

Gern, Klaus-Jürgen

**Article — Digitized Version**

## Noch keine Überwindung der Bankenkrise in Japan

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Gern, Klaus-Jürgen (1993) : Noch keine Überwindung der Bankenkrise in Japan, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 61-69

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1549>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Noch keine Überwindung der Bankenkrise in Japan

Von Klaus-Jürgen Gern

In Japan waren die Aktienkurse und die Immobilienpreise in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre drastisch gestiegen (Schaubild 1). Der Nikkei-Aktienindex verdreifachte seinen Wert zwischen 1986 und 1989; die Preise für Grundstücke mit gewerblicher Nutzung in den sechs größten Städten waren 1990 viermal so hoch wie 1986 [Ziembra, Schwartz, 1991]. Maßgeblich gefördert worden war diese Entwicklung durch die äußerst expansive Geldpolitik der japanischen Zentralbank. So stieg die Geldmenge M2 zwischen 1986 und 1990 um durchschnittlich mehr als 10 vH pro Jahr. Die Zinsen gingen drastisch zurück, und die Nachfrage nach Aktien und Immobilien wurde stark angeregt. Wertsteigerungserwartungen sorgten dann für eine Verstärkung des Prozesses. Dabei kam es zu einer kräftigen Ausweitung kreditfinanzierter Käufe von Aktien und Immobilien.

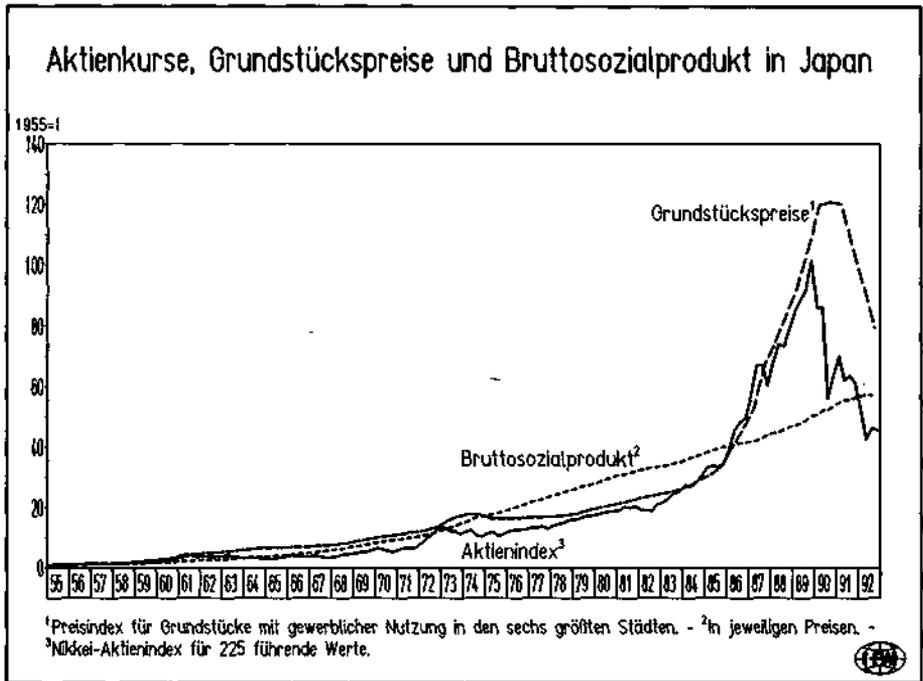
Ab Mitte 1989 versuchte die Notenbank vor dem Hintergrund einer über-schäumenden Konjunktur, die monetäre Entwicklung zu bremsen. Der Diskontsatz wurde sukzessive von 2,5 % auf 6 % im August 1990 erhöht. Wichtig für die Entscheidung, die Notenbankkredite zu verteuern, war auch, daß der starke Anstieg der Immobilienpreise es für immer größere Teile der Bevölkerung unmöglich gemacht hatte, Wohnungseigentum zu erwerben. Diese Situation barg zunehmend sozialen Sprengstoff. Ziel der Zentralbank war es, den Preisanstieg bei den Grundstücken zu stoppen und einen „maßvollen Rückgang“ der Immobilienpreise zu bewirken [Financial Times, a].

