Angeles Times, p. 16, 24 de septiembre de 1999.

<sup>37</sup> No obstante, Minsky tuvo que admitir que su segunda propuesta era utópica, pues el tamaño confiere una importante ventaja competitiva en la actividad bancaria, cuya rentabilidad se ha visto deprimida por la competencia de los intermediarios no bancarios.



De hecho, algunas de las promesas de campaña electoral por parte de Koizumi fueron, una mayor privatización, desregulación y un presupuesto muy bien revisado.<sup>38</sup>

Además no obstante de que su proyecto de gobierno es poco tradicional, (por ejemplo instituciones como el servicio postal serán privatizadas y la deuda pública tratará de ser reducida, junto con las restricciones burocráticas), el nuevo gobierno conserva tendencias de sus antecesores del Partido Liberal Demócrata, por ejemplo, se ha afirmado que el Estado debe estar a cargo del sector agrícola; además es partidario de la existencia de una estricta regulación para las pequeñas empresas, así como de la creación de una política fiscal con relativamente bajos impuestos.

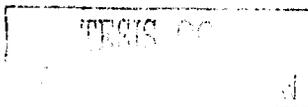
En relación a lo anterior, el ex Ministro de Economía Heizo Takenaka afirmó que su plan económico está instrumentado en cinco políticas: 1) Eliminar los préstamos peligrosos, 2) Estabilizar el sistema financiero, 3) Reenergetizar los mercados financieros, 4) Proporcionar ayuda a las medianas y pequeñas empresas, de manera que puedan obtener préstamos y así reinviertan, y por último 5) Flexibilizar la política monetaria.<sup>39</sup>

Por otro lado, es preocupante saber que a pesar de que el gobierno todavía mantiene las herramientas necesarias para funcionar como soporte para los bancos que se declaren en emergencia, los políticos están temerosos de declarar una situación de dicha índole, pues en caso de haber una, los capitales se retirarían al momento de anunciarla.<sup>40</sup>

<sup>38</sup> The Economist, junio 30 de 2001.

<sup>39</sup> The Boston Globe, p. E3, Febrero 15 de 2002.

<sup>40</sup> The new York Times, febrero 14 de 2002



Gary Kotzumi<sup>41</sup> comenta por su parte que "en menos de 20 años Japón seguirá ocupando un lugar importante en el mundo como productor de manufacturas como Toyota o Sony, pero la influencia mundial que ejercerá será mínima (Takashi Oka, 2002). Asimismo, los estrategas japoneses admiten ya públicamente "que la nación está perdiendo superioridad en la región; la era en que Japón desempeñó el papel de motor de las economías de Asia Oriental , ya terminó", y las economías que llevarán el timón serán Estados Unidos, Europa y China (OPALÍN, 2001).

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

<sup>41</sup> Corresponsal del periódico Christian Science Monitor, Boston MA, 2002.

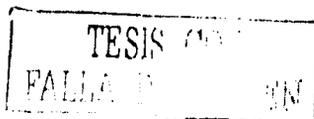
## CONCLUSIONES GENERALES

En los albores del siglo XXI, frente a los movimientos de globalización, cambio tecnológico y político en la esfera mundial, la economía japonesa se encuentra ante una situación que impacta de manera directa a su modelo de desarrollo, debido a que el dominio del capital financiero se ha convertido en el elemento distintivo de la fase actual de la economía mundial (HUERTA, 1999). Es decir, hoy en día los flujos financieros son 50 veces más importantes que las transacciones correspondientes de bienes y servicios, y los movimientos de inversiones privadas son más importantes que las reservas de los bancos centrales. A raíz de la desregulación financiera esta nación dió prioridad a la inversión especulativa y desalentó la productiva, convirtiéndola en una economía vulnerable, sustentada en la entrada y salida del capital especulativo.

No obstante lo anterior, la economía japonesa hoy todavía es la segunda economía más grande del mundo, en un poco menos de la mitad de la Estadounidense, pero dos veces mayor que la alemana (tercera economía a nivel mundial); empero, los problemas que ha enfrentado este país son comparables a los de América Latina, en especial al caso argentino, dado el crónico déficit en la balanza comercial.

El modelo de desarrollo japonés era un modelo cuya fortaleza residía dentro del país (LÓPEZ, 1999). El éxito de este modelo de desarrollo radicaba en un proteccionismo estratégico y selectivo como defensa para lograr la creación y a su vez el crecimiento de industrias nacientes promovidas por el sector gubernamental y apoyadas en la práctica por el sector privado<sup>42</sup>.

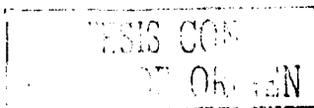
<sup>42</sup> Este se construyó a través de los conocidos *Keiretsu*, en cuya cima participaban empresas abastecidas por una gran cantidad de pequeñas y medianas empresas en la base inferior.



Lo que plantea el nuevo gobierno iniciado en mayo del 2001, encabezado por el liberal demócrata Junichiro Koizumi, es una nueva reforma, la cual mejorará los sistemas de pensiones y podrá ofrecer a las jóvenes parejas la suficiente seguridad para casarse y tener hijos, y su vez tendrá influencia en empresas para reinvertir en el país, y así entonces, la nación podrá salir adelante de todas las vicisitudes por las que ha atravesado.

Respecto a lo anterior, el actual presidente de la isla, en conferencia de prensa (4 de enero del 2002), mostró gran inclinación hacia una reforma estructural, diciendo que no habrá crecimiento económico sin que se haya aplicado antes dicha reforma (TADASHI OKA, 2002). Es decir, el Gobierno Japonés pretende reducir su participación en la economía, la cual se ha venido acentuado en los últimos años, a través de infructuosos programas de gasto público para reanimarla, llevando al endeudamiento público a una proporción del 130.0% del PIB, la más elevada del mundo industrializado. De aquí que el presupuesto fiscal del 2001 fue alrededor de 689.000 md, es decir 2.7% inferior al del 2000. En el presupuesto del 2002 se otorga prioridad a la inversión en obras públicas, a la seguridad social, al desarrollo de tecnologías de la información y a la reforma educativa. (OPALÍN, 2001).

Hoy por hoy, la inversión no se ha reactivado por la gran deuda de los agentes y no se reactiva la demanda por la baja de salarios y el aumento de despidos; por lo que según Minsky es necesaria la creación de una política interna más vigorosa, que busque competitividad sin deprimir los salarios, para que de esta forma se incremente el consumo. Y precisamente Alberto Glender hace una crítica a aquellos japoneses que insisten en aplicar las viejas fórmulas del "capitalismo colectivo" que pretenden seguir manteniendo las antiguas formas de operar mediante apoyos artificiales con el respaldo de sus enormes reservas y de un mayor



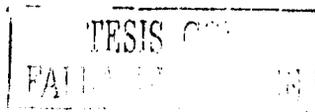
endeudamiento, afirma que aquel capitalismo de Estado que sirvió tan bien en la posguerra llegó a sus límites en los años ochenta. Por otra parte, el sistema de *keiretsu* (grupos de compañías haciendo negocios juntas) ya no es factible en un mundo en el cual las multinacionales están fuera del control de las relaciones tradicionales de financiamiento y de aprovisionamiento.

En concordancia con Paul Krugman y con base en la teoría de la trampa de la liquidez de Keynes, resulta evidente que la política monetaria de Japón está en el punto del límite de operancia, por lo que es precisa la integración de las políticas monetarias y fiscales eficaces y eficientes que otorguen estabilidad, para que la gente consuma y los empresarios posean alicientes para invertir en una economía confiable y sana.

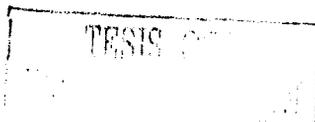
Finalmente, de acuerdo con los resultados arrojados mediante la prueba empírica y la teoría previamente presentada, se comprueba que la Formación Bruta de Capital Fijo de Japón se encuentra en función de:

- 1) *Financiamiento Bancario*
- 2) *Riesgo bancario*
- 3) *Rentabilidad real del capital invertido*
- 4) *Demanda interna y externa.*

De esta forma, se pudo comprobar que la recesión japonesa se debe al otorgamiento desmesurado del crédito de alto riesgo, y a la sobreinflación del mercado de títulos en los años ochenta, propiciada por la desregulación financiera, suscitada en Japón en la década de los setenta. De acuerdo con lo anterior y con base en las consecutivas quiebras bancarias, Japón presenta un esquema de una economía con tendencia a crecer negativamente en los próximos meses del 2002, y por ende, a un crecimiento nulo de la inversión.



Entre más se tarde el gobierno actual en instrumentar una correcta política que contraste la deflación, depure el sistema bancario y recobre la falta de confianza de los inversionistas y consumidores, será más difícil resolver los problemas de indole económica que surjan.



## BIBLIOGRAFÍA

- BUIRA, Ariel  
Reflexiones sobre el Sistema Monetario Internacional.  
 CEMLA, México, 1994.
- BERNAL-MEZA, Raúl  
Los procesos de globalización: perspectivas y riesgos para América Latina  
 Contribuciones No. 3  
 1998
- BLANCHARD  
Macroeconomía  
 1ª ed.  
 ED. Prentice Hall  
 1997
- CHAPOY A. e MANRIQUE I.  
Las crisis bancarias y la reforma del sistema, en "La Regulación de los flujos internacionales  
 I. Manrique (coord.), Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM, México 2000.
- CORREA, Eugenia  
Crisis y Desregulación Financiera: Internacionalización Financiera durante la crisis, Crisis en las mayores economías.  
 ED S XXI, coedición IIE UNAM  
 1ª ed. 1998  
 25-28, 47-81 p.p.
- DAVLIN R., French-Davis R. y S. Griffith-Jones  
Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas  
 R. French-Davis y S. Griffith-Jones (Comps.), Las Nuevas Corrientes Financieras hacia la América Latina: Fuentes, Efectos y Políticas CEPAL- El Trimestre Económico, Serie Lecturas número 81. México, 1995.
- DE BOYER, GUTIERREZ, KATAOKA, SOLIS  
Bancos y Crisis Bancarias: La crisis bancaria en Japón, sus causas y sus resultados  
 ED UAM Iztapalapa  
 1ª ed. 1998  
 Págs. 95-125



-DECLAN HAYES

Japan's Big Bang. "The Deregulation and Revitalization of the Japanese Economy"

TUTTLE Publishing

1a Edición

págs. 37-69, 107-137, 193-213.

