

El sistema financiero japonés: de la liberalización a la crisis, 1970-2002

DOI: 10.32870/mycp.v6i18.188

*Geneviève Marchini**

I ntroducción

Desde 1989 Japón conoce una crisis económica y financiera que se ha ido profundizando paulatinamente y causa gran preocupación fuera de sus fronteras, en particular en Estados Unidos y en los organismos financieros multilaterales. A partir del estallido de la burbuja formada en los mercados accionario e inmobiliario, la situación de la economía y del sistema financiero no dejaron de deteriorarse. A pesar de la política monetaria cada vez más laxa, de los esfuerzos de reactivación mediante el gasto fiscal deficitario y de las reformas estructurales, las políticas públicas no lograron dinamizar de manera duradera la economía japonesa. Durante la década de los noventa, Japón experimentó tres recesiones y su ritmo de crecimiento económico promedio fue sólo de 1% al año, muy inferior al de las demás economías de la OCDE, lo cual lleva ya a hablar de la “década perdida” japonesa.¹ En 2003 resulta claro que desde hace mucho las políticas macroeconómicas convencionales han fracasado y que el margen de maniobra del gobierno se ha reducido de manera dramática: las tasas de interés nominales son prácticamente nulas, la deuda interna bruta del gobierno japonés se ha elevado hasta alcanzar 140% del Producto Interno Bruto (PIB) y el país se halla sumido en un peligroso proceso de deflación.

La crisis se profundizó desde 1997, cuando se produjeron algunas quiebras muy sonadas de intermediarios financieros de gran tamaño; el deterioro general de la economía llevó entonces las bancarrotas corporativas a niveles muy elevados, involucrando a

empresas de diversos sectores, en especial en la distribución y la construcción. En el ámbito financiero, esta situación se ha traducido en un alza de los préstamos incobrables, no obstante los prolongados esfuerzos de los bancos y de las autoridades para “limpiar” los balances bancarios, una situación que lleva a algunos analistas a evocar el espectro de una crisis sistémica, o quiebra del sistema bancario, con repercusiones de alcance mundial debido a la posición de acreedor internacional de Japón en los mercados financieros mundiales. En este contexto, las autoridades japonesas han sido sometidas a intensas presiones internacionales, en especial de parte de Estados Unidos, para acelerar las reformas y actuar con mayor firmeza para sanear y reestructurar el sistema bancario.

La duración y la profundidad de la crisis de una economía que logró, en décadas pasadas, adaptarse exitosamente a choques externos de gran magnitud (los dos choques petroleros y, desde 1985, la apreciación del yen posterior a los acuerdos del Plaza) llevaron a los especialistas a formular varias explicaciones que no se excluyen mutuamente. Bayoumi y Collins² resaltan las causas financieras, destacando el papel procíclico desempeñado por las instituciones financieras en la formación de la burbuja y en el posterior declive de los precios de los activos. Hayashi y Prescott³ ubican los problemas en la esfera real, y más precisamente en la caída de la productividad asociada con las dificultades de adaptación del modelo japonés a un nuevo contexto más abierto y competitivo. Geoffron y Rubinstein, así como Ito, resaltan la problemática de la ruptura del modelo japonés, que se traduciría en una pérdida de coherencia interna y en una creciente ineficiencia de sus elementos constitutivos.⁴ Finalmente, Krugman⁵ señala la insuficiencia de la

* Profesora investigadora del Departamento de Estudios del Pacífico, CUCSH, Universidad de Guadalajara, e investigadora nacional.

demanda y la presencia de una “trampa de la liquidez” keynesiana.

En este artículo se privilegiará la hipótesis de una ruptura estructural del modelo económico, que de ninguna manera está reñida con las demás que ilustran aspectos específicos de la crisis. El texto se propone analizar los aspectos financieros de esta ruptura, ubicándolos en el contexto de la crisis sistémica por la que Japón atraviesa, la cual sucedió después de un largo y progresivo proceso de desreglamentación que transformó sustancialmente el funcionamiento del sistema financiero y sus relaciones con el sector real de la economía.

Este artículo consta de cuatro secciones: la primera presenta de manera resumida las principales características del sistema financiero anterior a las reformas y el papel que desempeñó en el período de alto crecimiento de la economía japonesa. En un segundo apartado se aborda la primera ola de reformas financieras y la crisis de 1989, mientras en la tercera se analizan los esfuerzos de rescate, así como las reformas y transformaciones aplicadas al sistema desde 1992. La cuarta sección examina los resultados de las medidas anteriores y la problemática actual del sistema financiero.

El sistema financiero y el financiamiento del crecimiento económico hasta 1975

El sistema financiero que emergió en Japón en la segunda mitad de los años cuarenta fue producto de evoluciones iniciadas en las dos décadas anteriores y de medidas tomadas en la posguerra bajo la influencia de las autoridades de ocupación. En efecto, los años 20 fueron caracterizados en Japón por una serie de turbulencias financieras que llevaron

a las autoridades a reforzar el control del sistema financiero: en 1922 una crisis contribuyó a fragilizar el sistema, lo que provocó en 1927 una corrida bancaria y una serie de quiebras de intermediarios. Por otra parte, los acontecimientos que siguieron al *Krach* de 1929 indujeron a las autoridades japonesas a reglamentar severamente los mercados financieros, reduciéndose su papel en favor de la intermediación bancaria. De manera simultánea se producía un acercamiento entre bancos y capitales industriales, que

se reforzó significativamente durante el período de economía de guerra; el sistema de la *banca principal*, así como la práctica de los bancos comerciales de acudir al financiamiento del banco central, tienen allí sus antecedentes directos.⁶ Por último, la segmentación del sistema en instituciones especializadas con un rango limitado de operaciones autorizadas fue organizada por una ley de 1949, inspirada del *Glass-Steagall Act* estadounidense, el cual separaba mercado de dinero y mercado de capitales.

Los rasgos esenciales del sistema financiero

El sistema financiero que surgió en la posguerra fue orientado en primera instancia hacia el financiamiento de la reconstrucción, y de la industrialización, con la perspectiva de alcanzar un nivel de desarrollo similar al de las economías más avanzadas. Yukihiro Endo⁷ considera que tres precondiciones autorizaron el surgimiento de este sistema específico: el contexto internacional propio de la Guerra Fría, aunado a la caracterización inicial de Japón en tanto “país pequeño”, permitieron aislarlo mediante barreras a los flujos de capital transfronterizos, mientras que el consenso nacional forjado alrededor del objetivo prioritario de reconstrucción económica llevó a los ahorristas japoneses a aceptar rendimientos financieros bajos. Las

El estancamiento, a veces la regresión, parece caracterizar el desarrollo de la esfera financiera japonesa desde 1992 hasta la fecha

características esenciales del sistema eran el papel central desempeñado por una intermediación bancaria segmentada, el gran peso de ciertas instituciones públicas, el desarrollo rudimentario de los mercados de títulos y el carácter extensivo de la reglamentación.

En el mercado de dinero operaban los grandes bancos comerciales o *city banks*, el Banco de Tokio y bancos regionales o locales de menor tamaño. Los primeros, establecidos en las ciudades más importantes del país, prestaban principalmente a las grandes empresas y, como lo veremos en la sección siguiente, mantenían una cartera de participaciones accionarias en el capital de estas empresas, y sobre todo de las empresas pertenecientes al conglomerado del cual formaban parte. Para responder a una fuerte demanda de fondos, estos bancos adoptaron la práctica de prestar más allá de lo que permitían sus recursos, recibiendo líneas de financiamiento del banco de Japón, lo cual las hizo sensibles a la “persuasión moral” y a las recomendaciones de la banca central.⁸ Al lado de estos intermediarios, y en parte gracias a las restricciones puestas por la reglamentación vigente a la extensión de las redes de sucursales, siguieron existiendo bancos de alcance regional o local, que se han dedicado a financiar las empresas medianas y pequeñas. Finalmente, un sector cooperativo o mutualista colectaba una gran parte de los ahorros de las familias, en especial rurales, dirigiéndolos hacia el financiamiento del sector agrícola y de pequeñas y medianas empresas.

El financiamiento de la inversión se hallaba a cargo de tres bancos de crédito a largo plazo, siendo el más importante el Banco Industrial de Japón, y de *trust banks*, que fondeaban sus intervenciones de un modo muy distinto. Los primeros, que no estaban autorizados a recibir depósitos del pueblo, recurrían a la colocación de bonos entre el público y los demás intermediarios financieros, privados y públicos,⁹ mientras que los segundos recibían ahorro de largo plazo de las familias.

Paralelamente a estas instituciones privadas, el sector público desempeñaba un papel relevante en la intermediación de fondos. El sistema de ahorro postal colectaba una parte sustancial de los depósitos de los hogares, pues presentaba varias características atractivas para el ahorrador: extensa red de agencias, seguridad e instrumentos de mayor plazo que los bancos privados aunados a algunas ventajas fiscales. Los fondos colectados por este medio constituían lo esencial de los recursos de un fideicomiso público (*Trust Fund Bureau*) que se encargaba de asignarlos a las actividades de las diferentes instituciones financieras públicas y, en ciertos casos, privadas. Entre los principales intermediarios públicos figuraban la Corporación de Crédito a la Vivienda, la Corporación de Financiamiento a la Pequeña Empresa, la Corporación de Financiamiento Popular (destinada a financiar pequeñas empresas de nueva creación), el Banco Japonés de Desarrollo y el Eximbank de Japón. Estas instituciones no estaban destinadas a competir con el sector financiero privado, sino más bien a complementar su acción.

A lo largo de todo el período, los inversionistas institucionales, fondos de pensiones y aseguradoras permanecieron subdesarrollados y los mercados de títulos negociables tuvieron un papel muy reducido en la asignación de recursos. Las reglamentaciones vigentes encarecían el financiamiento de mercado, y el sistema de participaciones cruzadas entre empresas buscaba estabilizar la composición de los tenedores,¹⁰ reduciendo la proporción de las acciones intercambiadas libremente en el mercado y disminuyendo aún más el alcance del mercado accionario.

Además de delimitar estrictamente las competencias respectivas de cada tipo de institución, la reglamentación de la esfera financiera aislaba la economía de los flujos transfronterizos de capitales (Ley de control de cambios de 1947) y limitaba la intervención de la banca extranjera a la realización de operaciones en divisas. Por otra parte, el banco

central fijaba las tasas de interés en el sistema, organizando la estructura de tasas alrededor de la tasa de descuento del Banco de Japón. La estabilidad macroeconómica, la confianza de la cual gozaban las instituciones y el elevado nivel de ahorro interno favorecieron un importante desarrollo del sistema, a pesar de la poca variedad y sofisticación de los instrumentos ofrecidos y de sus rendimientos reales modestos.

La descripción del sistema financiero japonés permite concluir que mostraba características que, si bien estaban alejadas del arquetipo de sistema financiero anglosajón, no dejaban de ser comunes en el período considerado, tanto en economías desarrolladas (Europa continental) como en países en desarrollo. La originalidad del sistema financiero japonés descansaba en tres pilares: 1) la organización de las grandes empresas industriales en conglomerados o *keiretsu* y el sistema de participaciones accionarias cruzadas en el capital de las empresas; 2) el papel de la *banca principal* y la cooperación entre bancos, con el *sistema del convoy*, y 3) la cooperación entre las diferentes instituciones encargadas del financiamiento a la industria, bajo la conducción del Ministerio de Industria y Comercio Internacional (MITI).

El sistema del banco principal concernía sobre todo, mas no exclusivamente, a las grandes empresas industriales pertenecientes a los *keiretsus* y los grandes bancos comerciales. Surgió en un ambiente de escasez de fondos, en el cual los bancos se hallaban en posición de superioridad, y sus mecanismos principales, heredados de la economía de guerra, son los vínculos privilegiados entre industria y banca, así como la dependencia de las empresas del financiamiento de origen bancario, las prácticas cooperativas establecidas entre los bancos y la disminución del poder de los accionistas.¹¹ En este sistema, los bancos eran a la vez accionistas y prestamistas de una empresa, y delegaban el poder de decisión al banco que detenía más créditos sobre ésta.¹² La virtud del sistema radicaba en que la posición del banco principal le permitía realizar el seguimiento y el

monitoreo de los proyectos de inversión a lo largo de toda su duración, y disponer de información privilegiada que facilitaba la detección temprana de eventuales problemas financieros, reduciendo así las asimetrías de información entre empresa y banco.¹³

El financiamiento concedido por la banca privada era completado con aquel otorgado por las instituciones financieras públicas mediante el crédito dirigido. Ejercido exclusivamente por las instituciones públicas, alimentadas por el Programa de Inversión Fiscal y Préstamo, que recibía a su vez fondos del *Trust Fund Bureau*, el crédito selectivo buscaba financiar actividades que no recibirían el apoyo de las instituciones financieras privadas, que pertenecían a sectores nuevos que se planeaba impulsar, o a sectores en declive que cabía reestructurar.¹⁴ Si bien el crédito selectivo siempre constituyó un porcentaje modesto del financiamiento total del sistema —10% en la década de los sesenta, 15% en los años setenta y ochenta, 12% a inicios de los noventa¹⁵—, su importancia real ha sido mayor: por un lado, estos fondos fueron críticos para un pequeño número de sectores en los cuales se concentraron, cuya composición ha variado constantemente, siguiendo las prioridades de la política industrial; por otro, el crédito selectivo desempeñó un papel catalizador para las empresas que lo recibieron, facilitando el otorgamiento de créditos de corto plazo por los bancos comerciales.

Reformas financieras, transformación del patrón de financiamiento y crisis: 1975-1992

Las reformas financieras han empezado en 1975, pero es solo a partir de la década de los ochenta que han cobrado mayor alcance. A diferencia de las economías anglosajonas, donde las innovaciones concebidas por las instituciones financieras privadas desempeñaron un papel motor en el proceso de desreglamentación, la liberalización de la esfera financiera japonesa, si bien respondió también a presiones de los mercados, se ha

hecho bajo un control más estrecho de las autoridades.¹⁶ Dos tendencias de la economía real desempeñaron un papel decisivo en la introducción de reformas: a) la profundización de los déficit públicos, a partir de 1975, obligó al gobierno japonés a buscar nuevas modalidades de financiamiento, que desarrollarían los mercados de títulos de deuda negociables; b) la magnitud de los cambios en el saldo de la cuenta corriente y la excesiva volatilidad del tipo de cambio real posteriores a la quiebra del sistema cambiario internacional de Bretton-Woods llevaron a las autoridades a dar pasos destinados a liberalizar y desarrollar el mercado de divisas.

Simultáneamente, la abundante liquidez de la cual disfrutaban ciertas grandes empresas las llevó a buscar una gestión financiera más activa. A este conjunto de causas relacionadas con actores japoneses cabe finalmente agregar el papel relevante que desempeñaron las presiones externas ejercidas en los años ochenta por el gobierno de Estados Unidos, que buscaba abrir y liberalizar los mercados financieros japoneses en provecho de sus propias instituciones.

