

## RECENTI SVILUPPI ECONOMICI INTERNI E POSIZIONE INTERNAZIONALE DEL GIAPPONE

di Paolo Manasse (\*) e Gianfranco Ottaviano (\*)  
con la supervisione di Fabrizio Onida

### 1. Introduzione

*Nel corso degli anni Ottanta la bilancia dei pagamenti del Giappone è andata sempre più caratterizzandosi per il forte avanzo di parte corrente, dovuto all'attivo commerciale, compensato da un altrettanto forte disavanzo del conto capitale. Nello stesso periodo, la composizione di tale disavanzo ha visto crescere decisamente la quota degli investimenti diretti all'estero (IDE) a scapito di quella degli investimenti di portafoglio.*

*Il deflusso di IDE ha raggiunto il culmine alla fine del decennio, quando l'economia giapponese è entrata in una fase di crescita "surriscaldata", finanziata dal boom della Borsa di Tokio.*

*Tale boom, motivato dal generale consenso sul roseo futuro economico del Giappone, insieme ad una politica di bassi tassi di sconto da parte dell'autorità monetaria, impegnata sul mercato dei cambi in una manovra coordinata a livello internazionale di "atterraggio morbido" del dollaro, ha generato nell'economia un'abbondanza di risorse finanziarie a bassissimo costo.*

*Proprio questa abbondanza, rimuovendo gli incentivi all'efficienza degli investimenti e la cautela nell'indebitamento dei consumatori, ha finito con l'allontanare l'economia giapponese dalle prestazioni attese. Questo tradimento delle aspettative è alla base del crollo della Borsa di Tokio iniziato nel 1990.*

*È seguito un periodo di crescita rallentata, in cui la relativa scarsità di risorse finanziarie ha indotto un processo di riorganizzazione dell'economia, guidato dalla razionalizzazione degli investimenti indiscriminati effettuati negli anni del boom.*

*Di questo processo sembra essersi fatta promotrice l'autorità monetaria, che, sostenendo un tasso di sconto relativamente alto, mantiene le condizioni di razionamento del credito, che, con la crisi dei mercati finanziari giapponesi, hanno reintrodotta gli incentivi all'efficienza degli investimenti.*

*Da un punto di vista internazionale, questa situazione implica una momentanea riluttanza da parte del Giappone a "trainare" la ripresa mondiale, in un momento in cui le altre due "locomotive", Stati Uniti e Germania, non sembrano poter fare da sole. Questa riluttanza è apparsa evidente durante l'incontro dell'aprile 1992 dei sette paesi più industrializzati del mondo (G7).*

*Alla descrizione degli sviluppi dell'economia giapponese dalla metà degli anni Ottanta è dedicato il secondo paragrafo, mentre il terzo si sofferma in particolare sulla bilancia dei pagamenti.*

*La dinamica della bilancia commerciale e dei flussi netti di capitali è approfondita, rispettivamente, nel quarto paragrafo e nel quinto.*

*Il sesto paragrafo conclude il lavoro, sottolineando come la necessità di porre rimedio agli eccessi della fine degli anni Ottanta, rallentando la ripresa dell'economia giapponese, lasci momentaneamente senza spinta propulsiva il "treno" dello sviluppo mondiale.*

### 2. Tendenze dell'economia giapponese dal 1985 ad oggi

*Nella seconda metà degli anni Ottanta il Giappone ha conosciuto tassi di crescita da record. Dal 1985 al 1990 il PNL a prezzi costanti è cresciuto del 25,9% (media OCSE 18,1%), il PIL nominale del 32,9% con un tasso d'inflazione medio annuo appena inferiore all'1,4%, la produzione industriale del 25,3%. La formazione lorda del capitale fisso è aumentata del 57,7% mentre i consumi privati del 28,9% (tabelle 1 e 2).*

**Tabella 1 - PRODOTTO, CONSUMI E INVESTIMENTI (1000 MILIARDI DI YEN)**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
PNL (prezzi correnti)	321,3	335,8	350,1	373,6	398,2	428,7
Consumi privati	188,7	195,9	204,5	215,0	228,2	243,3
Formazione capitale	87,9	91,3	98,9	111,0	122,3	138,6

Fonte: FMI, International Financial Statistics

(\*) Istituto di Economia Politica e CESPRI, Università Bocconi di Milano

Tabella 2 - INFLAZIONE, TASSO DI SCONTO, TASSO DI CAMBIO

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Indice prezzi al consumo (1985 = 100)	100,0	100,6	100,7	101,4	103,7	106,9
Tasso di sconto nominale (per cento)	5,00	3,00	2,50	2,50	4,25	6,00
Tasso di cambio (yen/dollaro)	200,5	159,1	123,5	125,8	143,4	134,4

Fonte: FMI, International Financial Statistics

Tali elevati ritmi di crescita sono stati alimentati dalla forte crescita monetaria, del 6,8% in media all'anno nel quinquennio considerato, sostenuta dalla creazione del credito ad opera delle grandi banche commerciali ("city banks"), che hanno visto le proprie attività gonfiarsi per il "boom" della borsa di Tokio e dei prezzi delle proprietà immobiliari. Il credito interno è cresciuto ad un tasso medio annuo del 12%.

Alla fine del quinquennio il Giappone appariva come un'economia "surriscaldata". Ricorda "The Economist" (14/4/92): "Le imprese investivano come se il capitale non costasse nulla. Le banche prestavano come se i rischi fossero stati aboliti. Le famiglie riducevano il loro risparmio, accendendo debiti sempre più pesanti, come se i prezzi delle abitazioni, usate come garanzia, fossero destinati a salire per sempre. Le finanziarie infine tentavano di manipolare il mercato, come se farlo fosse sicuro e lecito. Tutti questi "come se" si sono rivelati infondati".

L'inversione di tendenza è collocabile nel gennaio 1990, quando la borsa di Tokio ha cominciato una caduta, che, nei primi mesi del 1992, ha raggiunto -50%. Ci sono voluti però due anni perché il messaggio dei mercati finanziari fosse trasmesso all'economia.