-DILLARD, Dudley

La teoría Económica de John Maynard Keynes

ED. Aguilar

4ª reimpresión

1977

-DILLON J.

Bretton Woods y mercados financieros

En E CORREA et al. (Eds), Globalidad, Crisis y Reforma Monetaria

UNAM-CELAG-UAM, México

1999

-ESTAY J

El comportamiento reciente de la economía mundial: tendencias, discusiones e interrogantes para la investigación

En J Estay et al., "La Globalización de la economía mundial"

UNAM-CIEM-Miguel Ángel Porrúa,

México, 1999

FROYEN, R

Teorías y Políticas: Macroeconomía

4ª ed.

ED. Mc Graw Hill

1995

-FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, 1970, 1985, 1992, 1994.

-FURTADO Celso

Teoría y política del desarrollo económico

ED. S. XXI

México, 1970

Cap. 10

-GREEN, Rosario

Tendencias de la deuda pública externa en países en vías de desarrollo

J. Lozoya y A.K. Bhattacharya (comps.), Finanzas y Nuevo Orden Económico Internacional,

CEESTEM-Nueva Imagen, México

GUILLEN Arturo

Mundialización de la economía y reforma del Sistema Monetario y Financiero

Internacional

En E CORREA et al. (Eds), Globalidad, Crisis y Reforma Monetaria

UNAM-CELAG-UAM, México

1999



-HOLLAND, Stuart  
Globalidad, Crisis y Reforma Monetaria  
ED Porrúa  
1ª ed. 1999  
Págs. 185-211

-JAPAN SECURITIES RESEARCH INSTITUTE  
SECURITIES MARKET IN JAPAN  
1998

-KEYNES, John Maynard.  
Teoría general de la desocupación, el interés y el dinero  
8ª reimpresión  
FCE  
1974

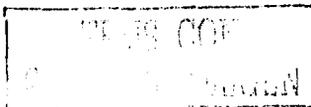
-KRUGMAN, Paul  
El internacionalismo moderno  
Crítica, Grijalbo Mondadori  
Barcelona  
1997, Caps. 10 y 11

KRUGMAN, Paul  
La Economía de la Gran Depresión  
ED. Era  
1ª ed.  
1999.  
Mexico

KRUGMAN, Paul  
De vuelta a la economía de la Gran Depresión  
1ª Ed.  
ED. Norma  
1999

KRUGMAN, Paul  
Economía Internacional: Teoría y Política  
4ª Ed.  
Mc Graw Hill  
1999

LOPEZ, Victor  
Asia en transición: Auge, Crisis y Desafíos  
ED. S. XXI  
1ª ed., 1999  
26-84 pags.



-MANTEY, Guadalupe  
La inequidad en el SMI  
 Ed. UNAM, México, CCH, 1991.

-MANTEY, Guadalupe  
Lecciones de economía monetaria  
 ED UNAM  
 1ª Ed 1994, 1ª reimpresión 1997  
 Págs. 151-160

MANTEY, Guadalupe  
Lecciones de Economía Monetaria  
 1a reimpresion  
 ED UNAM  
 1997

-MANTEY, Guadalupe-ORLIK Noemi (compiladoras)  
De la desregulación Financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático  
 ED UNAM  
 Págs 191-221  
 2000

-MECANDLESS, J  
Teoría macroeconómica  
 1ª ed.  
 ED. Prentice Hall  
 1993

-PUYANA Jaime  
Globalización, Neoliberalismo y la crisis asiática: la necesidad de un nuevo orden financiero internacional  
 En Guadalupe Mantey y Noemí Levy (Comps). De la desregulación Financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático,  
 UNAM, México  
 2000

SACHS LARRAIN  
Macroeconomía en la Economía Global  
 1ª ed.  
 ED. Prentice Hall  
 1994

SANCHEZ-DAZA G  
Globalización e Innovación: una aproximación al tema  
 En J Estay et al., "La Globalización de la economía mundial"  
 UNAM CIEM Miguel Ángel Porrúa,  
 México, 1999



-SHINOHARA, Miyohet

Las relaciones económicas entre México y Japón: El crecimiento de Japón durante la  
posguerra

ED COLMEX

1ª ed. 1982

págs. 151-167

-RAMIREZ B.P.

Tendencias del comercio latinoamericano en los años 90, Configuración de bloques  
subregionales o "fast track" a la conformación del ALCA?

En J Estay et al., "La Globalización de la economía mundial"

UNAM-CIEM-Miguel Ángel Porrúa,

México, 1999

-RIVERA J

"Siete Tesis sobre IED y economía mundial. Las transformaciones del espacio

económico", en la Globalización de la Economía Mundial, J. Stay et al. (Coords). , UNAM-  
CIEM Miguel Porrúa, México 1999.

-RODRIGUEZ O

La teoría del subdesarrollo de la CEPAL

ED. S. XXI

México 1980

Caps. I y IV

-ROSS, H Mc Lead

East Asia in Crisis "From being a miracle, to need one": Japan

ED Routledge

Págs. 189-206

1998

ROZO, Carlos

Lecturas de Política Monetaria y Financiera

ED UAM Azcapotzalco

1ª ed. 1997

págs. 161-204

SEMLAC, Revista Monetaria

Evolución del sistema monetario en la última década de los ochentas -Trimestre  
Económico , 1993

TAKAOSHI IIO

THE JAPANESE ECONOMY

MIT PRESS

5a IMPRESION, 1992

págs. 124-142

TAKAFUSA, NAKAMURA

Lectures on Modern Japanese Economic History 1926-1924

Págs 283-301

1994



-TORRES, David

Desorden Monetario Mundial y su impacto en el Sistema Financiero Mexicano: El descarrilamiento de la locomotora financiera japonesa.

ED UNAM

1ª ed. 1998

Págs. 85-107

-TORRES, David. Aspectos Relevantes en la evolución de la Economía Japonesa de posguerra. Tesis UNAM, 1994.

-OECD, Japan". OECD Economic Outlook, diciembre, 1995.

-OECD, Japan". OECD Economic Outlook, junio, 1997.

-OECD, "Corporate Governance: A system in Evolution", OECD Economic Surveys, 1994.

-VIDAL, Gregorio

Concentración económica, finanzas y gestión social, en

En Guadalupe Mantey y Noemí Levy (Comps), De la desregulación Financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático.

UNAM, México

2000

-VOLCKER, Paul. Bretton Woods: de cara al futuro. Comercio Exterior, octubre, 1994.

WALTON, Michael. La maduración del milagro de Asia Oriental. Finanzas y Desarrollo, FMI, septiembre, 1997.

## \*HEMEROGRAFÍA

### a) Revistas

-ALBURQUERQUE F.

Cambio Estructural, Globalización y Desarrollo Económico Local

Revista de Comercio Exterior

Vol. 49, No. 8, Agosto 1999.

p. 667

-ALVAREZ A. M. Y KALOTA K.

Los mercados de valores emergentes y la cooperación regional

Revista de Comercio Exterior

Marzo 1995

-ARIAS C

Liberalización Y Seguridad Financieras En Los Mercados Emergentes

Revista de Comercio Exterior

484-493 p.p.



-ARMENDARIZ, Patricia  
*Las Crisis del Sudeste Asiático*  
Revista de Comercio Exterior  
Vol. 49, Núm. 2, Febrero de 1999  
Págs. 131-134

-BANCO CENTRAL DE ARGENTINA  
*Creación de una moneda única regional*  
Boletín del CEMLA  
Julio-agosto  
1999

-CAPOTE, H  
*Perspectivas de una moneda única regional*  
Boletín del CEMLA  
Mayo-junio  
1999

-CARRADA Francisco  
*La crisis en Asia y la Política Cambiaria*  
Revista de Comercio Exterior  
Febrero de 1999

-CIELEBACK, Marcus  
*La crisis económica y monetaria en Asia Sudoriental: fue en realidad tan inesperada?*  
Boletín del CEMLA  
Ene-feb 1999.

-CORREA, Eugenia  
*Liberalización y Crisis Financiera*  
Revista de Comercio Exterior  
Vol. 49, Núm. 1, Enero de 1999  
Págs. 54-61

-CORREA, Eugenia  
*Conglomerados Y Reforma Financiera*  
Revista de Comercio Exterior  
Vol. 50, No. 6, junio del 2000  
458-468 p.p.

-DAVIDSON, Paul  
Es suficiente echar granos de arena en el engranaje financiero internacional cuando se requiere de penascos?  
Momento Económico  
No. 103, mayo-junio 1999.

-DE BERNIS, G  
Mundialización y Crisis en Asia del Este  
Revista de Comercio Exterior  
Vol. 49, Núm. 1, Enero de 1999  
Págs. 27-32



-DEVLIN R Y FRENCH-David

Hacia una evaluación de la integración regional en América Latina

Revista de Comercio Exterior

Vol. 49, No. 11, noviembre

1999

-DUEÑAS A

La crisis tailandesa, repercusiones internas y regionales

Revista Mexicana de Política Exterior

Junio 1999

- Economist The

"The votes give Koizumi a chance, Will the LDP?"