Tatsächlich kam es nach der geldpolitischen Kursänderung sogar zu kräftigen Preisrückgängen. Zunächst brachen die Aktienkurse ein; im August 1992 erreichte der Nikkei-Aktienindex einen Tiefpunkt, der um mehr als 60 vH unter dem Höchststand vom Jahresende 1989 lag. Im Verlauf des Jahres 1990 setzte auch bei der Entwicklung der Grundstückspreise eine Wende ein. Seither hat sich der Preisverfall insbesondere in den großen Städten, wo der Anstieg besonders ausgeprägt gewesen war, beschleunigt. Ende 1992 dürfte der Rückgang der Preise für Grundstücke mit gewerblicher Nutzung gegenüber dem Höchststand im zweiten Halbjahr 1990 etwa 35 vH betragen haben [Japan Center for Economic Research, 1992]. Die schwache Nachfrage auf dem Immobilienmarkt deutet darauf hin, daß die Erwartung weiterer Preisrückgänge besteht.

## Hoher Abschreibungsbedarf bei Krediten

Die massiven Kurs- und Preisrückgänge haben dazu geführt, daß eine steigende Zahl von Krediten, mit denen zu hohen Preisen Aktien gekauft oder Immobilienprojekte finanziert worden waren, nur noch ungenügend gesichert ist, weil der Wert der als Sicherheit dienenden Aktiva stark geschrumpft ist. Um zu verhindern, daß Kredite in großem Umfang notleidend werden, sind in

Schaubild 1



vielen Fällen Zinsen gesenkt oder Vereinbarungen getroffen worden, nach denen die Zinszahlungen vorübergehend ausgesetzt werden.

Über das tatsächliche Ausmaß der notleidenden Kredite gibt es keine verlässlichen Angaben. Die bislang veröffentlichten Zahlen beziehen sich lediglich auf die elf international tätigen großen Geschäftsbanken (City Banks). Aus ihnen wird deutlich, daß die abschreibungsverdächtigen Kredite schnell zunehmen. Sie wurden mit 12,3 Bill. Yen, entsprechend 3 vH der ausstehenden Kredite, beziffert; dies ist ein Drittel mehr als noch sechs Monate zuvor. Dabei dürfte das wirkliche Ausmaß der notleidenden Ausleihungen erheblich höher liegen. In den offiziellen Statistiken werden nur jene Kredite erfaßt, die länger als sechs Monate nicht mehr bedient worden sind. Kredite, bei denen eine Verringerung der Zinslast vereinbart worden ist, um die Zahlungsunfähigkeit des Schuldners abzuwenden, sind nicht enthalten. Im Bankensektor insgesamt dürfte die Summe der Kredite, die zu einem erheblichen Teil abschreibungsverdächtig sind, 60 Bill. Yen übersteigen [Financial Times, b], das sind mehr als 10 vH der gesamten Ausleihungen.

Dem standen zum 30. September 1992 lediglich Rückstellungen von 3,5 Bill. Yen gegenüber [Bank of Japan, a]. Der geringe Umfang der Risikovorsorge ist eine Folge der japanischen Bankenregulierung. Sie ist daran ausgerichtet, die Möglichkeit der Banken zu begrenzen, den zu versteuernden Gewinn durch

Rückstellungen zu vermindern. Steuermindernde Abschreibungen müssen in Japan in jedem Einzelfall vom Finanzministerium genehmigt werden. Dies geschah bislang regelmäßig erst, wenn die Kredite ein volles Jahr nicht bedient worden waren oder der Schuldner Konkurs gegangen war [Wood, 1992]. In diesem Punkt unterscheidet sich die Bankenaufsicht erheblich von der in anderen Ländern. In den Vereinigten Staaten z. B. verfolgt sie das Ziel, daß die Kreditinstitute den Ausleihungen ein dem Risiko entsprechendes Maß an Reserven gegenüberstellen.

