

## El decenio perdido de Japón (1992-2003): ¿qué enseñanzas para la crisis actual?

*Pablo Bustelo \**

**Tema:** Puesto que, pese a algunas diferencias, existen similitudes llamativas entre la larga crisis japonesa de 1992-2003 y la situación presente, ¿qué enseñanzas cabe extraer de la experiencia de Japón durante esos años para el análisis y el tratamiento de la crisis actual en las economías avanzadas?

**Resumen:** Este análisis estudia brevemente, en primer lugar, el llamado decenio perdido en Japón (1992-2003). En segundo lugar, enumera las principales similitudes y diferencias entre la recesión japonesa de esos años y la situación presente, especialmente en EEUU. Finalmente, señala algunas de las enseñanzas de cabe extraer de la experiencia de Japón para el análisis y el tratamiento de la crisis actual.

**Análisis:** Según dijo el sub-gobernador saliente del Banco de Inglaterra John Gieve a mediados de febrero pasado: “¿Acaso nos enfrentamos a una depresión de 10 años como la de Japón? Es un riesgo que nosotros y otras autoridades nos tomamos muy en serio”.

Revisar, por tanto, el largo estancamiento económico de Japón durante la mayor parte de los años 90 y principios de los 2000 puede ofrecer indicaciones útiles en el actual contexto de crisis financiera global, por ejemplo sobre la previsible duración de la misma o sobre la forma más apropiada de luchar contra ella.

Este análisis presenta, en primer lugar, un breve estudio del decenio perdido en Japón, que transcurrió entre 1992 y 2003. En segundo lugar, enumera las principales similitudes y diferencias entre el estancamiento japonés de ese período y la crisis actual. Finalmente, señala cuáles son algunas de las enseñanzas de cabe extraer de la experiencia japonesa.

### *El decenio perdido en Japón (1992-2003)*

Entre 1973 y 1991 el crecimiento anual medio del PIB de Japón fue del 3,8%. Entre 1992 y 2003 bajó sustancialmente, hasta el 1,1%. ¿Qué ocurrió para que la otrora pujante economía japonesa entrase una fase de estancamiento (y de casi depresión) en los años 90?

En 1990 y 1991 estallaron las burbujas bursátil e inmobiliaria que se habían creado en los años 80, como consecuencia de la desregulación financiera y de una política monetaria muy expansiva. Las razones del estallido fueron unos precios insosteniblemente elevados y el incremento de los tipos de interés desde mediados de 1989, para hacer

---

\* Investigador principal, Asia-Pacífico, Real Instituto Elcano; y profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense.

frente a las presiones inflacionistas. En 1990 el índice Nikkei se redujo un 50% en apenas nueve meses. Los precios del suelo empezaron a caer en 1991 y se redujeron a la mitad en nueve años; en 2003 habían vuelto al nivel de 1980.

La explosión de la burbuja de activos tuvo dos consecuencias principales. Por un lado, puesto que el sistema bancario tenía buena parte de su capital en acciones y propiedad inmobiliaria y una proporción importante de sus préstamos garantizados con esos activos, los bancos redujeron sustancialmente los préstamos, para mantener el coeficiente de capital (capital sobre préstamos) y para hacer frente al incremento de la morosidad. Por otra parte, el efecto riqueza provocó un estancamiento e incluso, en algunos años, una caída del consumo privado en relación al PIB. Entre 1995 y 2003 el consumo privado creció a una tasa anual de apenas el 1%, es decir, un ritmo menor que el del PIB y sustancialmente inferior al registrado en otros países de la OCDE. El retraimiento del consumo generó tensiones deflacionarias: el deflactor del PIB se redujo durante todos los años transcurridos entre 1995 y 2003, mientras que la variación del IPC entró en territorio negativo entre 1999 y 2003.

Además del estallido de la burbuja de activos, cabe destacar otras causas –secundarias– de la crisis: la apreciación del yen durante buena parte de los años 90, que afectó negativamente a los exportadores; la saturación del mercado interno de bienes de consumo; la creciente debilidad de la demanda externa de productos japoneses, principalmente por la competencia de otros países asiáticos; y la escasez y el envejecimiento de la mano de obra, por las tendencias demográficas.