Agosto 4, 2001

Págs. 21-23

-Economist The

"A world to win for Koizumi"

Junio 30, 2001

p. 37

-Economist The

"Japan's great hope"

Agosto 4, 2001

p. 11

-Economist The

"Japan's banks out for the count"

Octubre 13, 2001

p. 65

-Economist The

"The Sadness of Japan"

Febrero 16, 2002

p. 11

-Economist The

"The Sadness of Japan", "The Non performing country"

Febrero 16, 2002

p. 24

-Economist The

"What ails Japan?" (Japan Survey)

Abril 20, 2002

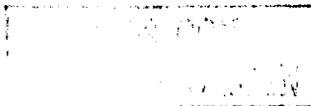
P. 52 (16 pp)

-Economist The

"Japan's banks"

Abril 20, 2002

P. 74



-FERRER, Aldo

*La globalización, la crisis financiera y América Latina*

Revista de Comercio Exterior

Vol. 49, Núm. 6, Junio de 1999

Págs. 527-536

FMI

Estadísticas Financieras Internacionales

1970-1997

-FMI

Perspectivas de la Economía mundial

Octubre 1998

120-134 p.p.

-FMI

Perspectivas de la Economía mundial

Mayo 1999

120-137 p.p.

-GARCIA C. Olivie

Causas de las crisis bancarias en las economías emergentes

Revista de Comercio Exterior

Vol. 50, No. 6, junio 2000.

-GIRÓN, Alicia

Mutaciones Financieras y Crisis Bancarias en el Sudeste Asiático

Revista de Comercio Exterior

Vol. 49, Num. 1, Enero de 1999

Págs. 33-44

-GLENDER, Alberto. I.

Japón crisis o reestructuración económica

Revista mexicana de Política Exterior

Junio 1999

Págs. 74-97

GUILLEN Arturo

Crisis Asiática y Reestructuración de la Economía Mundial

Revista de Comercio Exterior

Enero de 1999

-GUILLEN, Hector

La globalización del Consenso de Washington

Revista de Comercio exterior

Vol. 50, No. 2, Febrero 2000

-GUILLEN, Héctor

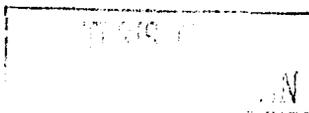
Globalización Financiera y Riesgo Sistémico

Revista de Comercio Exterior

Noviembre

1997

-GRABEL Ilene.



**"La crisis financiera de 1997-98 y medidas preventivas"**

Revista de Comercio Exterior  
Vol. 50, No. 7, julio  
2000.

HETZEL R.

**La Política Monetaria japonesa: una perspectiva de teoría cuantitativa**  
Boletín del CEMLA, sep-oct 1999

-KASMAN, Bruce etAL

**Liberalización y Control Monetario en Japón**  
Revista Monetaria  
Vol. XV, Num. 3, Julio-Septiembre de 1992  
Págs. 233-265

-KIMURA, Shigyo

**La Experiencia de Japón con la Liberalización Financiera y Cuestiones anexas**  
Revista Monetaria  
Vol. XV, Num. 3, Julio-Septiembre 1992  
Págs. 213-231

-LERMAN A.

**MERCOSUR, Estados Unidos y el ALCA**  
Revista de Comercio Exterior  
Vol 49, No. 11, noviembre  
1999

-LONNY E. Carlite

**Reforma Administrativa y Desregulación Económica en Japón**  
Revista de Comercio Exterior  
Vol. 48, Num. 2, Febrero de 1998

-MANTEY, GUADALUPE

**Crisis en el Sudeste Asiático: las causas del mal, el tratamiento del FMI y la sabiduría de la medicina oriental**  
Problemas del Desarrollo  
Vol. 30, No. 119  
Oct die 1999

-MANTEY, Guadalupe

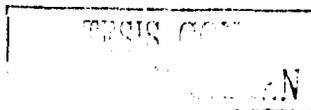
**Consideraciones teóricas para la formulación de una función inversión**  
1974

-MARCHINI, Genevieve

**Reforma y Crisis del Sistema Financiero Japonés: enseñanzas para México**  
Revista monetaria, Febrero 1998  
Págs. 135-139

-MERCADO, Alfonso

**La Inversión Japonesa y sus efectos en el Comercio Exterior**  
Revista de Comercio Exterior  
Vol. 48, Num. 2, Febrero de 1998



-MURRAY, S

Una visión de la Economía Global

Comercio Exterior

Vol. 50, No 2

Febrero 2000

134-143 p.p

-NAVARRETE, J. E.

La Conferencia de Quito: Una Respuesta Latinoamericana a la Crisis.

Comercio Exterior

Núm. 2, Febrero, 1984.

-OECD

ECONOMIC OUTLOOK

DIC 1999

-OECD

ECONOMIC SURVEYS

1999

-OECD

NATIONAL ACCOUNTS

1988-1998

-OECD

ECONOMIC INDICATORS

1997

-OPALIN, Leon

"La Economía de Japon en Picada"

Revista Ejecutivos de Finanzas

Octubre 2001

-PUYANA F, Jaime

Globalización, Capital Financiero Especulativo y la Crisis Asiática

Revista de Comercio Exterior

Vol. 49, Num. 1, Enero de 1999

Pags. 62-68

-RAMIREZ, Miguel

La crisis financiera asiática: un expediente abierto

Revista de Comercio Exterior

Vol. 49, Num 8, Agosto de 1999

Pags. 739-744

-RIESE, Hajo

La Crisis del Este Asiático y el FMI

Revista de Comercio Exterior

Vol. 49, Num. 2, Febrero de 1999

Pags. 108-118



-ROZO, Carlos

El debate sobre la dolarización de la economía mexicana

Momento Económico

No. 106

Nov-dic 1999

-SACHS, Jeffrey.

Deuda Externa y Comportamiento Macroeconómico en América Latina y en el Este Asiático

-SALAMA, PIERRE

Globalización, desigualdades territoriales y salariales

Problemas del desarrollo

Vol. 30, No. 117

Abril-junio 1999

- SASAKI, Toshihiyo

Panorama Actual de los flujos transfronterizos

Revista Monetaria: CEMLA

Oct-dic. 1996

-SCHOPPA, Leonard

Japan, the Reluctant Reformer

Revista Foreign Affairs

Septiembre-octubre 2001

Vol. 80, No 5

2001

-STUDART, Rogelio

Políticas Financieras y Crecimiento en el Contexto de Desarrollo: Lecciones Derivadas de América latina y del Sudeste Asiático en los años 80

Revista de Investigación Económica

Abril-Junio de 1998

-SOTELSEK D.

Crisis Bancarias en un esquema de Currency Board: la experiencia Argentina

Desarrollo Económico

Vol. 39, No. 154

Julio-septiembre

1999

TALAVERA, Fernando

Crisis Financiera en Asia y Orden Internacional

Revista de Comercio Exterior

Vol. 49, Num 1, Enero de 1999

Pags. 69-79

-URUMA, Seiichi

Reforma Financiera en Japon

Revista Monetaria

Vol. XVI, Abril-Junio de 1993

-YOUNG-HAM KIM



International Economic Journal

Is there a J-Curve? A new estimation for Japan  
 Volumen 13, No 4, 1999  
 Págs 71-79

**b) Periódicos****El Financiero**

BECERRIL I/AGENCIAS

Util, el control temporal de flujos de capital: FMI  
 22 de septiembre de 1998

NOTIMEX

Flexibiliza el Banco de Japón condiciones de crédito interno

p. 11A

20 de marzo del 2001

México

NOTIMEX

16 de enero del 2001

Obtuvo Japón un superavit en cuenta corriente por 972 mil 200 mdv; representó un crecimiento de 22.1% anual

p.11

México

NOTIMEX

Japón, otra víctima de la desaceleración en EU

P. 11

Martes 23 de enero del 2001

Mexico

NAVARRETE, R.

Crítica el FMI alza en tasas de interés en Japón

Lunes 14 de agosto del 2000

p.15

Mexico

HOWARD, Georgia

Europa y Japón forman frente común frente al dólar

22 de Julio de 1999

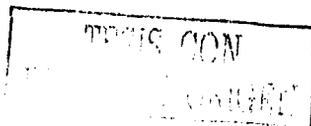
p. 10

México

MOYSSEN, Gabriel

Inyección de recursos a Japón para evitar otra crisis asiática

1998



**c) Agencias****-REUTERS****Capacitan en EU a granjeros japoneses**

4 de Julio de 1999

México

**-REUTERS****Cautela en Japón sobre la recuperación económica**

Martes 13 de Julio de 1999

México

**-NOTIMEX, REUTERS****Exige el G-7 a Japon reformar su sistema financiero**

21 de junio de 1999

México

**-NOTIMEX/ REUTERS****Intervino el Banco Central de Japón en respaldo al dólar**

Martes 15 de junio de 1999

p. 15A

Mexico

**-NOTIMEX****Frena el Banco de Japón apreciación del Yen**

5 de Julio de 1999

p. 09

México

**-NOTIMEX****Países Asiáticos, en plena recuperación; Japón, la excepción**

Lunes 31 de mayo de 1999

p. 39

Mexico

**-HOWARD, Virginia****Enfrentan países asiáticos megafusión de bancos**

Viernes 28 de mayo de 1999

p. 08

Mexico

**-AGENCIAS (AP, AFP, REUTERS)****Presiones de Clinton para abrir el mercado japonés**

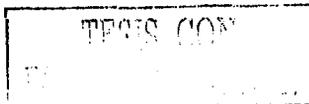
Martes 4 de mayo de 1999

Mexico

**-AGENCIAS (REUTERS)****Inseguridad laboral de 80% de los japoneses, dice Asahi Shimbun**

Lunes 26 de abril de 1999

Mexico



-AGENCIAS (NOTIMEX)