Estas presiones externas han estado presentes a lo largo de todo el proceso, haciéndose más notorias aún desde finales de los noventa, y las autoridades japonesas han sido sometidas a críticas muy severas debido a su gestión de la crisis bancaria.

Las reformas financieras comprendieron una diversificación de los instrumentos y una progresiva desreglamentación de las tasas de interés, así como medidas destinadas a ampliar el rango de las operaciones autorizadas de los intermediarios financieros y a elevar el grado de competencia entre diferentes tipos de instituciones. Más tarde, una serie de dispositivos buscó reforzar la supervisión y la seguridad del sistema.

El carácter progresivo de las reformas, 1975-1992

Un primer conjunto de medidas buscó desreglamentar la determinación de los

rendimientos financieros: se procedió mediante la creación de nuevos instrumentos asociados a tasas libres (bonos públicos en 1975, certificados de depósito en 1979, aceptaciones bancarias y *money market certificates* en 1985); su monto unitario elevado los reservó en un primer momento a grandes inversionistas, pero luego, estas restricciones fueron suavizadas o levantadas (respectivamente, 1988 y 1992). En consecuencia, coexistieron instrumentos con tasas fijadas (*posted rates*) y con tasas libres, y el ámbito de las tasas determinadas por el mercado fue ganando importancia. Así, en 1992, más de dos terceras partes de los recursos de los bancos comerciales pagaban rendimientos determinados por el mercado. A estas medidas cabe agregar, a partir de 1989, una determinación más libre de las comisiones cobradas por los intermediarios por negociar con títulos, válida para las grandes transacciones.

Una segunda serie de medidas se enfocó a desreglamentar las operaciones permitidas a los diferentes tipos de intermediarios, borrándose parcialmente la segmentación del sistema. La ley bancaria de 1981 permitió a los bancos intervenir en el mercado de títulos públicos, donde se autorizó (1988) también la participación del sistema de ahorro postal y de las compañías de seguros. En 1988 quedó acordada la titularización de las creencias hipotecarias.

Por último, se abrió significativamente el sistema con la revisión, en 1980, de la ley de control de cambios, que facilitó los flujos de fondos transfronterizos, permitiendo la creación de un mercado de euroyen, y, en 1986, del *Japan Offshore Market*, destinado a no-residentes. La internacionalización de las operaciones de los bancos nipones acompañó la extraordinaria expansión de la inversión extranjera directa y de las inversiones de cartera japonesas ultramar; en contraparte, se produjo una intervención de alcance todavía modesto de las instituciones extranjeras, bancos y casas de bolsa en la esfera financiera japonesa.

A pesar de estos cambios introducidos en el funcionamiento del sistema financiero japonés, la liberalización había avanzado menos que en la mayor parte de las economías desarrolladas. Sin embargo, aún con esta transformación incompleta, la desreglamentación y las modificaciones de las relaciones entre agentes trajeron como corolario indeseado una crisis financiera.¹⁷

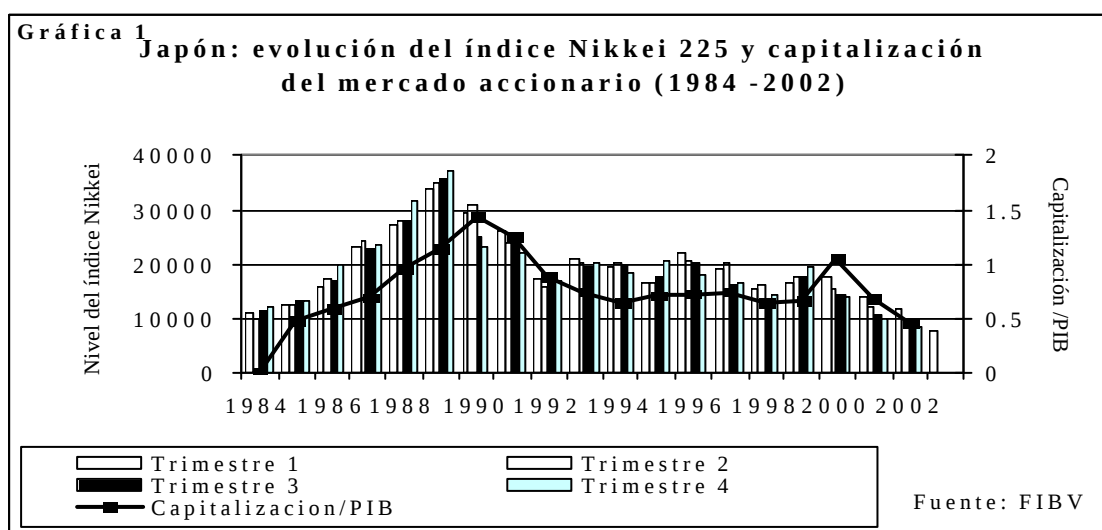
Burbuja especulativa y crisis financiera

A partir de 1989 se produjo el estallido de una burbuja especulativa formada en años anteriores en la bolsa de valores y en el sector inmobiliario, que había conllevado alzas espectaculares de los precios de las acciones y de los terrenos. Entre 1989 y la actualidad, la “corrección” en el precio de estos activos produjo una disminución de casi 80% del precio de las acciones con respecto al valor máximo alcanzado en 1989 (gráfica 1), y una caída de similar importancia del precio promedio de los terrenos.

Los mecanismos que propiciaron el fenómeno especulativo y la posterior crisis financiera son comunes a muchas otras crisis que sobrevinieron en el transcurso de una liberalización: pérdida de clientes tradicionales para los bancos y reacomodo de sus carteras hacia el financiamiento de actividades más riesgosas, inmobiliarias en

especial, conductas especulativas de los agentes, insuficiencia de la supervisión y de los dispositivos prudenciales en el entorno parcialmente liberalizado. En efecto, al propiciar el desarrollo de los mercados monetario y accionario internos, y al permitir el acceso al financiamiento internacional, las reformas crearon fuentes alternativas de fondos, liberando las grandes empresas de la tutela bancaria. En consecuencia, los vínculos otrora estrechos que se habían establecido entre banca y gran empresa industrial tendieron a debilitarse: los préstamos bancarios que representaban, entre 1965-1969, 80% del financiamiento externo de las grandes empresas, sólo constituían 10% de éste entre 1985-1988. Para la banca, los préstamos a grandes empresas, que alcanzaban 60.7% del total de sus préstamos vigentes en 1975, descendieron a 29.6% en 1990.

En suma, las principales evoluciones propiciadas por la liberalización financiera, vale decir el papel creciente de los mercados en el financiamiento de las grandes empresas, la titularización de las creencias bancarias, el incremento de la competencia interbancaria y el debilitamiento de la posición financiera de los intermediarios posterior a la crisis, han debilitado tanto el sistema del banco principal como el alcance de las participaciones cruzadas, pilares de los arreglos financieros propios al modelo japonés de desarrollo.¹⁸ El



debilitamiento de estos arreglos financieros, que orientaban el sistema hacia el financiamiento de la industria, ha ido acompañado del surgimiento de un comportamiento especulativo de parte de los agentes tanto financieros como no-financieros.¹⁹

En efecto, la pérdida parcial de su clientela empresarial tradicional llevó a los bancos a prestar sus fondos a clientes menos conocidos y, por lo general, más riesgosos: particulares y pequeñas y medianas empresas, en especial actividades en el sector inmobiliario. De hecho, la indebida concentración de préstamos hacia el sector inmobiliario no fue propia de un solo tipo de banco: todos participaron en ella, bancos comerciales nacionales y regionales, pero también *trust banks* y bancos de crédito a largo plazo, hasta las cooperativas de crédito rurales. El cuadro 1 muestra que entre 1985 y 1991 se expandieron de manera desproporcionada los créditos orientados hacia cuatro tipos de actividades: construcción, propiedad inmobiliaria, arrendamiento y otros intermediarios financieros, donde se concentraron posteriormente los préstamos de mala calidad. Cabe señalar adicionalmente que una fracción importante de los créditos otorgados (30%, antes del estallido de la burbuja) era garantizada por propiedades inmobiliarias.²⁰

Los bancos participaron también activamente en la especulación del mercado accionario: en 1989 sus intervenciones representaban 20% de las transacciones totales. Asimismo, las casas de bolsa y las grandes empresas apoyaron la formación de la burbuja: en este período, se estima que las dos terceras partes de los fondos conseguidos por las grandes empresas en los mercados financieros o vía crédito bancario se dirigieron hacia inversiones financieras.²¹

El papel de las autoridades en el surgimiento de la crisis no se limitó a implementar una política monetaria laxa que favoreció la creación de la burbuja, al facilitar a los agentes la liquidez requerida. Incluyó también la insuficiente atención prestada al fortalecimiento de las reglas de capitalización y de conducta prudente,²² necesarias en un ámbito liberalizado, así como a la elevación del nivel de riesgo de la clientela bancaria. En este entorno de creciente riesgo financiero, la modificación de las expectativas en el mercado accionario, vinculada a la adopción de una política monetaria más restrictiva, bastó para desencadenar a inicios de 1980 el desplome de las cotizaciones accionarias, seguido un año después de la caída de los precios de los terrenos, la cual prosiguió durante toda la década. La excesiva exposición de agentes no-financieros e intermediarios al riesgo asociado con los mercados accionario e inmobiliario,

Cuadro 1
Japón: préstamos a sectores seleccionados (1985-1991)

Tipo de actividad	Préstamos vigentes (a fines de 1991) ^a	Tasa de crecimiento 1985-1991
Préstamos totales	479.9	54.30%
Ind. manufacturera	74.3	-1.70%
Otras actividades	309.7	64.30%
- Construcción	29.5	43.90%
- Inv. inmobiliaria	56.2	210%
- Arrendamiento	19.8	94.30%
Total de tres actividades	105.5	85%
- Otras instituciones financieras	40.1	230%
Total de cuatro actividades	145.6	94.90%

^a En millones de millones de yenes.

Fuente: Abiko, Yuichi "A View of Japan's Non-performing Loans: The current status of disclosure and the effects of taking 'Prompt Regulatory Action' ", en *Monthly Report* n° 109, octubre 1997, en: http://www.iptp.go.jp/reserch_e/monthly/m-serch/finance/1997/no109/monthly-1091-html.

generó una situación de fragilidad financiera²³ en numerosas instituciones del sistema. Si las instituciones financieras tuvieron un papel protagónico en la intensificación de la burbuja, su comportamiento procíclico aceleró la espiral descendente de los precios luego del estallido de ésta; en efecto, para frenar el deterioro de sus razones de capitalización, los bancos restringieron sus préstamos, profundizando la recesión y agudizando la caída de los precios de los activos, en pocas palabras, contribuyendo a hacer entrar la economía en el círculo vicioso donde se encuentra hoy atrapada.

Rescate y reformas financieras desde 1992

A partir de 1992 se manifestaron las primeras señales de fragilidad financiera entre las instituciones bancarias, y las autoridades japonesas introdujeron las primeras medidas correctivas. Éstas consistieron en una aceleración de la liberalización y en un reforzamiento del dispositivo prudencial. Así, a partir de 1992, se profundizó la desreglamentación de las tasas de los depósitos bancarios y del ahorro postal hasta alcanzar la liberalización completa en 1994. En 1993 la Ley de reforma del sistema financiero redefinió los ámbitos de acción respectivos de los bancos y de las casas de bolsa, permitiendo un mayor grado de competencia en algunos de sus mercados específicos, mediante la creación de empresas afiliadas. Los primeros quedaron autorizados a tener filiales casas de bolsas, y los segundos a competir con algunos productos tradicionalmente ofrecidos por los bancos. Por otro lado, los bancos comerciales fueron facultados para prestar a plazos más largos, compitiendo así con los bancos de crédito a largo plazo y, en 1995, para participar a la gestión de fondos de pensiones.

Estas medidas liberalizadoras fueron acompañadas de una serie de dispositivos que buscaron reforzar los mecanismos de conducta prudencial y de supervisión de los intermediarios; estas medidas incluyeron la creación (1992) de una agencia de supervisión

de las operaciones bursátiles, acompañada por el reforzamiento del control de las actividades de las casas de bolsa, así como la obligación para los bancos con actividades internacionales de adoptar (1993) las normas de capitalización dictadas por el Acuerdo de Basilea, extendiéndose una obligación de capitalización mínima menos exigente en 1996 a los bancos regionales y mutualistas.²⁴ A estas disposiciones se asoció la introducción (1993) de la obligación legal para los bancos de hacer públicos los montos de ciertas categorías de préstamos de mala calidad presentes en sus carteras de créditos. Este proceso culminó para las principales clases de bancos en marzo de 1997.²⁵

A pesar de estos cambios, en 1997 la liberalización japonesa había avanzado menos que en la mayor parte de las economías desarrolladas. Aún cuando la creación de nuevos instrumentos, en especial en el mercado de dinero, permitió el desarrollo de mercados donde acuden y compiten todos los intermediarios, las antiguas especializaciones vinculadas al sistema financiero segmentado perduraban.²⁶ Por otro lado, el rango de instrumentos ofrecidos a los ahorristas seguía siendo poco amplio y la introducción de nuevos productos financieros seguía requiriendo la autorización previa del Ministerio de Finanzas.²⁷ A finales de 1996, las demandas tanto internas como externas de reforma y mayor “flexibilidad” del sistema, aunadas a una serie de colapsos en el ámbito financiero,²⁸ llevaron a las autoridades a elaborar un amplio programa de reformas anunciado en los primeros meses de 1997 bajo el nombre de Big Bang.²⁹

El Big Bang del sistema financiero japonés

Este programa buscaba la liberalización completa y rápida de las actividades de bancos, casas de bolsa y demás instituciones del sistema financiero.³⁰ Conforme al calendario anunciado con anterioridad, las primeras medidas empezaron a introducirse en 1997, y, en razón del deterioro de la situación de numerosas instituciones financieras, desde

1998 la implementación del programa se hizo a la par de diversas medidas de apoyo al sector y de rescate financiero contenidas en el Programa de estabilización financiera, presentado también en los primeros meses de 1998, y de nuevas iniciativas adicionales posteriores.