Se fue gestando una grave crisis bancaria como consecuencia del incremento de los préstamos de dudoso cobro y de las pérdidas de las instituciones financieras. Esa crisis, sumada a la cada vez mayor aversión al riesgo por parte de los bancos, desembocó en una muy importante compresión del crédito, pese a las medidas expansivas de las autoridades monetarias. Como es bien conocido, Japón entró en lo que Keynes llamó una “trampa de la liquidez”, situación en la que la política monetaria expansiva no tiene eficacia ninguna porque los agentes prefieren tener liquidez a prestar o tomar prestado, sea cual sea el tipo de interés. La crisis bancaria finalmente estalló en 1997, con la quiebra de Yamaichi Securities y del Hokkaido Takusyoku Bank.

Las respuestas de política económica se centraron en medidas fiscales y monetarias muy expansivas. Entre 1992 y 1999 se lanzaron nueve programas de estímulo fiscal por valor de 130 billones de yenes (25% del PIB anual), lo que hizo que el saldo presupuestario pasara de +2,9% del PIB en 1990 a -6,8% en 2000, una variación de casi 10 puntos del PIB. La deuda pública aumentó del 65% del PIB en 1990 al 151% en 2002. Es de reseñar que las primeras medidas se tomaron en agosto de 1992, casi tres años después del comienzo del estallido de la burbuja. En cuanto a la política monetaria, se fueron bajando los tipos de interés hasta alcanzar prácticamente cero en 1999, medida que se mantuvo hasta 2000 y se repitió de nuevo entre 2001 y 2003. A partir de 2001, se aplicó también una política de facilitación cuantitativa (*quantitative easing*), consistente en aumentar los depósitos del Banco de Japón en los bancos comerciales y en incrementar la compra de bonos de deuda por el banco central. Pese a esas medidas, los bancos siguieron siendo reacios a prestar, por su bajo grado de capital y su alta proporción de préstamos dudosos. La variación de los préstamos bancarios fue nula en la segunda mitad de los años 90 y abiertamente negativa en la primera parte de los años 2000. En suma, las políticas expansivas de demanda fueron ineficaces para luchar contra el estancamiento y la deflación, aunque seguramente impidieron una recesión más aguda.

En cuanto a la crisis bancaria de 1997, inicialmente se abordó con masivas inyecciones de dinero público (1,8 billones de yenes en 1998-99), con el mantenimiento de un sistema de empresas y bancos "zombis" para evitar la plena declaración de los préstamos incobrables y con la constitución de varios fondos, parcialmente privados, para adquirir los activos deteriorados de los bancos. Sólo a partir de 2002 el gobierno tomó medidas enérgicas para luchar contra la crisis bancaria: el Plan Takenaka (por Takenaka Heizo, secretario de Estado de Servicios Financieros entre 2002 y 2005) consistió en una auditoría completa de los bancos (y en obligarles a cancelar los préstamos incobrables), la nacionalización del Resona Bank y la quiebra o fusión de los bancos más débiles. Ese plan consiguió lo que no habían podido hacer las medidas parciales anteriores: reducir el riesgo de quiebras repentinas y desvelar la verdadera situación de los balances bancarios, esto es, recuperar la confianza de los inversores en el sistema financiero.

Tras la resolución tardía de la crisis bancaria y coincidiendo con un aumento de las exportaciones a EEUU y China, la economía japonesa empezó a mostrar signos de recuperación en 2003. El PIB, tras crecer el 0,2% en 2001 y el 0,3% en 2002, aumentó el 1,4% en 2003, el 2,7% en 2004 y se incrementó una media del 2% en 2005-2007.

#### *Similitudes y diferencias con la crisis actual*

Cabe hacer un análisis comparativo entre la crisis japonesa y la crisis actual prestando atención a sus causas desencadenantes, a su proceso de desarrollo y a sus respuestas de política económica.

En cuanto a las causas, el *boom* de crédito se produjo en ambos casos a causa de la desregulación financiera y de una política monetaria muy expansiva. En la crisis actual también ha actuado el reciclaje del ahorro de los países asiáticos. En los dos casos el auge crediticio desembocó en una doble burbuja de activos: bursátil e inmobiliaria. Es de señalar que en Japón la burbuja bursátil fue mayor y la inmobiliaria fue menor que las producidas recientemente en EEUU o el Reino Unido. Otra diferencia es que el *boom* de crédito tuvo efectos estrictamente bancarios en Japón mientras que se ha manifestado ahora, dada la creciente sofisticación de los productos y comportamientos financieros, en aspectos como la titulización de activos o el apalancamiento de los fondos de cobertura (*hedge funds*) y de la banca de inversión. También se produjo una explosión de la burbuja de activos en los dos casos, aunque en EEUU tal estallido ha sido más lento en la bolsa y más rápido en los precios del suelo que en Japón. Baste señalar que el índice Nikkei cayó un 50% en menos de un año (1990) mientras que el Dow Jones ha empleado dos años (de 2007 a 2009) en pasar de 14.000 a 7.000 puntos. También que en Japón el precio del suelo se redujo a la mitad entre 1991 y 2000 mientras que en EEUU no parece que vaya a caer más del 30% o 40% entre 2006 y su nivel más bajo, que, según los analistas, se producirá en 2009 o 2010.