In questo senso il 1991 è stato un anno di transizione. L'economia ha continuato ad espandersi ma a velocità decrescente. La crescita della domanda interna è passata da poco meno del 6% nel 1990 al 3,35% nel 1991. Particolarmente rilevante è stata la flessione degli investimenti. L'investimento fisso lordo è cresciuto nel 1991 del 4% contro l'8,9% nel 1989 e il 10,9% nel 1990, principalmente a causa della caduta degli investimenti privati residenziali (calo del 6,6% nel 1991). La crescita del PNL reale è stata tuttavia sostenuta dal buon andamento delle esportazioni (+1,2%) risultando del 4,5%.

Tuttavia l'impressione di un'economia in frenata viene rafforzata qualora si consideri che la maggior parte della crescita è avvenuta nelle prima metà dell'anno, mentre nella seconda metà il PNL reale non è cresciuto più dell'1% su base annuale.

L'allentamento della pressione dal lato della domanda è indicato anche dalla riduzione del numero di ore di straordinari lavorate ed il grado di utilizzazione della capacità. Ne è conseguita una sostanziale stabilità dei prezzi: il tasso di crescita dei prezzi al consumo è rimasto sui valori del 1990, 3,2%. Anche il tasso di disoccupazione si è mantenuto su livelli bassi, senza manifestare differenze sostanziali rispetto ai due anni precedenti.

Così, nel biennio 1990-91, mentre i prezzi delle azioni scendevano del 50%, l'economia giapponese è riuscita a mantenere il pieno impiego con tassi di crescita tra il 4 e il 5%.

Nei primi mesi del 1992 le contrazioni della Borsa di Tokio si sono fatte sempre più frequenti.

Il 9 aprile l'indice medio Nikkei-225 ha chiuso con una perdita del 14% dal 31 marzo e del 57% dal dicembre 1989. Al di là delle cifre, il punto è che ormai borsa ed economia reale stanno finalmente convergendo. Il crollo dei valori azionari ha inaridito le fonti di finanziamento delle imprese e anche dei consumatori, innescando la recessione.

Tale crollo ha colpito il cuore del sistema economico giapponese: le banche. Questo è avvenuto sotto due diversi profili.

Dal lato del passivo, il crollo della borsa ha ridotto il capitale proprio delle banche, che in Giappone hanno la possibilità di contare come capitale i guadagni non realizzati sulle azioni di proprietà. Ridotti valori azionari comportano così un ridimensionamento del capitale proprio.

Dal lato dell'attivo, negli anni del "boom" le banche hanno accumulato crediti in buona parte garantiti da immobili e terreni, il cui prezzo è in forte calo.

Le banche giapponesi si trovano così con meno capitale e una quota di crediti a rischio che aumenta di giorno in giorno, col crescere delle insolvenze.

Un recente studio della Banca del Giappone stima che circa il 10% dei prestiti bancari a fine 1991 vadano considerati in sofferenza.

Questo stock di prestiti a rischio riduce l'offerta di credito bancario in due modi. In primo luogo, si riduce la copertura disponibile per i nuovi prestiti; in secondo luogo, compromettendo la salute delle banche, ne riduce il valore azionario e quindi la possibilità di raccogliere nuovo capitale ad un costo contenuto.

*La contrazione dell'offerta di credito avviene in un momento delicato per le imprese.*

*Negli anni Ottanta, grazie alla disponibilità di credito a costi bassissimi, le imprese giapponesi hanno privilegiato l'obiettivo in termini di quote di mercato a scapito dei profitti, incorrendo spesso in diseconomie di scala.*

*L'impatto maggiore lo stanno subendo gli investimenti. Massicci investimenti privati sono stati l'anima della forza economica giapponese fino alla fine del periodo surriscaldato tra il 1986 e il 1991. In quei cinque anni gli investimenti hanno contato per i due terzi della crescita reale del PNL. Ma le spese delle imprese sono state anche maggiori, riversandosi nell'acquisto di attività immobiliari a prezzi crescenti. Per esempio, nell'anno fiscale 1989 le imprese hanno speso 94,5 miliardi di dollari per l'acquisto di terreni.*

*Ma con la progressiva caduta della Borsa di Tokio il peso degli investimenti speculativi si sta facendo sentire in termini di difficoltà di rifinanziamento in un mercato azionario e del credito che si è fatto all'improvviso competitivo e selettivo. Tra il 1992 e il 1993 le imprese si trovano infatti a dover fronteggiare la sgradevole prospettiva di rifinanziare 95,24 miliardi di dollari di obbligazioni con annessi warrant, che ben difficilmente saranno convertite.*

*All'indebitamento delle imprese si è aggiunta una crescita eccezionale dell'indebitamento delle famiglie, stimolato, alla fine degli anni Ottanta, dal forte aumento dei valori di mercato degli immobili di proprietà.*

*Il debito dei consumatori giapponesi, escludendo le ipoteche, ha raggiunto i 475 miliardi di dollari (67000 miliardi di yen) nel marzo 1991, per un incremento di sette volte rispetto al 1979. Per dare un'ulteriore dimensione al fenomeno, nell'anno fiscale 1990 ogni Giapponese era indebitato per 3845 dollari, ogni Statunitense per 2930, mentre come quota sul reddito disponibile il debito del primo rappresentava il 17%, quello del secondo il 18%.*

*Il problema è che una buona parte di questo debito è di difficile rimborso. Quantunque per le banche tale debito rappresenti un'esigua percentuale dei prestiti totali (0,03% per le "city bank" al 31 gennaio 1992, con un aumento di cinque volte rispetto all'anno precedente, secondo il Nihon Keizai Shimbun, il principale giornale finanziario giapponese), esso rappresenta comunque un freno alla dinamica dei consumi.*