Besonders stark betroffen sind indes Finanzinstitute, die Ausleihungen tätigen, aber keine Spareinlagen hereinnehmen dürfen (sogenannte Nonbanks). Diese haben sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre besonders stark an der Finanzierung von Immobilienprojekten beteiligt. Etwa 40 vH der Ausleihungen werden als notleitend eingestuft. Vor allem die Wohnungsbaukreditgesellschaften sind in so starkem Maße mit Kreditausfällen konfrontiert, daß sie bei realistischer Bewertung des Eigenkapitals in vielen Fällen überschuldet sind [Neue Zürcher Zeitung, a].

### Sanierungsversuche innerhalb des Finanzsektors

Für die Deckung der Verluste, die durch die Korrektur der spekulativen Übersteigerungen auf den Märkten für Aktien und Immobilien im Finanzsektor entstehen, sind die Rückstellungen der Kreditinstitute bei weitem nicht ausreichend. Auch der Einlagensicherungsfonds der japanischen Kreditwirtschaft kann nur begrenzt stützend wirken, da seine Mittel gemessen an dem Volumen der notleidenden Kredite gering sind [Wood, 1992]. Konkurse sollen dadurch vermieden werden, daß Kreditinstitute mit relativ geringen Kreditausfällen stark gefährdete Institute übernehmen. Dies ist im Falle einiger kleinerer Banken bereits geschehen. In diesem Zusammenhang sind im Juli 1991 zum erstenmal seit seiner Errichtung Mittel aus dem Einlagensicherungsfonds eingesetzt worden [Wood, 1992]. Für die Sanierung größerer Banken ist bei dem hohen Abschreibungsbedarf, den eigentlich alle Institute haben, und dem begrenzten Kapital des Einlagensicherungsfonds dieses Modell aber wohl nicht geeignet.

Im Falle der in Not geratenen Finanzgesellschaften soll der Konkurs vor allem durch eine Reduzierung ihrer Zinslasten verhindert werden. Die Gläubigerinstitute (jeweils zu etwa 40 vH die Großbanken und die Kreditgenossenschaften) sollen nach einem in Verbindung mit dem Finanzministerium erarbeiteten Plan je nach Leistungskraft und Grad der Verbundenheit<sup>1</sup> ganz oder teilweise auf Zinszahlungen für die ausstehenden Kredite verzichten. Darüber hinaus soll durch die Verschmelzung mehrerer Gesellschaften der Zusammenbruch einzelner Institute verhindert werden [Nikkei Weekly, c; Neue Zürcher Zeitung, a].

Die Banken schließlich haben eine Gesellschaft zur Übernahme ungenügend gesicherter Kredite gegründet [Nikkei Weekly, a]. Diese erwirbt notleidende Kredite mitsamt der ihnen zugrundeliegenden Sicherheit. Der Preis wird von

<sup>1</sup> An den Wohnungsbaukreditgesellschaften sind zumeist eine oder mehrere Großbanken beteiligt; zum Teil haben sie sie sogar gegründet.

einem Gutachtergremium ermittelt und soll dem Wert der Sicherheit entsprechen. Die Übernahmegesellschaft kauft den Kredit zu dem herabgesetzten Preis, und dieser Betrag wird von der übereignenden Bank wiederum als Kredit gewährt. Bei dieser Konstruktion realisiert die verkaufende Bank einen Verlust, der steuerwirksam abgeschrieben werden kann. Eine zügige Vermarktung der Immobilien durch die Gesellschaft würde beim derzeitigen Zustand des Immobilienmarktes zu einem weiteren kräftigen Rückgang der Immobilienpreise führen und die Probleme im Finanzsektor insgesamt verschärfen. Um dies zu verhindern, soll die Gesellschaft mit der Veräußerung ihrer Aktiva erst beginnen, wenn sich der Markt stabilisiert hat.

Alles in allem werden hohe Abschreibungen, Zinsverzicht auf ausstehende Kredite und die Übernahme verlustbringender Kreditinstitute die Erträge im Bankensektor auf Jahre hinaus erheblich belasten.