Aprueba el Parlamento de Japón el rescate bancario

13 de marzo de 1999

México

-AGENCIAS (AFP)

Presiona EU a Europa y Japón para estimular el crecimiento

Domingo 21 de febrero de 1999

p. 32

México

-AGENCIAS (NOTIMEX)

Record de desempleo en Japón; aumentó a 4.4%

Sábado 26 de diciembre de 1998

p. 06

México

-AGENCIAS (NOTIMEX)

Otorgará Japón créditos para la recuperación de Asia por 5 mil 150 md"

México

Jueves 17 de diciembre de 1998

-AGENCIAS (UPI, NOTIMEX)

Decide Japón nacionalizar el Nippon Credit Bank

Lunes 14 de diciembre de 1998

México

-OPALIN, León

Evaluación de la Crisis Asiática

26 de abril de 1999

México

OPALIN, León

La crisis asiática

p. 55

1999

-AGENCIAS (AP)

Preven impulso a la economía de Japón

28 de marzo de 1999

México

JALIFE-RAHME, Alfredo

Se cae Japón?

Diciembre 1998

México



-HOWARD, Virginia

Salvar a bancos de Japón, principal reto de Obuchi

Martes 23 de agosto de 1998 Martes 23 de agosto de 1998

México

-AGENCIAS (REUTERS/NOTIMEX)

Japón debe ser motor de la economía de países asiáticos, advierte EU

p. 20

Martes 23 de junio de 1998

México

-HOWARD, Georgina

La recesión en Japón, fantasma para la economía internacional

Lunes 15 de junio de 1998

p. 04

México

-MOYSSEN, G

Defiende Tokio su programa de rescate económico

30 de abril de 1998

México

-GARCIA E/ JIMENEZ B.

El fracaso del paquete de rescate financiero japonés anticipa una mayor competencia por el capital internacional

28 de abril de 1998

p. 3A

México

-AGENCIAS (REUTERS)

Colosal inyección de recursos a Japón para evitar otra crisis asiática

25 de abril de 1998

México

-AGENCIAS (REUTERS)

Japón, clave para la recuperación de Asia: Rubin

17 de abril de 1998

p. 07

México

-AGENCIAS (NOTIMEX, REUTERS)

Inminente intervención para frenar el yen

5 de enero 1998

México

-OPALIN, León

Dudas sobre la recuperación de Japón

1998

México



**REFORMA**

-AGENCIAS (EFE)  
En peligro los Bancos pequeños de Japón  
 27 de agosto de 1998  
 México

**EXCELSIOR**

-AGENCIAS (REUTERS Y EFE)  
Plan para estabilizar la economía Nipona  
 Sábado 25 de abril de 1998  
 8-F  
 México

**LA JORNADA**

-AGENCIAS  
Se contrajo la economía japonesa en enero-marzo  
 Martes 12 de junio, 2001  
 p. 21  
 México

**THE CHRISTIAN SCIENCE MONITOR**

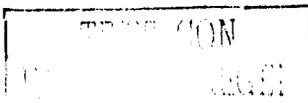
-TAKASHI, Oka  
Japan's economic High Noon  
 Enero 7, 2002  
 p. 09  
 Boston, MA, EUA

-GAOUEITE, Nicole  
In Japan, loose lips on nukes lose politician his job  
 Octubre 26, 1999  
 p. 07  
 Boston, MA, EUA

-FRANCIS, David  
Japan calls for joint initiative on economic ties to US  
 Diciembre 26, 2000  
 Boston, MA, EUA

**BOSTON BUSINESS JOURNAL**

-CROCKER, Prescott  
Japan could join Argentina in March into bankruptcy  
 Febrero 8-14, 2002  
 p. 34  
 Boston, MA, EUA



**THE BOSTON GLOBE**

-Moody's investors office

Japan moves to devise economic recovery plan

Febrero 15, 2002

p. 03

Boston, MA. EUA

-BURNS, Robert

US had more nuclear weapons in Japan than disclosed

December 12, 1999

Boston, MA. EUA

-THUROW, Lester

Recessionary rumblings

Agosto 10, 1999

p. D4

Boston, MA. EUA

**THE NEW YORK TIMES**

-STROM, Stephanie

Japan's contradictions Cloud Future Direction of Economy

Diciembre 20, 1999

p. C24

NY, EUA

-ARNOLD, Wayne

Asia Watchers now Looking at Economies of US and Japan

Diciembre 20, 1999

p. C24

NY, EUA

-STROM, Stephanie

Japan's New Leader Hews to Austerity

Mayo 8, 2001

p. W1

NY, EUA

-BELSON, Ken

Japan's Debt Under Study for new cut in rating

Febrero 14, 2002

p. W1, W7

NY, EUA

-FRENCH, Howard

It's not the economy, Stupid, In Japan

mayo 14, 2001

p. A3

NY, EUA



**THE WALL STREET JOURNAL**

-SULLIVAN, Marianne

Hands-Off Stance by the Bank of Japan, Unleashes trader's Pent-Up Yen for Yen

Julio 23, 1999

p. C15

NY, EUA

-BIX, Herbert

Japan's new nationalism

Mayo 29, 2001

p. A20

NY, EUA

**LOS ANGELES TIMES**

-Embajada de México en Estados Unidos, Oficina de Información y Difusión

A message to Tokio

Septiembre 29, 1999

p. A16

EUA

**FINANCIAL TIMES**

-Embajada de México en Estados Unidos, Oficina de Información y Difusión

Japan's return to growth

Junio 11 de 1999

p. 15

Washington, D.C.

**\*Internet**

-OPALIN, León

Vulnerabilidad del Sistema Financiero Asiático

Revista SIEMPRE

<http://www.m3w3.com.mx/siempre>

Págs. 1-3

1997

-KRUGMAN, Paul

La trampa de Japón<http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>

Págs. 1-9

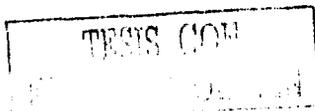
1998

-Working Paper

La Política monetaria y la crisis japonesa

Págs. 1-2

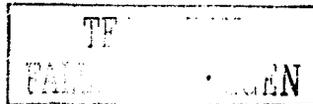
1998



-FMI  
The Asian Crisis, The IMF, and the Japanese Economy  
Págs. 1-7  
1998

-KAMIYA, Marco  
Japón y la crisis asiática en la globalización  
Septiembre 1998  
Págs. 1-5

-KRUGMAN, Paul  
¿Qué está pasando en Japón?  
<http://web.mit.edu/krugman.html>  
Págs. 2



**APÉNDICE I**

Fuente: KATAOKA TADASHI, BOYER et. al. Bancos y Crisis Bancarias, UAM, 95-104 p.p.

*El sistema financiero en Japón*

La regulación cotidiana del Ministerio de Finanzas de Japón se ocupa, entre otros, de tres asuntos: la apertura de sucursales, la evolución de la actividad bancaria y la conducta de los bancos. Uno de los elementos que toma en consideración es el proteger a los bancos pequeños.

El sistema financiero japonés está formado de la siguiente manera:

**1. El Banco de Japón**

- Establecido en 1982 como Banco Central
- Es independiente del Gobierno
- Funciones: emite billetes, actúa como prestamista de última instancia, es banco de otros bancos y del gobierno.

**2. Bancos Privados**

Instituciones que aceptan depósitos, otorgan créditos y efectúan transacciones con moneda extranjera:

2.1. City Banks: Son los bancos más grandes y representan a la banca japonesa.

2.2. Los Long Term Credit Banks: son bancos que otorgan crédito a largo plazo para inversiones de capital.

2.3. Los trust banks (fiduciarias): son subsidiarias de los city banks y de los investment banks; efectúan negocios fiduciarios a nivel nacional y emiten bonos con vencimiento a 3, 5 y 10 años.



2.4. Los regional Banks (bancos regionales): Son bancos que operan localmente.

2.5. Los second regional banks (bancos regionales secundarios): Su tamaño es menor que los regional banks.

2.6. Filiales de los bancos extranjeros: sus actividades son sujetas a la ley bancaria, por lo que usan licencia del Ministerio de Finanzas para abrir una sucursal adicional.

**3. Las cooperativas**

-Las cooperativas y las uniones de crédito: tienen el mismo origen pero poseen diferente tamaño.

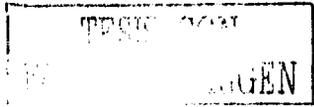
-Los bancos sindicales aceptan los depósitos de todos de todos miembros, mientras que las cooperativas sólo pueden aceptar los depósitos (limitados) de los miembros y son gobernadas por gobiernos locales. Las cooperativas de crédito son organizaciones no lucrativas. Su objetivo es ayudar a sus miembros (pequeños empresarios o empleados principalmente) en algunas operaciones de monto reducido. Están reguladas de manera que puedan hacer operaciones sólo con sus miembros.

**4. Otras instituciones financieras:**

- No aceptan depósitos
- No son bancos
- Sólo dan créditos y proporcionan un cierto tipo de servicios financieros.
- Casa de Bolsa, compañías de seguros y los non banks: incluyendo compañías que prestan para el consumo, los emisores de tarjetas de crédito y las Jusen.