*In sintesi, la storia recente dell'economia giapponese sembra essere la storia di una "self-destroying prophecy".*

*Nel 1987 il consenso intorno al luminoso futuro dell'economia giapponese era unanime. Investitori domestici e esteri erano disposti a pagare per le azioni giapponesi prezzi altissimi, fuori linea, in termini di rendimenti, rispetto alle altre borse mondiali. Ancora all'inizio dell'aprile 1992, il "price/earnings ratio" della Borsa di Tokio era 37, superiore a quasi tutti gli altri mercati e sopra ai livelli registrati nel 1986 prima del boom.*

*Sotto la pressione della domanda le azioni giapponesi sono levitate, iniettando nell'economia un enorme flusso di risorse finanziarie, sotto forma di "capital gains". Il costo del nuovo capitale per le imprese è diventato pressochè nullo e facile era anche reperire finanziamenti da parte delle banche. L'economia, tirata da aspettative euforiche, ha cominciato ad accelerare e, all'inizio del 1990, la "profezia" sembrava essersi avverata.*

*Tuttavia proprio l'abbondanza di risorse finanziarie, che era il motore della crescita, avrebbe generato la svolta. Il boom della Borsa di Tokio da una parte ha gonfiato il capitale delle banche, che si sono permesse prestiti sempre più rischiosi a imprese e famiglie; dall'altra ha ridotto i costi di finanziamento, rendendo meno selettivi gli investimenti delle imprese in termini di rapporto rischio/rendimento.*

*Il primo passo verso la crisi era quindi insito fin dall'inizio nel boom dei mercati finanziari: la rimozione degli incentivi all'efficienza dei finanziamenti e degli investimenti.*

*Il ridimensionamento delle aspettative ha fatto rientrare i valori azionari, rendendo il nuovo finanziamento problematico, anche perchè i "cash flow" generati dagli investimenti non riescono a coprire i costi sostenuti e i debiti non vengono onorati.*

*La crescita rallenta. Una "profezia" ottimistica è fallita a causa dell'euforia da essa stessa creata.*

*Il tutto è accaduto senza alcun intervento tempestivo da parte dell'autorità monetaria. Il tasso di sconto (tabella 2) è rimasto su livelli bassissimi nel 1987 e nel 1988 (2,5%), quando una restrizione monetaria avrebbe potuto "raffreddare" l'economia, ed è risalito nel 1989 (4,25%) e ancora nel 1990 (6%), quando invece un taglio del tasso avrebbe potuto stimolare un'economia in frenata.*

*La spiegazione di questa eccessiva cautela potrebbe risiedere nell'incertezza introdotta dal boom dei mercati finanziari nella relazione sia tra variabili monetarie e obiettivi economici che tra strumenti monetari, crescita della moneta e tassi d'interesse di mercato.*

*Tale incertezza ha indotto l'autorità monetaria a basarsi su una vasta gamma di indicatori economici e finanziari di breve periodo; in particolare sulla domanda effettiva, sui prezzi e sui mercati finanziari domestici ed esteri.*

*Una delle conseguenze più importanti è stato il forte peso relativo dato più volte al tasso di cambio, non solo per le implicazioni in termini di inflazione, ma anche per il ruolo centrale, in termini*

di aggiustamento internazionale, attribuito al rafforzamento e alla successiva stabilizzazione dello yen in seguito agli Accordi del Plaza del 1985.

Successivamente a tali accordi, i tassi d'interesse sono stati ridotti all'apprezzarsi dello yen, come parte di una manovra coordinata a livello internazionale di "atterraggio morbido" per il dollaro.

Il tasso di sconto del Giappone ha cominciato a salire solo nella seconda metà del 1989 (tabella 2), di fronte ad un dollaro ormai avviato a superare la parità prevista dagli Accordi del Louvre (febbraio 1987) di 154 yen. Dalla primavera del 1990 la combinazione di una politica monetaria restrittiva in Giappone ed espansiva negli Stati Uniti ha portato a un rafforzamento dello yen durato fino al termine della guerra del Golfo nel marzo 1991. Da allora il tasso di cambio dello yen è rimasto sostanzialmente stabile.

Alla fine del 1989, il perseguimento dell'obiettivo di sostegno dello yen e del tasso d'interesse non creava alcun dilemma di politica economica, dal momento che una politica monetaria restrittiva era coerente, oltre che con l'obiettivo esterno di riduzione riequilibrio dell'avanzo corrente giapponese, anche con gli obiettivi deflazionistici interni. Il tasso di cambio reale si è apprezzato, aiutando, dal lato dei prezzi, il processo di aggiustamento internazionale: la quota di mercato delle esportazioni giapponesi e l'avanzo commerciale hanno continuato a decrescere fino al 1990.

Tuttavia, dalla fine del 1990, una politica monetaria restrittiva ha contribuito al rallentamento della domanda interna e dell'aggiustamento del saldo corrente.

In particolare, l'autorità monetaria ha assunto un atteggiamento di attesa di fronte al calo di liquidità generato dalla crisi dei mercati finanziari, mantenendo alto il tasso di sconto fino alla metà del 1991, facendo apparire i successivi tagli del tasso intempestivi. La sensazione che l'autorità monetaria non tenesse in pugno la situazione ha generato ulteriore incertezza e pessimismo negli operatori, contribuendo al crollo dei valori azionari.

Diversamente, la riluttanza della Banca del Giappone nei confronti di drastici tagli del tasso di sconto potrebbero essere interpretati, anche alla luce delle dichiarazioni giapponesi durante l'incontro dei G7 nell'aprile del 1992, come l'attuazione di una manovra volta intenzionalmente alla conduzione pilotata dell'economia giapponese verso una convergenza tra valori reali e valori finanziari.

L'importanza della politica monetaria nel gestire la congiuntura è stata accentuata dall'assenza di rilevanti interventi di politica fiscale.