Este Big Bang se proponía mejorar la eficiencia de la intermediación financiera nipona y hacer de Tokio una plaza financiera internacional de primer nivel para el año 2001. Estos objetivos generales debían alcanzarse sobre la base de la aplicación de los principios de libertad, transparencia y confiabilidad de los mercados, aunados con su universalidad, fundamentada en la innovación y la internacionalización.³¹ Las medidas, que sintetizamos aquí de manera muy resumida,³² incluyeron la reforma en diferentes etapas del conjunto de leyes que rigen el sistema financiero. De particular importancia fue la modificación de la Ley cambiaria, orientada a levantar los dispositivos que frenaban todavía los flujos transfronterizos de capitales. En el ámbito bursátil, se mejoraron las condiciones legales y reglamentarias de acceso a los mercados, perfeccionándose los sistemas de intercambio de títulos. Se autorizó un rango de nuevos instrumentos, en particular nuevas categorías de bonos corporativos, derivados financieros bursátiles y extrabursátiles, y se amplió el uso de instrumentos existentes, como las *stock-options*. Desde 1999 las comisiones de las casas de bolsa quedaron enteramente libres.

Las barreras que seguían compartimentalizando el sistema se eliminaron progresivamente: los bancos fueron facultados para incursionar en el mercado de los fondos de inversión, donde operaban solamente las casas de bolsa, y en las actividades de seguros (octubre 1999), mientras las aseguradoras pudieron entrar al negocio bancario un año después. Mientras se eliminaban las restricciones que limitaban las operaciones autorizadas a las casas de bolsa, el acceso de las compañías de seguros a las operaciones sobre títulos fue acelerado (diciembre de 1998).³³

Estas medidas fueron acompañadas de la revisión y actualización del dispositivo de regulación y supervisión, así como de las reglas contables, con el propósito de adoptar prácticas y estándares de mejor calidad, más cercanas a los criterios de uso internacional. En el ámbito bancario, las medidas se concentraron en la introducción del Programa de Pronto Acción Correctiva (PAC), permitido por la revisión de la Ley Bancaria de junio de 1996, el que se proponía mejorar los sistemas de evaluación de riesgo y vigilar más estrictamente el cumplimiento de los requisitos de capitalización de Basilea. El PAC requiere de los bancos la elaboración de estados financieros que reflejen la calidad de los activos, los cuales deben ser auditados por contadores públicos certificados. Sobre la base de estas informaciones y de las inspecciones que realizan, las autoridades se ven facultadas para ordenar medidas correctivas a las instituciones cuya capitalización cayese por debajo de los niveles establecidos por la ley.³⁴ La supervisión del sistema fue encargada a una Agencia de Supervisión Financiera (Financial Supervisory Agency, o FSA) de carácter autónomo, desprendida del Ministerio de Finanzas.

El programa de estabilización financiera y sus secuelas

El programa creó la infraestructura y las instituciones públicas requeridas para tratar con una crisis bancaria. Contemplaba inicialmente dos clases de medidas administradas por la Corporación de Seguro de Depósito (*Deposit Insurance Corporation*, DIC), con un costo inicial estimado en 30 millones de millones de yenes. Se estableció una cobertura universal de los depósitos bancarios que ampliaba el anterior seguro de depósito que únicamente protegía un valor máximo de 10 millones de yenes por depósito. Este dispositivo, que buscaba evitar el pánico de los depositantes en caso de quiebra de alguna institución, tenía vigencia hasta marzo de 2001, cuando empezó a eliminarse para ciertos instrumentos hasta su desaparición total en abril de 2003. Se deduce de ello que

las autoridades anticipaban una salida de la crisis anterior a esta fecha y el regreso a una situación más normal, en la cual el seguro de depósitos volvería a su nivel inicial, con el objetivo de evitar el “riesgo moral” asociado a una protección universal.³⁵

Además, el programa contemplaba recapitalizar el sistema bancario, a través de la compra de acciones preferenciales o de obligaciones subordinadas emitidas por los bancos, lo que implicaba una entrada del gobierno en el capital del sistema. El monto máximo previsto inicialmente en 1998 (100 000 millones en el caso de los mayores bancos) era considerado insuficiente por muchos analistas, algo como una gota en el mar frente a los 30 millones de millones de activos de estas instituciones.³⁶ Finalmente, el monto total inyectado por las autoridades en los bancos entre 1998 y 1999 alcanzó 7 450 miles de millones de yenes.³⁷ En los años posteriores, el gobierno de Japón recalcó en varias oportunidades que, si bien mantenía fondos disponibles para una intervención en caso de crisis sistémica en el ámbito bancario, no volvería a inyectar fondos para rescatar un banco individual o para apoyar la “limpia” de balances.³⁸ Sin embargo, como lo veremos más adelante, estas declaraciones han sido desmentidas en los hechos con la quiebra, en mayo de 2003, del quinto banco del sistema que llevó a introducir fondos públicos en esta institución.

Siempre con el objetivo de fortalecer, incluso de manera algo artificial, la capitalización bancaria, se introdujeron dos medidas de carácter contable que permitieron respectivamente la valoración de los activos financieros a su precio de adquisición y la introducción de las ganancias sobre el valor de los terrenos en el cálculo del capital. El primero de estos dispositivos fue de carácter temporal, pues las reformas llevaron a introducir un método de contabilización más cercano a los estándares internacionales. Finalmente, se creó una dependencia pública encargada de adquirir préstamos de mala calidad. Financiada por bonos emitidos por la

DIC, la Resolution and Collection Corporation (RCC) nació en 1998 con el objetivo de adquirir y disponer de estos activos problemáticos y sus garantías colaterales. Sin embargo, hasta 2001, su papel fue limitado, ya que compraba los activos de mala calidad con un descuento promedio de 96% de su valor, que obligaba los bancos vendedores a declarar fuertes pérdidas.³⁹

Estas medidas mostraron rápidamente su carácter insuficiente, en particular en lo que concierne a la calidad de los activos bancarios porque el deterioro de la situación económica siguió degradando sus diversos componentes. Los préstamos de mala calidad —incluyendo tanto los irrecobrables como los de la “zona gris” de empresas en dificultad, que están siendo servidos gracias al nivel extremadamente bajo de las tasas— han seguido creciendo tanto en valor como en términos relativos, a pesar de los esfuerzos de los bancos, que a lo largo de la década pasada limpiaron su balance de un monto agregado de cartera vencida equivalente a 16% del PIB.⁴⁰ Otro componente importante de sus activos, los portafolios accionarios producto de la anterior estrategia de participaciones cruzadas, cuya valorización permitía financiar la disposición de préstamos vencidos, han perdido valor de mercado en razón de la continua caída de las cotizaciones e implican ahora un riesgo adicional para los bancos (gráfica 1). Esta evolución resultaba tanto más riesgosa para los bancos que a partir del reporte financiero de septiembre de 2001, las acciones debían figurar ya no con el precio al cual fueron adquiridas, sino con el precio de mercado, lo cual revelaría sus pérdidas.

Esta situación llevó a las autoridades japonesas a introducir medidas y programas complementarios para restaurar la salud financiera del sistema. Si bien estos programas no han suscitado el entusiasmo de los observadores internacionales, que los encuentran tímidos e insuficientes,⁴¹ han ido dinamizado la disposición de activos en problemas y, como lo veremos más adelante, han acelerado el proceso de cambio en el sistema financiero. En

el ámbito bancario, éstos se han enfocado al fortalecimiento de los métodos de clasificación de los préstamos, a la aceleración de la disposición de préstamos vencidos y a la reducción de la exposición al riesgo de precios accionarios. En relación con la cartera vencida o dudosa, la FSA fortaleció a fines de 2001 su programa de inspecciones, emprendiendo una revisión más estricta de la clasificación de los préstamos, y elevando las exigencias de constituir provisiones por pérdidas, en particular en el caso de los mayores deudores.

Simultáneamente, se estableció una exigencia de disposición de los préstamos vencidos en un plazo limitado,⁴² reforzada en abril de 2002, cuando se incitó a los bancos a disponer de una mitad de éstos en un año, y del 80% del valor total en dos años.⁴³ Asimismo, se amplió el papel de la RCC en diciembre de 2001, con la nueva Ley de Reconstrucción Financiera, que amplió sus facultades, autorizándole la compra de un mayor rango de activos⁴⁴ a “precio justo” de mercado, la participación en las subastas de activos de mala calidad y la emisión de títulos respaldados por activos inmobiliarios.⁴⁵ Estas modificaciones deberían permitir que este organismo eleve sus compras de activos a precios mejores para los bancos,⁴⁶ que les ayudarán a minimizar las pérdidas declaradas. La constitución reciente de un fondo de inversión parcialmente financiado por el gobierno, que tiene como objetivo facilitar la reestructuración de las compañías en quiebra, contribuirá ciertamente a apoyar la limpia de balances bancarios.

En lo que concierne a los portafolios de participaciones accionarias cruzadas, las medidas buscaron su programada disminución, para “normalizar” la situación de los bancos japoneses, acercándola a la prevaleciente en los demás países desarrollados, a la vez que procuraron minimizar el impacto negativo que estas ventas masivas de acciones pudieran tener sobre un mercado deprimido. Así, en junio de 2001, el gobierno anunció un plan que obligaba a los bancos a acelerar las ventas de acciones, fijando una meta de 14 millones de

millones de yenes, equivalente a una tercera parte de sus portafolios para 2004. Por otro lado, la FSA estableció el límite del valor de estos activos a 100% del valor del capital de cada banco individual⁴⁷ también para 2004. A fin de facilitar la disposición de estos activos, se anunció el establecimiento (febrero de 2002) de una corporación de compra de portafolios accionarios bancarios (Bank Shareholding Purchase Corporation, BSPC), destinada a absorber parte (2 millones de millones de yenes) de las ventas de acciones que efectúen los bancos, minimizando su impacto sobre las cotizaciones.⁴⁸ En lo que se consideró un cambio fundamental de actitud, el Banco de Japón anunció en septiembre de 2002 que adquiriría de modo directo y a precio de mercado acciones provenientes de los portafolios bancarios, y que mantendría estas acciones en su poder por un plazo de diez años.⁴⁹

En la sección que sigue se analizarán los resultados de estas intervenciones repetidas en el sistema y cómo se combinaron con el avance de la desreglamentación para inducir cambios en la estructura de la esfera financiera, sin por ello lograr una mejoría notable de la situación financiera general de los intermediarios.

Alcances de las transformaciones estructurales del sistema financiero en un contexto de crisis prolongada

Como se subrayó en la introducción, las políticas aplicadas no han logrado hasta la fecha una mejoría sustancial en la salud financiera de la mayoría de los intermediarios; más bien se ha dado una situación en la cual el deterioro del desempeño del sector real y la degradación de la situación financiera de los intermediarios se han ido retroalimentando y fortaleciendo mutuamente, en una espiral descendente. Aun cuando los cambios a nivel microeconómico (que afectan el funcionamiento interno y la eficiencia de las instituciones) han sido insuficientes para restablecer la rentabilidad de los intermediarios, y el deterioro macroeconómico

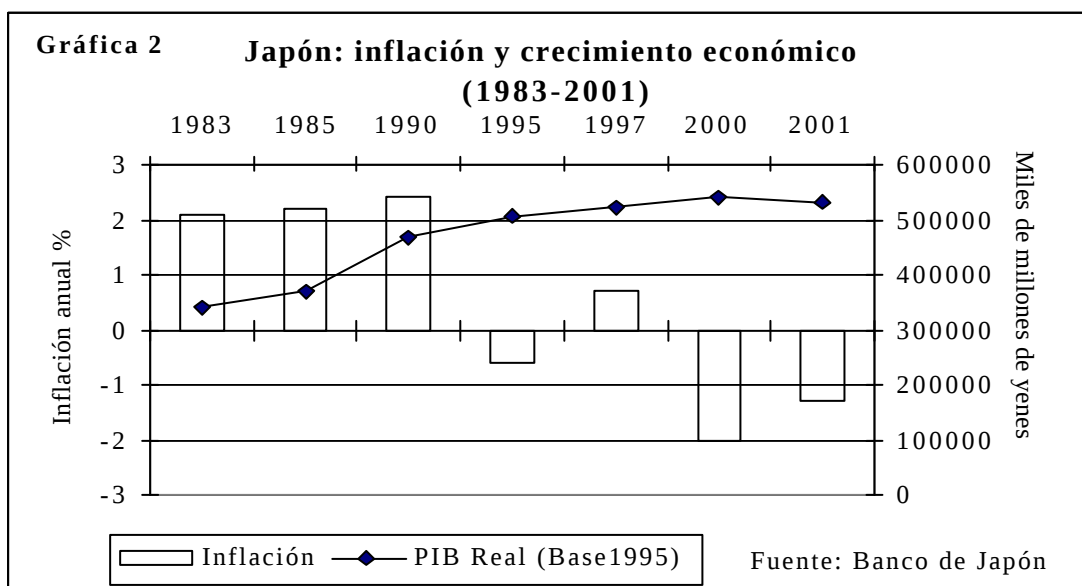
ha proseguido, una serie de cambios e indicadores cualitativos nos muestran que están operándose profundas transformaciones en el seno del sistema financiero japonés y en la relación que éste mantiene con las empresas.

Desde los noventa ha prevalecido un contexto macroeconómico de bajo crecimiento promedio, reactivaciones económicas de corta duración, creciente desempleo, al cual se ha ido agregando desde fines de los noventa la deflación, es decir, la disminución del nivel general de los precios. Lo que empezó como una deflación de activos, limitada a las acciones y al precio de los terrenos, se ha extendido ahora a los demás bienes, restringiendo aún más el débil nivel de consumo, dado que los japoneses esperan caídas adicionales de precios y retrasan por ello sus compras.