**5. Oficina Postal**

- Acepta depósitos de largo y corto plazo con intereses.



- Otorga préstamos y seguros además de servicio postal en la misma oficina.
- Posee gran confianza por parte de los ahorradores.

#### **6. NOKIO: Instituciones de crédito para agricultores.**

-Bancos Nacionales y las Instituciones financieras especializadas (ofrecen créditos para la exportación (Banca de desarrollo). No reciben depósitos, fondos provenientes del gobierno y de inversiones en el Tesoro. El dinero es destinado a proyectos especiales.

#### **7. La regulación de los Bancos**

Instituciones establecidas gracias a la autorización que recibieron del Ministerio de Finanzas para llevar a cabo negocios bancarios de acuerdo a la ley bancaria.

Otras leyes que afectan a las instituciones de depósito son la ley de tasa de interés temporal, la ley de ajuste, la ley sobre restricciones de interés, la ley sobre Sistemas de reservas de Requerimientos, la ley de Seguros de Depósitos, la ley de bonos y cambio, la ley antimonopolio (regula a los tenedores de instituciones financieras de los valores de otras compañías con menos de 5% de cada compañía.

El MF por su parte, inspeccionará a los bancos cada dos o tres años. También inspecciona a varias instituciones financieras no bancarias tales como, las Casas de Bolsa, las compañías de seguros y las Jusen.

Asimismo la regulación cotidiana del MF se ocupa entre otros, de 3 asuntos: la apertura de sucursales, la evolución de la actividad bancaria y la conducta de los bancos. Por ejemplo, el MF puede dar a los bancos permiso para abrir una nueva sucursal cuando no está muy cerca una de la otra y uno de los



elementos que toma en consideración es la necesidad de proteger a los bancos pequeños; pues ni éstos ni los grandes deben quebrar.

El Banco central de Japón controla a los bancos y al sistema bancario por medio de la tasa bancaria, los requerimientos de reserva, las operaciones de mercado abierto y las operaciones por ventanilla. También es quien hace las auditorías contables. Sin embargo el banco no es independiente del Ministerio de Finanzas, y el gabinete, controla la política monetaria, especialmente en lo relacionado con la tasa de interés del banco. El MF tiene el poder de advertir al banco sobre la política que puede seguir y puede despedir al presidente y a los ejecutivos del banco por medio de la Ley del Banco de Japón.

NOTA: Las instituciones financieras y las empresas japonesas habían sido protegidas tradicionalmente de la competencia y de la participación del capital extranjero. Solamente la banca autorizada por el MF como Bancos para cambio de moneda extranjera y pueden abrir sucursales y cuentas en el extranjero.

#### **8. Corporación de Seguro de Depósitos**

Inicia en 1971 y cubre todos los depósitos en la banca privada y las instituciones financieras del pequeño comercio (uniones de crédito, cooperativas de crédito y asociación de sindicatos de trabajo).

La regulación cotidiana del Ministerio de Finanzas de Japón se ocupa, entre otros, de tres asuntos: la apertura de sucursales, la evolución de la actividad bancaria y la conducta de los bancos. Uno de los elementos que toma en consideración es el proteger a los bancos pequeños.



## ESTADÍSTICAS FINANCIERAS DE JAPÓN

A continuación se presentan las fuentes estadísticas que se utilizaron durante la elaboración del modelo econométrico; primeramente por factores y en la siguiente sección se presentan de manera general las estadísticas financieras de Japón que no se utilizaron para el modelo, pero que sin embargo, fueron variables analizadas.

### ❖ Descripción de indicadores

**AIIMPJA:** Reserva de divisas a importaciones. Esta serie se obtuvo dividiendo las reservas internacionales menos oro entre las importaciones

**K3JA:** Multiplicador Financiero. Esta serie se obtuvo dividiendo la suma de los conceptos de dinero y casidnero entre la base monetaria.

**IPIBJA:** Coeficiente de inversión. Se obtuvo dividiendo la formación bruta de capital fijo entre el producto interno bruto.

**CRTPIBJA:** Crédito a PIB.

**AFBCJA:** Indicador de esterilización. Se calculó dividiendo los depósitos del gobierno en el banco central

**CRGBMJA:** Monetización del crédito al gobierno. Se obtuvo dividiendo el crédito del banco central al gobierno, entre la base monetaria.

**CNGBCJA:** Indicador de apoyo fiscal al banco central: Es el resultado de dividir los depósitos netos del gobierno en el banco central, entre la base monetaria. Los depósitos netos se obtienen deduciendo a los depósitos gubernamentales en el banco central, los créditos directos que éste otorga al gobierno.

**EXPPIBJA:** Exportaciones a PIB.

**DEFPIBJA:** Déficit fiscal a PIB. Considera sólo el déficit del gobierno central.

**GPIBJA:** Gasto gubernamental a PIB. Se refiere al gasto del gobierno central.

**DEUPIBJA:** Deuda del Gobierno Central a PIB.

**Riesgo 3:** Indicador de fragilidad bancaria. Se obtuvo dividiendo la exposición de moneda extranjera de los bancos comerciales entre las reservas internacionales menos oro del país. La exposición de moneda extranjera se define como la diferencia entre los activos y los pasivos en moneda extranjera de los bancos comerciales

**PIBGJA:** Tasa de crecimiento del PIB. Este indicador se calculó con base en la serie de PIB en dólares, a precios corrientes.

**IPCQJA:** Tasa de inflación. Es la tasa de crecimiento del índice de precios al consumidor.

**TICGJA:** Tasa de devaluación. Es la tasa de crecimiento del tipo de cambio nominal.

**DEUPIBJA:** Deuda externa a PIB.



## COSTOS FINANCIEROS

AÑOS	NIKKEI	NIKKEIPC	NIKKEIDLS	DIF EUJAP	IEXTD
	%	%	md	%	EU
	INDICE	INDICE	Dls		%
1970	163.35	472.10983	-0.123043	0.86714976	
1971	180.04	489.23913	-0.167057	0.72698908	-2.52
1972	282.38	733.45455	-0.294068	0.93855932	-0.23
1973	362.5	843.02326	-0.463612	1.21927374	4.3
1974	307.31	579.83019	-0.448175	0.83732057	1.77
1975	312.06	527.12838	-0.512345	0.54545455	-4.68
1976	347.51	536.28086	-0.671046	0.7234957	-0.77
1977	376.78	537.4893	-0.981826	0.97535211	0.49
1978	415.41	569.05479	-1.421274	1.81880734	2.39
1979	449.88	594.29326	-1.301217	1.9112628	3.27
1980	474	580.88235	-1.710369	1.22232388	2.16
1981	552.29	645.1986	-1.95248	2.20457604	3.02
1982	548.28	623.04545	-1.882584	1.76657061	-4.12
1983	647.41	721.75028	-2.302181	1.42253521	-3.17
1984	815.47	889.28026	-2.758828	1.67704918	1.14
1985	997.72	1067.0802	-4.324283	1.25386997	-2.13
1986	1324.26	1407.2901	-7.33129	1.4217119	-1.29
1987	1963.29	2084.172	-14.14682	1.8974359	-0.15
1988	2134.24	2248.9357	-15.19491	2.10220994	0.95
1989	2569.27	2648.732	-16.42578	1.89322382	1.61
1990	2177.96	2177.96	-15.07881	1.11878453	-1.12
1991	1843.18	1784.2982	-14.09915	0.76407507	-2.4
1992	1359.55	1293.5775	-10.78377	0.76855895	-2.18
1993	1525.09	1433.3553	-13.90648	0.9869281	-0.5
1994	1600.32	1494.2297	-16.52145	1.90909091	1.18
1995	1378.93	1288.7196	-13.89256	4.82644628	1.64
1996	1606.37	1498.4795	-14.47672	11.2765957	-0.54
1997	1397.37	1281.9908	-11.72092	11.375	0.16
1998	1178.14	n.d.	n.d.	14.4594595	

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

## FINANCIAMIENTO BANCARIO INTERNO Y EXTERNO

AÑOS	CRTPIBJA	K3JA	DEUIBJA
	Relación	Relación	Relación
	0.0031208	8.748420852	n.d.
<b>1970</b>	0.0038384	9.492928084	n.d.
<b>1971</b>	0.0073598	9.184701961	n.d.
<b>1972</b>	0.0112893	7.988786999	n.d.
<b>1973</b>	0.0069277	7.667186937	n.d.
<b>1974</b>	0.0044497	8.434040491	0.382959322
<b>1975</b>	0.0045626	8.818984656	0.453896925
<b>1976</b>	0.0054412	9.041192696	0.647171995
<b>1977</b>	0.006947	8.900399279	0.81366553
<b>1978</b>	0.0084858	8.97682974	0.736748067
<b>1979</b>	0.0039554	9.01524711	0.994696237
<b>1980</b>	0.005776	9.724656435	0.910469928
<b>1981</b>	0.0050628	9.851380989	0.706341274
<b>1982</b>	0.0123506	9.987875268	0.596080466
<b>1983</b>	0.0044253	9.843172543	0.690617538
<b>1984</b>	0.0078647	10.32652738	0.736247919
<b>1985</b>	0.0042032	10.43900637	1.056790187
<b>1986</b>	0.0173548	10.67268146	1.487605624
<b>1987</b>	0.01345	10.37428328	1.452676644
<b>1988</b>	0.0056247	10.26744952	1.352144707
<b>1989</b>	0.0046972	10.34287763	1.117088524
<b>1990</b>	0.0068512	10.75484458	0.710660861
<b>1991</b>	0.0119092	11.16302006	0.555284846
<b>1992</b>	0.0043544	10.77969668	0.639251582
<b>1993</b>	0.0104953	10.80338747	n.d.
<b>1994</b>	0.0124617	10.29596297	n.d.
<b>1995</b>	0.0152687	9.710754028	n.d.
<b>1996</b>	0.0074713	n.d.	n.d.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