Per tutti gli anni Ottanta tale politica è stata gestita in adesione ad un piano di "ristrutturazione", volto alla riduzione del disavanzo pubblico attraverso la contrazione del settore pubblico e la privatizzazione di imprese pubbliche, il tutto accompagnato da una riforma della tassazione.

I controlli sulla gestione della spesa pubblica sono stati intensificati attraverso il rafforzamento del sistema degli "indirizzi", in sede di bilancio preliminare per i tassi di crescita di specifiche categorie di spesa.

Le privatizzazioni hanno coinvolto le telecomunicazioni, le ferrovie, le linee aeree e i monopoli di stato su sali e tabacchi.

La riforma della tassazione ha mirato ad un bilanciamento tra tasse sul reddito, sul consumo e sul patrimonio, attraverso l'allargamento della base imponibile delle imposte indirette e la riduzione dell'imposta marginale sul reddito.

Il risultato è che le emissioni di titoli del debito pubblico, in percentuale del totale della spesa pubblica, sono scese nell'anno fiscale 1990 (marzo 1991) all'8,5% (35% nel 1979), con una riduzione di quasi due punti percentuali dall'anno precedente. Come quota del PNL, il disavanzo di bilancio nello stesso periodo è stato dell'1,5% contro l'1,9% nell'anno fiscale 1989.

Nondimeno, per la presenza di uno stock di debito pubblico ancora relativamente alto (38% del PNL), la politica fiscale ha continuato ad essere tendenzialmente restrittiva, anche se dal 1991 ha iniziato a decorrere un piano decennale di investimenti pubblici volti alla realizzazione di infrastrutture.

### 3. La posizione estera del Giappone

Le vicende interne dell'economia giapponese, passata dall'espansione accelerata di fine anni Ottanta al progressivo rallentamento all'inizio dei Novanta, hanno trovato riscontro nell'evoluzione dei conti esteri (tabella 3).

A livello di saldo globale della bilancia dei pagamenti, si possono individuare due fasi. La prima, dal 1985 al 1987, di forte espansione dell'avanzo, passato da -0,58 miliardi di dollari nel 1985 a 37,94 nel 1987, in corrispondenza del picco positivo del saldo corrente. La seconda di contrazione a partire dal 1988, che ha portato la bilancia dei pagamenti in disavanzo sia nel 1989 che nel 1990 (-12,76 e -6,59 miliardi di dollari rispettivamente), in seguito alla riduzione dell'avanzo di parte corrente ed alla forte crescita degli IDE.

L'avanzo di parte corrente del Giappone, che aveva cominciato a crescere rapidamente nel 1983 da un valore di 6,85 miliardi di dollari nel 1982, ha raggiunto un picco nel 1987 di 87 miliardi di

Tabella 3 - SALDI ESTERI (1000 MILIARDI DI YEN)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Bilancia commerciale	56,0	92,8	96,4	95,0	76,8	63,5
esportazioni	174,0	205,6	224,6	259,8	169,5	280,3
importazioni	-118,0	-112,8	-128,2	-164,8	-192,7	-216,8
Servizi e trasferimenti	-6,8	-7,0	-9,4	-15,4	-19,8	-28,1
Partite correnti	49,2	85,8	87,0	79,6	57,0	35,4
Investimenti di portafoglio	-41,7	-102,0	-91,3	52,7	-32,5	-14,5
Investimenti diretti	-5,8	-14,2	-18,3	-34,7	-45,2	-46,3
Bilancia dei pagamenti	-0,6	14,8	37,9	16,5	-12,8	-6,6

Fonte: FMI, International Financial Statistics.  
FMI, Balance of Payments Statistics.

dollari. Come quota sul PNL nominale il massimo è stato invece toccato nel 1986, quando l'avanzo ha raggiunto il 4,2% del PNL.

È seguita una fase di contrazione, in cui l'avanzo è diminuito del 50% dal 1987 alla prima metà del 1990, toccando i 35,87 miliardi di dollari ossia l'1,2% del PNL, una quota inferiore persino all'1,8% registrato nel 1983.

Da allora il saldo positivo delle partite correnti ha ricominciato a crescere, una tendenza che si è accentuata nel corso del 1991 e nei primi mesi del 1992 (80,3 miliardi di dollari su base annuale nel febbraio 1992).

Le fluttuazioni dell'avanzo di parte corrente hanno riflesso l'andamento del saldo della bilancia commerciale.

L'avanzo commerciale ha cominciato una forte crescita all'inizio degli anni Ottanta, passando da 2,13 miliardi di dollari nel 1980 a 96,42 miliardi di dollari nel 1987, quando ha raggiunto un picco. Successivamente si è contratto toccando i 63,58 miliardi di dollari nel 1990. Ma già alla fine dell'anno la tendenza era stata invertita.

Nel dicembre del 1991 un avanzo commerciale di 103 miliardi di dollari rappresentava un incremento del 62% rispetto al 1990. Nei primi mesi del 1992 la tendenza è stata confermata da valori, su base annuale, di 105,8 e 111,4 miliardi di dollari rispettivamente a gennaio e febbraio.

Da un rapido confronto tra i dati di parte corrente e quelli di bilancia commerciale risulta pertanto che il deficit della bilancia dei servizi è in espansione. Dal 1986 al 1990 circa un terzo della riduzione dell'avanzo di parte corrente (49,96 miliardi di dollari) è attribuibile all'espansione del disavanzo del saldo dei servizi (17,26 miliardi di dollari). Dal 1990 la crescita di tale disavanzo si è inserita sempre più profondamente come un cuneo tra saldo corrente e saldo commerciale divaricandone i tassi d'espansione.

L'espansione del disavanzo della bilancia dei servizi è dovuta a due fattori. Da un lato, i redditi da capitale hanno fatto registrare solo un contenuto aumento dell'avanzo nonostante l'espansione delle attività nette sull'estero stimolata dal boom dei mercati finanziari. Dall'altro, il disavanzo del saldo "parziale" dei servizi, relativo a viaggi, trasporti e alla categoria residuale "altri servizi", è aumentato rapidamente.