### **Staatliche Verlustübernahme wahrscheinlich**

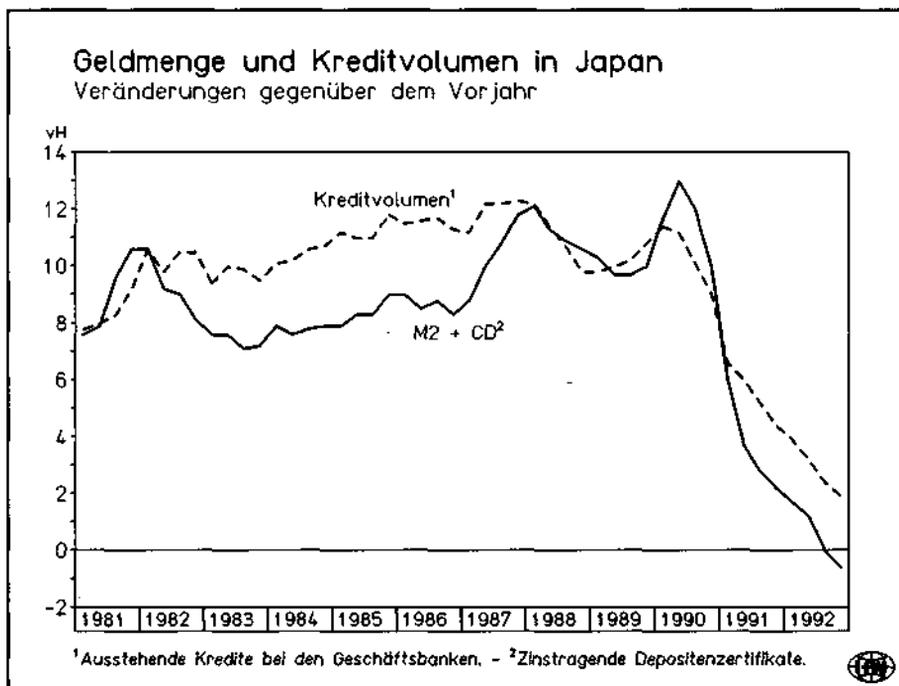
Bislang hat die Regierung die Position vertreten, daß öffentliche Mittel zur Sanierung von Finanzinstituten nicht aufgewendet werden sollen, weil die Probleme selbstverschuldet und daher auch innerhalb des Sektors zu bewältigen seien. Dennoch sind bereits auf direktem und indirektem Wege Stützungsmaßnahmen eingeleitet worden. Zum einen wurden in dem im August vergangenen Jahres angekündigten Konjunkturprogramm zur Stützung der Grundstückspreise Mittel in Höhe von 1 550 Bill. Yen für Landaufkäufe für künftige Infrastrukturprojekte zur Verfügung gestellt. Gleichzeitig wurden die Obergrenzen für Aktienbestände im Portfolio der öffentlich verwalteten Postsparkassen um 2 800 Bill. Yen erhöht. Damit sollten die Aktienpreise stabilisiert werden, um zu verhindern, daß der Wert der Aktienbestände noch weiter zurückgeht. Nachdem bis zum Winter lediglich ein Drittel der Mittel eingesetzt worden war, wurden die Fondsmanager aufgefordert, sich stärker zu engagieren. Darüber hinaus wurde Druck auf die Banken und Wertpapierhäuser ausgeübt, Verkäufe von Aktien zur Aufbesserung der Bilanzen zum Ende des Finanzjahres zum 31. März zu unterlassen [Financial Times, c]. Damit soll ein befürchteter neuerlicher Kursrutsch verhindert werden. Nicht zuletzt hat die Zentralbank bereits begonnen, Liquidität zu Sonderkonditionen zur Stützung von Kreditinstituten in den Bankensektor zu pumpen [Nikkei Weekly, c].

Das Verhalten von Finanzministerium und Zentralbank deutet darauf hin, daß die Administration es in jedem Fall vermeiden wird, daß es zu größeren Bankzusammenbrüchen kommt. Bei dem Umfang der aufzufangenden Kreditverluste ist es wahrscheinlich, daß letztendlich auch erhebliche öffentliche Mittel zur Sanierung des Finanzsektors eingesetzt werden.