## RIESGO CAMBIARIO

AÑOS	RIESGO3	DIFT2JA
	Relación	md
1970	-0.061146908	Relación
1971	0.065221247	1.915
1972	-0.016766783	1.8975
1973	-0.079511902	1.817010309
1974	0.091465278	1.7975
1975	0.129986673	1.709193246
1976	0.134147293	1.707317073
1977	0.094558396	1.835555556
1978	0.051576764	1.973890339
1979	0.056092912	2.3866171
1980	0.128581457	1.924471299
1981	0.147259411	1.518181818
1982	0.085146455	1.77027027
1983	-0.021275472	1.949333333
1984	0.001096315	1.901333333
1985	-0.103347978	1.928571429
1986	0.003269188	1.885714286
1987	0.053753629	2.594827586
1988	0.123537783	2.960227273
1989	0.121229287	3.011363636
1990	0.022184711	2.685279188
1991	-0.256707065	1.952247191
1992	-2.756075491	1.81884058
1993	-2.593811993	1.835820896
1994	-0.572764687	2.060747664
1995	-0.924821368	2.429411765
1996	1.147804563	3.777777778
1997	n d	8.866666667

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

## RENTABILIDAD REAL DEL CAPITAL INVERTIDO

AÑOS	I REAL JAP	TICR	AFBCJA	Tipo de Cambio*	Precios al Consumidor	Salario Real
	anual %	Relación	Relación	yen x us	índice	índice %
1970	-26.94	416.656	0.0369189	357.7	34.6	0.598265896
1971	-29.21	373.698	0.0436286	314.8	36.8	0.644021739
1972	-31.45	363.344	0.0743168	302.0	38.5	0.711688312
1973	-35.81	354.118	0.1033361	280.0	43.0	0.758139535
1974	-43.89	421.967	0.0651258	301.0	53.0	0.767924528
1975	-50.1	438.468	0.0444146	305.2	59.2	0.810810811
1976	-56.54	435.171	0.0471171	292.8	64.8	0.833333333
1977	-62.54	362.586	0.0577803	240.0	70.1	0.841654779
1978	-66.58	284.685	0.070717	194.6	73.0	0.865753425
1979	-69.33	326.354	0.0871173	239.7	75.7	0.883751651
1980	-73.25	262.517	0.0413763	203.0	81.6	0.866421569
1981	-77.74	270.452	0.0632159	219.9	85.6	0.867990654
1982	-80.69	279.838	0.0547343	235.0	88.0	0.8875
1983	-82.57	273.338	0.1318675	232.2	89.7	0.898550725
1984	-84.95	289.634	0.0464547	251.1	91.7	0.908396947
1985	-86.9	227.509	0.0848197	200.5	93.5	0.918716578
1986	-88.08	178.442	0.0438978	159.1	94.1	0.939426142
1987	-88.99	133.721	0.1738256	123.5	94.2	0.957537155
1988	-89.6	131.969	0.1274702	125.9	94.9	0.984193888
1989	-91.71	146.624	0.0504795	143.5	97.0	0.993814433
1990	-93.05	134.4	0.0422063	134.4	100.0	1
1991	-95.77	124.119	0.0665374	125.2	103.3	1.000968054
1992	-98.95	122.078	0.1235685	124.8	105.1	1.004757374
1993	-101.99	107.603	0.0430621	111.9	106.4	1.013157895
1994	-102.97	94.1989	0.1017412	99.7	107.1	0.914098973
1995	-103.6	94.3637	0.1128682	102.8	107.0	0.934579439
1996	-104.54	103.627	0.1320844	116.0	107.2	0.950559701
1997	-109	115.253	0.0610403	130.0	109.0	0.948623853

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

### DEMANDA INTERNA Y EXTERNA

AÑOS	PIBGJA	PIBMUND	DEFPIBJA	GPIBJA
	%	Relación	Relación	Relación
1970	0.2500658	50.3	-0.00434931	0.11414563
1971	0.1934185	52.2	-0.00224294	0.11773081
1972	0.3132314	54.7	-0.01452442	0.1205488
1973	0.1102546	57.9	-0.01622072	0.10394181
1974	0.0896794	59.2	-0.0133935	0.10426528
1975	0.1703993	60	-0.05168391	0.1471572
1976	0.3595191	63.2	-0.0565323	0.15329023
1977	0.358089	66	-0.06419498	0.16076155
1978	-0.1200642	68.7	-0.07453779	0.17224224
1979	0.2800738	71.5	-0.07365404	0.17932102
1980	-0.008486	73.4	-0.07024866	0.18376983
1981	-0.0184129	74.6	-0.06522645	0.18459692
1982	0.0538172	79.9	-0.06497755	0.18414993
1983	-0.0136469	76.9	-0.06687472	0.18459323
1984	0.3351909	80.6	-0.05752945	0.17684067
1985	0.3193625	83.8	-0.04869563	0.17231914
1986	0.3431889	86.6	-0.04759777	0.1698045
1987	0.0492716	90	-0.03486649	0.16766064
1988	-0.0616469	94.1	-0.02582245	0.16274566
1989	0.1474998	97.2	-0.02911268	0.16673839
1990	0.1440135	100	-0.01576804	0.15703878
1991	0.0315695	102.3	0.016929928	0.21274962
1992	0.1255541	105.5	0.003126963	0.21364835
1993	0.1305668	108.6	-0.01539399	0.23697696
1994	-0.0226218	113.2	n.d.	n.d.
1995	-0.0815471	117.1	n.d.	n.d.
1996	-0.0950125	121.7	n.d.	n.d.
1997	-1	n.d.	n.d.	n.d.

**TFCS CON  
FALLA DE ORIGEN**

# ESTADÍSTICAS FINANCIERAS DE JAPÓN

AÑOS	Tipo de Cambio*	Reservas	Credito al	Base Monetaria	Depositos del	Credito Interno	Dinero	Cuasidinero	Precios al	Exportaciones
		Totales	Gobierno		Gobierno				Central	
		Menos Oro	Central		Central				Central	
		md	md	md	md	md	md	mmd		md
	yen x us	Dls	Dls	Dls	Dls	Dls	Dls	Dls	INDICE	Dls
1970	357.7	4.308	7.185.8	17.335.3	640	174.751.8	59.723.1	91.933.4	34.6	19,443.6
1971	314.8	14.622	5.481.4	22.554	984	239.930.1	87.960	126.143.5	36.8	26,661.4
1972	302.0	17.564	4.039.7	30.298	2.251.7	313.046.3	114.337.7	163.940.4	38.5	29,158.9
1973	280.0	11.355	6.214.3	43.892.8	4.535.7	395.785.7	143.936.0	206.714.2	43.0	35,825.0
1974	301.0	12.614	13.457.3	47.449.7	3.090.2	423.093.5	149.360.3	214.445.4	53.0	53,895.0
1975	305.2	11.950	24.545	48.697.3	2.162.9	486.613.1	163.689	247.026	59.2	54,307.7
1976	292.8	15.746	24.897	55.088.7	2.595.6	577.424	191.871.5	293.954.9	64.8	68,066.9
1977	240.0	22.341	28.750	72.833.3	4.208.3	779.225	253.291.6	405.208.3	70.1	90,200
1978	194.6	32.407	44.861.2	103.186	7.297	1,092.857	354.213.7	564.182.9	73.0	105,477.9
1979	239.7	19.522	37.922	90.029.2	7.843.1	961.820	296.287	511.889.8	75.7	94,000.8
1980	203.0	24.636	50.492	113.103.4	4.679.8	1,231.379.3	342.709.3	676.945.8	81.6	144,738
1981	219.9	28.208	60.533	107.185	6.775.8	1,250.113	347.930.8	694.406.5	85.6	152,201
1982	235.0	23.334	62.638	106.510.6	5.829.8	1,266.170.2	344.255.3	705.021.2	88.0	146,523
1983	232.2	24.602	62.747.6	113.652	14.987	1,377.605	347.975.8	787.166.2	89.7	150,344
1984	251.1	26.429	57.745.9	114.018.3	5.296.7	1,387.256	344.006.3	778.295.5	91.7	160,593.3
1985	200.5	26.719	63.990	148.179	12.568.5	1,889.975	443.790.5	1,086.384	93.5	209,270
1986	159.1	42.257	71.024	201.885	8,862.3	2,597.800.1	517.284.0	1,490.194.8	94.1	221,810
1987	123.5	80.973	99.433.1	282.753	49,149.7	3,663.157	833.765.1	2,183.967.6	94.2	269,765
1988	125.9	96.728	99.630.5	313.547.8	39,968	3,974.016.7	888.670	2,364.163.7	94.9	269,590
1989	143.5	83.957	92.506.1	310.700.5	15,684	3,884.900	797.978	2,392.123.7	97.0	263,660
1990	134.4	78.501	158.905	356.101.1	15,029.7	4,528.050.6	890.104.1	2,793.006	100.0	308,450
1991	125.2	72.059	121.964	376.916	25,079	5,000.079	1,046.645	3,007.028	103.3	338,330
1992	124.8	71.623	153.346	363.927	44,969.9	5,165.050.1	1,091.302	2,971.222.4	105.1	344,770
1993	111.9	98.524	191.327.6	429.772	18,506.9	5,805.185	1,301.832.8	3,330.979	106.4	359,400
1994	99.7	125.860	220.372.9	495.680	50,431.1	6,485.061.2	1,520.653.7	3,834.369.4	107.1	405,754
1995	102.8	183.250	243.897.7	518.525	58,525	6,401.633.8	1,668.190	3,670.524.2	107.0	403,880
1996	116.0	216.648	269.827.5	498.620.6	65,860	5,753.103.4	1,621.982	3,220.000	107.2	385,590
1997	130.0	219.648	252.940	477.799.2	29,165	5,201.692	1,571.989	2,882.724	109.0	391,981