L'avanzo del conto dei redditi da capitale ha seguito l'espansione delle attività nette all'estero fino al 1989, quando ha cominciato a ridursi nonostante queste continuassero ad aumentare. All'origine di tale fenomeno è il fatto che il rendimento medio degli investimenti all'estero è stato decrescente al loro crescere. Ciò è avvenuto, sia perchè la quota degli IDE, che operano spesso anche in perdita negli stadi iniziali è andata aumentando nella seconda metà degli anni Ottanta, sia perchè, come suggerito nel paragrafo precedente, l'abbondanza di risorse finanziarie a basso costo ha finito con l'incrementare la proporzione degli investimenti a basso rendimento.

Anche l'espansione del disavanzo "parziale" precedentemente definito è strettamente legata all'aumento degli affari giapponesi all'estero, che ha comportato una crescita del numero di viaggi all'estero e dell'attività in settori in cui tradizionalmente il Giappone ha svantaggi competitivi (p.es. i trasporti).

Per quanto riguarda il conto capitale, di particolare interesse, come già accennato è stata la dinamica degli investimenti diretti all'estero (IDE). Nel 1986 il Giappone era investitore netto all'estero per 116,29 miliardi di dollari, con un disavanzo di 14,25 miliardi di dollari negli investimenti diretti e di 102,04 miliardi di dollari negli investimenti di portafoglio. Da allora gli investimenti di portafoglio si sono contratti fino a raggiungere, nel 1990, un saldo passivo di 14,49 miliardi di dollari. Il saldo degli IDE è invece passato ad un passivo di 46,29 miliardi di dollari.

*Nella recente contrazione dei mercati finanziari giapponesi è rintracciabile la causa principale della diminuzione degli IDE come degli investimenti di portafoglio, che si osserva dalla metà del 1991.*

*In sintesi, il periodo della crescita "arroventata" dal 1987 al 1990, si caratterizza per riduzione dell'avanzo commerciale, che ha trainato una riduzione dell'avanzo di parte corrente, che, a sua volta, in congiunzione con un forte aumento dell'uscita netta degli IDE, ha portato in negativo il saldo globale della bilancia dei pagamenti.*

*Il forte differenziale tra i tassi di crescita del Giappone da una parte, e alcuni dei principali paesi industrializzati dall'altra (in primis Stati Uniti e Regno Unito), registrato in quegli anni, sembra in grado di spiegare il comportamento delle partite correnti, mentre l'abbondanza di risorse finanziarie rende conto, ancorchè parzialmente dell'ascesa degli IDE.*

#### **4. La bilancia commerciale**

*La dinamica della bilancia commerciale nel periodo considerato è stata principalmente dovuta a due fattori: i movimenti del tasso di cambio e l'evoluzione del differenziale di crescita tra il Giappone e il resto del mondo.*

*Rispetto al 1985, lo yen si è apprezzato, in termini reali, del 36,9% nel 1988, mantenendosi, fino all'inizio del 1990 ad un livello superiore del 20%.*

*Tuttavia, i prezzi relativi delle esportazioni sono stati in media solo il 15% più alti rispetto al 1985, un fenomeno imputabile al "pass through" incompleto dell'apprezzamento dello yen ai prezzi delle esportazioni. Il "pass through" è incompleto, quando una variazione del tasso di cambio è stata riflessa in una variazione meno che proporzionale di tali prezzi.*

*Così è stato per i prezzi delle esportazioni giapponesi il cui aumento, dal 1985 al 1988, è stato solo due terzi dell'apprezzamento nominale dello yen.*

*Una delle spiegazioni dell'incompletezza del "pass through" è il fenomeno noto come "pricing to market", in virtù del quale i prezzi praticati dalle imprese esportatrici sui vari mercati esteri sono diversi in una comune valuta. In particolare, si è verificato che, allo scopo di conservare le quote di mercato, le imprese giapponesi, all'apprezzarsi dello yen, hanno ridotto i prezzi all'estero rispetto a quelli praticati sul mercato domestico.*

*Secondo una stima dell'OCSE, quasi la metà dell'apprezzamento dello yen dal 1985 al 1988 è stata assorbita in una riduzione dei margini di profitto degli esportatori giapponesi.*

*Da un punto di vista di flusso degli scambi, l'incompletezza del "pass through" ha contenuto l'impatto negativo dell'apprezzamento dello yen sulle esportazioni giapponesi.*

*Per quanto riguarda le importazioni, il "pass through" è stato invece completo. I prezzi delle importazioni in yen si sono cioè ridotti dell'intero ammontare dell'apprezzamento della moneta giapponese, inducendo un aumento delle importazioni più marcato del calo delle esportazioni e quindi una riduzione dell'avanzo commerciale.*

*A favore di questa riduzione ha poi giocato anche il forte differenziale di crescita tra la domanda interna del Giappone e quella degli altri paesi, messa in luce nel secondo paragrafo.*

*Come si nota dalla tabella, l'effetto del differenziale di crescita è andato progressivamente potenziandosi verso la fine degli anni Ottanta, a causa della graduale convergenza tra le elasticità al reddito delle esportazioni e delle importazioni.*

**Tabella 4 - ELASTICITÀ AL REDDITO DELLE ESPORTAZIONI E DELLE IMPORTAZIONI**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Esportazioni	1,6	1,5	1,4	1,6	1,3	1,2
Importazioni	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1

Fonte: Banca del Giappone.