Este contexto ha influido de manera negativa sobre los resultados de las empresas, combinándose con las consecuencias de la caída de los precios de acciones y terrenos y con la renuencia de los bancos a conceder nuevos créditos para producir un elevado nivel de quiebras empresariales, en especial en los sectores que más recibieron crédito bancario durante los años de la burbuja. Algunas de ellas fueron muy sonadas, pues concernían a grandes empresas que cotizaban en la bolsa, y

suscitaron fuertes presiones políticas: es el caso de los distribuidores Sogo (2000) y Mycal, y de la compañía constructora Aoki (2001). De manera agregada, la gráfica 3 muestra el elevado nivel alcanzado por las bancarrotas corporativas en los últimos años; en términos mensuales, se registró (en enero de 2002) un crecimiento de 19% con respecto al año anterior, que llevó el número y valor de los activos quebrados a un nivel récord nunca visto desde 1945.⁵⁰

La ola de quiebras iniciada en 1997 en el sector financiero ha proseguido en los años posteriores: en el ámbito bancario, con las bancarrotas aisladas de bancos pequeños y medianos de segundo rango, donde destacan Ishikawa y Chubu (respectivamente, diciembre de 2001 y marzo de 2002⁵¹), y en 2003, con la bancarrota de grandes proporciones del quinto grupo bancario del sistema, Resona, producto de la fusión de los bancos del grupo Daiwa y del banco Asahi.⁵² La rentabilidad de los sectores de los seguros (de vida o de otra clase) ha sido duramente afectada por la coyuntura de los bajos rendimientos accionarios y financieros, traduciéndose desde 2000-2001 en quiebras sucesivas.⁵³ Se registraron también numerosos colapsos de intermediarios más pequeños: en los quince meses que llevan a marzo de 2002, de 54 uniones de crédito.⁵⁴



La debilitada situación financiera de estas instituciones ha sido tomada en cuenta por los mercados. Así, en los últimos años, las agencias de calificación de valores internacionales (mayormente estadounidenses) han degradado la nota atribuida a los títulos de renta fina emitidos por instituciones financieras japonesas y por el propio gobierno de Japón en numerosas oportunidades, y atribuyen actualmente la calificación “E”, la más baja, a la “fuerza financiera” de la banca japonesa. Desde mediados de los noventa, las instituciones japonesas que se financian en los mercados de capitales internacionales pagan de nuevo el “premio Japón”, es decir, que en la calificación crediticia un banco japonés paga, por ejemplo, más que un banco italiano para financiarse, lo cual señala la falta de confianza de los inversionistas. Es más, la agencia calificadora estadounidense Standard and Poor’s anunció en 2002 que iniciaría la asignación a los bancos nipones de una calificación de “capacidad de sobrevivir”, a través de un rescate público (caso de los bancos demasiado grandes para quebrar, o *too big to fail*), algo que solo se hizo para los bancos latinoamericanos, y jamás para un país desarrollado.⁵⁵

Ahora bien, aún cuando los resultados obtenidos no están a la altura de los esfuerzos

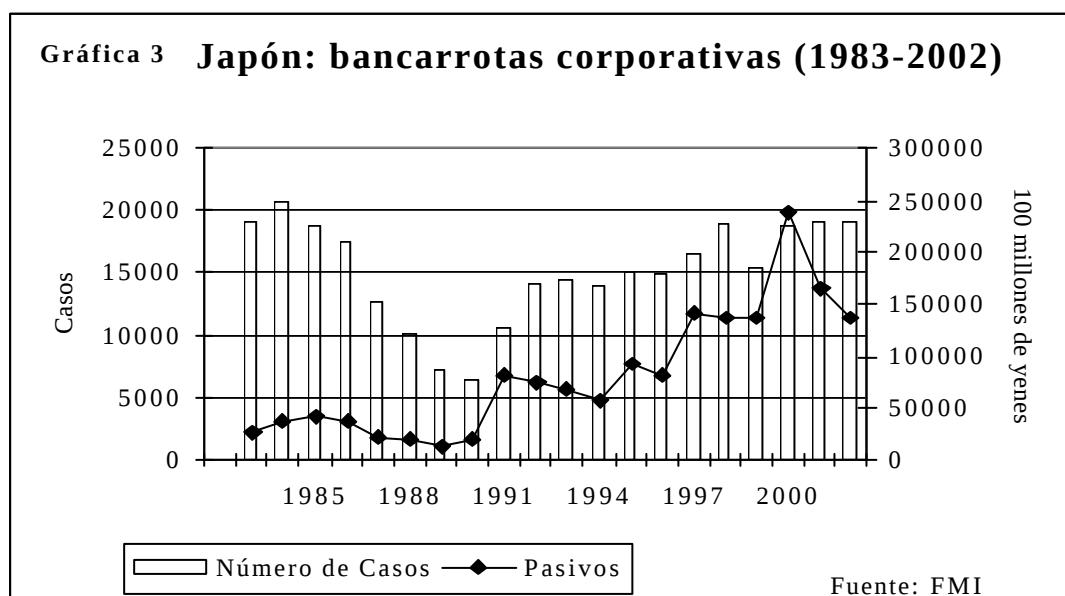
realizados, las empresas del sector financiero no se han quedado de brazos cruzados y han tomado diversas clases de medidas para reforzar su situación.

Esfuerzos de capitalización y limpieza de balances bancarios

Los bancos procuraron limpiar su balance de los créditos de mala calidad a la vez que buscaban elevar y mejorar la calidad de su capital. Desde 1992 estas instituciones han ido creando provisiones contra los créditos dudosos, a la vez que disponían de los préstamos irrecobrables, de diversas maneras, que van desde su venta a la RCC a la venta discreta a inversionistas extranjeros especializados en la compra y reestructuración de estos activos, pasando por el establecimiento de *joint-ventures* especializados con alguna de estas compañías.⁵⁶ La gráfica 4 muestra los montos anuales y acumulados que representan las pérdidas asumidas en el curso de este proceso; destacan 1997 y 1998 por el elevado monto de pérdidas registradas.

En los últimos años se puede observar que la atención de las autoridades para acelerar la disposición de la cartera vencida y las propias declaraciones de los bancos en el

Gráfica 3 Japón: bancarrotas corporativas (1983-2002)



Cuadro 2
Cartera vencida de la banca japonesa, 1998-2002
(en miles de millones de yenes)

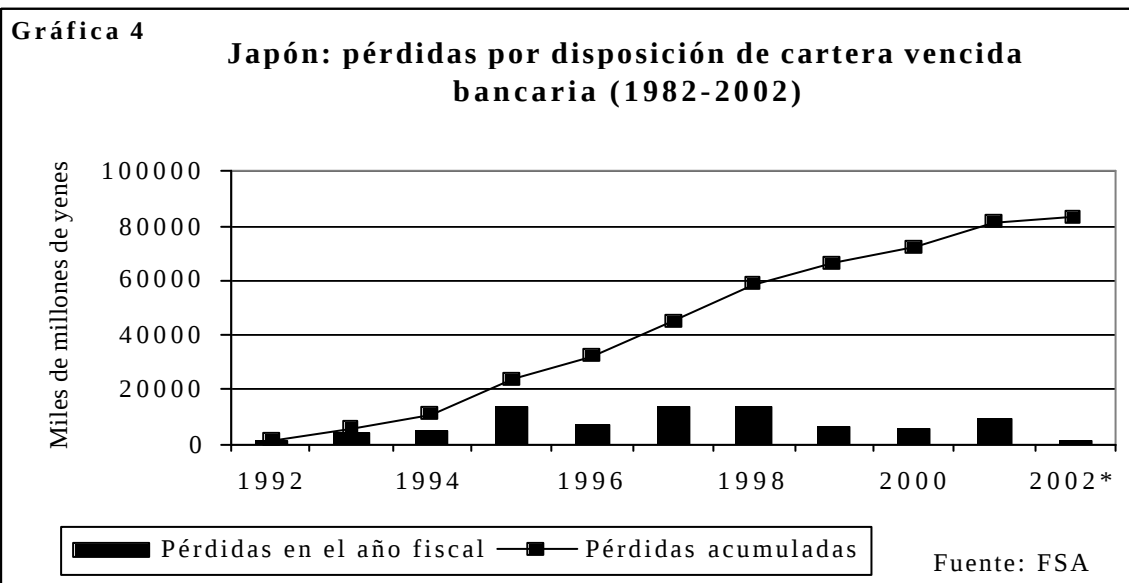
	1998	1999	2000	2001	2002
Grandes bancos comerciales	12819	12884	12048	14,874	21180
Bancos de crédito a largo plazo	4680	5091	3789	3289	2647
Bancos de fideicomiso	4479	5275	3935	3591	3799
Total grandes bancos	21978	23250	19772	21754	27626
Bancos regionales I	5198	6769	7581	10121	10488
Bancos regionales II	2582	2308	3013	3798	3914
Total bancos regionales	7780	9077	10594	13919	14402
Total bancos	29758	29627	30366	35673	42028

	(en porcentaje de los créditos totales)				
Grandes bancos comerciales	4.83	5.16	3.18	6.41	9.38
Bancos de crédito a largo plazo	10.00	22.26	7.31	10.49	9.62
Bancos de fideicomiso	8.38	11.02	4.90	8.59	9.49
Total grandes bancos	6.01	7.26	3.87	7.13	9.42
Bancos regionales I	3.75	4.88	3.85	7.48	7.69
Bancos regionales II	5.32	4.83	4.86	8.56	8.96
Total bancos regionales	5.61	4.87	4.09	7.74	8.00
Total bancos	5.38	5.85	3.94	7.36	8.88

Fuente: calculado a partir de FSA: "The Current Status of Risk Management Loans held by Deposit-Taking Financial Institutions in Japan", en <http://www.fsa.go.jp>, varios años.

mismo sentido, no se han concretizado en la asunción de montos crecientes de pérdidas, lo cual puede señalar las dificultades financieras que los bancos encuentran para acelerar el proceso. El cuadro 2 muestra que los préstamos de mala calidad han seguido elevándose, tanto en términos nominales como en proporción de

los préstamos totales. Sin embargo, una declaración de los cuatro mayores bancos, que poseen 47% de la cartera vencida, parecía indicar que la progresión constante de los malos créditos estaría deteniéndose por primera vez desde 1997.⁵⁷



Muchos analistas no son tan optimistas como los bancos o las autoridades japonesas. De hecho, hay una muy amplia variedad de estimaciones del nivel actual de los créditos de mala calidad en Japón, que arrojan resultados muy divergentes, complicando la tarea de evaluación de la salud real del sistema bancario. En Japón hay varios métodos para estimar el valor de los créditos en problemas,⁵⁸ y los resultados varían ampliamente si se incluyen los llamados “préstamos de zona gris” en el cálculo. Ahora bien, las estimaciones oficiales que se presentan en el cuadro 2, ya elevadas si las comparamos con los niveles aceptados internacionalmente, palidecen frente a aquellas realizadas por analistas extranjeros. Si actualmente las autoridades japonesas estiman la cartera vencida en alrededor de 43 millones de millones de yenes, casi 9% de los créditos u 8% del PIB, analistas independientes sitúan los activos de mala calidad en un nivel varias veces mayor: 60% de los activos bancarios en una estimación, 237 millones de millones de yenes o cinco veces el estimado oficial para el sistema bancario en otra, y finalmente, de 75 a 100% del PIB en una estimación que incluye también los demás intermediarios, con un total de 3.5 millones de millones de dólares estadounidenses, repartidos entre los bancos (1.5), las aseguradoras (1) y el sistema de ahorro postal (1).⁵⁹ De estas cifras se desprenden obvios comentarios relativos a la virtual quiebra del sistema y a las instituciones “zombis” o a los “muertos que caminan” que lo componen. Ahora bien, ¿son enteramente confiables estos análisis alarmistas? Estas estimaciones, que provienen de fuentes muy identificadas con el neoliberalismo estadounidense, quizá pintan un panorama excesivamente sombrío, lo cual significa que se deben tomar las cifras oficiales con extremo cuidado.

En segundo lugar, los bancos lanzaron diversos programas de ampliación de su capital, en particular para financiar el proceso de limpia de su balance. Para ello, en los últimos años, los bancos emitieron bonos y acciones preferenciales de alto rendimiento; sin embargo, la continua caída de las

cotizaciones accionarias ha dificultado la colocación de estos instrumentos, y ha sido muy difícil atraer capital nuevo al sistema. En consecuencia, los inversionistas provinieron de otras áreas del sistema financiero, y en particular de las aseguradoras de vida, quienes han incrementado sus ya masivos portafolios de títulos bancarios. Como las aseguradoras son a la vez grandes receptoras de créditos bancarios, es dudoso si este “aumento de capital” realmente reforzó el sistema, pudiendo más bien haberlo debilitado debido al aumento del riesgo sistémico entre bancos y aseguradoras.⁶⁰

De hecho, otros indicadores señalan la debilidad de la capitalización de los bancos japoneses: esta debilidad no aparece en las cifras agregadas de capitalización, que superan los mínimos establecidos por los acuerdos internacionales de Basilea (ver cuadro 3), sino que es revelada por el detalle de la composición de este capital. En efecto, una parte importante del capital de primer nivel de los grandes bancos (*Tier 1*) se compone: a) de las acciones preferenciales que reflejan la participación pública, consecutiva al rescate de 1998-1999 (1.8 % de capitalización, es decir, 33% del capital de nivel 1 y 17% del capital total), b) de los activos por impuestos diferidos (*deferred tax assets* o DTA), que representan 2.6% de capitalización, equivalentes a 48% del capital de nivel 1 ó 25% del capital total. Ahora bien, los DTA son créditos de impuestos, y se calculan en relación con las ganancias esperadas en los próximos años. La fragilidad de la banca japonesa quedó demostrada este año con la quiebra de Resona, el banco más vulnerable que el promedio, pues su capitalización dependía en 77% de los DTA. Al revisar sus cuentas, la FSA juzgó que los cálculos de DTA se fundamentaban en expectativas demasiado optimistas de futuras ganancias, y estableció que no debía haber tales créditos, lo cual puso la capitalización del banco por debajo del mínimo requerido.⁶¹

En suma, los esfuerzos realizados hasta ahora por el sistema bancario japonés para mejorar su situación financiera todavía no dan

Cuadro 3

Capital de los principales bancos japoneses (marzo de 2002)

	Valor**	Porcentaje
Activos por impuestos diferidos	8.4	2.6
Intereses minoritarios	2.7	0.9
Acciones preferenciales*	6.0	1.8
Otro capital de nivel 1	0.4	0.1
Total capital nivel 1	17.5	5.4
Capital total	33.7	10.4
Bancos regionales I	11.5	9.9
Bancos regionales II	2.9	8.0
Bancos Shinkin	5.9	10.0
Cooperativas de crédito	0.8	7.9

* Por inyección de fondos públicos

** Millones de millones de yenes

Fuente: FMI, *Country Report n° 02/175*, agosto de 2002, p. 16.

fruto. Ahora bien, en los últimos años, las instituciones han recurrido a otros cambios de corte estructural para fortalecer su posición. La medida más notoria es tal vez la ola de fusiones y de acuerdos que han transformado la esfera financiera, seguida por la entrada de inversionistas extranjeros.

La consolidación del sistema financiero

En efecto, las fusiones y acuerdos constituyen una importante vía seguida por las instituciones financieras japonesas para fortalecer su situación, elevar su rentabilidad y estar en mejores condiciones de hacer frente a la mayor competencia que conlleva la desreglamentación.