### **Verminderte Wirksamkeit der Geldpolitik**

Trotz einer deutlichen Senkung der Leitzinsen seit dem Sommer 1991 (der Diskontsatz wurde von 6% in sechs Schritten gesenkt und betrug im Februar 1993 wieder 2,5%) ist die Geldmenge in der weiteren Abgrenzung M2 (ein-

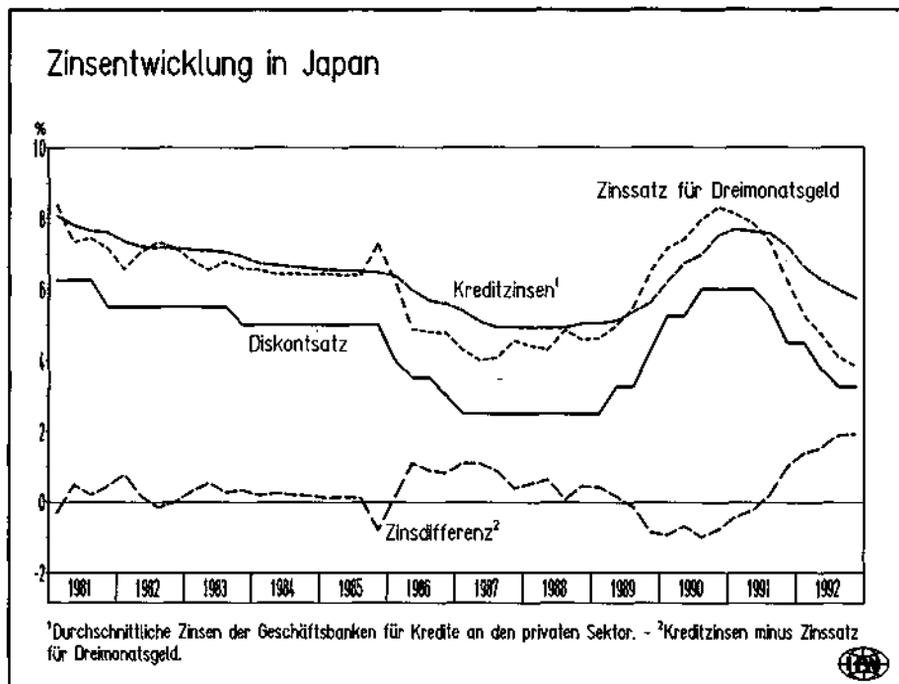
Schaubild 2



schließlich Depositenzertifikate) bis zuletzt nicht gestiegen. Maßgeblich war dabei, daß die Kreditvergabe kaum noch zunahm (Schaubild 2).

Einerseits gibt es eine Reihe von Gründen anzunehmen, daß die Kredite vor allem deshalb kaum ausgeweitet werden, weil die Nachfrage nach Krediten seitens der Unternehmen gering ist [Bank of Japan, b]. Während der Hausse an der Tokioter Börse hatten sich die Unternehmen zu sehr günstigen Konditionen mit Kapital versorgen können. Aktien konnten zu hohen Preisen emittiert werden. Außerdem wurden in großem Umfang Wandelobligationen begeben. Diese konnten wegen der Erwartung anhaltender Kurssteigerungen mit einer sehr niedrigen Verzinsung versehen werden. Die Kosten der Kapitalbeschaffung über die Börse waren Ende der achtziger Jahre niedriger als die Erträge auf kurzfristige Finanzanlagen; deshalb investierten die Unternehmen verstärkt in Geldmarkttitel. In der Folge hat sich die Ausstattung der Unternehmen mit liquiden Mitteln bezogen auf den Umsatz etwa verdoppelt [OECD, a]. Da die Kosten der Kapitalbeschaffung inzwischen deutlich über den Erträgen bei kurzfristigen Finanzanlagen liegen, ist der Anreiz für den Erwerb solcher Aktiva entfallen. Vielmehr greifen die Unternehmen zur Finanzierung von Investitionen zunächst auf liquide Mittel zurück, anstatt an den Kreditmarkt zu gehen. Die Kreditnachfrage wird darüber hinaus dadurch gedämpft, daß die Unternehmen und die Haushalte angesichts der erheblichen Vermögensverluste, die durch