*Nella tabella, l'elasticità delle esportazioni è l'elasticità parziale del volume delle esportazioni rispetto alla domanda mondiale (Giappone escluso), in una regressione in cui si controlla anche per l'effetto delle variazioni del tasso di cambio reale.*

*Analogamente, l'elasticità delle importazioni è l'elasticità parziale del volume delle importazioni rispetto alla domanda interna del Giappone.*

*Le due elasticità sono ormai circa uguali, mentre nel 1985 la prima era quasi il doppio della seconda, ad indicare che la domanda interna del Giappone doveva crescere ad un tasso quasi due volte superiore a quello del resto del mondo per impedire all'avanzo commerciale di crescere.*

*Il declino dell'elasticità delle esportazioni è principalmente dovuto alla forte crescita degli IDE. L'effetto di tale ascesa sulle esportazioni è duplice.*

*Da una parte, c'è un aumento indotto dalle esportazioni di beni capitali necessari alla creazione di capacità produttive all'estero e di componenti una volta cominciata la produzione (effetto positivo), dall'altra gli IDE vanno verso la sostituzione delle esportazioni da parte della produzione in loco (effetto negativo).*

*Risultati di un'analisi della Banca del Giappone del 1991, sembrano indicare che l'effetto sfavorevole, nel caso giapponese, ha prevalso in questi anni sull'effetto favorevole.*

*Il trasferimento di parte della produzione giapponese all'estero ha quindi fatto sì che solo una parte delle variazioni della domanda estera per i prodotti giapponesi si sia trasformata in un incremento delle esportazioni giapponesi. Da qui la riduzione osservata dell'elasticità al reddito delle esportazioni.*

*Per quanto riguarda le importazioni, a due fattori in particolare sembra dovuto l'aumento dell'elasticità al reddito.*

*Un primo fattore è legato, ancora una volta, indirettamente all'ascesa degli IDE. I prodotti delle filiali estere delle imprese giapponesi hanno cominciato ad essere importati in Giappone. Pertanto un aumento della domanda del Giappone ha accresciuto non solo l'importazione di prodotti esteri ma anche l'importazione di prodotti giapponesi.*

*Sebbene, relativamente alle vendite totali delle filiali estere, le vendite verso il Giappone siano state nel 1989 solo l'8%, tale quota è raddoppiata dal 1986.*

*Più rilevante sembra essere il secondo fattore. Nella seconda metà degli anni Ottanta, anche in seguito alla riduzione della alta propensione al risparmio durante gli anni del boom, la quota della spesa dei consumatori giapponesi in beni importati, soprattutto per quanto riguarda i beni di lusso, è aumentata. D'altro canto, i produttori hanno cercato di utilizzare più beni intermedi importati, resi più competitivi dall'apprezzamento dello yen.*

*Anche fattori istituzionali, legati al coordinamento delle politiche commerciali internazionali, hanno influenzato le elasticità delle esportazioni e delle importazioni.*

*Dal lato delle esportazioni, si è avuto un notevole aumento sul finire degli anni Ottanta delle "restrizioni volontarie". Per esempio, nel 1989 circa il 30% delle esportazioni giapponesi verso gli Stati Uniti era soggetto a qualche forma di restrizione.*

*Dal lato delle importazioni, è stato avviato un processo di graduale liberalizzazione, che sta passando attraverso la rimozione, specialmente in agricoltura, di contingentamenti e sussidi alla produzione.*

*All'apertura ai flussi di commercio dall'estero è volta anche l'attuazione di una legislazione anti-monopolio, sul modello statunitense, operante in direzione di una rimozione delle barriere all'entrata per i competitori esteri e delle restrizioni sulle cosiddette "importazioni parallele" (cioè da più di un importatore esclusivo) (Structural Impediments Initiative 1990).*

*La contrazione del saldo commerciale ha raggiunto il minimo (63,58 miliardi di dollari) nei primi mesi del 1990, quando, in seguito al superamento da parte del dollaro della parità fissata negli accordi del Louvre (1987), il tasso di sconto del Giappone ha subito un rapido rialzo con effetti positivi sullo yen.*

*Da allora la brusca frenata dell'economia giapponese ha provocato un'inversione di tendenza. Il differenziale di crescita con gli altri paesi si è ridotto, mentre i tagli del tasso di sconto, a sostegno di un "atterraggio morbido" dell'economia, hanno di nuovo depresso lo yen.*

*La rinnovata espansione dell'avanzo è stata sostenuta da alcuni fattori straordinari, come lo smantellamento delle riserve auree, costitutesi negli anni del boom della Borsa di Tokio a sostegno della creazione di strumenti finanziari legati a quel metallo, e la crescita sostenuta delle esportazioni verso i paesi dell'Europa orientale. Secondo la Banca del Giappone, il peso di questi fattori, sull'aumento dell'avanzo commerciale nel 1991, è stato del 63%.*

#### **4.1. L'evoluzione geografica dei flussi di commercio**

*Il comportamento del saldo commerciale è stato diverso a seconda delle aree geografiche. Si sono selezionate tre aree di particolare importanza ed interesse: Stati Uniti, Comunità Economica Europea ed il gruppo delle sei dinamiche economie asiatiche (DAE: Corea, Taiwan, Hong Kong, Singapore, Thailandia e Malesia) (Tabella 5).*

*Nei confronti degli Stati Uniti, la crescita delle esportazioni è stata più forte relativamente a quella delle importazioni fino al 1987, anno in cui il saldo commerciale ha registrato un picco di 53,06 miliardi di dollari, con un incremento di quasi tre volte dai 18,544 miliardi del 1983. Dal 1987 la tendenza si è invertita con un rallentamento della crescita delle esportazioni, che sono addirittura scese nel 1990, ed una solida ascesa delle importazioni. Nel 1990 l'avanzo commerciale nei confronti degli Stati Uniti è stato di soli 38,279 miliardi di dollari e poco più di 37 miliardi dal gennaio al settembre 1991.*

*Nei confronti della CEE, la bilancia commerciale, in termini di valore, risente molto delle flut-*

**Tabella 5 - FLUSSI DI COMMERCIO TRA GIAPPONE E  
ALCUNE AREE GEOGRAFICHE**

	USA			CEE			DEA		
	export	import	saldo	export	import	saldo	export	import	saldo
1983	43,3	24,8	18,5	19,5	8,6	19,9	20,1	13,3	6,8
1984	60,4	26,9	33,5	20,2	9,8	10,4	29,6	15,4	14,2
1985	66,7	26,1	40,9	21,1	9,4	11,7	26,9	15,3	11,6
1986	81,9	29,4	52,5	31,1	14,2	16,9	34,0	18,0	16,0
1987	85,0	31,9	53,1	38,3	17,9	20,4	45,0	25,7	19,3
1988	90,2	42,3	47,9	47,2	24,2	23,0	58,0	32,5	25,5
1989	93,9	48,2	45,7	48,0	28,1	19,9	63,4	35,6	27,8
1990	91,1	52,8	38,3	54,0	35,3	18,7	56,0*	27,1*	28,9*

\* Dati DEA 1990 esclusa Taiwan, il cui peso sui flussi di commercio tra DEA e Giappone è di circa il 25%.