En el sector bancario estos movimientos han concernido a los mayores bancos, así como a algunas instituciones de tamaño medio (empezaron en septiembre de 2000), cuando se anunció la fusión programada de los bancos Dai-Ichi Kangyo Bank, Industrial Bank of Japan y Fuji Bank, que conformarían *Mizuho Financial Group*, el que, por el nivel de sus activos, resulta ser el banco más grande no sólo de Japón sino del mundo. Este movimiento se aceleró notablemente cuando en abril de 2001 se avisó de la creación de tres grupos bancarios adicionales: Sumitomo Mitsui, el segundo por

el nivel de sus activos, se constituyó a partir de Sumitomo Bank y de Sakura Bank, *Mitsubishi Tokyo Financial Group* (MTFG), el tercero en importancia nace de dos instituciones, Bank of Tokyo Mitsubishi y Mitsubishi Trust and Banking, y el cuarto, *United Financial Japan* (UFJ), de la unión de Sanwa Bank, Tokai Bank y Toyo Trust.⁶²

En septiembre de 2001 se comunicó la creación de un “súper banco regional” que vendría a ser el quinto grupo bancario por el tamaño de sus activos, conformado por grupo

Daiwa (Daiwa Bank, Kinki Osaka Bank y Nara Bank) y el banco Asahi,⁶³ posteriormente llamado Resona. Estas alianzas se han dado en el seno de un mismo *keiretsu*, como es el caso del MTFG, o entre empresas pertenecientes a diferentes conglomerados, tomando las formas de fusiones o de creación de compañías *holdings*, y han sido calificadas de “defensivas” por los analistas internacionales. Su implementación no ha sido rápida, pues en general se previó que se requerirían dos años para concretizarlas, y no constituye de ninguna manera una garantía de mayor fortaleza, dado que estas alianzas reúnen instituciones débiles financieramente. Prueba de ello es la quiebra de Resona en mayo de 2003, sobre la cual regresaremos más adelante: la debilidad de los bancos que constituyeron esta alianza ya había sido subrayada cuando se anunció la constitución del grupo, y, como lo hemos visto, el banco Daiwa ya había causado “sustos” a los mercados.

Estos esfuerzos de consolidación se han dado también con fuerza en las actividades de seguros; la desreglamentación parcial del sector, que propició la entrada de nuevos participantes, en especial extranjeros, incitó a las instituciones existentes, muchas de ellas inmersas en serios problemas financieros, a

unirse para sobrevivir. En algunos casos también, estos acuerdos reflejan las fusiones que se dieron en el sector bancario. Así, los movimientos más importantes se dieron a partir del año 2000, y dejaron el sector dominado por una cuantas grandes instituciones: tres en el ramo de seguros de vida, cinco para los demás riesgos.⁶⁴

En el ámbito de los intermediarios de mercado, *brokers* y casas de bolsa, el Big Bang abrió el sector a la competencia extranjera y la desreglamentación de las comisiones golpeó duramente a las instituciones de menor rango. En consecuencia, la reestructuración de las instituciones domésticas ha asumido básicamente dos formas: fusiones para alcanzar mayor poder de mercado y modificación de la organización corporativa. En el primer caso se registran varias operaciones de importancia, desde 1999 con la creación de *Tsubasa Securities*, formada por cuatro afiliadas de Sanwa Bank,⁶⁵ hasta la fusión de *Kokusai Securities* con dos casas de bolsa afiliadas del grupo MTFG, para formar el cuarto *broker* en orden de importancia,⁶⁶ una consecuencia de la formación de este grupo. En segundo lugar, dos de los *brokers* más importantes, *Nomura* y *Nikko*, respectivamente primero y tercero del sector,⁶⁷ se reorganizaron en *holdings*, llamados respectivamente *Nomura Holdings* y *Nikko Cordial*. Este cambio busca “diseñar estrategias globales más eficaces y crear una estructura eficiente para la asignación de recursos entre las compañías del grupo”.⁶⁸

La inversión extranjera directa (IED) y los nuevos inversionistas en el sector financiero japonés

El segundo cambio de gran importancia que se ha producido en la esfera financiera japonesa en los últimos años concierne a la entrada de la inversión extranjera, sea a través de la creación de empresas afiliadas, o mediante la adquisición de activos de empresas en bancarrota. Como lo expresaba el inversionista estadounidense W. L. Ross, en diciembre de 2001, después de la caída de más

de 90% de los precios de los activos japoneses, no había mejor momento para comprar un “pedazo de Japón”⁶⁹ a precio de ganga. De hecho, la inversión extranjera directa ha penetrado en mayor o menor medida en todas las actividades financieras, y está contribuyendo a modificar las prácticas vigentes en la industria.

En el ámbito bancario, la IED, especialmente estadounidense, ha empezado a extender su penetración a partir de 2000 en la banca de menudeo, por medio de la adquisición de bancos quebrados y posteriormente nacionalizados. El proceso fue lanzado a fines de 1999, cuando las autoridades japonesas vendieron el Long Term Credit Bank (nacionalizado en 1998) a Ripplewood Holdings (EU), que lo rebautizó Shinsei Bank. En 2000, el grupo de inversión en empresas (*private equity group*) estadounidense WL Ross adquirió el banco regional Kofuku Bank,⁷⁰ renombrado Kansai Sawakaya, y el Nippon Credit Bank fue vendido a un consorcio encabezado por el grupo japonés de Internet Softbank, e integrado por otras instituciones financieras japonesas y un fondo de inversión estadounidense.⁷¹ En enero de 2001 el fondo de inversión Lone Star adquirió otro banco regional quebrado, el banco Tokyo Sowa,⁷² posteriormente renombrado Tokyo Star Bank.⁷³ Dos de estos acuerdos de venta, los que conciernen a los dos bancos más grandes, *Long Term Credit Bank* y *Nippon Credit Bank* comportan una cláusula cuya aplicación ha tenido consecuencias notables que se analizarán más adelante. Los compradores recibieron la opción, válida por una duración de tres años, de devolver a las autoridades los activos de calidad dudosa que perdiesen más de 20% de su valor. La inclusión de esta opción se atribuye al hecho de que fue necesario compensar a los inversionistas por no haber tenido la posibilidad de analizar precisamente la calidad de los activos de estas instituciones.

En suma, la entrada de estos nuevos inversionistas al sector de banca de menudeo indica que éstos lo consideran potencialmente muy rentables; no solo atrae a inversionistas

extranjeros sino también a firmas japonesas no-financieras, como Softbank, pero también Sony, que entró al negocio de la banca en línea en junio de 2001.⁷⁴ El ejemplo de Softbank, que carecía totalmente de experiencia en el ramo y rápidamente deseó retirar su inversión del banco, renombrado Aozora, ilustra las dificultades de la transición hacia una banca rentable, la cual exige medidas drásticas que tal vez solo inversionistas “de fuera” están dispuestos a tomar.⁷⁵

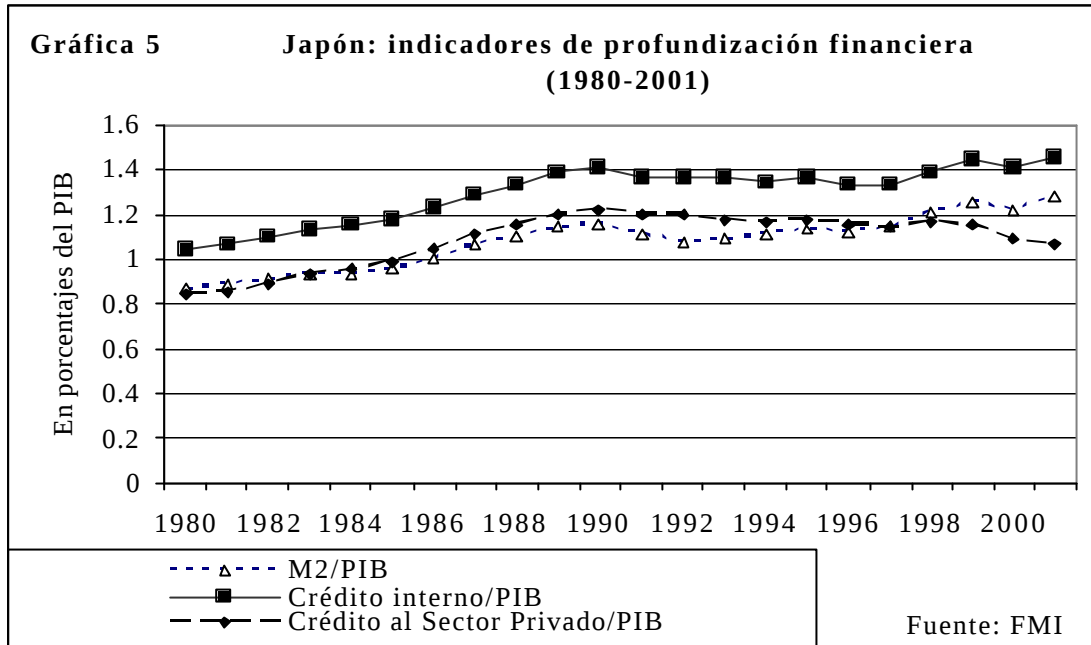
Los seguros, y en particular el ramo de los seguros de vida, otrora considerado una “fortaleza impenetrable” debido a las reglamentaciones que lo protegían, constituyen otro sector preferido por los inversionistas extranjeros. Su entrada ha sido favorecida por la mala situación de las aseguradoras regionales, muchas de las cuales no podrán sobrevivir sin una inyección de capital fresco. De esta manera, aseguradoras occidentales, como la francesa Axa, que habían entrado al mercado a través de una subsidiaria, han ido expandiendo su presencia al adquirir el control de instituciones en problemas, en este caso Nichidan, el decimotercer asegurador.⁷⁶ Las alianzas entre empresas japonesas y extranjeras toman también la forma de acuerdos de cooperación y venta conjunta de productos, como es el caso de Dai-Ichi Mutual con American Family Life Insurance.⁷⁷ En otros casos, son las autoridades que encargaron a instituciones extranjeras el saneamiento de aseguradoras quebradas, con las cuales éstas se hallaban a veces en tratos: así, en octubre de 2000, American International Group (AIG, EU) recibió el encargo de reestructurar a Chiyoda Life (cuarto del ramo) y Prudential (EU) a Kyoei (décimo del ramo), lo cual constituyó un primer paso para su absorción.⁷⁸

Otro sector que ha recibido la atención de nuevos inversionistas, incluyendo instituciones financieras foráneas, ha sido el de las compañías de financiamiento al consumidor, hasta hace poco caracterizado por un elevado ritmo de crecimiento y alta rentabilidad (debida a amplios márgenes de

intermediación) que han atraído a nuevos competidores. Son principalmente grupos bancarios que entraron a través de *joint-ventures* con compañías de préstamos existentes o mediante adquisiciones, como el banco Citigroup que en 2002 ya había comprado cinco instituciones del ramo.⁷⁹

La presencia extranjera se ha intensificado también de forma notable en el ámbito de las instituciones de mercado. Los *brokers* foráneos han penetrado de tres maneras: estableciendo sucursales japonesas, adquiriendo participaciones o formando *joint-ventures* con instituciones japonesas, como Nikko, en cuyo capital entró Citigroup en 1998, con una participación de 9.5% que ha sido elevada a 20.7% en marzo de 2000.⁸⁰ Nikko mantiene una *joint-venture* con Salomon Smith and Barney (EU), lanzada en 1999, que adquirió rápidamente una posición de líder en el mercado japonés de emisiones accionarias, tradicionalmente dominado por Nomura.⁸¹ Si todos los grandes *brokers* occidentales están presentes en el mercado japonés, son las instituciones estadounidenses dominantes a nivel internacional que han adquirido mayor peso relativo: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch y JP Morgan Chase han ampliado rápidamente su presencia después del Big Bang que les abrió las puertas. Algunos analistas extranjeros suspicaces atribuyen a esta expansión (demasiado) rápida la frecuencia y severidad de los castigos impuestos por las autoridades de supervisión, la FSA, a los *brokers* extranjeros que quebranten las reglas.⁸²

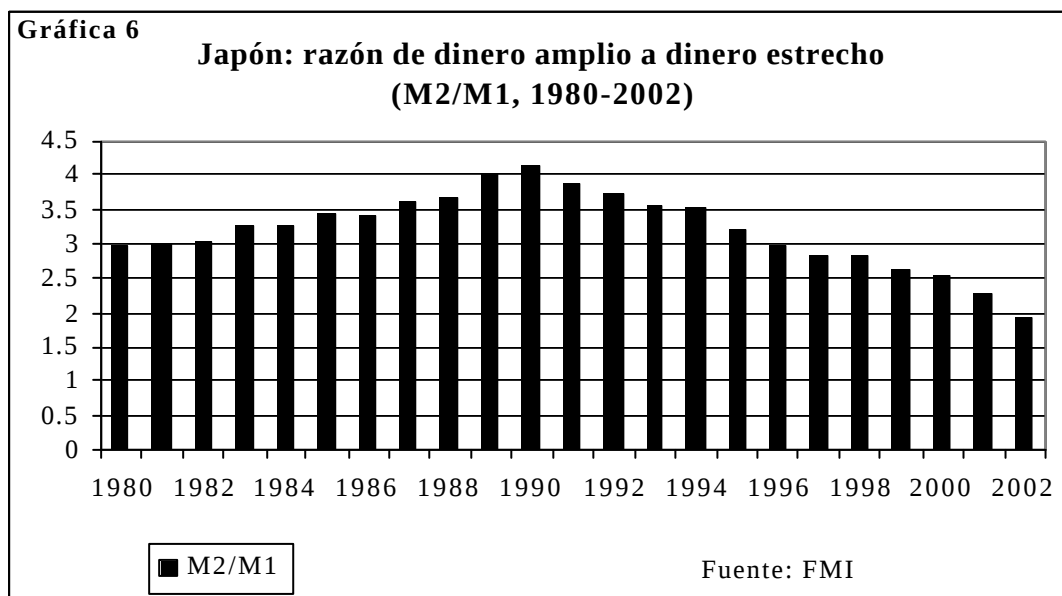
Finalmente, siempre en el ámbito de los mercados financieros cabe mencionar una iniciativa importante pero de corta duración, pues se saldó por un fracaso. Poco más de dos años después de su lanzamiento (junio de 2000) el NASDAQ Japan Market, *joint-venture* entre el NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System, EU), la empresa Softbank y la bolsa de valores de Osaka, cerró sus puertas al retirarse NASDAQ del negocio.⁸³ Este mercado destinado a las empresas nacientes o



start-ups, que inicialmente pareció establecerse como un competidor serio de Mothers —un mercado similar creado algunos meses antes por la bolsa de Tokio—, no logró concretizar las perspectivas de ganancias del socio estadounidense, el cual justificó su retirada arguyendo la prolongada crisis que el país atraviesa, pero también la falta de flexibilidad de las reglas y de los intermediarios japoneses.⁸⁴

Evolución y desempeño del sistema financiero

Los datos estadísticos que se introducen a continuación muestran que hasta la fecha los cambios hechos en el sistema no han logrado mejorar notablemente su desempeño, y en particular su salud financiera. Sin embargo, al mismo tiempo, evidencias cualitativas señalan el inicio de cambios importantes en el comportamiento de los participantes.