FUENTES: Elaboración propia con base en Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales FMI, varios años

Japan Securities Research Institute, Securities Market in Japan 1998

Nota: Tipo de Cambio promedio del periodo

TEXIS CON  
FALLA DE ORIGEN

# ESTADÍSTICAS FINANCIERAS DE JAPÓN

AÑOS	AFBCJA	CRGBMJA	CNGBCJA	EXPIBJA	DEFPIBJA	GPIBJA	DEUIPIBJA	RIESGO3	PIBGJA
	Relación	Relación	Relación	Relación	Relación	Relación	Relación	Relación	%
1970	0.0369189	0.4145178	0.3775989	0.0948126	-0.0043493	0.11414563	n.d.	-0.061146908	0.25006583
1971	0.0436286	0.2430363	0.1994076	0.1040013	-0.0022429	0.11773081	n.d.	0.065221247	0.193418527
1972	0.0743168	0.1333322	0.0590154	0.0953093	-0.0145244	0.1205488	n.d.	-0.016766783	0.313231353
1973	0.1033361	0.1415787	0.0382426	0.0891679	-0.0162207	0.10394181	n.d.	-0.079511902	0.110254623
1974	0.0651258	0.2836119	0.2184861	0.1208227	-0.0133935	0.10426528	n.d.	0.091465278	0.089679353
1975	0.0444146	0.5040321	0.4596175	0.1117282	-0.0516839	0.1471572	0.38295932	0.129986673	0.170399325
1976	0.0471171	0.4519439	0.4048268	0.1196474	-0.0565323	0.15329023	0.45389692	0.134147293	0.359519139
1977	0.0577803	0.394737	0.3369567	0.1166241	-0.064195	0.16076155	0.64717199	0.094558396	0.35808902
1978	0.070717	0.4347605	0.3640436	0.1004188	-0.0745378	0.17224224	0.81366553	0.051576764	-0.120064167
1979	0.0871173	0.4212189	0.3341016	0.1017031	-0.073654	0.17932102	0.73674807	0.056092912	0.280073831
1980	0.0413763	0.4464234	0.4050471	0.1223348	-0.0702487	0.18376983	0.39469624	0.128581457	-0.008485965
1981	0.0632159	0.5647525	0.5015366	0.1297437	-0.0652265	0.18459692	0.91046993	0.147259411	-0.018412909
1982	0.0547343	0.5800917	0.5333574	0.1272464	-0.0649776	0.18414993	0.70634127	0.085146455	0.053817228
1983	0.1318675	0.5521029	0.4202355	0.123897	-0.0668747	0.18459323	0.59608047	-0.021275472	-0.013646927
1984	0.0464547	0.5064617	0.4800069	0.1341744	-0.0575295	0.17684067	0.69061754	0.001096315	0.33519091
1985	0.0848197	0.4318426	0.3470229	0.1309501	-0.0486956	0.17231914	0.73624792	-0.103347978	0.319362489
1986	0.0438978	0.3518042	0.3079065	0.1052	-0.0475978	0.1698045	1.05679019	0.003269188	0.343188868
1987	0.1738256	0.3516606	0.1778351	0.095254	-0.0348665	0.16766064	1.48760562	0.053753629	0.049271555
1988	0.1274702	0.3177522	0.190282	0.0907222	-0.0258225	0.16274566	1.45267664	0.123537783	-0.061646924
1989	0.0504795	0.297734	0.2472545	0.0945557	-0.0291127	0.16673839	1.35214471	0.121229287	0.14749983
1990	0.0422063	0.4462356	0.4040294	0.0963997	-0.015768	0.15703878	1.11708852	0.022184711	0.144013501
1991	0.0665374	0.323584	0.2570467	0.0924273	0.0169299	0.21274962	0.71066086	-0.256707065	0.031589458
1992	0.1235685	0.4213647	0.2977963	0.0913042	0.003127	0.21364835	0.55528485	-2.7566075491	0.125554149
1993	0.0430621	0.445184	0.4021218	0.0845615	-0.015394	0.23697696	0.63925158	-2.593811993	0.130566849
1994	0.1017412	0.444587	0.3428458	0.0844425	n.d.	n.d.	n.d.	-0.572764687	-0.022621845
1995	0.1126682	0.4703683	0.3575	0.085998	n.d.	n.d.	n.d.	-0.924821368	-0.081547103
1996	0.1320844	0.5411479	0.4090635	0.0893932	n.d.	n.d.	n.d.	-1.147804563	-0.095012465
1997	0.0610403	0.5293856	0.4683453	0.1004156	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-1

**TEJOS CON  
FALLA DE ORIGEN**

FUENTES: Elaboración propia con base en: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales FMI, varios años.

Japan Securities Research Institute, Securities Market in Japan 1998.

Nota: Tipo de Cambio promedio del periodo

# ESTADÍSTICAS FINANCIERAS DE JAPÓN

AÑOS	Importaciones	Cuenta Corriente	Cuenta Financiera	Errores y Omisiones	Déficit Gubernamental	Gasto Gubernamental	Deuda al Gobierno Central	Formación Bruta de Capital Fijo
	md	md	md	md	md	md	md	md
	Dls	Dls	Dls	Dls	Dls	Dls	Dls	Dls
1970	19.000	2.0	-1.2	0.2	-0.9	23.4	n.d.	72.8
1971	21.950	5.8	4.0	0.5	-0.6	30.2	n.d.	87.8
1972	23.937	6.6	-4.4	0.6	-4.4	36.9	n.d.	104.4
1973	37.157.1	-0.1	-3.4	-2.9	-6.5	41.8	n.d.	146.2
1974	60.033.2	-4.7	6.0	0.0	-6.0	46.5	n.d.	155.2
1975	56.287	-0.7	0.5	-0.4	-25.1	71.5	78.5	157.7
1976	65.672.8	3.7	-0.1	0.1	-32.2	87.2	116.4	177.4
1977	79.716.6	10.9	-5.0	0.5	-49.7	124.3	198.0	233.3
1978	82.877.6	16.5	-6.7	0.1	-78.3	180.9	326.9	319.4
1979	101.147.2	-8.7	-6.8	2.4	-68.1	165.7	328.6	292.7
1980	157.510	-10.8	18.9	-3.1	-83.1	217.4	483.5	373.5
1981	143.683	4.8	-11.6	0.4	-76.5	216.5	518.0	358.8
1982	138.961.7	6.9	-16.2	4.7	-74.8	212.0	546.3	339.3
1983	129.263	20.8	-21.3	2.1	-81.1	224.0	626.1	339.7
1984	128.713.6	35.0	-36.6	3.7	-68.9	211.7	638.3	331.5
1985	154.992	49.2	-53.3	3.8	-77.8	275.4	871.1	439.1
1986	135.455	85.8	-73.5	2.5	-100.4	358.0	1,239.7	575.1
1987	176.024	87.0	-45.4	-3.7	-98.7	474.8	1,713.0	802.9
1988	190.758.8	79.6	-66.2	3.1	-76.7	483.6	1,762.8	880.9
1989	202.022.8	57.0	-47.9	-21.8	-81.2	464.9	1,618.4	852.4
1990	251.880	35.9	-21.5	-20.9	-50.5	502.5	1,785.2	1,015.4
1991	254.790	68.2	-67.7	-7.7	62.0	778.8	1,498.4	1,150.1
1992	236.680	112.6	-100.3	-10.4	11.8	806.7	1,572.6	1,150.5
1993	239.820	131.6	-102.2	-0.5	-65.4	1,007.2	1,899.6	1,255.5
1994	281.240	130.3	-85.1	-18.0	n.d.	n.d.	n.d.	1,376.5
1995	306.660	111.0	-64.0	13.8	n.d.	n.d.	n.d.	1,330.7
1996	327.510	65.9	-28.1	0.6	n.d.	n.d.	n.d.	1,277.5
1997	315.160	94.4	-118.1	34.3	n.d.	n.d.	n.d.	1,105.9

FALTA DE ORIGEN

FUENTES: Elaboración propia con base en Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales FMI, varios años.