Fonte: *Direction of trade statistics, Yearbook.*

*tuazioni del cambio dello yen, a causa dell'alta quota di esportazioni con contratti denominati in yen. Il saldo è stato in espansione fino al 1988, anno in cui ha segnato un picco di 23 miliardi di dollari, e si è poi contratto fino al 1990. Nel 1991 la tendenza si è di nuovo invertita: si è verificato un forte aumento delle esportazioni di beni di consumo nell'Europa orientale e un generale aumento delle esportazioni di beni capitali in tutta Europa.*

*Nei confronti dei paesi DAE, l'avanzo è stato in costante ascesa dai 6,8 miliardi di dollari del 1983 ai 27,8 del 1989, ai quasi 40 del 1991.*

*L'aumento di tale avanzo è attribuibile ad un aumento della capacità di assorbimento di quei paesi, cresciuti negli ultimi anni a tassi superiori al 7-8%, aumento che, insieme al deprezzamento dello yen, ha stimolato le importazioni dal Giappone e ridotto le esportazioni verso il Giappone.*

*La struttura del commercio bilaterale tra il Giappone e i paesi DAE mette in evidenza l'importanza dei vantaggi comparati dipendenti dalle dotazioni iniziali: all'esportazione di prodotti a elevata intensità di capitale fa tradizionalmente riscontro l'importazione di prodotti ad elevata intensità di lavoro e di materie prime, di cui il Giappone è relativamente scarso.*

*Questo tipo di dipendenza verticale è invece molto meno rilevante per il commercio tra il Giappone e gli Stati Uniti o la CEE. In questo caso infatti assumono un'importanza cruciale vantaggi comparati di tipo dinamico.*

*Per esempio, più del 90% dell'attivo commerciale nei confronti degli Stati Uniti è dovuto a quattro categorie di prodotti: automobili, computer, VCR e semiconduttori. Sono questi tutti settori in cui l'attività di Ricerca e Sviluppo (R&S) è importante.*

*Questo fatto sembra indicare che, nonostante il Giappone per molto tempo non abbia goduto di alcun vantaggio comparato nei confronti degli Stati Uniti a livello di ricerca di base, esso abbia saputo sviluppare e commercializzare meglio i risultati della ricerca, costruendosi nel tempo un vantaggio comparato dinamico.*

## **5. Il conto capitale e gli IDE**

*La diversa natura dei vantaggi comparati nelle aree considerate ha riscontro nella dinamica degli IDE, che, con la riduzione dei differenziali dei tassi d'interesse tra il Giappone e il resto del mondo, hanno progressivamente sostituito, nella seconda metà degli anni Ottanta, gli investimenti di portafoglio come impiego delle risorse finanziarie generate dal boom della Borsa di Tokio.*

*La crescita degli IDE dal 1987 al 1990 ha fatto del Giappone il maggiore investitore diretto, in relazione al proprio PIL, del mondo (1,6%) dopo il Regno Unito (3,8%), per una quota dello stock totale degli IDE mondiali del 9,8% (tabella 6).*

*Tuttavia, dal 1990, per la prima volta dal 1982, gli IDE giapponesi sono calati, a causa del crescente costo di finanziamento in rapporto al rendimento. Il rapporto tra profitti e vendite delle imprese giapponesi all'estero è stato in media nel 1989 dell'1% contro il 3,5% sul mercato interno.*

*Alla base della forte crescita degli IDE giapponesi nella seconda metà degli anni Ottanta, oltre all'abbondanza di risorse finanziarie a basso costo, ci sono sia la necessità di evitare barriere protezionistiche che la volontà di sfruttare pienamente i vantaggi della globalizzazione della produzione.*

*Il primo motivo sembra predominante negli IDE negli Stati Uniti e in Europa, che, riguardando*



**Tabella 6 - STOCK MONDIALE DEGLI IDE (1988)  
(PERCENTUALI DELLO STOCK TOTALE)**

	Originati da:	Destinati a:
Stati Uniti	30,5	27,0
Giappone	9,8	0,9
Regno Unito	16,2	9,8
Germania	9,1	6,8
Resto d'Europa	24,3	19,8
Altri paesi industrializzati	7,4	14,4
Paesi in via di sviluppo (PVS)	2,8	21,3

Fonte: United States Department of Commerce.

settori ad alta intensità di R&S in cui il Giappone gode un vantaggio comparato, mirano a sostituire le esportazioni. Un esempio rilevante è quello del mercato automobilistico statunitense.

Il secondo è più rilevante per i paesi DAE, in cui gli IDE si sono rivolti a produzioni intensive di lavoro in modo da sfruttare il vantaggio comparato della produzione locale. Questo tipo di IDE, differentemente dal precedente, è rivolto alla sostituzione delle importazioni.

Per il primo gruppo di paesi, Stati Uniti e CEE, si può quindi delineare una penetrazione giapponese all'estero che procede per fasi.

Una fase iniziale in cui la penetrazione avviene attraverso l'esportazione di beni prodotti in Giappone, portando in forte avanzo la bilancia commerciale. In questa fase per le imprese l'obiettivo di conquista di quote di mercato all'estero ha il sopravvento rispetto all'obiettivo di massimizzazione dei profitti.