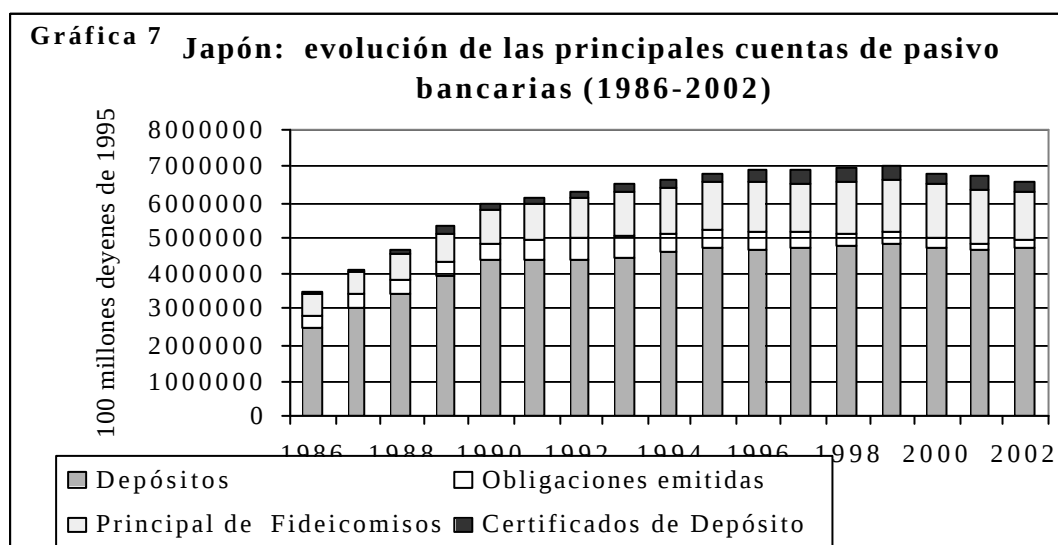


La evolución en un plazo de más de veinte años de algunos indicadores básicos de monetización y profundización financieras muestra el alto nivel alcanzado por las tres variables a inicios de los noventa, de hecho bastante más alto que en las economías desarrolladas occidentales: M2/PIB, que indica la monetización de la economía, sobrepasa un nivel de 1.4 en 1991, y las dos variables de crédito, crédito interno/PIB y crédito al sector privado/PIB, que señalan el dinamismo de la intermediación bancaria de fondos, siguen una tendencia similar, estableciéndose en un valor entre 1 y 1.2 (gráfica 5). Sin embargo, la década de los noventa marca el estancamiento de las tres variables; de manera muy significativa, a partir de 1998, se observa la disminución de los recursos asignados por la banca al sector privado: en otras palabras, el sistema bancario se ha estancado en los noventa, y, durante la fase reciente de agudización de la crisis, ha dejado de cumplir su función de financiamiento al sector privado.

Otro aspecto de este estancamiento nos es ilustrado por la disminución de la razón dinero amplio/dinero en sentido estrecho (M2/M1). La caída de este indicador señala que las formas más líquidas de riqueza (M1= circulante + cuentas de cheques) han ganado terreno en relación con otras formas de ahorro bancario contenidas en el agregado M2.⁸⁵ Esta trayectoria peculiar —opuesta a lo que se

espera en el transcurso del desarrollo financiero— se debe en primer lugar a la magnitud de la liquidez introducida en la economía en los últimos años, como parte del esfuerzo de reactivación, una liquidez que no ha sido utilizada por el sistema para ofrecer créditos frescos; en segundo lugar, puede deberse a modificaciones introducidas por los ahorradores en su portafolio, que han sustituido activos incluidos en M2, como depósitos de ahorro por depósitos más líquidos, en previsión del abandono paulatino de la protección universal de depósitos bancarios.

Ahora bien, el análisis de los principales componentes de ambos lados del balance bancario (gráficas 7 y 8) permite afirmar que a pesar de su estancamiento relativo, los depósitos, del lado de los pasivos, y los créditos, para los activos (las operaciones más tradicionales de la banca comercial) siguen constituyendo las primeras actividades de estos intermediarios. Del lado de los pasivos, las demás fuentes de financiamiento bancario, como la emisión de títulos y certificados de depósito negociables y las operaciones de fideicomiso, sólo representan alrededor de una cuarta parte de los recursos, una proporción que no ha variado mucho en los noventa. En cuanto a los activos, los créditos continúan predominando netamente, de allí la importancia extrema otorgada al proceso de

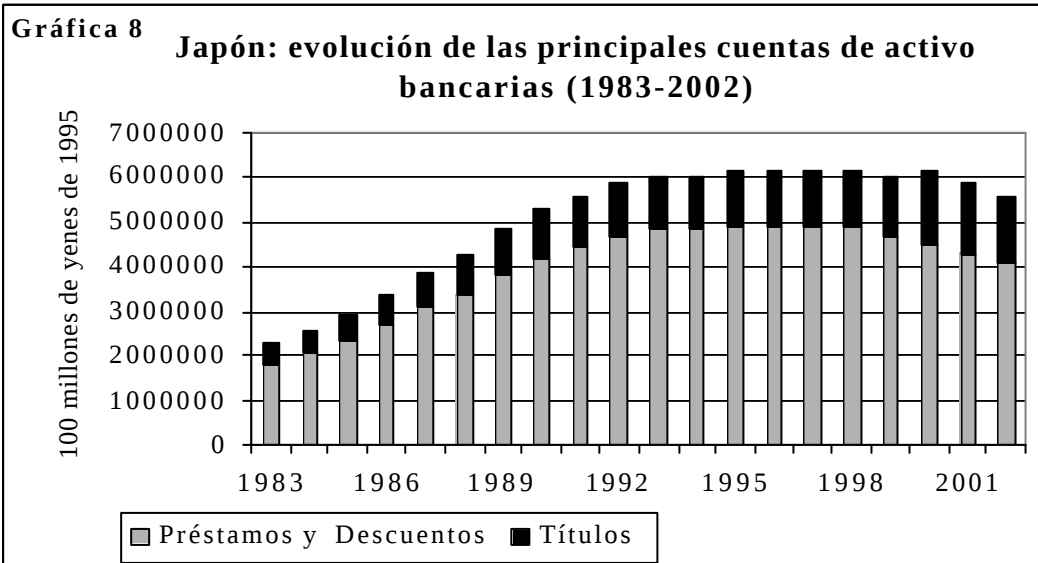


“limpieza” de cartera vencida. Sin embargo, se observa a finales del período una clara elevación de la proporción de títulos en los portafolios bancarios, esto a pesar de la venta de parte de las participaciones cruzadas accionarias.

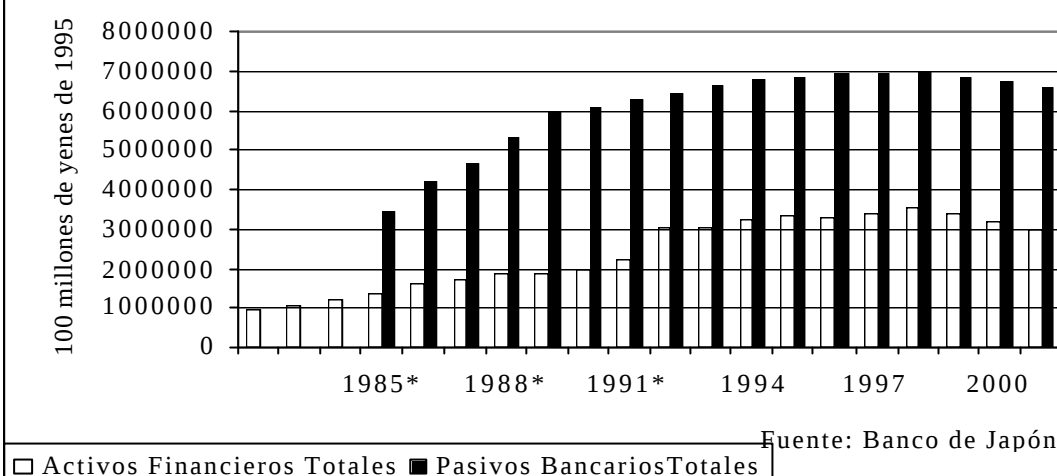
De hecho, esta evolución responde a masivas inversiones hechas por los bancos japoneses en bonos del gobierno: se calcula que sus tenencias de títulos, consideradas como activos de muy bajo riesgo por los criterios de capitalización de Basilea, se han elevado de 32 millones de millones de yenes en marzo de 1999 a 46 millones de millones en marzo de 2000, y a 73 millones de millones un año después; hoy en día representarían alrededor de 10% de los activos bancarios, es decir, más que sus portafolios accionarios, y 16.3% del mercado de estos instrumentos.⁸⁶ En la difícil coyuntura económica japonesa, esta diversificación de activos no está exenta de riesgos señalados por algunos analistas, quienes mencionan que se ha incrementado la vulnerabilidad del sector a un alza de las tasas de interés: de producirse, ésta podría provocar graves pérdidas a los bancos, pues caería el valor de su portafolio de bonos.⁸⁷

Al ampliar la gama de instrumentos considerados para incluir otros que compiten con los instrumentos bancarios tradicionales,

se observa que el sistema bancario sigue siendo el principal receptor del ahorro japonés: después de una progresión de los instrumentos no-bancarios durante los ochenta y el inicio de los noventa, la proporción entre éstos se mantiene y los instrumentos bancarios siguen duplicando el valor de los activos financieros (gráfica 9). Ahora bien, la composición de estos activos financieros nos indica otra característica fundamental del patrón de inversión financiera de los ahorristas nipones: la aversión al riesgo (gráfica 10). En efecto, los instrumentos financieros más sofisticados, como las diferentes clases de fondos de inversión relacionados con la inversión en títulos negociables representan una fracción minoritaria de estos instrumentos y su importancia relativa tiende a declinar después de 1995. Por el contrario, los instrumentos que conocen una progresión muy dinámica son los que ofrece el sistema de ahorro postal, muy seguros y poco remunerados. En suma, después de la burbuja, los ahorros de numerosas familias japonesas han ido a refugiarse literalmente en el seno de una de las instituciones más representativas del sistema financiero de la posguerra, muy lejos de las sofisticaciones financieras. De hecho, una encuesta reciente arrojó que más de 82% de los japoneses deseaban mantenerse alejados del mercado accionario, la inversión más riesgosa.⁸⁸



Gráfica 9 Japón: activos financieros (1983-2002)

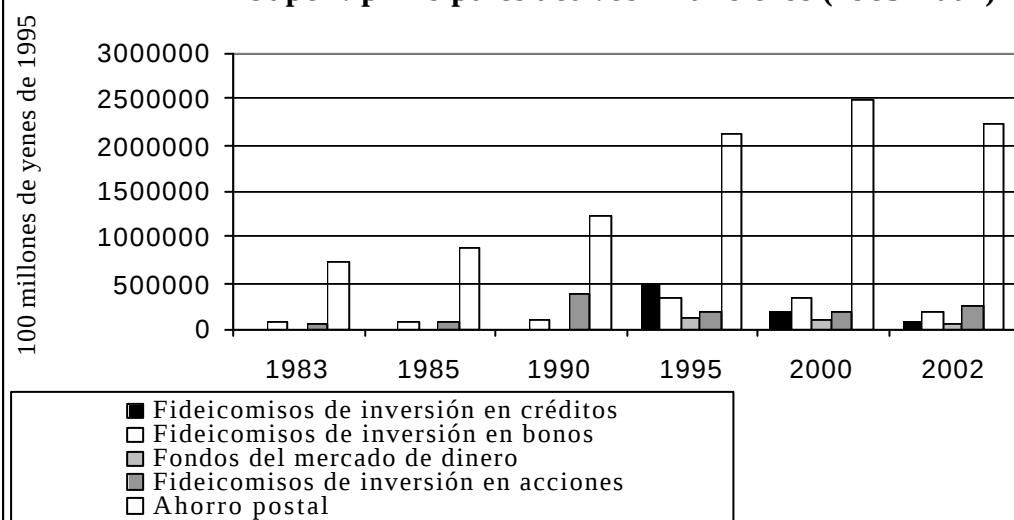


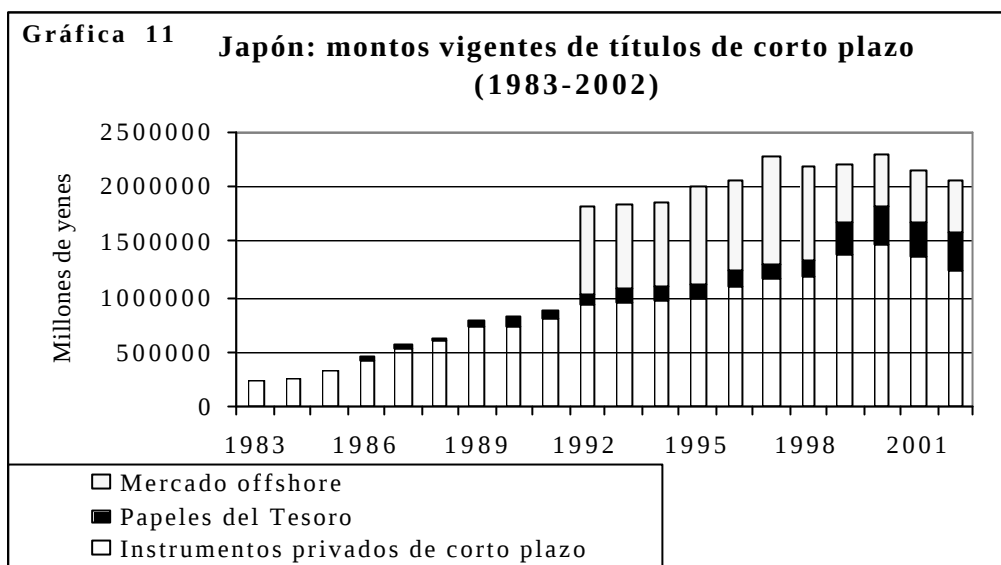
El tema del sistema de ahorro postal nos lleva a abordar un punto importante: a pesar de las transformaciones estructurales introducidas en el ámbito financiero, una institución muy representativa de los arreglos financieros típicos del modelo de desarrollo japonés sigue desempeñando un papel fundamental en el sistema. Las razones de esta permanencia son tanto económicas, debido al gran tamaño de esta institución, como políticas, en razón de sus estrechos vínculos con personajes políticos del partido de

gobierno. Ahora bien, como entidad característica de un sistema financiero dominado y regulado por el Estado, el sistema de ahorro postal ha sido objetivo en los últimos años de numerosas “recomendaciones” de parte de los organismos financieros multilaterales y parece que el gobierno japonés ha dado algunos pasos en el sentido de su reforma.