Schaubild 3



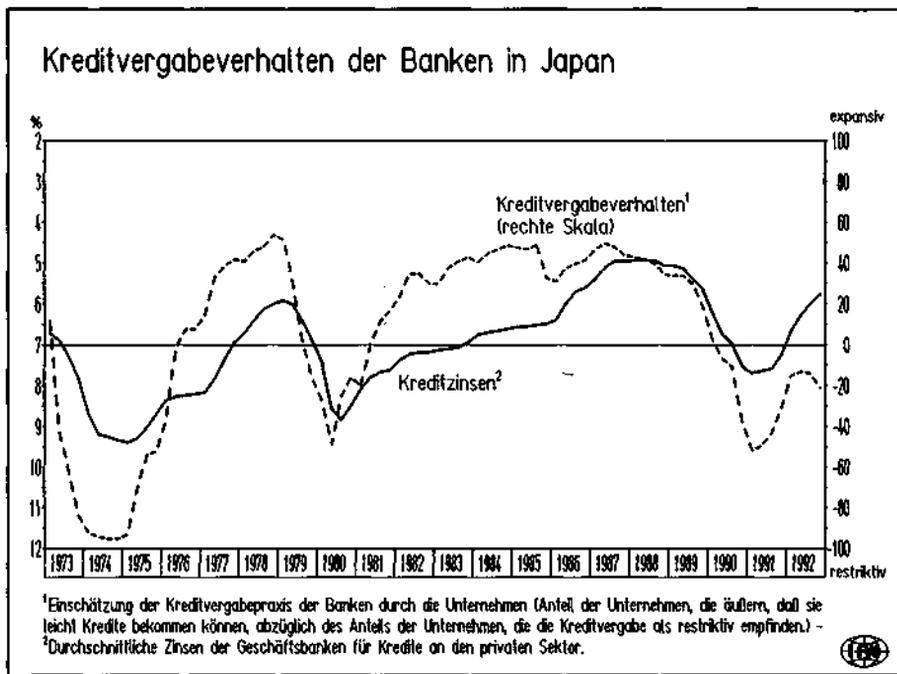
die Preisrückgänge bei Aktien und Immobilien entstanden sind, bemüht sind, ihre Verschuldung zu reduzieren. Auch ist das Transaktionsvolumen an der Börse und am Immobilienmarkt stark gefallen. So belief sich der Umsatz an der Tokyo Stock Exchange, der 1989 noch mehr als 1 Mrd. Aktien täglich betragen hatte, 1992 nur noch auf durchschnittlich 200 Mill. Aktien täglich.

Andererseits wird befürchtet, daß das gesunkene Vermögen und die verschlechterte Qualität der Aktiva der Banken vor dem Hintergrund der Maßgabe für die Großbanken, die Eigenkapitalrichtlinie der Bank für internationalen Zahlungsausgleich zu erfüllen<sup>2</sup>, zu ausgeprägter Zurückhaltung bei der Kreditgewährung führt. Die Banken haben die Phase der Zinssenkungen dazu benutzt, die Erträge aus laufender Geschäftstätigkeit kräftig zu erhöhen.<sup>3</sup> So haben sie die Senkung der Notenbankzinsen nur teilweise in niedrigeren Kreditzinsen weitergegeben und dadurch ihre Zinsmarge beträchtlich gesteigert (Schaubild 3).

<sup>2</sup> Gemäß dieser Richtlinie müssen die international tätigen Banken Eigenkapital in Höhe von 8 vH der risikogewichteten Aktiva ausweisen. 45 vH der stillen Reserven auf Aktienbestände können dabei hinzugerechnet werden; sie dürfen aber nicht mehr als die Hälfte des Eigenkapitals ausmachen [OECD, b]. Derzeit wird die Quote von 8 vH von den japanischen Banken knapp übertroffen.