Il rischio concreto di operare in perdita nel breve è sostenibile da imprese ricche di risorse finanziarie, come appunto le imprese giapponesi negli anni Ottanta.

Una seconda fase in cui alla penetrazione attraverso le esportazioni si accosta un massiccio flusso di IDE. L'avanzo commerciale è via via annullato dal disavanzo crescente della bilancia degli IDE. È la fase della razionalizzazione della produzione, in cui le imprese, forti delle quote di mercato conquistate nella fase precedente, cercano di sfruttare eventuali vantaggi assoluti e comparati in termini di costi, rendimenti e rischi della produzione in paesi diversi. Ma il maggior incentivo al passaggio dalla prima alla seconda fase sembra esser la reazione protezionistica da parte degli altri paesi.

Ora più di prima la disponibilità di abbondanti risorse finanziarie è cruciale per garantire il flusso di IDE desiderato.

Nella terza fase gli IDE si sono ormai materializzati in capacità produttiva locale, che sostituisce man mano le esportazioni. L'avanzo commerciale si riduce, anche per la diminuzione delle esportazioni di beni capitali a sostegno della costruzione di impianti e reti distributive all'estero, e con esso rientra anche il disavanzo della bilancia degli IDE.

## 6. Osservazioni conclusive: crisi finanziaria giapponese e resto del mondo

Negli anni Ottanta l'economia mondiale è diventata sempre più "un treno trainato da tre locomotive": Stati Uniti, Giappone e Germania. Soprattutto questi ultimi due paesi hanno "trainato" lo sviluppo mondiale nell'ultimo quadriennio.

È stata la straordinaria condizione della Borsa di Tokio ad alimentare la "locomotiva" giapponese e, quando tale condizione è venuta meno, il Giappone ha cominciato a decelerare.

Contemporaneamente, i problemi legati all'unificazione hanno dirottato le risorse della Germania verso la gestione della transizione, nel tentativo di renderla la più rapida ed indolore possibile.

Al vertice dei sette paesi più industrializzati (G7), svoltosi a Washington in aprile, l'ordine del giorno è stato come stimolare la ripresa mondiale e, nel contempo, aiutare la transizione dell'ex-URSS al sistema di mercato, oltre che continuare a favorire l'aggiustamento in America Latina e nel Terzo Mondo.

Delle tre "locomotive" solo il Giappone si è presentato con margini d'azione sufficienti per "trainare" la crescita mondiale, sia dal lato della politica monetaria (inflazione bassissima) che della politica fiscale (disavanzo relativamente limitato).

Infatti, mentre la politica fiscale è frenata dai forti disavanzi di bilancio sia negli Stati Uniti che

*in Germania, in più l'autorità monetaria tedesca si sente anche vincolata ad alti tassi di sconto allo scopo di contenere le pressioni inflazionistiche.*

*Al Giappone si è chiesto dunque di assumere l'iniziativa, stimolando la ripresa con un'espansione sia fiscale che monetaria.*

*Il problema è che il crollo della Borsa di Tokio ha lasciato il segno. Le autorità giapponesi sembrano essersi convinte dell'utilità della fase rallentata che sta attraversando il paese e della scarsità relativa di risorse finanziarie dopo gli eccessi della fine degli anni Ottanta.*

*La politica fiscale, come si è visto, ha abbandonato da qualche anno gli interventi congiunturali, impegnandosi in uno sforzo di ristrutturazione sia dal lato della spesa che dal lato delle entrate e mirando ad obiettivi di più lungo termine, come la creazione di infrastrutture.*

*L'autorità monetaria, che, alla fine degli anni Ottanta, si è addossata tutto il peso del controllo di breve periodo dell'economia, preferisce, alla luce della recente esperienza, trattenere la ripresa, piuttosto che rischiare di stimolarla eccessivamente. Il mantenimento dell'attuale regime di scarsità relativa di risorse finanziarie è visto come il modo di reintrodurre gli incentivi all'efficienza degli investimenti, rimossi dal boom finanziario, attraverso la selezione competitiva per l'accesso a tali risorse.*

*In una prospettiva internazionale, la relativa scarsità di risorse finanziarie, che, aumentando i costi di finanziamento, ha indotto una maggiore attenzione da parte delle imprese giapponesi per i profitti (anche di breve periodo), dovrebbe rallentare il processo di sostituzione delle esportazioni giapponesi attraverso lo sviluppo di capacità produttive all'estero. Responsabili di tale rallentamento saranno sia la riduzione del deflusso di IDE, sia lo smantellamento degli investimenti inefficienti effettuati durante gli anni Ottanta.*

*Sul mercato interno le attività, in cui le imprese giapponesi sono meno competitive, dovrebbero essere progressivamente cedute ad imprese straniere.*

*In questa direzione è interpretabile la crescente attenzione, da parte delle autorità giapponesi, per la creazione delle condizioni necessarie ad un afflusso di investimenti diretti dall'estero in settori, come quello dei generi di largo consumo, in cui il Giappone soffre tradizionalmente di svantaggi comparati.*

*L'obiettivo del riequilibrio dei conti con l'estero sarà quindi perseguito per mezzo di una maggiore apertura del mercato giapponese sia alle importazioni che agli IDE.*

*La riluttanza del Giappone ad assumersi l'onere della ripresa mondiale è spiegata dal fatto che l'economia giapponese sta subendo una notevole ristrutturazione, stimolata dagli incentivi creati proprio dalla fase relativamente rallentata che il paese sta attraversando.*

#### **Riferimenti bibliografici**

Bank of Japan, Recent Balance of Payments Developments in Japan, Special Paper No.208, November 1991.

FMI, World Economic Outlook, 1985-1991.

OCSE, The OECD Economic Outlook, 1985-1991.

OCSE, OECD Economic Surveys: Japan, 1990-91.

The Economist, 1991-1992.