El tamaño de la institución es abrumador. Además de servicios postales

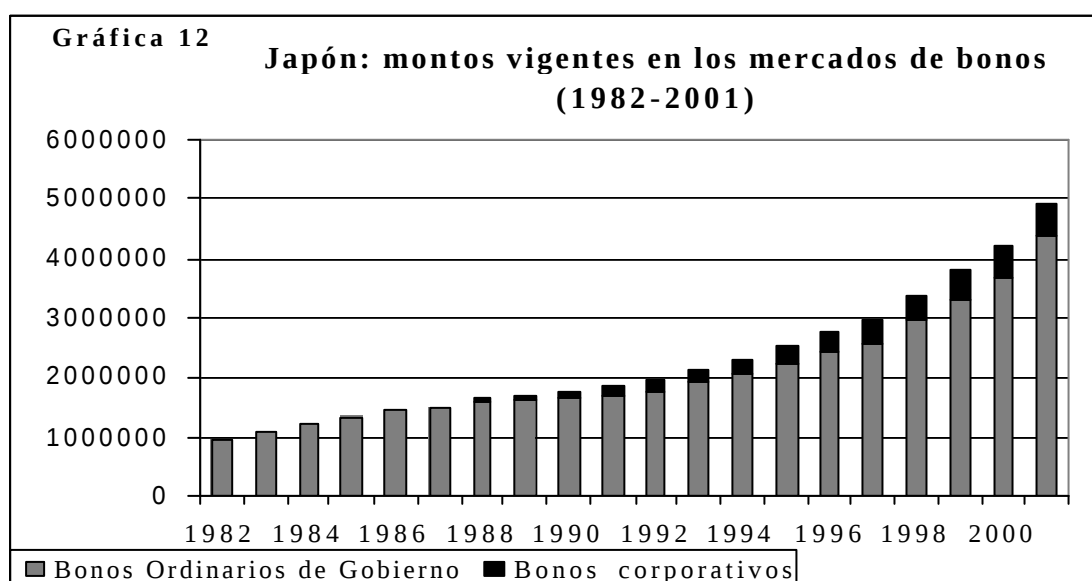
Gráfica 10 Japón: principales activos financieros (1983-2002)





clásicos, el correo japonés ofrece instrumentos de ahorro y seguros, los que concentran respectivamente 240 y 125 millones de millones de yenes, es decir, una cuarta parte de los activos financieros de las familias japonesas y 40% de sus contratos de seguros. Por esta razón, es el primer intermediario financiero mundial por el valor de sus activos. La seguridad de los instrumentos que ofrece no constituye la única razón de su éxito en atraer depósitos, de hecho está en situación ventajosa frente a los bancos, pues se beneficia de exenciones de impuestos y no paga primas de seguro de depósito: por ello, éstos lo

consideran como una competencia desleal. Ahora bien, la presencia de esta institución es clave para el financiamiento público, pues realiza compras masivas de bonos de gobiernos central y regionales, de allí su importancia política.⁸⁹ Debido a estas características, no resulta sorprendente que la reforma de este gigante intervenga de manera tan tardía y muy prudente. Sin embargo, los estudios previos a una reforma se han acelerado en 2002, concretizándose en 2003, con unos primeros pasos hacia una futura y aún muy lejana privatización.



Esta primera etapa de la reforma prevé renombrar la entidad como *Japan Post*, otorgándole autonomía de su Ministerio de tutela para que se oriente a la consecución de objetivos comerciales. Paradójicamente, la reforma podría reforzar a la institución frente a sus competidores, los grandes bancos, pues perdería pocas de sus actuales ventajas y ganaría la oportunidad de entrar en otros mercados, como los fondos de inversión y los productos hipotecarios.⁹⁰ En suma, el sistema de ahorro postal continuará pesando enormemente en la esfera financiera japonesa, y, por su mismo tamaño, la privatización resultará muy difícil de implementar.

El desarrollo de los mercados financieros de títulos de renta fija, de corto y largo plazo, muestra una progresión modesta del financiamiento de mercado de las empresas privadas (gráficas 11 y 12), a través de la emisión de bonos corporativos, mientras los títulos privados del mercado de dinero muestran en los noventa un estancamiento similar al experimentado por el financiamiento bancario. De hecho, los únicos títulos que se elevan de manera dinámica son los papeles y bonos del gobierno.

Conclusión

En suma, el estancamiento, a veces la regresión, parecen caracterizar el desarrollo de la esfera financiera japonesa desde 1992 hasta la fecha. Las cifras parecen indicar una especie de congelamiento de las posiciones en el sistema, ya que, a diferencia de otros países, los bancos siguen siendo los intermediarios más poderosos, aún en medio de los graves problemas que atraviesan. La pérdida de confianza de los japoneses en otras instituciones como la bolsa constituye ciertamente una de las razones de su preferencia por estas instituciones, donde sus depósitos están garantizados por un seguro. Las transformaciones en curso no se traducen todavía en una mejoría del desempeño de la mayoría de las instituciones: en los últimos años, los únicos intermediarios que experimentaron mejores resultados fueron

ciertos *brokers*, mientras los bancos y las aseguradoras siguieron inmersos en sus problemas. La persistente ausencia de crecimiento económico descarta de momento toda posibilidad de mejoría rápida.

Sin embargo, bajo esta apariencia de crisis prolongada, las modificaciones en el comportamiento de los agentes son patentes. Se observan en el nivel del “gobierno corporativo” y también en las relaciones entre bancos y empresas, que se modifican poco a poco, en parte debido a la profundidad de la crisis, que lleva a comportamientos de “sálvese quien pueda”. Las antiguas solidaridades se deshacen en parte en respuesta al cambio en el marco regulatorio; en parte también debido a los patrones de comportamiento diferentes de los inversionistas extranjeros.

La amenaza de retirar completamente la protección universal de los depósitos ha incitado grandes empresas y ciertas entidades públicas a seleccionar los bancos con los cuales seguirán trabajando, y a mover sus depósitos hacia instituciones consideradas más seguras. Así, en agosto de 2002, el gobierno de la ciudad de Tokio anunció su decisión de mover sus depósitos a bancos que presentan mejores calificaciones de riesgo, en particular bancos extranjeros y regionales de segundo nivel.⁹¹ En junio del año anterior, Sony ya había elevado sus requisitos de calificación para los bancos que le proveen de líneas de crédito. Al exigir una calificación mínima de “solidez financiera” de nivel “C”, dejó fuera del mercado a todos los bancos japoneses, menos a un banco público.⁹²

Del lado de los bancos, el Shinsei, adquirido por capitales estadounidenses, ha roto las “reglas” implícitas que marcaban que los bancos apoyaban fuertemente los grandes deudores corporativos, a través de la condonación de créditos o de la concesión de préstamos adicionales, con frecuencia en respuesta a presiones informales ejercidas por las autoridades. En efecto, este banco ha puesto gran atención en los esfuerzos de “limpieza” de su balance, ejerciendo en

múltiples oportunidades la opción que había recibido en el momento de la compra, de regresar aquellos activos de mala calidad que perdiesen más de 20% de su valor. En consecuencia, ha empujado a la quiebra a algunos deudores importantes como Sogo, obligando a los demás acreedores a degradar sus créditos; en suma, forzando la reestructuración.

Ahora bien, la permanencia de instituciones como el sistema de ahorro postal nos indica que, si bien se dieron muchos pasos hacia la adopción de instituciones financieras características del tipo de sistema financiero anglo-sajón, Japón está todavía muy lejos de alcanzar este modelo, introducido parcialmente como resultado de presiones extranjeras permanentes. Deshacer el antiguo esquema financiero ya le ha costado a Japón una década de crecimiento económico muy débil. De hecho, la crisis reveló “la dificultad para hacer surgir una nueva coherencia del sistema financiero paralelamente con la desreglamentación y, más allá de esto, un debilitamiento de ciertos mecanismos microeconómicos fundadores del modelo japonés.”⁹³ Estos mecanismos han seguido debilitándose en años recientes, sin que por ello se vislumbre con claridad una nueva lógica: la esfera financiera japonesa sigue en transición. Ahora bien, los escándalos corporativos que marcaron el año 2002 en Estados Unidos muestran que el tan alabado sistema financiero liberal de mercado no está exento de graves fallas, pudiendo enfriar el celo liberalizador de las autoridades japonesas. Por otro lado, la salida de crisis plantea riesgos prácticamente inevitables a las instituciones financieras japonesas, en especial los bancos y el Tesoro, pues hemos visto que el alza de las tasas de interés los perjudicaría de manera inmediata. En suma, desde el ángulo financiero, los años venideros se revelan llenos de peligros para Japón.

Notas

1 *Japan's Lost Decade. Policies for Economic revival*, “Overview”, en <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2003/japan/index.htm>.

- 2 Tamim Bayoumi y Charles Collyns. *Post-Bubbles Blues: How Japan Responded to Asset price Collapse*, IMF, 2000, citado en Callen y Ostry, *op. cit.*, p. 2.
- 3 Fumio Hayashi y Edward C. Prescott. “The 1990s in Japan: a Lost Decade”, *Review of Economic Dynamics*, vol. 5, edición especial, 2002, enero, citado en Callen y Ostry, *op. cit.*, p. 3.
- 4 Véanse Patrice Goeffron y Marianne Rubinstein. *La crise financière du modèle japonais*. París: Ed. Economica, 1996. Ito Takatoshi. “Japan's economy needs structural change”, *Finance and Development*, junio de 1997, pp. 16-19.
- 5 Paul Krugman. “It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, “”, Brookings Institution, 1998, citado en Callen y Ostry, *op. cit.*, p. 3.
- 6 Michio Morishima. “Banking and industry in Japan”, mimeo; ponencia presentada en el marco de la reunión “Convegni internazionali, Salone della Banca, Assicura 92”, Torino, Italia, octubre de 1992.
- 7 Yukihido Endo. “Can the ‘Big Bang’ Cure the Ills of Japan's Financial System?”, en Seichii Masuyama, Donna Vandenbrink y Chia Siow Yue (eds.) *East Asia's Financial Systems: Evolution and Crisis*. Nomura Research Institute & Institute of South East Asian Studies, 1999, pp. 314-346.
- 8 Dimitri Vittas y Akihiko Kawaura. *Policy-based Finance and Financial Sector Development in Japan*, mimeo, Banco Mundial, septiembre de 1994.
- 9 Se ofrecían dos tipos de bonos, colocados a descuento: bonos a un año, destinados a los particulares, y bonos a cinco años, inicialmente adquiridos por intermediarios financieros, y, a partir de la mitad de los años setenta, por el público en general, Vittas y Kawaura, *op. cit.*, p. 12.
- 10 Sin embargo, el mercado de acciones habría crecido rápidamente hasta la mitad de los años sesenta, cuando, como producto de una crisis severa y de pérdidas importantes, los inversionistas individuales lo abandonaron, *ibid.*
- 11 Vittas y Kawaura, *op. cit.*, p. 87.
- 12 Los bancos privados de crédito a largo plazo, así como algunas instituciones públicas, operaban en cooperación con los bancos comerciales: mientras los primeros analizaban *ex-ante* las perspectivas de ciertos sectores o la calidad de determinados proyectos, delegaban, una vez otorgados los fondos, el seguimiento de estos proyectos a los segundos. El Banco Industrial de Japón jugaba con frecuencia el papel de banco principal para compañías que no pertenecían a un conglomerado, Vittas y Kawaura, *op. cit.*, p. 12.
- 13 Se aduce que este sistema habría permitido reducir la incertidumbre y otorgar mayor estabilidad financiera, lo cual presentó, a su vez, la adopción de estrategias de inversión de largo plazo, evitando a Japón el “cortoplacismo” a menudo mencionado en tanto desventaja del sistema anglosajón de financiamiento de mercado. Se señala también que la estructura organizativa de los *keiretsu* habría reducido también el riesgo de crédito que enfrentaban los bancos, gracias a la densidad de los flujos de información. Entre las desventajas del sistema se mencionan la tendencia al

- sobreendeudamiento y el límite a la libertad de decisión de la dirigencia de las empresas industriales.
- 14 A diferencia de otras economías de la región que siguieron un modelo cercano al japonés, como es el caso de Corea del Sur, los bancos privados no han estado sujetos a dispositivos obligatorios de canalización del crédito. Se avanza que la dependencia de los grandes bancos comerciales del financiamiento del Banco de Japón, y de los bancos de crédito a largo plazo del fondeo del *Trust Fund Bureau*, volvía a estas instituciones “sensibles” las recomendaciones informales de las autoridades, desalentando la asignación de recursos a usos tales como el crédito al consumo o las operaciones inmobiliarias.
 - 15 Vittas y Kawaura, *op. cit.*, p. 18.
 - 16 Geoffron y Rubinstein, *op. cit.*, p. 44.
 - 17 Algunos especialistas, como Yukihito Endo, disienten con esta hipótesis que atribuye la crisis a la desreglamentación en sí, y subrayan que es el carácter incompleto de las reformas lo que la produjo. Véase Yukihito Endo, *op. cit.*, pp. 331-333.
 - 18 Esta tendencia está acompañada de una contracción del porcentaje de la población activa incluida dentro del esquema de empleo de por vida, y de un desarrollo del mercado de fusiones-absorciones.
 - 19 Tal comportamiento no es desconocido en la historia financiera del Japón moderno, que registra varios episodios de esta naturaleza, en los años veinte, y más recientemente, en la década de los sesenta, con la crisis de las casas de bolsa.
 - 20 Yuichi Abiko. «A View of Japan's Non-performing Loans: The current status of disclosure and the effects of taking 'Prompt Regulatory Action'», en *Monthly Report* núm. 109, octubre de 1997 en: http://www.iptp.go.jp/research_e/monthly/m-serch/finance/1997/no109/monthly-1091.html.
 - 21 *Ibid.*, p. 59-60.
 - 22 Cabe agregar que la segmentación del sistema financiero tenía como contraparte una división de las autoridades encargadas de la supervisión: además del Ministerio de Finanzas, intervenía el Ministerio de Agricultura, que se responsabilizaba del monitoreo de las cooperativas de crédito agrícola, y las colectividades locales, que debían hacer lo propio para ciertas instituciones mutualistas. En conjunto, el sistema de supervisión se hallaba poco desarrollado, y sus varias autoridades diversamente capacitadas para ejercer su responsabilidad.
 - 23 El concepto de fragilidad o vulnerabilidad financiera que se utiliza aquí es definido por Gavin y Hausman: “un banco frágil es aquel con choques relativamente moderados que afectan el ingreso, la calidad de los activos o la liquidez, y provocan, o bien la insolvencia del banco, o bien una iliquidez, tal que su capacidad de honrar sus compromisos financieros de corto plazo está puesta en duda”, Michael Gavin y Ricardo Hausman, “Les origines des crises bancaires: le contexte macro-économique”, *Problèmes d'Amérique Latine*, núm. 21, nueva serie, abril-junio, 1996, París, p. 138.
 - 24 Geoffron y Rubinstein, *op. cit.*, p. 53.
 - 25 Véase Yuichi Abiko. «A View of Japan's Non-performing Loans...», *op. cit.*, para una presentación exhaustiva de las diferentes estadísticas de préstamos de mala calidad disponibles en Japón y su evolución.
 - 26 Así, los bancos detenían aún la exclusividad de la oferta en materia de servicios de cambio de divisas; sólo las casas de bolsa podían ofrecer fondos de inversión y ninguna de estas instituciones podía vender seguros, *The Economist*, “A Survey of Japanese Finance”, 28/06/97, p. 4.
 - 27 De hecho, ciertos productos derivados, como las opciones y los *swaps* extrabursátiles (*Over-the-counter*) seguían prohibidos.
 - 28 Esta serie se inauguró en 1996, con la quiebra y el impopular rescate público de siete compañías hipotecarias; le siguió en febrero de 1997 el rescate público de dos bancos que ocupaban, respectivamente, el rango 10 y 17 en importancia entre los mayores bancos: el Nippon Credit abandonó toda actividad internacional y recibió el apoyo financiero del Banco de Japón y de algunos grandes bancos (notablemente el Industrial Bank of Japan, y el Bank of Tokyo), en virtud del antiguo sistema del “convoy” de solidaridades bancarias, mientras el Hokkaido Takushoku Bank fue por su parte fusionado con otra institución perteneciente a la misma región, el Hokkaido Bank, cuya situación financiera no era mucho más brillante (*The Economist*, 05/04/1997). En abril de 1997, la declaración de insolvencia de la compañía de seguros de vida Nissan Mutual Life Insurance, prefiguraría la situación de media docena de instituciones del ramo (*The Economist*, 03/03/1997). Finalmente, esta serie de quiebras culminó en diciembre de 1997, con la bancarrota de una importante casa de bolsa, Yamaichi Securities. Cabe agregar que la crisis conllevó también dimensiones morales, cuando se reveló la reincidencia de prácticas no-éticas al interior de ciertas casas de bolsa, y en especial, de la primera de éstas, Nomura Securities (pagos realizados por Nomura a “accionistas” extorsionadores relacionados con la mafia japonesa).
 - 29 El nombre coloquial de este programa se copió del proceso de liberalización o *Big Bang* del sistema financiero británico, en 1986.
 - 30 La liberalización debía postergarse en el sector de seguros, en razón de su mala situación financiera, *The Economist*, 21/06/1997, pp. 78-79.
 - 31 Yukihito Endo, *op. cit.*, p. 338.
 - 32 El conjunto de medidas presentadas cronológicamente y en función de seis objetivos específicos (“Expansión de los instrumentos de inversión”, “Facilitación del financiamiento corporativo”, “Mayor oferta y variedad de servicios”, “Creación de mercados eficientes”, “Garantía de transacciones justas” y “Fortalecimiento de la solidez de los intermediarios y preparación del sistema a la absorción de quiebras”) se puede consultar en el sitio web del banco de Japón, bajo el título “Schedule for Financial System Reform”.
 - 33 *Idem.*
 - 34 Yuichi Abiko. «A View of Japan's Non-performing Loans...», *op. cit.*
 - 35 La existencia de una protección universal incita a los depositantes a no considerar los diferentes niveles de riesgo asociados a las instituciones, lo cual les puede llevar a depositar sus fondos en instituciones riesgosas,