<sup>3</sup> Die Erträge aus laufender Geschäftstätigkeit stiegen 1991 um reichlich 30 vH und 1992 um knapp die Hälfte. Gleichzeitig gingen die Gewinne vor Steuern erheblich zurück, weil verstärkt Abschreibungen vorgenommen wurden [Nikkei Weekly, b].

Schaubild 4



Darüber hinaus wurde der Anteil der Kunden verringert, denen der relativ niedrige Zinssatz für erste Adressen (Prime rate) berechnet wird [Neue Zürcher Zeitung, b].

Die mit dem Bemühen der Banken um eine Verbesserung ihrer Bilanzstruktur verbundene zurückhaltende Vergabe von Krediten scheint zunehmend die wirtschaftliche Tätigkeit zu dämpfen. Dies trifft insbesondere für die kleineren und mittleren Unternehmen zu, deren Bestand an liquiden Mitteln im vergangenen Aufschwung aufgrund des schlechten Zugangs zum Kapitalmarkt weniger ausgeprägt gestiegen war als der der Großunternehmen. Obwohl die Kreditzinsen in Japan deutlich gesunken sind, zeigen die vierteljährlichen Umfragen der Bank von Japan, daß die Kreditvergabepraxis der Banken von den Unternehmen weiterhin und zuletzt sogar wieder zunehmend als restriktiv empfunden wird (Schaubild 4). Dies deutet darauf hin, daß die Banken die Eigenkapitalrichtlinie ernst nehmen und der Verbesserung der Bilanzstruktur Vorrang vor der Geschäftsausweitung einräumen. Für die konjunkturelle Erholung könnte sich dies als hemmendes Element erweisen.

#### Mehr Markt und mehr Wettbewerb erforderlich

Der geringe Umsatz auf den Märkten für Aktien und Immobilien läßt den Schluß zu, daß die Preise noch nicht auf ein Niveau gefallen sind, das für

Neuinvestitionen attraktiv ist. Daß die Preise nicht stärker gefallen sind, liegt vor allem an dem Versuch der Regierungsstellen, den Kursrückgang auf dem Aktienmarkt einzudämmen. Auch die Politik des Finanzministeriums, das tatsächliche Ausmaß der zu erwartenden Verluste im Finanzsektor nicht offenzulegen, regt die Erwartung weiterer Preisrückgänge an.

Die Stützung der Preise auf den Märkten für Vermögenswerte mag kurzfristig die Realisierung von Verlusten bei Finanzinstituten und Immobiliengesellschaften begrenzen. Die Politik der Verschleierung und der Beeinflussung der Aktienkurse führt aber zu einer erheblichen Zunahme der Unsicherheit für Investoren in Japan. Damit wird eine durchgreifende Belebung des Transaktionsvolumens verhindert, und es entstehen Kosten für die Sparer und für die Steuerzahler, aus deren Mitteln zu überhöhten Preisen Vermögenswerte erworben werden.

Besser wäre es wohl, wenn die Wirtschaftspolitik die Bewertung der Aktiva dem freien Spiel von Angebot und Nachfrage privater Investoren überlassen würde. Damit würden Investitionsentscheidungen von der Unsicherheit entlastet, welches Preisniveau bei Aktien und Immobilien die Politik willens und in der Lage ist zu erreichen. Vor allem würde die Entscheidung über die Allokation finanzieller und realer Ressourcen auf der Grundlage unverzerrter Marktpreise erfolgen. Sollten als Folge weiter zurückgehender Vermögenswerte Banken insolvent werden und Einlagen verlorenzugehen drohen, könnte die japanische Regierung in ähnlicher Weise wie die US-Regierung bei der Bewältigung der Krise der Sparbanken verfahren und die Verbindlichkeiten – ebenso wie die verbliebenen Aktiva – in einer Auffanggesellschaft übernehmen. Auf diese Weise würden die Kosten der Bereinigung der spekulativen Übersteigerung offen zutage treten und nicht versteckt auf die öffentlichen Sparkassen- oder Versicherungsfonds abgewälzt.