Japan Securities Research Institute, Securities Market in Japan 1998

Nota: Tipo de Cambio promedio del periodo

# ESTADÍSTICAS FINANCIERAS DE JAPÓN

AÑOS	Bancos Comerciales: activos externos	Bancos Comerciales: pasivos externos	AIIMPJA	K3JA	IPIBJA	CRTPIBJA	KJA	PIB Precios Corrientes
	md	md						
	Dis	Dis	Relación	Relación	Relación	Relación	Relación	Dis
1970	6.599	5.539	0.2267368	8.7484209	0.3550767	0.0031208	8.7484209	205,074
1971	6.020	7.491	0.6661503	9.4929281	0.3424613	0.0038384	9.4929281	256,356
1972	8.864	8.356	0.7337595	9.184702	0.3411911	0.0073598	9.184702	305,940
1973	17.110	13.620	0.3055944	7.988787	0.3639072	0.0112893	7.988787	401,770
1974	20.610	24.950	0.2101171	7.6671869	0.3478356	0.0069277	7.6671869	446,067
1975	20.360	26.690	0.2123048	8.4340405	0.3245314	0.0044497	8.4340405	486,070
1976	21.647	29.037	0.2397644	8.8189847	0.3118443	0.0045626	8.8189847	568,896
1977	21.694	28.581	0.2802553	9.0411927	0.3015806	0.0054412	9.0411927	773,425
1978	33.691	39.013	0.3910224	8.9003993	0.3040395	0.006947	8.9003993	1,050,380
1979	45.435	50.485	0.1930058	8.9768297	0.3167321	0.0084858	8.9768297	924,267
1980	65.666	80.209	0.1563099	9.0152471	0.3156897	0.0039554	9.0152471	1,183,130
1981	84.807	100.391	0.1963211	9.7246564	0.3058845	0.005776	9.7246564	1,173,090
1982	90.949	100.018	0.1679168	9.851381	0.294653	0.0050628	9.851381	1,151,490
1983	109.063	106.645	0.1903252	9.9878753	0.2799524	0.0123506	9.9878753	1,213,460
1984	126.921	127.046	0.2053318	9.8431725	0.2770031	0.0044253	9.8431725	1,196,900
1985	194.620	179.306	0.1723895	10.326527	0.2747668	0.0078647	10.326527	1,598,090
1986	345.327	345.987	0.3119634	10.439006	0.2727597	0.0042032	10.439006	2,108,460
1987	576.828	592.027	0.4600111	10.672681	0.2834862	0.0173548	10.672681	2,832,060
1988	733.688	772.423	0.5070697	10.374283	0.2964228	0.01345	10.374283	2,971,600
1989	842.055	879.721	0.4155818	10.26745	0.3056868	0.0056247	10.26745	2,788,410
1990	950.578	958.478	0.3116603	10.342878	0.3173329	0.0046972	10.342878	3,199,700
1991	942.431	845.674	0.2828172	10.754845	0.3142038	0.0068512	10.754845	3,660,500
1992	879.191	708.623	0.3026153	11.16302	0.3046827	0.0119092	11.16302	3,776,060
1993	918.559	688.436	0.4108248	10.779697	0.2954101	0.0043544	10.779697	4,250,160
1994	1,007.605	723.697	0.4475181	10.803387	0.2864629	0.0104953	10.803387	4,805,090
1995	1,217.867	738.324	0.5975673	10.295963	0.2833517	0.0124617	10.295963	4,696,390
1996	123.529	695.848	0.6615004	9.710754	0.2961692	0.0152687	9.710754	4,313,413
1997	n.d.	n.d.	0.6969412	n.d.	0.2833139	0.0074713	9.3234008	3,903,585

FALLA DE ORIGEN

FUENTES: Elaboración propia con base en Fondo Monetario Internacional. Estadísticas Financieras Internacionales FMI, varios años.

Japan Securities Research Institute. Securities Market in Japan 1998

Nota: Tipo de Cambio promedio del periodo

# ESTADÍSTICAS FINANCIERAS DE JAPÓN

AÑOS	KJA	CRTPIBJA	IPCGJA
	Relación	Relacion	%
1970	8.746420852	0.003120825	0.063583815
1971	9.492928084	0.003838412	0.046195652
1972	9.184701961	0.007359776	0.116883117
1973	7.988786999	0.01128932	0.23255814
1974	7.667186937	0.006927659	0.116981132
1975	8.434040491	0.004449709	0.094594595
1976	8.818984656	0.004562556	0.081790123
1977	9.041192696	0.005441161	0.041369472
1978	8.900399279	0.00694701	0.036986301
1979	8.97682974	0.008485751	0.077939234
1980	9.01524711	0.00395544	0.049019608
1981	9.724656435	0.005776027	0.028037383
1982	9.851380989	0.005062814	0.019318182
1983	9.987875268	0.012350634	0.022296544
1984	9.843172543	0.00442534	0.019629226
1985	10.32652738	0.007864701	0.006417112
1986	10.43900637	0.00420321	0.001062699
1987	10.67268146	0.017354752	0.007430998
1988	10.37428328	0.013449993	0.022128556
1989	10.26744952	0.005624711	0.030927835
1990	10.34287763	0.004697222	0.033
1991	10.75484458	0.00685125	0.017424976
1992	11.16302006	0.011909212	0.012369172
1993	10.77969668	0.004354401	0.006578947
1994	10.80338747	0.01049535	-0.000933707
1995	10.29596297	0.012461699	0.001869159
1996	9.710754028	0.015268652	0.016791045
1997	9.323400779	0.007471337	-1

**PAIS DE ORIGEN**  
**JN**

FUENTES: Elaboración propia con base en Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales FMI, varios años.  
 Japan Securities Research Institute, Securities Market in Japan 1998.  
 Nota: Tipo de Cambio promedio del periodo.

### APENDICE 3.

#### MATRIZ DE CORRELACIÓN

	FBKDD1	CRINTDD	RIESGO3	SALRD	TICNDD1
		1	D		
FBKDD1	1.000000	0.934714	0.237566	-0.102173	-0.678124
CRINTDD1	0.934714	1.000000	-0.006083	-0.116283	-0.632557
RIESGO3D	0.237566	-0.006083	1.000000	-0.374591	0.012652
SALRD	-0.102173	-0.116283	-0.374591	1.000000	0.165210
TICNDD1	-0.678124	-0.632557	0.012652	0.165210	1.000000

FUENTE: Elaboración propia, Estadísticas Financieras Internacionales, FMI, varios años.

TRONCO  
FALLA DE ORIGEN

## Pruebas de Causalidad de Granger <sup>1</sup>

### Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/08/00 Time: 22:16

Sample: 1970 1997

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
SALR does not Granger Cause FBK	27	6.28649	0.01934
FBK does not Granger Cause SALR		0.00054	0.98163

### Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/08/00 Time: 22:15

Sample: 1970 1997

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
SALR does not Granger Cause FBK	26	3.16964	0.06267
FBK does not Granger Cause SALR		0.10655	0.89942

### Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/08/00 Time: 22:09

Sample: 1970 1997

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
FBKD does not Granger Cause SALRD	25	0.48547	0.62247
SALRD does not Granger Cause FBKD		0.55349	0.58350

### Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/08/00 Time: 22:09

Sample: 1970 1997

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
FBKD does not Granger Cause SALRD	26	0.06179	0.80589
SALRD does not Granger Cause FBKD		1.12193	0.30050

<sup>1</sup> Elaboración Propia, 2000.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

## Pruebas de Raíces Unitarias Dickey Fuller

### Apoyos Gubernamentales

FBKDI			
-2.262849	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

AFBCDI			
-4.673668	1%	Critical Value	-3.7343
	5%	Critical Value	-2.9907
	10%	Critical Value	-2.6348

DEFPIBD			
-3.012137	1%	Critical Value	-2.6819
	5%	Critical Value	-1.9583
	10%	Critical Value	-1.6242

DEUPIBD			
-2.545672	1%	Critical Value	-2.7275
	5%	Critical Value	-1.9642
	10%	Critical Value	-1.6269

Fuente: Elaboración Propia, 2000.

GPIBD1			
-2.323771	1%	Critical Value	-2.6819
	5%	Critical Value	-1.9583
	10%	Critical Value	-1.6242

### Rentabilidad del Mercado Accionario

CRINTD1			
-2.208839	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

K3D1			
-4.132729	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

Nikkeidd1			
-3.647639	1%	Critical Value	-2.6700
	5%	Critical Value	-1.9566
	10%	Critical Value	-1.6235

DIF EU/JAPD			
-2.175544	1%	Critical Value	-2.6700
	5%	Critical Value	-1.9566
	10%	Critical Value	-1.6235

Fuente: Elaboración Propia, 2000.

**FRAGILIDAD BANCARIA**

iintdepodl			
-4.051017	1%	Critical Value	-2.6700
	5%	Critical Value	-1.9566
	10%	Critical Value	-1.6235

Riesgo 3DI			
-3.201972	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

TICRDI			
-3.021658	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

PASEXTD			
-2.940117	1%	Critical Value	-2.6603
	5%	Critical Value	-1.9552
	10%	Critical Value	-1.6228

**DEMANDA INTERNA**

IPCGD			
-5.175338	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

Fuente: Elaboración Propia, 2000.

IPCGDI			
-5.175338	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

TICGDI			
-4.990728	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

IPCDDI			
-4.752964	1%	Critical Value	-2.6700
	5%	Critical Value	-1.9566
	10%	Critical Value	-1.6235

ISALARIOSDDI			
-4.289815	1%	Critical Value	-2.6700
	5%	Critical Value	-1.9566
	10%	Critical Value	-1.6235

ISALARIOSDI			
-1.404674	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

Fuente: Elaboración Propia, 2000.

<b>SALRD</b>			
-3.201613	1%	Critical Value	-2.6603
	5%	Critical Value	-1.9552
	10%	Critical Value	-1.6228

### RENTABILIDAD DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

<b>DIFT2DDI</b>			
-0.046497	1%	Critical Value	-2.6700
	5%	Critical Value	-1.9566
	10%	Critical Value	-1.6235

<b>DIFT2GDDI</b>			
-4.801889	1%	Critical Value	-2.6756
	5%	Critical Value	-1.9574
	10%	Critical Value	-1.6238

<b>IPIBDI</b>			
-3.496888	1%	Critical Value	-2.66
	5%	Critical Value	-1.955
	10%	Critical Value	-1.62

<b>PIBGDI</b>			
-5.035528	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

Fuente: Elaboración Propia, 2000.

## FINANCIAMIENTO EXTERNO

IEXT (BONOS FEDERALES EU)			
IEXTD1			
-4.561514	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

PIBMUND1			
-.502716	1%	Critical Value	-2.6649
	5%	Critical Value	-1.9559
	10%	Critical Value	-1.6231

Fuente: Elaboración Propia, 2000.