- que ofrecen mayores tasas de rendimiento. En el caso de un “estado de la naturaleza” favorable, reciben ganancias elevadas, y en el caso contrario, sus pérdidas son socializadas, es decir asumidas por las autoridades.
- 36 Yukihido Endo, *op. cit.*
 - 37 *Financial Times*, “Tokyo may nationalise banks”, 24/05/01, en <http://www.ft.com>.
 - 38 Véase por ejemplo: *Financial Times*, “Japanese Minister warns over bank capital”, 05/11/01; *Financial Times*: “Tokyo plays down prospect of bank boost”, 20/02/02.
 - 39 El RCC no estaba facultado para declarar pérdidas cuando disponía de los activos problemáticos.
 - 40 FMI, *Country Report*, *op. cit.*, p. 15.
 - 41 Frecuentemente, el anuncio de estos planes se hizo en un contexto muy difícil; a menudo fueron diseñados en respuesta a vientos de pánico en el sector: así, en marzo de 2001, respondieron a los temores desatados por rumores de quiebra del banco Daiwa, que llegaron a afectar las bolsas occidentales (*Financial Times*, “Japan set to duck bank reform”, 20/03/01) mientras que en septiembre de 2001, el nuevo plan intentó luchar contra la desconfianza creada por las quiebras de grandes empresas, el distribuidor Mycal y la constructora Aoki, para cuyos préstamos los bancos solo habrían constituido provisiones mínimas antes del colapso (*Financial Times*, “Japan’s financial regulators try again to resolve bank’s bad loans”, 23/09/01); por el contrario, en otros casos, como en el último trimestre de 2002, es el mismo anuncio de un plan drástico (suavizado luego) que causó el desplome de las cotizaciones accionarias de los grandes bancos (Wall Street Journal: “Fleeing Investors Increase Pressure on Japan’s Banks — Fear of a Painful Cleanup Prompts Selloff That Saps Faith in Financial System”, 20/11/2002).
 - 42 En junio de 2001, el Gobierno Mori había anunciado un plan para limpiar 12 700 miles de millones de yenes en cartera vencida en dos años, lo cual fue estimado insuficiente por el gobierno de Estados Unidos, *Financial Times*, “US and Japan discuss loans”, 19/06/01.
 - 43 Para ello fue necesario que la FSA autorizara resultados financieros negativos a los bancos que recibieron apoyos públicos en 1998-1999. En efecto, la presencia de acciones preferenciales en su capital (representativas de los fondos públicos) implicaba que los bancos debían distribuir dividendos si querían evitar que estas acciones se transformaran en acciones ordinarias, produciéndose la nacionalización. Véase *Yomiuri Shinbun*, “Big Bang: Many hail UFJ banks’ decision to close FY00 books in the red”, 20/03/01.
 - 44 La RCC puede ahora adquirir tanto activos de mala calidad como créditos de calidad dudosa.
 - 45 FMI, *Country Report* no. 02/175, agosto de 2002.
 - 46 En los tres años anteriores, se estima que la RCC solo adquirió un millón de millones de yenes de créditos vencidos, equivalente a la décima parte de los activos de mala calidad que los bancos japoneses cedieron a inversionistas extranjeros, *Financial Times*, “Japan mulls new weapon to clean up bad debts”, 22/10/01.
 - 47 *Financial Times*, “Japan tackles bank problems”, 26/06/01.
 - 48 *Ibid.*, p. 17.
 - 49 El anuncio de esta decisión, oficialmente tomada para proteger los bancos de futuras caídas en los mercados accionarios, suscitó comentarios que resaltan una pérdida de independencia del banco central, que habría cedido a las presiones de políticos y funcionarios públicos y que su implementación no estaba exenta de riesgos para el propio banco, el que tendría que asumir las pérdidas en caso de caídas futuras de las cotizaciones. Véase: *The Economist*, “Shareholder of last resort”, 19/09/2002.
 - 50 *South China Morning Post*, “Japan failures soar 19pc”, 16/02/02.
 - 51 *Financial Times*, “Japan’s Chubu bank files for bankruptcy”, 08/03/02.
 - 52 *Financial Times*, “Resona could transform role of Japanese auditors”, 12/06/03.
 - 53 En el ramo de seguros de vida, en 2000 quiebran Chiyoda Mutual Life y Kyoei Life (octubre), y en marzo de 2001 Tokyo Mutual Life Insurance. Las aseguradoras de otros riesgos conocen su primera quiebra en cincuenta años en mayo de 2001, con la bancarrota de Dai-Ichi Fire and Marine, y a fines de 2001, varias bancarrotas más, incluyendo la de Taisei Fire and Marine (*Financial Times*, “Tokio Mutual Life collapses”, 23/03/01; *Financial Times*, “Japan’s insurers find results mixed”, 21/05/01; *Yomiuri Shinbun/Daily Yomiuri*, “Bankrupt insurer saddled with 1.5 bil. Yen secret debt”, 18/06/01).
 - 54 *Financial Times*, “Japan’s Chubu bank files for bankruptcy”, *op. cit.*
 - 55 *Financial Times*, “‘Bank survivability’ ratings set for Japan”, 04/02/02.
 - 56 En noviembre de 2001, el banco Asahi “quebró un tabú” al establecer abiertamente una mepresa en *joint-venture* con Goldman Sachs para disponer de 200 miles de millones de yenes. O un cuarta parte de su cartera vencida, *Financial Times*, “Asahi breaks Japanese banks’ debt taboo”, 41/11/01.
 - 57 *Wall Street Journal*, “Japanese Banks Lay Groudwork For a Cleanup — Big Four Will Cut Assets, Boost Write-Offs and Raise Capital This Fiscal Year”, 26/11/02.
 - 58 Véase Yuichi Abiko. «A View of Japan’s Non-performing Loans...», *op. cit.*, para una comparación de las diferentes estimaciones de bancos y autoridades en Japón.
 - 59 Véase respectivamente: Barron’s, “Editorial commentary: seeking the will to act”, 02/12/02; *Financial Times*, “Daiei aid plan prompts Japanese reform doubts”, 24/02/02; *Wall Street Journal*, “Japan’s Zombie Cleanup”, 21/11/02.
 - 60 En 2002, se estimaba que las grandes aseguradoras tenían en su portafolio 3.3 millones de millones de yenes en acciones de bancos y 4.5 millones de millones de títulos de deuda subordinados, una cifra que debe haber aumentado. Por otro lado, los bancos habían concedido 2.5 millones de millones de yenes de préstamos a las aseguradoras, *The Economist*, “Still lousy”, 03/04/03. Véase también *Financial Times*, “Mizuho ponders strategy to raise further capital”, 31/10/01.
 - 61 *Financial Times*, “Resona could transform role of Japanese auditors”, *op. cit.*

- 62 *Financial Times*, "Mitsubishi Tokyo nets loss", 05/04/01.
- 63 *South China Morning Post*, "Ailing banks seek strength in merger", 22/09/01.
- 64 En octubre de 2000, Nippon Life, el primer asegurador de vida en Japón, creó una alianza de negocios con tres aseguradoras del ramo de otros riesgos, cerrando una serie de acuerdos que consolidará el sector en tres agrupaciones, *Financial Times*, "Nippon Life in alliance with three non-life insurers", 22/10/00. En marzo del mismo año, Mitsui Marine and Fire y Sumitomo Marine and Fire, tercero y cuarto asegurador en el ramo de otros riesgos, anunciaron su fusión para octubre de 2001, *Financial Times*, "Mitsui merging with Sumitomo", 27/03/00. El ramo de otros riesgos quedará dominado por cinco grupos que controlarán 70% del mercado, *Financial Times*, "Japan's insurers find results mixed", *op. cit.*
- 65 Sanwa Bank ha constituido este brazo "de mercado" adquiriendo instituciones financieras colapsadas, *Financial Times*, "Sanwa: Merger creates brokerage network", 15/12/1999.
- 66 *Financial Times*, "Kokusai to merge with MTFG arms", 26/11/01.
- 67 El segundo broker doméstico es Daiwa Securities.
- 68 *Financial Times*, "Japanese brokers begin their fight back amid downturn", 01/10/01.
- 69 *South China Morning Post*: "Bargain basement points to profit", 12/12/01.
- 70 *Financial Times*, "WL Ross buys Tokyo Sowa", 27/06/00.
- 71 El grupo de inversionistas comprendía la primera aseguradora de otros riesgos, Tokio Fire and Marine, una arrendadora, Orix y el fondo de inversión Cerberus, con una participación minoritaria, *The Economist*, "Nationalised once, nationalised again?", 04/07/02.
- 72 En junio de 2000, el gobierno japonés había anunciado que vendía Tokyo Sowa al comprador de Kofuku, el cual se retractó luego alegando presuntas ilegalidades descubiertas en el proceso de revisión de las cuentas del banco.
- 73 *Financial Times*, "Tokyo Star bank makes debut", 10/06/01.
- 74 *South China Morning Post*, "Sony offers its e-service with a smile", 27/09/01.
- 75 *The Economist*, "Nationalised once, nationalised again?", *op. cit.*
- 76 Yomiuri Shinbun/Daily Yomiuri, "Big Bang: Axa group has big plans in Japanese alliance", 13/06/00.
- 77 *Financial Times*, "US-Japan insurance tie-up", 07/09/00.
- 78 *Financial Times*, "Prudential takes Kyoei reins", 23/10/00.
- 79 *Financial Times*, "Japan's loan companies join slowdown", 09/05/02.
- 80 *Financial Times*, "Citigroup, Nikko plan further deals", 26/03/00. Ambas instituciones planean colaborar en actividades de seguros, seguros de vida, banca de menudeo, financiamiento del consumo y tarjetas de crédito.
- 81 *Financial Times*, "Japan equity issuance stormed", 11/06/00.
- 82 En algunos años, los *brokers* o bancos de inversión extranjeros Goldman Sachs, Deutsche Bank, Lehman Brothers, Crédit Suisse First Boston, Paribas, Société Générales y West LB fueron sancionados por diversas faltas cometidas en mercados específicos, *Financial Times*, "Japan's watch dog bites", 02/07/01.
- 83 Más precisamente, el mercado siguió existiendo pero bajo otro nombre, y sin su principal atractivo, la presencia de la empresa estadounidense.
- 84 *Japan Times*, "Nasdaq withdrawal blamed on prolonged economic slump", 20/08/02. *Financial Times*, "Nasdaq Japan starts trading" y "Nasdaq Japan: Mothers ruin?", 18/06/00.
- 85 $M2 = \text{dinero} + \text{cuasi-dinero} = M1 + \text{depósitos de ahorro y a plazo}$.
- 86 *Financial Times*, "Banks double bond holdings", 30/05/01; "S&P warns Japan rate rise would weaken banks", 01/11/01; "Pressure mounts on Japan banking sector", 27/12/01.
- 87 En la eventualidad de un alza de las tasas, los nuevos bonos emitidos producirían tasas de interés más atractivas, lo cual haría perder valor a los bonos antiguos, que rinden intereses muy bajos. Véase: *Financial Times*, "S&P warns Japan rate rise would weaken banks", *op. cit.* Otros especialistas matizan este análisis señalando que el riesgo es menor porque los bancos sólo invierten en títulos de muy corto plazo.
- 88 *The Japan Times*, "New rules unveiled to revitalize trading on stock markets", 07/08/02.
- 89 *The Economist*, "Big bender – Glacial moves in the reform of the postal savings giant", 08/08/02.
- 90 *The Economist*, "Leviathan unbound", 27/03/03.
- 91 *Straits Times*, "Tokyo government to deposit cash in foreign banks", 20/08/02.
- 92 *Financial Times*, "Sony credit line alarms banks", 10/06/01.
- 93 Geoffron y Rubinstein, *op. cit.*, p. 54. 