Besser wäre es, wenn der Staat lediglich die Verluste decken und die betreffenden Institute anschließend verkaufen würde. Wichtig wäre es, beim Verkauf auch ausländische Banken mitbieten zu lassen. Eine stärkere Öffnung für ausländische Anbieter würde den Wettbewerb auf dem Finanzmarkt erhöhen. Damit bekäme die gesamte japanische Wirtschaft Zugang zum Weltkapitalmarkt, und es wäre garantiert, daß der Kreditnachfrage ein Angebot zu einem dem jeweiligen Risiko entsprechenden Preis gegenüberstehen würde.

Die Geldmenge  $M2(+CD)$ , die die Zentralbank als Indikator verwendet, stagniert seit längerer Zeit. Auch andere Geldmengenaggregate weisen – anders als in den Vereinigten Staaten<sup>4</sup> – nur einen schwachen Anstieg auf. Trotzdem ist es unwahrscheinlich, daß die Geldpolitik restriktiv wirkt. Die Geldmarktzinsen sind seit Mitte 1991 deutlich niedriger als die Zinsen am Kapitalmarkt. Erfahrungsgemäß wirkt eine solche Zinsstruktur konjunkturell anregend. Der Diskontsatz liegt nach der jüngsten Zinssenkung vom 4. Februar 1993 wieder bei dem Satz von 2,5%, der von 1987 bis 1989 galt, als es zu dem starken

<sup>4</sup> In den Vereinigten Staaten ging die Stagnation der Geldmenge  $M2$  1992 mit einer starken Expansion der enger abgegrenzten Geldmenge  $M1$  einher. Dies führte zu einer Diskussion darüber, ob die Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank zu locker oder zu eng war.

Preisanstieg bei Aktien und Immobilien gekommen war. Zwar scheint das Geldmengenwachstum bei einer trendmäßigen Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit von reichlich 1 vH pro Jahr [Bank of Japan, b] und einer geschätzten Wachstumsrate des Produktionspotentials von 3 1/2 bis 4 vH sehr gering. Es muß aber berücksichtigt werden, daß die Vermögenseffekte und die Verringerung des Transaktionsvolumens, die mit dem Rückgang der Immobilienpreise und der Aktienkurse verbunden sind, die Geldnachfrage dämpfen. Die Notenbank sollte versuchen, eine mittelfristig orientierte Politik zu verfolgen. Bei einer stark expansiven Ausrichtung als Reaktion auf die momentane Geldmengenentwicklung bestünde die Gefahr eines Wiederauflebens inflationärer Prozesse.

## Literaturverzeichnis

- BANK OF JAPAN [a], Economic Statistics Monthly, versch. Ausg.  
 - [b], Recent Developments in Monetary Aggregates. Special Paper, 221, September 1992.  
 FINANCIAL TIMES [a], „Tough monetary policy begins to bite“. 24. September 1992.  
 - [b], „Weakened by an enemy within“. 17. November 1992.  
 - [c], „Call for public funds to aid stocks“. 5. Februar 1993.  
 JAPAN CENTER FOR ECONOMIC RESEARCH, Quarterly Forecast of Japan's Economy. Dezember 1992.  
 NEUE ZÜRCHER ZEITUNG [a], „Stresszeichen im japanischen Finanzsystem“. 7./8. Februar 1993.  
 - [b], „Nippons Finanzinstitute senken Prime rate“. 14./15. Februar 1993.  
 NIKKEI WEEKLY [a], „Bank bailout plan finalized, but treatment of non-banks stirs industry debate“. 2. November 1992.  
 - [b], „Bad loans, weak assets undermine banking performance“. 30. November 1992.  
 - [c], „Banks seek solvation from Central-bank loans“. 18. Januar 1993.  
 OECD [a], OECD Economic Surveys, Japan 1991/92. Paris 1992.  
 - [b], OECD Economic Outlook. Paris, Dezember 1992.  
 WOOD, Christopher, *The Bubble Economy*. London 1992.  
 ZIEMBA, William T., Sandra L. SCHWARTZ, *The Growth of the Japanese Stock Market, 1949-90 and Prospects for the Future*. Managerial and Decision Economics. Vol. 12, 1991, S. 183-195.