En cuanto al desarrollo de la crisis, se trató de una crisis bancaria "normal" en Japón, mientras que en EEUU ha afectado ciertamente al sector, organizado y regulado, de banca comercial pero también al sector nuevo de banca de inversión y fondos de inversión. El porcentaje de préstamos de dudoso cobro en la banca comercial es más o menos similar (en torno al 35% o 40% del PIB en ambos casos en el momento álgido de la crisis). También es similar el proceso que ha conducido a la sequía crediticia: la reducción del capital bancario, la elevada morosidad y la creciente aversión al riesgo, en lugar de la falta de liquidez. Sin embargo, es muy distinto el contexto macroeconómico de Japón en los años 90, con una alta tasa de ahorro privado, superávit por cuenta corriente y situación de acreedor neto, y en EEUU en los años recientes, con muy baja tasa de ahorro familiar, alto déficit corriente y situación de deudor neto. Algunos analistas no

descartan, por esas razones, que se pueda producir incluso una crisis de balanza de pagos, o al menos una caída desordenada del dólar, en EEUU, riesgo que nunca existió en Japón. Otra diferencia importante es que en Japón la mayor parte de la deuda privada era empresarial mientras que en EEUU es responsabilidad de los hogares y de las entidades financieras, lo que complica mucho su tratamiento.

Finalmente, en lo que atañe al tratamiento de la crisis, en ambos casos ha habido una política fiscal muy expansiva, con un riesgo considerable para la ya elevada deuda pública, aunque con el importante matiz de que Japón tardó dos años, hasta 1992, en empezar a aumentar el gasto público (y dio parcialmente marcha atrás en 1997, al aumentar los impuestos, lo que resultó ser una equivocación), mientras que EEUU lo hizo en 2007-2008 y en mayor escala. En cuanto a la política monetaria, ha sido más expansiva en EEUU que en Japón, cuyas autoridades empezaron a bajar los tipos en 1992 y no llegaron a tipos prácticamente nulos hasta 1999. La Reserva Federal, como es sabido, comenzó a reducir los tipos en 2007 y llegó a tipos virtualmente nulos a finales de 2008. Con todo, hay, al menos hasta ahora, una similitud importante: el saneamiento y la recapitalización del sector bancario se postergaron en Japón hasta 1998-1999 y se están postergando también en EEUU, seguramente por la resistencia de la opinión pública a utilizar fondos públicos masivos para sanear entidades privadas y por la resistencia de los banqueros a cualquier tipo de nacionalización. Una diferencia adicional y de gran importancia es el contexto en el que se están produciendo las medidas de política económica: en Japón, la caída de la inversión empresarial se compensó parcialmente con un aumento, aunque moderado, del consumo privado mientras que en EEUU la caída del consumo de las familias no parece que pueda verse contrarrestado con un crecimiento de la inversión privada; además, Japón pudo beneficiarse del tirón de la economía mundial, y en particular del crecimiento de sus exportaciones a EEUU y China, para finalmente salir de la crisis en 2003, mientras que el entorno exterior es mucho menos propicio en la actualidad.

#### *Enseñanzas para la crisis actual*

La experiencia de Japón en 1992-2003 ofrece, por tanto, algunas enseñanzas de interés para las perspectivas y el tratamiento de la crisis actual. Tales lecciones son diversas, pero las más importantes pueden resumirse en las cuatro siguientes:

- (1) La crisis actual podría ser bastante larga, a tenor de que una crisis parecida duró nada menos que 12 años en Japón. En EEUU algunos analistas ya descartan una recuperación rápida, en forma de V, y se inclinan por una evolución de la crisis en forma de U o incluso de L, en la que, en el mejor de los casos, no habría colapso abierto sino un crecimiento muy bajo, casi depresivo.
- (2) La experiencia de Japón sugiere que los estímulos fiscal y monetario pueden perfectamente ser insuficientes si no se resuelve la crisis bancaria, esto es, que las políticas expansivas de demanda son condiciones necesarias, pero no suficientes, para la recuperación. Y eso suponiendo que esas políticas se mantengan durante el tiempo necesario y no se desmantelen prematuramente. Por ejemplo, algunos economistas han mostrado preocupación ante el anuncio de la Administración Obama de que pretende rebajar el déficit presupuestario sustancialmente tan pronto como en 2010.

- (3) No cabe descartar que la solución a la crisis bancaria se haga con medidas tardías e insuficientes, como ocurrió en Japón, mediante la inyección de fondos, el mantenimiento de bancos y empresas “zombis” y la creación de algunas instituciones para hacerse cargo de los activos deteriorados. En otros términos, si no se toman medidas decididas pronto, en la línea cuando menos del Plan Takenaka de 2002 y quizá contemplando nacionalizaciones o “tomas de capital” más amplias que las de Japón, no habrá manera de acabar con la parálisis crediticia. La razón es que sin medidas enérgicas no será posible eliminar (o reducir al máximo) el riesgo de quiebras repentinas de entidades financieras, así como desvelar los auténticos problemas del sector, lo que es imprescindible para que vuelva a fluir la inversión privada hacia los bancos. Algunos economistas estadounidenses, como, por ejemplo, el Premio Nobel Paul Krugman, abogan, como es sabido, por la nacionalización temporal o “puesta bajo tutela” momentánea de los grandes bancos. Ésa, por cierto, fue la solución adoptada por Suecia para hacer frente a su crisis financiera de principios de los años 90, aunque no hay que olvidar que el sistema bancario sueco estaba entonces mucho más concentrado que el estadounidense actual, lo que simplificaba bastante las cosas.
- (4) Si la crisis se prolonga y se mantienen las tendencias deflacionistas, hay un riesgo cierto de que la deflación sea más persistente de lo que se suele suponer hasta ahora. En tal caso, habría que recurrir no sólo a la facilitación cuantitativa, como ha hecho recientemente el Banco de Inglaterra e hizo Japón desde 2001, sino quizá también a fijar, a diferencia de lo que hizo Tokio, un objetivo explícito de inflación. Es sabido que el FMI prevé, en las economías avanzadas, una caída del IPC del 1,1% en 2009 y del 0,8% en 2010, de manera que no es posible descartar a estas alturas una fase de deflación duradera.

**Conclusiones:** Muchos economistas se han asomado a crisis anteriores para buscar precedentes a la crisis financiera actual: la Gran Depresión de los años 30, las crisis financieras en economías emergentes de los años 90, etc. Con todo, la crisis con la que guarda más similitudes la situación actual es la que dio lugar al largo decenio perdido en Japón (1992-2003). En efecto, en ambos casos se han registrado un estallido de una burbuja especulativa, una crisis bancaria, una parálisis crediticia, graves tendencias deflacionarias, grandes estímulos fiscal y monetario y un saneamiento bancario aplazado o postergado, entre otros aspectos.

El análisis esbozado en páginas anteriores permite llegar a algunas conclusiones: (1) la recesión actual podría ser larga, aunque quizá no muy profunda, como ocurrió en Japón; (2) los estímulos fiscal (un presupuesto expansivo) y monetario (unos tipos de interés muy bajos o incluso nulos) pueden ser insuficientes para sacar a la economía de la recesión; esto es, deben completarse con medidas encaminadas a resolver decididamente la crisis bancaria y la parálisis crediticia; (3) no cabe descartar, porque es políticamente más sencillo, que las autoridades hagan frente a los problemas bancarios y a la sequía crediticia con medidas parciales, como las aplicadas en Japón hasta 1998 (inyección de dinero público, creación de bancos “malos” y de empresas “zombis”, constitución de fondos para adquirir, de manera restringida, parte de los activos deteriorados en poder de los bancos), cuando lo necesario puede ser una amplia toma de capital, en diverso grado, dependiendo de las circunstancias, del sector bancario por el Estado; y (4) si se acentúan las tendencias deflacionistas y persiste la caída de precios, quizá sea necesario ir más allá de la facilitación cuantitativa (compra de activos bancarios a cambio de efectivo, como ha hecho el Banco de Inglaterra recientemente) y, a diferencia de lo que practicaron los japoneses, hacer que los bancos centrales se fijen un

---

objetivo explícito de inflación para modificar las expectativas de caída de precios, que aplazan el consumo, la inversión y las exportaciones. Baste recordar que el IPC en Japón cayó durante cuatro años seguidos (1999-2003), pese a los tipos de interés nulos y a una política fiscal muy expansiva. Se trata de un escenario en el que las economías occidentales no querrían verse inmersas.

*Pablo Bustelo*

*Investigador principal, Asia-Pacífico, Real Instituto Elcano; y profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense*