

Questo Rapporto annuale, giunto alla quarta edizione, nasce dalla collaborazione fra il Centro di Ricerca e Documentazione "Luigi Einaudi" e la Lazard Vitale Borghesi & C.

Il capitalismo difficile. Le tendenze, le regole, le imprese. Primo rapporto sull'economia globale e l'Italia (1996) e Ultimi della classe? Secondo rapporto sull'economia globale e l'Italia (1997), a cura di Mario Deaglio, sono stati pubblicati da Centro Einaudi e Vitale Borghesi & C. in edizioni fuori commercio. L'Italia paga il conto. Terzo rapporto sull'economia globale e l'Italia (1998), di Mario Deaglio, è uscito in questa stessa collana.

Costituito nel 1963 come libera associazione di imprenditori e intellettuali, il Centro di Ricerca e Documentazione "Luigi Einaudi" pubblica libri e periodici – da oltre trent'anni la rivista «Biblioteca della libertà» e da quindici anni una lettera riservata di analisi economica e politica –, organizza seminari, conferenze, convegni, cura la formazione di giovani studiosi, svolge attività di ricerca su indicazione del proprio Comitato dei programmi (ne fanno parte imprese, associazioni industriali, banche) e di enti italiani e internazionali.

Lazard Vitale Borghesi & C. è nata dalla fusione tra Vitale Borghesi & C. (società di consulenza in finanza aziendale straordinaria) e Lazard Italia, controllata del Gruppo Lazard, una delle principali banche d'affari al mondo. Lazard Vitale Borghesi & C., pertanto, coniuga la competenza di un team di successo di professionisti italiani con l'esperienza internazionale e la rete del Gruppo Lazard.

Acquisizioni, fusioni, collocamenti azionari e obbligazionari, privatizzazioni, valutazioni, finanziamenti di progetti, realizzazione di piani di ristrutturazione societaria, azionaria e finanziaria per imprese e gruppi sono le operazioni di cui si occupa Lazard Vitale Borghesi & C. con il suo team di oltre 40 professionisti, di concerto con gli uffici Lazard di Parigi, Londra, Francoforte e New York. Tra le prime banche d'affari per numero e ammontare di operazioni concluse sui mercati, nel 1998 il Gruppo Lazard ha portato a termine con successo incarichi, conferitigli da aziende industriali pubbliche e private, istituzioni, società assicurative e istituti di credito, per oltre 550 miliardi di dollari, quasi 100 dei quali in Europa.

Quarto rapporto sull'economia globale e l'Italia



Centro di Ricerca
e Documentazione
"Luigi Einaudi"

10121 Torino, Via Ponza 4
Tel. +39.011.55.91.611, Fax 011.55.91.691

LAZARD
VITALE
BORGHESI
& C.

20121 Milano, Via dell'Orso 2
Tel. +39.02.72.312.1, Fax 02.860.592

Mario Deaglio

A quando la ripresa?

GUERINI

E ASSOCIATI

Lazard Vitale Borghesi & C. devolgerà a favore di attività di ricerca
i diritti derivanti dalla vendita di questo volume.

© 1999 Lazard Vitale Borghesi & C., Milano

© 1999 Centro di Ricerca e Documentazione "Luigi Einaudi", Torino

Edizioni Angelo Guerini e Associati SpA
viale Filippetti, 28 - 20122 Milano
e-mail: guerini@iol.it

Prima edizione: aprile 1999

Ristampa: V IV III II I 1999 2000 2001 2002 2003

Printed in Italy

ISBN 88-8335-012-X

Sommario

Prefazione di Guido Roberto Vitale	XI
Presentazione	XIII

A quando la ripresa?

1. Dalla crisi asiatica alla minaccia di crisi mondiale	1
1.1. Il 1998 come anno spartiacque	1
Nella crescita mondiale un «buco» grande quanto il Canada	1
La rottura dell'uniformità dell'economia globale	3
1.2. Il collasso delle «tigri»	5
Una cura con gli strumenti sbagliati	5
Un terribile «aggiustamento»	7
Fmi, istruzioni per l'uso	8
1.3. La caduta dei prezzi delle materie prime	13
L'importanza dell'«effetto Giacarta»	13
La caduta dei prezzi del petrolio	15
1.4. La «mano visibile» dei governi e il «nuovo interventismo»	16
La crisi russa	16
La crisi brasiliana	18
La svolta di settembre-ottobre e il nuovo interventismo	20
La via cinese alla chiusura dei mercati	24

1.5. Il lungo sonno del Giappone	28
Fallimento del mercato o fallimento culturale?	28
I guasti del boom edilizio e l'effetto della crisi asiatica	29
Lo «sciopero dei consumatori»	32
L'azione di salvataggio bancario e i piani di rilancio del ministro Miyazawa	34
1.6. I mutamenti culturali e politici	38
La ricerca di «terze vie»	38
L'incerta progettazione delle istituzioni future	41
2. L'altra metà del cielo: le economie dell'Occidente	45
2.1. Il miracolo americano	45
Il volo del calabrone	45
Perché vola il calabrone...	50
... e perché potrebbe cadere	53
2.2. La nascita di Eurolandia	55
Gli europei raggiungono la «Terra Promessa»	55
<i>Il «terribile» Patto di stabilità</i>	60
Una piccola geografia economica di Eurolandia	62
I problemi di Eurolandia: disoccupazione e basso sviluppo	64
2.3. La mappa del nuovo capitalismo	69
Una premessa sul metodo	69
<i>Come misurare il potere di mercato di un paese</i>	70
L'andamento delle 1000 maggiori società del mondo	73
Le variazioni nel potere di mercato	75
Una lettura geopolitica	78
3. Gli sviluppi del mercato globale	81
3.1. Le imprese	81
Potere di mercato e settori produttivi	81
Le tendenze alla concentrazione	84
L'importanza di fusioni e acquisizioni	86
3.2. I settori	90
Verso un oligopolio planetario	90
L'industria aerospaziale	91
Il settore petrolifero	94
Il trasporto aereo	96
Il completamento delle reti: alleanze difensive e alleanze innovative	99

3.3. Le regole	102
La ricerca di una nuova architettura finanziaria	102
La lotta alla corruzione	105
<i>La classifica dell'onestà pubblica</i>	106
Tra Stati Uniti e Unione Europea un confronto sempre più tempestoso	108
<i>La «guerra delle banane», buccia di banana del libero commercio?</i>	109
Si applica all'elettronica la rivoluzione dell'Antitrust	111
Il peso dei movimenti di opinione	113
 4. Italia, la fatica di crescere	 117
4.1. «... humilemque videmus Italiam»	117
Tagliato il traguardo, l'atleta si accascia	117
La «via italiana all'occupazione»: il successo è ancora lontano	121
Le nuove priorità dei risparmiatori e il nuovo potere della Borsa	126
La riforma delle regole per il governo delle imprese	131
4.2. La politica industriale italiana	134
Privatizzazioni e liberalizzazioni	134
La politica dei trasporti	138
<i>Il disastro delle Ferrovie</i>	139
Le strategie delle imprese	141
4.3. Il «registro dei beni e dei mali»	144
L'Italia salvata dal Lotto	144
I segnali negativi: succederà come nel Seicento?	145
 5. Conclusione: a quando la ripresa?	 151
Il mondo è un tavolo con una gamba sola	151
Le due chiavi della ripresa europea	153
Le prospettive italiane	156
 Indice delle figure	 161
Indice delle tabelle	163
Indice analitico	165

Prefazione

Superare il radicato provincialismo degli italiani per diagnosticare correttamente la situazione del paese; inserire l'analisi dell'Italia economica in quella della nuova economia globale di mercato per intenderne correttamente la prospettiva. È questa l'idea base che ha indotto Lazard Vitale Borghesi & C. a realizzare con il Centro Einaudi il progetto di un *Rapporto sull'economia globale e l'Italia* che giunge quest'anno alla sua quarta edizione. Tale *Rapporto*, che il Centro Einaudi redige in piena indipendenza, si pone come importante punto di riferimento nel dibattito, sempre più necessario nell'attuale situazione internazionale, sulle trasformazioni strutturali e le evoluzioni in tempi lunghi dell'economia globale di mercato e del ruolo che in essa può giocare il nostro paese.

Il primo *Rapporto*, dal titolo *Il capitalismo difficile*, si concentrava sulle grandi tendenze alle privatizzazioni, sul formarsi di nuove regole del grande mercato finanziario globale, sulla «finestra di opportunità» che si apriva per un'Italia che avesse voluto rimediare alle gravi debolezze di lungo periodo; il secondo, *Ultimi della classe?*, confrontava in maniera impietosa le grandi trasformazioni dell'economia mondiale con le piccole e faticose trasformazioni italiane; il terzo, *L'Italia paga il conto*, attirava l'attenzione sulla crisi asiatica e sottolineava l'accentuarsi dello sforzo italiano per ridurre i divari con gli altri paesi avanzati, in un'Europa ormai tesa a realizzare l'unione monetaria.

Questo quarto *Rapporto* esamina un mondo in cui i contrasti si sono fatti più acuti: tra un Nord-America lanciato in una vibrante avventura di crescita, sostenuta da uno straordinario flusso di innovazioni tecnologiche e da strutture di mercato in grado di produrre le necessarie aggregazioni di capitale, un'Europa in espansione più lenta che presenta forti difficoltà a superare rigidità tradizionali, e il resto del mondo percorso da crisi più o meno gravi ma tutte potenzialmente destabilizzanti. Fotografa squilibri di fondo, compensati e superati di slancio ma non certo risolti, come mostrano, oltre alla crisi asiatica e alla «malattia giapponese», le crisi russa e brasiliana e le crescenti volatilità dei mercati; squilibri per risolvere i quali è finora mancato un vero sforzo mondiale.

Non si può certo dire che in questo quadro l'Italia sia rimasta ferma. Ha migliorato il funzionamento dei suoi mercati dei capitali, anche se ancora moltissimo resta da fare; si è mossa sulla via delle riforme e delle privatizzazioni; ha cercato, in maniera non ancora risolutiva, di affrontare i problemi della disoccupazione e delle pensioni. Ha camminato, forse ha anche cominciato a correre, ma non bisogna dimenticare che la condizione esistenziale del mondo attuale – per le imprese, per i paesi e per le grandi aggregazioni come l'Unione Europea – è proprio quella di continuare a correre. Rischiando altrimenti di finire nella soffitta della storia.

Guido Roberto Vitale

Presentazione

Questo *Rapporto* è il resoconto di un anno chiave nella storia, recente ma densissima, dell'economia globale; di una ripresa a portata di mano che sembra sfuggire tra le dita, sprofonda nei buchi delle crisi asiatica, russa e brasiliana, si allontana dall'Europa per rifugiarsi oltre Atlantico, evapora al suono delle cannonate nei Balcani. Nasce dalla convinzione che, per interpretare questo mondo instabile, pieno di possibilità e di rischi, occorra muoversi tra la macro e la microeconomia, tra l'analisi delle politiche economiche e quella delle strategie delle grandi imprese; e che, senza uno sguardo ampio e variato all'economia globale, molti discorsi sull'Italia risultino privi di basi.

Come i precedenti, il *Rapporto* (per il quale sono state utilizzate le banche dati del Centro Einaudi) si articola in quattro capitoli, ai quali si aggiunge quest'anno una breve conclusione. Il primo capitolo è interamente dedicato alle numerose aree di crisi, elemento saliente di questa fase dell'evoluzione dell'economia globale di mercato; il secondo alla «parte buona» di questa economia e agli sviluppi ribollenti del panorama delle grandi imprese, con un'analisi in termini geopolitici delle variazioni del potere di mercato.

L'analisi del potere di mercato da un punto di vista settoriale e quella delle regole del mercato stesso viene condotta nel terzo capitolo. Solo dopo aver messo a punto questa grande scenografia, si introduce, nel quarto capitolo, il discorso italiano: il suo percorso

si snoda a partire da una breve premessa macroeconomica, attraverso l'analisi degli sviluppi dei mercati del lavoro e del capitale, per rivolgersi poi alle complesse vicende della politica industriale e a un esame di debolezze e potenzialità del paese. Infine l'*envoi* cerca di abbozzare una risposta articolata all'interrogativo del titolo, con un esame dei nodi da sciogliere e dei blocchi che si oppongono a una ripresa mondiale, europea e italiana.

Si ringraziano per specifici contributi Giorgio S. Frankel (evoluzione delle industrie aerospaziale, petrolifera e dei trasporti aerei) e Ugo Bertone (evoluzione dei mercati italiani e sistema di governo delle imprese). La rapidità di uscita di questo *Rapporto*, «chiuso» a fine marzo 1999, è stata resa possibile – oltre che dall'editore – dal lavoro dell'ormai collaudata «squadra» del Centro Einaudi, dal severo coordinamento editoriale di Giuseppina De Santis, dall'altrettanto severa supervisione grafica di Concetta Fiorenti, dal paziente lavoro di raccolta dati di Arturo Ronco.

Il *Rapporto* scaturisce dalla collaborazione, ormai pluriennale, tra Centro Einaudi e Lazard Vitale Borghesi & C., che si avvale, a livello di comunicazione, dell'opera di Moccagatta Associati.

M. D.

A quando la ripresa?

1. Dalla crisi asiatica alla minaccia di crisi mondiale

1.1. Il 1998 come anno spartiacque

Nella crescita mondiale un «buco» grande quanto il Canada

Una crisi finanziaria ed economica che si allarga e si aggrava domina l'orizzonte mondiale del 1998 e del 1999. Insorta nel 1997 nell'Asia sudorientale, si è estesa, in ondate successive e con modalità differenti, alla Russia, al Brasile, a molti paesi emergenti, smentendo numerose analisi rassicuranti e minimizzanti. Per conseguenza, all'inizio del 1999 la prospettiva di un arresto della crescita mondiale o addirittura di una generalizzata contrazione produttiva, per quanto ancora improbabile, non può più essere esclusa.

Il progressivo ridimensionamento delle stime della crescita per il periodo 1998-2000 è indice della rilevante entità del rallentamento provocato dalla crisi. La tabella 1.1 riporta la brusca revisione al ribasso, dopo l'ottobre 1997, delle previsioni del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) per questo triennio. Allora il Fmi prevedeva, per il 1998 e per il 1999, una crescita del prodotto lordo mondiale pari rispettivamente al 4,3 e al 4,4 per cento, in linea con le condizioni di forte dinamica produttiva che si erano consolidate nel corso degli anni Novanta; nel dicembre 1997, quando la crisi cominciò a diventare evidente, le previsioni per il 1998 furono «tagliate» di quasi il 20 per cento, quelle per il 1999 del 6,8 per cento e quelle per il 2000

del 4,3 per cento. Un anno più tardi, risultavano ben più drasticamente ridimensionate: la crescita prevista per il 1998-99 era appena la metà di quella indicata prima della crisi, mentre quella per il 2000 risultava pari a tre quarti del valore originario. Ciò significa che, a dicembre 1998, il Fmi non prevedeva, per il 1999, alcun aumento del ritmo di crescita dell'economia mondiale rispetto ai bassi livelli (2,2 per cento) realizzati nello stesso 1998. Nei primi mesi del 1999, valutazioni di altre fonti tendono a ridurre ancora le previsioni di crescita mondiale di quest'anno e del successivo.

Tabella 1.1. Come sono cambiate le previsioni della crescita mondiale

Data della previsione	Variazioni % su anno precedente			Crescita prevista (ottobre 1997 = 100)		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
1997 - ottobre	4,3	4,4	4,6	100,0	100,0	100,0
1997 - dicembre	3,5	4,1	4,4	81,4	93,2	95,7
1998 - maggio	3,1	3,7	3,8	72,1	84,1	82,6
1998 - ottobre	2,0	2,5	3,7	46,5	56,8	80,4
1998 - dicembre	2,2	2,2	3,5	51,2	50,0	76,1

Fonte: Fmi, «World Economic Outlook», dicembre 1998, e nostre elaborazioni

La correzione della crescita mondiale innescata dalla crisi asiatica appare in tutta la sua concretezza se si considera che la produzione mondiale del 1998 può essere valutata in un po' meno di 30 mila miliardi di dollari. Una riduzione del 2 per cento nella crescita prevista equivale quindi a circa 600 miliardi di dollari, pari a oltre un milione di miliardi di lire italiane, ossia all'incirca quanto produce annualmente il Canada: la successione di avvenimenti iniziata con la crisi asiatica ha pertanto provocato un «buco» nella crescita prevista per il 1998-99 di entità paragonabile alla produzione annua della settima fra le grandi economie dei paesi avanzati. Almeno per questi due anni, grazie a questa crisi, il mondo «si è mangiato il Canada». Mediamente, la riduzione è pari a circa 100 dollari l'anno, circa 170 mila lire (dal potere d'acquisto variabile nei diversi paesi), per ogni abitante del pianeta, una cifra comunque apprezzabile nelle economie avanzate, sicuramente assai grave in alcuni paesi poveri.

La rottura dell'uniformità dell'economia globale

Nel 1998, il calo della produzione attesa non è stato certo uniforme, bensì si è concentrato soprattutto in Giappone e nell'Asia sudorientale; manifesta effetti non trascurabili anche sulle economie nordamericana ed europea, oltre che sull'America Latina. Va comunque notato che, con una popolazione mondiale che si espande a un ritmo annuale pari all'incirca all'1,5 per cento, il tasso di crescita previsto del 2,2 per cento lascia ben poco spazio per il miglioramento medio della produzione – e quindi del reddito – per abitante.

In questo quadro generale, le economie dei paesi avanzati paiono destinate a crescere a un tasso superiore, o non inferiore, alla media mondiale (vedi capitolo 2); la crescita della loro popolazione è però sensibilmente inferiore a tale media, e in taluni casi è prossima a zero.

Si deve quindi concludere che, in linea generale, il prodotto lordo per abitante di questi paesi aumenterà più rapidamente di quello dei paesi più poveri; il divario nel prodotto per abitante tra paesi ricchi e paesi poveri, che fino alla crisi asiatica era abbastanza significativamente diminuito per gran parte dell'Asia e dell'America Latina, è pertanto destinato ad aumentare nuovamente, almeno fino alle soglie del nuovo millennio.

Oltre a quest'effetto quantitativo assai marcato, la catena di avvenimenti traumatici, iniziata il 2 luglio 1997 con un fatto apparentemente secondario per la finanza mondiale come la svalutazione della rupiah thailandese, presenta una forte, e sovente trascurata, valenza qualitativa. Non solo ha interrotto, e probabilmente posto fine a una lunga stagione di crescita del Sud-Est asiatico, ma ha altresì fatto aumentare i rischi di instabilità sociale e politica del pianeta. Sta radicalmente modificando le prospettive, riducendo le aspettative, appannando le speranze, ridimensionando i programmi di vita di miliardi di esseri umani e di milioni di imprese; ha suscitato una crescente domanda di un nuovo assetto istituzionale dell'economia mondiale e ha fatto nascere nuovi interrogativi sulla possibilità che l'economia mondiale di mercato possa effettivamente risolvere i maggiori problemi del pianeta (vedi paragrafo 1.6).

Per tutti questi motivi, pare da respingere l'interpretazione che vede nella grande crisi asiatica un semplice, temporaneo sbandamento senza conseguenze (*a few glitches down the road*, qualche

scivolata lungo la strada, la definì il presidente Clinton intervenendo a Vancouver nel novembre 1997 al vertice dei paesi Apec)¹; del resto, non vi sono argomenti sufficienti per sposare la tesi opposta di un avvenimento sicuramente apocalittico (*ce n'est plus le «miracle» mais la débâcle*, il «miracolo» è finito, siamo al disastro, come scrisse il mensile della sinistra francese «Le monde diplomatique» nel dicembre 1997)², tale da distruggere l'ordine mondiale e portare alla fine del capitalismo sotto il peso delle sue contraddizioni. Più semplicemente, il 1998 si pone come l'anno del tramonto dell'ottimismo, o quanto meno di un ottimismo ingenuo, inteso come fiducia incondizionata e semplicistica in un mondo alla *Candide*, con un'economia globale (auto)regolata in base alle «leggi del mercato», quando molti ormai pensavano che proprio questo mercato globale avrebbe portato alla «fine della Storia».

Il 1998 appare quindi come un anno-spartiacque che separa nettamente due periodi; e il sistema mondiale, che sperabilmente ritornerà a una crescita sostenuta nel 2000 o in un anno immediatamente successivo, sarà di certo molto diverso da quello che entrò in crisi, quasi senza accorgersene, nel luglio del 1997, quando le Borse salivano senza problemi, Hong Kong venne restituita alla Cina e sull'economia globale di mercato pareva che il sole non dovesse tramontare mai.

Le situazioni di crisi del 1997-98 appaiono articolate in tre diverse fasi, in parte cronologicamente sovrapposte, che è tuttavia opportuno tenere concettualmente distinte e che saranno esaminate separatamente nei paragrafi seguenti (paragrafi 1.2-1.4). Su tutto incombe una costante di carattere strutturale, e precisamente la debolezza dell'economia giapponese che da sola costituisce, dal punto di vista produttivo, circa un sesto dell'economia dell'intero pianeta. Il Giappone non solo mostra una crescente incapacità di generare nuovo sviluppo, ma si colloca all'origine di impulsi deflattivi che frenano sensibilmente l'espansione mondiale (paragrafo 1.5).

In marcato contrasto con questo panorama turbinoso, le economie del Nord-America e dell'Europa avanzata continuano con una certa regolarità la loro espansione produttiva; crescono altresì, sia pure con ben altre incertezze, la Cina e l'India. Il 1998 spezza quindi decisamente la relativa uniformità di andamenti che caratterizzava l'economia globale di mercato e ne costituiva, in un certo senso,

una premessa logica. Si introduce così una divisione che si presenta, per molti versi, foriera di sviluppi contrari al mercato stesso e si riflette nel crescente risentimento culturale e politico anti-occidentale da parte del resto del mondo (paragrafo 1.6).

Complessivamente si può calcolare, in base ai dati del *World Development Report* della Banca Mondiale, che nel periodo 1987-96 fra i sette e gli ottocento milioni di persone, sui quasi sei miliardi che compongono la popolazione terrestre, vivessero in paesi in cui il prodotto lordo per abitante registrava diminuzioni. Si trattava soprattutto delle «economie in transizione» della Russia e dell'Europa orientale, nonché di parti dell'Africa e dell'America Latina. Un calcolo sommario mostra che nel 1998 questa cifra è all'incirca raddoppiata e si colloca attorno al miliardo e mezzo. È questa la dimensione vera, quella umana, dei problemi economici che il 1998 lascia in eredità al 1999.

1.2. Il collasso delle «tigri»

Una cura con gli strumenti sbagliati

L'insorgere della grande crisi asiatica è stato descritto in qualche dettaglio nel *Rapporto 1997*³. La prima fase di questa crisi occupa il periodo compreso tra l'autunno del 1997 e la primavera avanzata del 1998, quando la situazione nelle «cinque tigri», ossia nei cinque paesi maggiormente colpiti (Indonesia, Thailandia, Corea, Malaysia e Filippine), comincia ad avviarsi, se non a una soluzione, almeno a una stabilizzazione su bassi livelli.

È qui sufficiente ricordare, in estrema sintesi, che questi avvenimenti si configurano come crisi di solvibilità, determinata dall'emergere di consistenti deficit delle partite correnti nelle «cinque tigri». Tale peggioramento è da attribuirsi in parte a un'errata valutazione delle dimensioni mondiali e locali dei mercati di numerosi prodotti industriali; a un simile errore non è estranea la mancanza di trasparenza delle informazioni economiche in queste (e in altre) economie e la disponibilità delle istituzioni finanziarie dei paesi occidentali ad accettare, nelle loro operazioni con questi paesi, livelli di

rischio non ben valutati e comunque elevati: un «fallimento del mercato», insomma. Si determinò così un eccesso di investimenti produttivi e immobiliari che si tradusse, tra l'altro, in un forte aumento di importazioni in presenza di esportazioni stagnanti e in uno squilibrio crescente della bilancia dei pagamenti correnti.

Questi andamenti furono sicuramente amplificati dalla consistente svalutazione cinese del 1994 e dall'indebolimento del cambio dello yen tra il 1995 e la prima metà del 1998; le «tigri» si trovarono così prese in trappola, schiacciate dalla concorrenza cinese sui prodotti a bassa tecnologia e da quella giapponese sui prodotti a tecnologia più elevata. Non fa meraviglia che le loro esportazioni crescessero molto più lentamente, passando dai tassi a due cifre del 1993-95 a valori assai più modesti nel 1996, mentre le importazioni continuavano ad aumentare a ritmi consistenti.

I cambi delle monete delle «cinque tigri» erano, formalmente o di fatto, ancorati al dollaro. Si determinò così, a partire dal 1995, un netto differenziale fra i tassi di interesse reali interni, che la forte domanda di investimenti immobiliari e industriali teneva elevati (nel giugno 1997, alla vigilia della crisi, essi risultavano compresi tra il 7 e il 10 per cento) e i tassi internazionali (attorno al 3-4 per cento). Tale situazione stimolò l'indebitamento delle imprese, in dollari e in gran parte a brevissimo termine. Questi dollari venivano impiegati sui mercati interni o riprestati (soprattutto dalle banche coreane) ad altri paesi dell'area. Il debito estero complessivo delle «cinque tigri» ammontava a fine 1994 a circa 215 miliardi di dollari; in poco meno di tre anni era quasi raddoppiato, fino a toccare 380 miliardi.

Una situazione di questo genere denota, oltre alla già ricordata scarsa cautela dei creditori, anche un'elevata propensione al rischio dei debitori, nonché una carenza di controlli da parte delle autorità monetarie di quei paesi. Vi fu, infatti, ben poca attenzione all'indebitamento complessivo e alla sua sostenibilità. Quando, proprio per l'insostenibilità del debito, iniziarono le svalutazioni, le passività in dollari, tradotte in valuta locale, divennero enormi, determinando forti cadute delle Borse ed effetti immediati e pesanti sui mercati immobiliari; le garanzie bancarie si rivelarono improvvisamente insufficienti, inducendo il pubblico a ritirare i depositi, e tutto ciò mise in forse la stabilità dei sistemi creditizi. Si verificò quindi un'imprevista e violentissima interazione tra crisi valutaria, crisi borsistica e crisi bancaria.

La situazione non venne compresa e fu curata con gli strumenti sbagliati, anche perché non solo si ignorava la vera entità di un debito a crescita così rapida ma si diede anche scarsissimo peso alla sua natura, largamente privatistica e a breve termine. Il Fmi, dal canto suo, si preoccupava istituzionalmente più di salvaguardare il contesto, fortemente ottimistico ed espansivo, di un'economia mondiale basata sul predominio ordinato del dollaro che non dei possibili effetti derivanti dall'infliggere una disciplina molto severa (che si immaginava inizialmente destinata a durare solo pochi mesi) ai paesi in difficoltà. Date queste premesse, risultò pressoché inevitabile che si tutelassero di fatto soprattutto le banche creditrici e si ponesse il peso dell'aggiustamento pressoché per intero a carico dei paesi debitori. Del resto, la politica adottata dal Fmi aveva funzionato egregiamente nella crisi messicana del 1995, quando però la maggior parte dei debiti erano stati contratti dallo Stato e da pochi enti pubblici; ora invece si trattava soprattutto di debiti privati, sottoscritti da decine di migliaia di operatori⁴.

Occorre ulteriormente sottolineare che il Fmi disponeva di risorse finanziarie scarse e che nel Congresso degli Stati Uniti la maggioranza repubblicana era apertamente contraria a un suo rifinanziamento. Tutto ciò va detto non certo a difesa del Fmi, rivelatosi inadeguato a preservare l'ordine monetario e giustamente criticato per la sua miopia; occorre, però, non cadere nell'errore di considerare, quasi ritualmente, il Fmi come il «cattivo» della situazione, evitando sia analisi di maggiore profondità sulle caratteristiche del sistema globale di mercato sia l'esame dei vincoli tecnico-istituzionali cui il Fmi è soggetto e degli strumenti finanziari di cui effettivamente può disporre (vedi riquadro a pagina seguente).

Un terribile «aggiustamento»

L'aggiustamento fu improvviso e terribile e andò ben oltre la dimensione finanziaria. Pur con forti differenze tra i diversi paesi in crisi, provocò, oltre a cadute produttive di estrema intensità, un'ondata di tensioni politiche e sociali destabilizzanti; fallì tuttavia largamente l'obiettivo di stabilizzare le economie dei paesi in difficoltà senza distruggerle, di aprire i loro mercati interni, sovente largamente protetti, di ottenere un'ondata di privatizzazioni delle imprese pubbliche, di modificare nella sostanza l'assetto del potere economico lo-

Fmi, istruzioni per l'uso

Lo statuto assegna al Fmi alcuni compiti generali:

- *promuovere la cooperazione monetaria internazionale, fornendo gli strumenti necessari per consultazioni e collaborazioni;*
- *facilitare l'espansione e la crescita del commercio internazionale, particolarmente mediante l'eliminazione delle restrizioni sui flussi finanziari internazionali;*
- *favorire la stabilità dei cambi e adoperarsi per un sistema multilaterale di pagamenti fra i paesi membri.*

Il Fmi ha sede a Washington ed è amministrato da un Consiglio di 24 «direttori». Stati Uniti, Gran Bretagna, Germania, Francia, Giappone, Russia, Arabia Saudita e Cina nominano un direttore ciascuno mentre gli altri 16 sono eletti a gruppi dai restanti 174 paesi che appartengono all'organizzazione (in pratica un paese «rappresenta» anche quelli più piccoli della sua stessa area geografica). Il direttore esecutivo (managing director) è tradizionalmente un europeo occidentale (attualmente il francese Michel Camdessus). Il vicedirettore esecutivo è, per contro, tradizionalmente nominato dagli Stati Uniti e attualmente questo incarico è ricoperto da Stanley Fischer, un prestigioso economista accademico. Nel Consiglio si vota in base alle quote, pari alle sottoscrizioni e determinate in base al reddito nazionale dei singoli paesi.

Le risorse ordinarie del Fmi sono costituite da oro, diritti speciali di prelievo e sottoscrizioni da parte dei paesi membri nelle loro valute e ammontano a circa 210 miliardi di dollari, ma solo una metà è costituita da valute sufficientemente «forti» da poter essere oggetto di prestito internazionale. A queste si aggiungono le risorse che gli 11 paesi più ricchi del mondo hanno convenuto di prestare al Fmi e quelle eventualmente conferite per operazioni speciali.

Con questi mezzi, il Fmi «rende disponibili risorse ai paesi membri per aiutarli a correggere squilibri nelle loro bilance dei pagamenti senza ricorrere a misure che distorcano il com-

mercio internazionale». Dietro queste parole si cela l'ampia discrezionalità lasciata al Fmi nel decidere le condizioni alle quali concedere ai paesi prestiti senza i quali i mercati finanziari negano solitamente i crediti. Alla discrezionalità si aggiunge il carattere non trasparente, quasi segreto dei processi di decisione del Fmi. Solo nel 1998, a seguito dell'ondata di critiche sulle politiche seguite durante la crisi asiatica, si è dato il via a procedure di valutazione esterna dell'operato del Fmi.

In anni recenti, l'azione del Fmi è stata principalmente rivolta al sostegno finanziario dei paesi afflitti da un insostenibile rapporto debiti/esportazioni, per evitare che dalle loro difficoltà di bilancia dei pagamenti derivassero pericoli di crisi per l'economia mondiale.

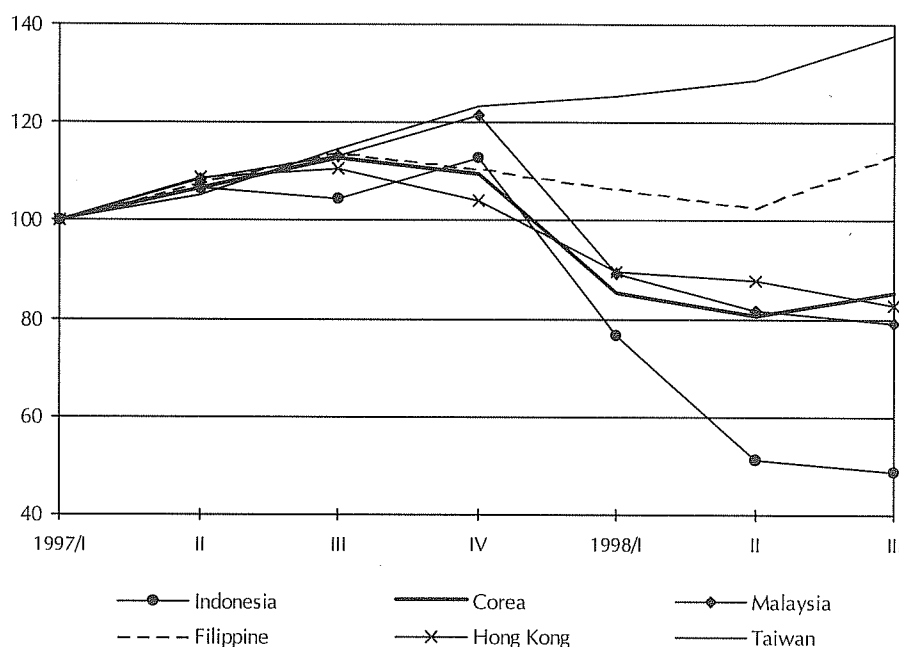
Per i suoi programmi di assistenza, il Fmi dispone principalmente di tre strumenti finanziari:

- *Sba (stand-by agreement): una forma di credito a breve, largamente utilizzato durante la crisi asiatica, per rimediare a «deficit di natura temporanea o ciclica», rinnovabile a discrezione del Fmi in base anche alle politiche messe in atto dai paesi debitori e ai risultati conseguiti;*
- *Eff (extended fund facility): un tipo di finanziamento a scopo preventivo, mirante a evitare la diffusione internazionale di situazioni di crisi; è concesso generalmente per tempi medi (tre anni) a paesi dalla moneta strutturalmente solida, ma vulnerabile a pressioni esterne (nel febbraio del 1998 l'Argentina ricevette un Eff di quasi 3 miliardi di dollari);*
- *Esaf (extended structural adjustment facility): è destinato a finanziare, a bassissimo interesse, ristrutturazioni e riforme economiche di portata radicale; a fine 1998, risultavano utilizzarlo 34 paesi; la concessione dell'Esaf richiede da parte del paese beneficiario sia «misure di aggiustamento macroeconomico» (riduzione e stabilizzazione dell'inflazione, politiche fiscali restrittive) sia riforme strutturali come privatizzazioni, riforme del sistema bancario e dell'amministrazione pubblica.*

cale. E questo deludente risultato fu ottenuto al prezzo di finanziamenti del Fmi nell'ordine di circa 150 miliardi di dollari, il cui recupero appare, a dir poco, problematico.

Le cadute produttive sono sommariamente illustrate nella figura 1.1, nella quale i valori della produzione di alcuni paesi caratteristici del Sud-Est asiatico sono ricondotti a 100 nel primo trimestre del 1997. La figura mostra chiaramente la brusca rottura del quarto trimestre 1997, dalla quale rimasero immuni soltanto Taiwan e Singapore (non presente nel grafico), successivamente raggiunte da una più lieve recessione. All'altro estremo, la caduta dell'Indonesia è catastrofica⁵.

Figura 1.1. L'ampiezza della crisi in alcuni paesi asiatici caratteristici (variazione del prodotto lordo, per paese; primo trimestre 1997 = 100)



Per Corea e Malaysia (come anche per la Thailandia, non presente nel grafico), la riduzione è risultata pari a circa un terzo-un quarto del prodotto, con una stabilizzazione verso il basso nel secondo

trimestre del 1998; per le Filippine si osserva una minore caduta e un rimbalzo nel terzo trimestre. Un discorso a parte deve essere fatto per Hong Kong, la cui moneta rimane ancorata al dollaro. Anche l'ex colonia britannica ha risentito sensibilmente della crisi, per il calo della domanda dei servizi finanziari in cui è specializzata e per una certa perdita della posizione privilegiata di intermediario pressoché obbligato dei commerci tra la Cina e il resto del mondo.

Per rendersi conto della durezza di questo aggiustamento, occorre considerare che nei paesi avanzati cadute produttive generalizzate del 3-5 per cento nell'arco di sei-dodici mesi sono ritenute eccezionalmente gravi; cadute nell'ordine del 10 per cento o più si registrano, di regola, solamente in caso di guerra, con pesanti distruzioni del capitale produttivo. Si può dire che, per Corea e Malaysia, la crisi abbia avuto l'effetto quantitativo di una guerra perduta; complessivamente, a fine 1998 non si scorgevano ancora consistenti segni di ripresa, anche se la fase virulenta della contrazione pareva terminata. In Indonesia, il paese più lontano da una stabilizzazione, Borsa e cambio parevano assestati, sia pure su livelli bassissimi, ma, nell'ottobre-dicembre del 1998, la produzione continuava a calare, peraltro a ritmo molto meno rapido dei trimestri precedenti.

Oltre che sugli aspetti quantitativi, è opportuno soffermarsi brevemente su alcuni aspetti non economici: dal lato politico-istituzionale, i mutamenti iniziarono nel novembre 1997 in Thailandia, dove il governo Chavalit emendò profondamente la Costituzione; in dicembre, nella Corea venne eletto presidente il leader storico dell'opposizione, Kim Dae Jung, che si insediò nel febbraio 1998; anche nelle Filippine, in maggio, il candidato dell'opposizione vinse le elezioni presidenziali. Rientra nel medesimo schema di cambiamento lo scontro politico, dalle forti implicazioni istituzionali, tra il Primo ministro malaysiano Mahathir e il ministro delle Finanze Anwar, con l'arresto di quest'ultimo nel settembre 1998.

È, del resto, suggestivo ricordare alcuni importanti mutamenti nei governi asiatici, non direttamente connessi con questa crisi ma, come quelli sopra ricordati, tendenti in vario modo al nazionalismo e/o al populismo: dalla vittoria del partito nazionalista indiano Bjp nelle elezioni politiche del marzo 1998 alla formazione di un nuovo governo pakistano all'inizio dell'anno. Va notato che in Cina gli avvicendamenti al vertice della dirigenza avvenuti anch'essi in marzo

hanno condotto, a partire da settembre, all'adozione di una serie di provvedimenti che si possono definire protezionistici (vedi riquadro nel paragrafo 1.4).

Le tensioni di gran lunga maggiori, a un tempo politiche, religiose e razziali, si ebbero in Indonesia. Alla riconferma in marzo del presidente Suharto, in consultazioni elettorali non libere, fece seguito una crescente ondata di disordini, determinata anche dal forte aumento dei prezzi dei generi alimentari, conseguenza, tra l'altro, delle condizioni assai dure imposte dal Fmi. Il 15 maggio a Giacarta si ebbero centinaia di morti in disordini che provocarono ampie distruzioni; il 21 maggio il presidente Suharto si dimise, cedendo il potere al vicepresidente Habibie, il quale iniziò una cauta politica innovativa, in una situazione deteriorata da scontri tra musulmani e cristiani e da un forte risentimento contro la minoranza cinese. Il 29 gennaio 1999 veniva approvato un progetto di riforma costituzionale, contenente numerose aperture in senso democratico. In Corea, il disagio sociale assunse la forma non dei disordini religiosi o razziali ma del contrasto sindacale, con vaste agitazioni contro i licenziamenti previsti nei grandi gruppi industriali: al termine di una vertenza-simbolo nel mese di agosto, la Hyundai, dopo prolungate astensioni dal lavoro, decise di revocare gran parte dei licenziamenti programmati.

I mutamenti politici e le tensioni sociali hanno però, almeno per ora, soltanto scalfito l'assetto tradizionale del potere. In Indonesia, il presidente Habibie non si è mai distanziato nettamente dai «poteri forti» del passato; in Corea l'avvicendamento politico non ha determinato la perdita del potere economico da parte del *chaebol*, un termine traducibile con l'espressione italiana «uomini d'onore», che indica l'insieme di alleanze parafamigliari che ha creato e controlla i grandi conglomerati industriali. A fine gennaio, il paese ottenne un'importante ristrutturazione del debito a breve e all'inizio di luglio venne varato, senza troppo entusiasmo, un piano di privatizzazione di cinque grandi società statali.

Nel frattempo, il *chaebol* procedette a una serie di risistemazioni interne e non già a una vendita in massa al capitale straniero. Il punto culminante può essere considerato l'acquisto a fine ottobre della Kia Motors, la più piccola delle imprese coreane dell'auto, da parte della stessa Hyundai, mentre gli interessi elettronici di Hyundai e Lg vennero fusi. Il mondo bancario si è anch'esso ricompattato

con alcune grandi fusioni. Analoga appare la situazione negli altri paesi interessati alla crisi.

1.3. La caduta dei prezzi delle materie prime

L'importanza dell'«effetto Giacarta»

Il 19 maggio, alle aste australiane, i prezzi della lana accusarono un brusco calo, con ribassi del 5 per cento; a determinarlo fu l'«effetto Giacarta», ossia l'assenza di compratori indonesiani, normalmente importanti acquirenti di lane in quel periodo dell'anno, cui si aggiunse un generalizzato calo della domanda asiatica, soprattutto coreana. Sempre il 19 maggio, il rame mise a segno un nuovo, forte ribasso in una lunga serie nera e nel frattempo crollò la domanda asiatica di metalli preziosi. Secondo una stima del World Council, il Sud-Est asiatico aveva assorbito quasi 157 tonnellate d'oro nel primo trimestre del 1997 e fu venditore netto di oltre 268 tonnellate nello stesso periodo del 1998 (anche a seguito delle raccolte di «oro per la patria» in Indonesia e in Corea).

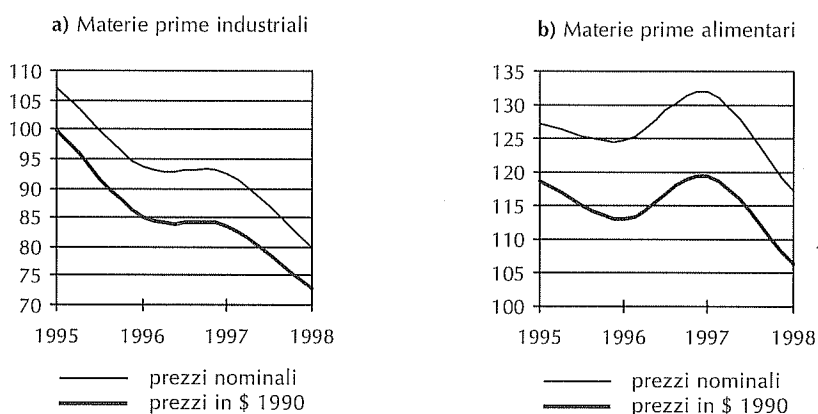
Si può idealmente datare da questo giorno di primavera l'avvio della «seconda fase» della perturbazione economica mondiale, anche se la tendenza al ribasso dei prezzi delle materie prime ha inizio nel 1995. Nella primavera 1998, infatti, la crisi asiatica andò a intrecciarsi con la perdita di potere d'acquisto delle materie prime, prodotti tipici di numerose economie poco avanzate, iniziata nel 1996-97 ma ampliata nel 1998.

Va considerato infatti che nelle economie, sempre più legate all'informazione, dei paesi avanzati, il prodotto lordo è ormai costituito, per circa i tre quarti, da produzione immateriale; dalla crisi petrolifera del 1973, l'«intensità energetica» della produzione, ossia la quantità di petrolio o suo equivalente necessaria per produrre un dollaro di prodotto medio, si è all'incirca dimezzata, così come è scesa l'incidenza dei metalli, delle fibre tessili naturali e delle materie prime in genere. A questo indebolimento strutturale della domanda si è aggiunta una contrazione congiunturale delle quantità domandate, effetto diretto e indiretto della crisi asiatica. Contempo-

raneamente, anche per l'imperfetto funzionamento dei mercati e la scarsa diffusione delle informazioni, si registravano per molti prodotti vistosi incrementi dell'offerta.

Le conseguenze sono evidenti dall'esame della figura 1.2a: dopo il 1995 – anno in cui si superarono definitivamente gli effetti depressivi legati alla Guerra del Golfo – pur con un'economia occidentale e mondiale in espansione, i prezzi hanno cominciato a cedere rapidamente. Dopo una pausa nel 1996, la caduta ha mostrato un'accelerazione considerevole a partire dall'autunno 1997, quando l'influenza della crisi asiatica è divenuta evidente; dal 1995 al 1998 l'indice ha perduto circa un quarto del proprio valore.

Figura 1.2. Andamento dei prezzi delle materie prime (prezzi in dollari degli Stati Uniti; 1990 = 100)

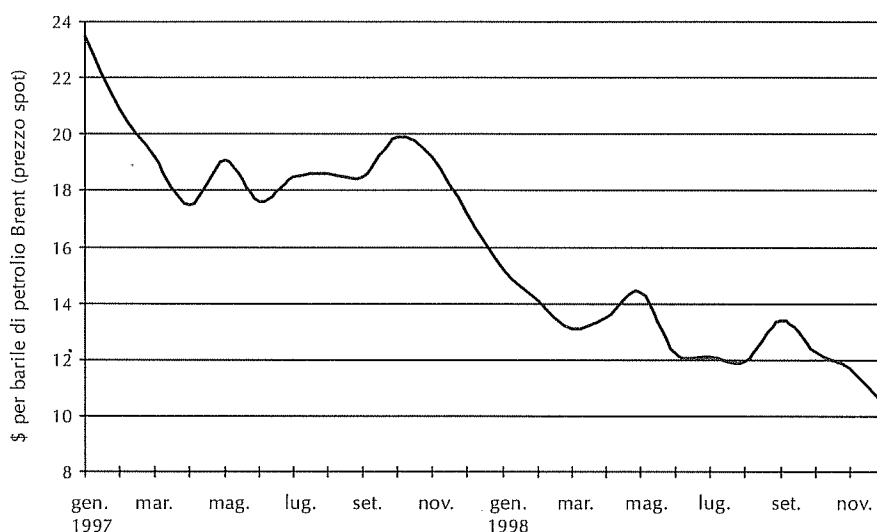


L'andamento dei prezzi delle materie prime alimentari (vedi figura 1.2b) è solo in parte analogo. Non si verifica qui alcun indebolimento strutturale della domanda, la quale anzi si rafforza grazie all'incremento dei redditi dei paesi emergenti e alla possibilità per grandi masse di popolazione, in Cina e in buona parte dell'Asia, di seguire una dieta più sostanziosa. Nel 1998, tuttavia, si osserva una rapidissima discesa: l'indice Hwwa, infatti, mostra a gennaio il valore 129,1 (1990 = 100) e a ottobre il valore 106,3. La contrazione, di oltre il 17 per cento, è da attribuirsi largamente alla pessima congiuntura che ha tagliato in maniera considerevole i redditi di quelle popolazioni.

La caduta dei prezzi del petrolio

Un discorso a parte merita il petrolio (vedi figura 1.3): una forte flessione ne ridusse il prezzo di circa un terzo, nel corso della stagione invernale 1997-98; a essa fece seguito nelle prime fasi dell'inverno 1998-99 una nuova tendenza negativa, che ridusse ancora il prezzo di circa un terzo, provocando lo sfondamento, sia pure per un breve periodo, nel corso del dicembre 1998 e del successivo gennaio, del «pavimento» dei 10 dollari al barile.

Figura 1.3. La caduta dei prezzi del petrolio



Alla già ricordata riduzione dell'intensità energetica della produzione si è parallelamente aggiunto un forte aumento dell'offerta, soprattutto da parte di paesi non aderenti al cartello dell'Opec, consentito da nuove tecniche di estrazione; la debolezza congiunturale della domanda mondiale, a seguito della crisi asiatica, ha fatto il resto.

Nel 1980 il cosiddetto «secondo shock petrolifero» portò il prezzo del petrolio ai suoi valori più elevati: si aggirava allora attorno ai 25 dollari al barile; è oggi di circa 8 dollari in moneta del 1980⁶ e di circa 1,5 dollari al barile in moneta del 1973, una quotazione inferiore.

re ai livelli precedenti la Guerra del Kippur. La caduta dei prezzi in termini reali è stata solo in parte controbilanciata dall'aumento dei volumi produttivi. Misurando la quota dell'Opec sul totale della produzione mondiale di petrolio e applicandovi il prezzo del petrolio Brent, si giunge al risultato che gli introiti dell'Opec si sono stabilizzati attorno al 50 per cento dei valori massimi. Questa stabilizzazione si sta rivelando insufficiente a finanziare programmi di sviluppo per i quali sono invece necessarie risorse crescenti.

È stato calcolato⁷ che i mancati introiti dei paesi dell'Opec determinati dalla flessione dei prezzi nel corso del 1998 sono pari a circa 50 miliardi di dollari. Su questa base, si può sommariamente stimare in 200-250 miliardi di dollari la perdita di flussi finanziari dei paesi produttori di petrolio e materie prime. Ciò equivale a circa lo 0,6-0,8 per cento della domanda aggregata mondiale. Tenendo presenti i dati della tabella 1.1, si può concludere che la caduta di prezzo delle materie prime è sufficiente a spiegare almeno un terzo della minor crescita mondiale verificatasi nel 1998.

Un potente elemento deflattivo si inserisce così nel contesto economico del pianeta. Esso contribuisce a tener bassa l'inflazione nei paesi avanzati, un risultato per il quale i governi si attribuiscono forse un merito eccessivo, dal momento che, nel 1998, hanno «importato deflazione» dai paesi emergenti. La debolezza della domanda globale e il pericolo di crisi generale che essa comporta sono in certa misura la contropartita nel successo delle politiche occidentali di stabilizzazione monetaria.

1.4. La «mano visibile» dei governi e il «nuovo interventismo»

La crisi russa

Una parte della debolezza crescente della domanda mondiale è quindi da porre in relazione con l'inaridirsi delle entrate dei produttori di materie prime. Un calcolo, sia pur approssimativo, è difficile; secondo un'elaborazione della Goldman Sachs, il calo di un dollaro nel prezzo del greggio provoca alla Russia una riduzione di esporta-

zioni pari a 1,2 miliardi di dollari. Gli effetti diretti e indotti si riflettono in mancate entrate fiscali per 860 milioni di dollari. Se si considera che il prezzo del greggio è diminuito di circa 4 dollari da gennaio a dicembre 1998, dopo aver perduto più di 6 dollari da gennaio a dicembre 1997, si ha un'idea dell'importanza di questo fattore, unito alla caduta dei prezzi delle altre materie prime di cui la Russia è esportatrice, nella grave crisi russa.

Vi sono infatti buoni argomenti per sostenere che proprio la caduta dei prezzi del petrolio rappresenta il motivo di fondo per il fallimento dell'esperimento, fortemente innovatore e fortemente osteggiato, del giovane Primo ministro Kirienko. Tale esperimento si consumò tra aprile e agosto, dopo due bocciature iniziali da parte della Duma, e terminò in un incredibile caos finanziario, amplificato da scioperi diffusi, per l'incapacità del governo di ottenere sufficienti introiti fiscali e pagare con questi i dipendenti pubblici senza alimentare l'inflazione. Il 23 maggio, la circolazione ferroviaria – vitale per la Russia – venne bloccata dai minatori in sciopero; il 27, il tasso di sconto e il tasso Lombard vennero portati al 150 per cento, nel tentativo di scongiurare l'emorragia di valuta estera. Ciò non impedì all'agenzia internazionale Moody's di declassare il debito russo due giorni dopo (il 29 maggio).

Il Fmi – il cui vicedirettore Fischer, in particolare, credeva fortemente nelle possibilità di rapida evoluzione della Russia verso l'economia di mercato – fece tutto ciò che riteneva possibile per sostenere l'azione del governo. Il 20 luglio, nonostante la difficile situazione politica, il Fmi pagò la prima tranche (pari a 4,8 miliardi di dollari) di un prestito deliberato in precedenza, per il quale, proprio a seguito della situazione politica, non esistevano ancora in pieno le condizioni di erogazione, soprattutto per i ritardi nella riforma fiscale e nella legislazione sui fondi pensione; accompagnò quest'atto coraggioso, che taluni ritennero avventato, con un memorandum d'intesa con il governo russo su un vasto programma di austerità.

Ciò non valse a far cessare la speculazione contro il rublo che anzi venne alimentata da un ulteriore declassamento del debito russo, effettuato il 13 agosto da alcune agenzie internazionali di rating. In questi giorni «caldi» abbandonarono la Russia molti capitali di sospetta origine malavitosa⁸. Si giunse così alla svalutazione del 17 agosto, mediante la tecnica dell'allargamento della banda entro la quale il cambio del rublo poteva oscillare; il 18, il governo

proclamò una moratoria sul servizio di alcuni debiti esteri, ponendo di fatto il paese in condizioni di insolvenza internazionale, e il 20 il governatore della Banca Centrale, Dubinin, rivelò che il prestito del Fmi era stato tutto speso nell'inutile difesa del cambio. Le dimissioni di Kirienko divennero, a questo punto, inevitabili (quelle di Dubinin seguirono poco dopo, il 7 settembre) mentre la Borsa franava, al punto che le contrattazioni e le quotazioni del rublo dovettero essere sospese per un paio di giorni. Cernomyrdin, il nuovo Primo ministro designato dal presidente Eltsin, non riuscì a ottenere la fiducia dalla Duma e dovette ritirarsi.

Tutto ciò contribuì a provocare un'ondata di ribassi sui mercati finanziari occidentali e ampie perdite alle banche esposte nei confronti della Russia. Il presidente Eltsin dovette nominare quale successore di Cernomyrdin un uomo del passato regime, Evgeny Primakov, il quale si sforzò di ottenere un largo consenso introducendo una cauta politica di stabilizzazione che, senza rinnegare apertamente le riforme liberalizzatrici del passato, tendeva inevitabilmente a far aumentare l'intervento dello Stato nell'economia. La sua azione comportò un piano di salvataggio delle banche e un accordo con l'Unione Europea per aiuti alimentari pari a quasi mille miliardi di lire e condusse, il 19 gennaio 1999, all'approvazione da parte della Duma del bilancio più rigoroso della storia russa. Pur sembrando a molti irrealistico («Questa è una politica carnevalesca!», dichiarò il leader liberale Grigorij Javlinskij), dal momento che riduceva l'Iva nello stesso momento in cui l'insolvenza impediva al governo di indebitarsi con l'emissione di titoli di Stato e fissava l'inflazione al 30 per cento contro previsioni che raggiungevano il 300 per cento, tale bilancio era comunque una sorta di dichiarazione di intenzioni e di volontà politica.

La crisi brasiliana

La debolezza dei prezzi delle materie prime fa anche da sfondo alla crisi brasiliana, essendo il paese un esportatore di tutto rispetto, ma in questo caso il motivo scatenante è di natura finanziaria. All'inizio del 1998, il Brasile era reduce da una felicissima operazione di rientro dall'inflazione, scesa da livelli superiori al mille per cento nei primi anni Novanta fino a valori prossimi all'1 per cento. Le finanze pubbliche, tuttavia, mostravano un forte squilibrio strutturale, an-

che per spese derivanti da promesse politiche che dalla fine del 1997 avevano fatto assumere valori negativi al saldo primario. Per evitare un ritorno dell'inflazione senza rinunciare ai programmi di spesa promessi, il governo del presidente Cardoso e i governi regionali fecero ricorso al debito interno, con strumenti a breve e con tassi indicizzati (analoghi ai CcT italiani), che vennero a costituire circa la metà del totale del debito stesso. Con l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali, il debito crebbe a velocità impressionante: quasi raddoppiò tra il luglio 1997 e il luglio 1998.

Pressoché tutto il nuovo debito venne assorbito dal settore privato, il quale in parte effettuò le sottoscrizioni contraendo debiti all'estero. Anche in questo caso, come nella crisi asiatica, i flussi furono determinati dal forte differenziale tra gli elevati tassi interni e i tassi internazionali; anche in questo caso, il meccanismo dei cambi – con una ristretta banda di oscillazione – riduceva la percezione di un rischio di svalutazione.

Mentre quindi il debito pubblico in mano a creditori esteri si riduceva leggermente, il debito estero privato si gonfiava, inducendo un forte deficit di parte corrente (pressoché zero nel 1994, 33 miliardi di dollari nel 1998). Era necessario un aggiustamento fiscale, ma le scadenze politiche interne, con la rielezione del presidente a settembre, consigliarono di rinviarlo.

Il 5 ottobre 1998, i brasiliani rielessero il presidente Cardoso con il 51 per cento dei voti, senza neanche attendere un secondo turno. La strada del nuovo programma di austerità, già presentato a settembre nelle sue linee generali, sembrava spianata, ma il 26 ottobre gli alleati del presidente furono sconfitti nelle elezioni per le cariche di governatore dei singoli Stati. Ciò non impedì al presidente di annunciare, il 27 ottobre, un duro piano di risanamento: non ci sarebbe stata la svalutazione temuta dalla comunità internazionale e soprattutto dal mondo bancario statunitense, fortemente impegnato nel paese, il deficit pubblico sarebbe stato tagliato di 20 miliardi di dollari e si sarebbe conseguito un avanzo primario pari al 2,6 per cento del prodotto interno. Il giorno dopo giunse l'approvazione del Fmi con un contestuale piano di finanziamento; successivamente il Fmi, unitamente a un gruppo di paesi occidentali, decise la concessione di un prestito di 41,5 miliardi di dollari.

La manovra di austerità, però, avanzava a fatica nelle aule parlamentari di un paese che aveva fatto molti progressi e al quale si

richiedeva un sacrificio di grandi dimensioni. Il 5 novembre venne approvata la riforma delle pensioni, ma il successivo 3 dicembre il Congresso bocciò l'aumento dei contributi pensionistici dei dipendenti pubblici, pietra portante dell'intero piano: gli interessi degli statali brasiliani apparivano in diretto conflitto con quelli dei dipendenti pubblici degli Stati Uniti, i cui fondi pensione avevano investito in maniera consistente nel debito pubblico brasiliano. Poco dopo, il governatore dello Stato di Minas Gerais annunciò che le sue finanze non gli avrebbero permesso di onorare il debito; i mercati finanziari interpretarono questa dichiarazione come un segnale premonitore di insolvenza di tutte le autorità locali brasiliane, il cui debito complessivo era quasi pari a quello del governo centrale. Iniziò la fuga dal real.

Di fronte all'ondata speculativa, il 13 gennaio 1999 venne decisa la fluttuazione del real, sia pure entro una banda ristretta; contestualmente si dimise il governatore della Banca Centrale brasiliana, Gustavo Franco, paladino della stabilità dei cambi⁹. La banda di oscillazione dovette essere abbandonata due giorni più tardi sotto la pressione delle vendite e si passò alla fluttuazione libera, o meglio alla caduta libera: da un cambio stabile attorno a 1,2 real per un dollaro si passò, a fine gennaio, addirittura a 2 real. Gli esiti di questa crisi apparivano incerti ma intanto si era aperto un nuovo, importante focolaio di instabilità finanziaria.

La svolta di settembre-ottobre e il nuovo interventismo

Oltre che da queste crisi e dalla relativa instabilità, il 1998 è stato caratterizzato da una brusca inversione nelle politiche economiche e monetarie, avvenuta tra la fine di settembre e l'inizio di novembre. Tale inversione rappresenta la «terza fase» della perturbazione iniziata con la crisi asiatica: dopo un lungo periodo di inazione in cui, almeno ufficialmente, l'iniziativa era stata lasciata per intero nelle mani del Fmi e, in misura minore, dei banchieri centrali, i governi dei principali paesi ripresero, duramente e rapidamente, il timone, rivendicando la propria primogenitura e interferendo con il funzionamento del mercato. Una mano molto visibile, anche se quantata, cercò di sostituirsi alla mano invisibile che pareva governare i mercati e che aveva invece provocato disastri e instabilità, per l'incapacità di proporre controlli e inviare segnali corretti.

Per rendersi conto dei motivi e della portata della svolta, è bene esaminare la situazione agli inizi di settembre. Il grandioso esperimento dell'economia globale di mercato si trovava in forti difficoltà, che possono essere sintetizzate come segue.

- Gli insuccessi della stabilizzazione asiatica, uniti alla nuova crisi russa, si riflettevano su Wall Street, la maggiore Borsa del mondo, il cui indice Dow Jones, pochi mesi dopo essere stato in vista di quota 10.000, era sceso in prossimità di quota 7.500, grazie anche ai problemi del Ltcn, un grande fondo di investimento specializzato in «prodotti derivati»; il primo tentativo di ovviare a questa situazione, ossia il taglio del tasso sui *federal funds*, deciso il 29 settembre dalla Fed, la Banca Centrale americana, deluse i mercati e scatenò una nuova ondata di ribassi. L'indice mondiale delle Borse, calcolato dalla Morgan Stanley, perse il 3,5 per cento in quella settimana e il 2,5 nella settimana successiva.
- Il Congresso degli Stati Uniti continuava a rifiutare finanziamenti indispensabili al Fmi; la posizione negativa della maggioranza repubblicana trovava argomenti validi nell'infelice operazione russa, in cui il Fmi aveva incautamente prestato quasi 5 miliardi di dollari al governo di Mosca, subito volatilizzatisi nell'inutile difesa del rublo (o, come disse qualcuno, andati a beneficio dei capitali malavitosi che fuggivano dalla moneta russa).
- Dall'altro lato del Pacifico, i deputati della Dieta giapponese continuavano a rifiutare il loro «sì» alla legge per il salvataggio e la nazionalizzazione delle banche in difficoltà, che avrebbe, di fatto, esautorato molti banchieri i quali avevano «sponsorizzato» l'elezione di quei deputati. Il 10 settembre la Banca del Giappone, travagliata da scandali (dimissioni del governatore a marzo, suicidio del direttore a giugno), ridusse dallo 0,5 allo 0,2 per cento il tasso di riferimento. Prendere denaro a prestito non costava così quasi nulla, ma, nonostante questa misura disperata, alla Borsa di Tokyo l'indice Nikkei toccò il minimo su dodici anni.
- Tra le grandi imprese (del calibro, fra le altre, di Shell, Emi, Alcatel e Philips) si moltiplicavano i *profit warnings*, ossia gli annunci di risultati non positivi, comportanti forti riduzioni di utili.
- I governi dei principali paesi del mondo vivevano momenti di transizione e di difficoltà. Si è già accennato alle ripetute boccia-

ture ottenute nel voto di fiducia della Duma, necessario per assumere la carica, dal premier designato russo Cernomyrdin tra la fine di agosto e l'inizio di settembre; l'8 settembre, la Camera dei rappresentanti degli Stati Uniti, avendo ricevuto il rapporto del procuratore speciale Starr, decise di iniziare le procedure di *impeachment* del presidente Clinton mentre il presidente russo Eltsin venne colto da malore nel corso di una visita nell'Asia ex sovietica. In quegli stessi giorni, in Brasile, il piano di austerità «dura» annunciato dal presidente Cardoso riduceva le sue possibilità di rielezione (vedi sopra) e i bombardieri della Nato scaldavano i motori preparandosi a colpire la Jugoslavia. Il 28 settembre, il decano dei capi di governo occidentali, il cancelliere tedesco Helmut Kohl, perdeva il potere a seguito di elezioni politiche che davano la vittoria al suo avversario Gerhard Schroeder. Per il capo di governo di un altro paese del G7, l'italiano Romano Prodi, iniziava un periodo di debolezza, culminato con il voto di sfiducia del 9 ottobre e le successive dimissioni.

A questa sommaria elencazione delle gravi difficoltà di settembre fa da contrappunto l'elencazione, altrettanto sommaria, degli sviluppi di ottobre.

- Il 15, il presidente Clinton e i suoi accusatori in Congresso raggiungevano un'intesa sulla Finanziaria per il 1999 che presentava risultati e introduceva prospettive di sviluppo di tipo assai lusinghiero (vedi paragrafo 2.1).
- Nella stessa data, la Fed operava un'altra riduzione dello 0,25 per cento sul tasso dei *federal funds*, accompagnata a una riduzione analoga del tasso di sconto. Già il 24 settembre, del resto, le autorità monetarie americane erano intervenute pesantemente sul mercato, organizzando il salvataggio del fondo Ltcn; le Borse così riprendevano a salire.
- Il primo novembre, giorno di Tutti i Santi, i rappresentanti dei sette maggiori paesi industrializzati, riuniti a Londra, dichiaravano solennemente di voler riformare il Fmi e rifinanziarlo al suono di ben 90 miliardi di dollari.
- Il 13 ottobre veniva raggiunta un'intesa tra la Nato e la Jugoslavia che allontanava la prospettiva di un intervento militare e il 23 ottobre si raggiungeva un accordo per la pace in Medio Oriente.

- Il 3 novembre gli avversari del presidente Clinton perdevano le elezioni intermedie americane e poco dopo il Congresso provvedeva a stanziare a favore del Fmi i fondi corrispondenti alla quota degli Stati Uniti.

Poco importa, per comprendere gli andamenti del 1998, che la pace in Medio Oriente andasse incontro di lì a poco a un altro rinvio, che Jugoslavia e Nato giungessero nuovamente ai ferri corti nel gennaio 1999 e che, il 13 gennaio, il governo brasiliano fosse costretto a decidere la fluttuazione del real, innescando un'altra, sia pur breve, stagione di paura sui mercati finanziari. Il fatto è che i meccanismi che minacciavano di far crollare Wall Street e i mercati finanziari di tutto il mondo furono brillantemente bloccati e le Borse, lentamente dapprima e poi con sempre maggiore convinzione, ripresero la strada della salita. Va al di là dei limiti di questo *Rapporto* il cercare di stabilire se si sia trattato di una falsa primavera.

Governi e autorità monetarie non furono spinti a questi pesanti interventi da propensioni ideologiche. Anche la nuova sinistra, al governo in molti paesi d'Europa, si sarebbe riconosciuta nell'antica cantilena londinese sulla necessità di non interferire con il funzionamento dei mercati¹⁰. Gli interventi furono invece dettati dal pragmatismo che suggeriva comunque azioni di stabilizzazione variamente coordinate, volte a impedire fallimenti bancari e di altre istituzioni finanziarie di portata tale da creare gravi ripercussioni all'economia reale e alla società.

È in ogni caso significativo confrontare l'«interventismo» delle autorità americane e degli altri grandi paesi in questa situazione difficile con il loro «assenteismo» per tutto il periodo precedente. Il fondo statunitense Ltcn venne salvato; la Peregrine, una delle maggiori società finanziarie di Hong Kong, era stata lasciata fallire pochi mesi prima, con pesantissime ripercussioni non solo sull'indice della Borsa di Hong Kong ma anche sul suo ruolo nei mercati asiatici. In queste due vicende e nel loro diverso esito sta la misura del cambiamento. Anche il nuovo interventismo cinese (vedi riquadro a pagina seguente) risulta determinato da motivi pragmatici: Pechino, come Washington e Mosca, veniva fatalmente spinta, volente o nolente, a intervenire sui mercati.

In Occidente, la minaccia di crisi, ormai molto evidente, trasformò molti liberisti teorici in interventisti pragmatici. Il fondo statuni-

La via cinese alla chiusura dei mercati

Duecentoquaranta milioni di persone, un quinto dell'intera popolazione cinese, fu colpito in varia misura in agosto dall'alluvione dello Yang-tze; la città siderurgica di Wuhan (sette milioni di abitanti) fu salvata per miracolo, gran parte dei pozzi petroliferi di Daqing finirono sott'acqua. I danni dell'alluvione diedero l'ultimo colpo all'ambizione cinese di mantenere la crescita al di sopra dell'8 per cento nel 1998 e acuirono le difficoltà di una transizione verso il mercato che comportava il licenziamento di milioni di dipendenti pubblici o di aziende pubbliche.

Il timore di una svalutazione dello yuan, nonostante le ripetute smentite ufficiali, indusse le imprese cinesi a mantenere quanto più possibile della loro liquidità investita all'estero, preferibilmente in dollari e sovente sfuggendo ai controlli di legge. Il 29 settembre, il governo emise un'ordinanza che intimava a tutte le imprese cinesi di riportare in patria i saldi attivi in valuta detenuti senza autorizzazione; altre limitazioni riguardarono l'attività degli importatori e delle società estere che si indebitavano in yuan.

Fine della «politica della porta aperta», lanciata da Pechino qualche anno prima? E fine della fiducia delle autorità cinesi nel mercato? Forse. Soprattutto, però, un'azione «inevitabile» in un sistema politico dal quale l'alternanza è esclusa e che pone al primo posto la propria sopravvivenza. Tra le misure annunciate, è significativo il divieto per le società straniere di investire in servizi interni di telecomunicazioni.

Il 28 ottobre l'agenzia di rating Moody's annunciò il declassamento di cinque società finanziarie cinesi e, con un tempismo che fece sorgere il sospetto di una ritorsione, il governo di Pechino il giorno seguente decretò la chiusura alle società straniere di tutti i centri per gli swaps valutari, compiendo perciò un passo indietro dalla parziale convertibilità dello yuan. Il 3 novembre venne annunciato che le società straniere di assicurazioni sulla vita avrebbero potuto partecipare a joint venture con società cinesi solo in posizione mi-

noritaria. Il 4 novembre venne emessa una direttiva affinché le società cinesi di telecomunicazioni acquistassero materiali fabbricati in Cina. Il 10 novembre vennero introdotte limitazioni alla proprietà straniera di esercizi commerciali (supermercati compresi) in Cina. Sempre nel mese di novembre, nel tentativo di porre fine alle «guerre dei prezzi» che mettevano in difficoltà le industrie pubbliche e salvaguardare così posti di lavoro cinesi, venne decisa l'applicazione di prezzi minimi per ventuno settori industriali, dall'elettronica all'industria saccarifera. L'11 dicembre fu annunciato un piano per ridurre la quota di mercato dei produttori stranieri di materiali per le telecomunicazioni.

A queste limitazioni della libertà economica si accompagnarono controlli sempre più severi sulla libertà religiosa e, più in generale, sulla libertà di espressione. Il 19 gennaio 1999 il governo cinese ordinò a tutti gli Internet Café (locali pubblici dai quali è possibile accedere a Internet) di iscriversi in un apposito registro e di comunicare alle autorità locali i nominativi di tutti i frequentatori.

Nel frattempo, nel gennaio 1999 si delineavano significative debolezze nel sistema finanziario cinese, dopo la chiusura della Gitic (Guandong International Trust and Investment Corporation).

tense Ltcm aveva perduto il 90 per cento del suo capitale di 4,8 miliardi di dollari mentre il suo quasi omonimo giapponese, la Long Term Credit Bank, fallito e nazionalizzato (vedi paragrafo 1.5), poneva in evidenza perdite per 2,9 miliardi di dollari. Accantonamenti o perdite di enorme portata venivano annunciati da una serie di banche illustri, dai 2,1 miliardi di dollari della tedesca Bayerische Hypo und Vereinsbank, derivanti soprattutto da operazioni immobiliari, agli 1,5 miliardi della giapponese Nomura, agli 1,4 miliardi accantonati per perdite soprattutto sui mercati emergenti da BankAmerica alla vigilia della sua fusione con Nationsbank. Altre perdite consistenti furono dichiarate in seguito, mentre venivano annunciati de-

cine di migliaia di licenziamenti di dipendenti di imprese bancarie e finanziarie: solo tra settembre e ottobre, Merrill Lynch comunicò che avrebbero perduto il lavoro 6500 dipendenti su 30.000, analoga sorte sarebbe toccata a 1200 dei 10.000 dipendenti dell'olandese Ing, a 800 dei 1800 impiegati della giapponese Daiwa Bank operanti all'estero, a 2000 dipendenti di un altro colosso giapponese, la Nomura.

Parallelamente, l'interventismo dei governi si manifestava in una sempre più frequente interferenza con il funzionamento dei mercati. In questo senso si mossero i governi asiatici nel corso dell'estate, per rilanciare le loro economie: Singapore, rimasta largamente immune dal contagio delle altre «tigri» sino al terzo trimestre 1998, tagliò decisamente i costi delle imprese con una serie di misure fiscali; Hong Kong, anch'essa colpita in ritardo dall'«onda di ritorno» della crisi asiatica, annunciò il 7 settembre nuove misure contro le vendite allo scoperto che raggiunsero lo scopo di stabilizzare quel mercato azionario e, un mese più tardi, varò un ampio programma di spese pubbliche per scopi infrastrutturali e tecnologici.

Analoga mossa fu effettuata dalla Malaysia, alla quale si deve, però, la prima vera «trasgressione», ossia il primo vero intervento limitativo dei mercati: il primo settembre il governo di Mahathir isolò il mercato finanziario, imponendo controlli valutari, stabilendo un cambio fisso tra il ringgit e il dollaro e riducendo il costo del denaro. Questa decisione suscitò un coro di proteste nel mondo finanziario, anche perché venne adottata in un clima sempre più polemico contro l'Occidente e le speculazioni finanziarie ed è probabilmente alla base del duro contrasto tra Mahathir e il suo ministro delle Finanze (vedi paragrafo 1.2). Certo, in una situazione del genere, la riduzione del costo del denaro a breve viene compensata dal prevedibile maggior costo del denaro a lungo termine, ma chi è alla disperazione si preoccupa assai poco del lungo termine: anche la Malaysia, come Hong Kong e Singapore, fece registrare una rapida stabilizzazione dei propri mercati finanziari.

La mano visibile delle autorità venne tesa generosamente alle banche in difficoltà. Si formò così una strana consonanza tra russi, giapponesi e americani. Il 21 settembre la Banca Centrale russa varò un piano di salvataggio per le banche in difficoltà, e tre giorni dopo le autorità monetarie americane intervennero pesantemente organizzando il salvataggio del fondo Ltcn; esattamente un mese più

tardi le autorità giapponesi nazionalizzarono la Long Term Credit Bank, già dichiarata fallita. Contestualmente al salvataggio delle banche vi fu una marcatissima riduzione dei tassi ufficiali e del costo del denaro.

La tabella 1.2 fornisce un'idea dell'ampiezza e della vastità dell'intervento che si realizzò tra settembre e dicembre. Le tensioni che avevano caratterizzato i mercati monetari vennero placate; le Borse respirarono nuovamente sicurezza.

Tabella 1.2. Principali riduzioni dei tassi ufficiali (settembre-dicembre 1998)

<i>Paese</i>	<i>Data</i>	<i>Tipo di tasso</i>	<i>Riduzione</i>		<i>Var. %</i>
Giappone	10 settembre	tasso a breve	da 0,50	a 0,20	-60,0
Stati Uniti	29 settembre	<i>federal funds</i>	da 5,50	a 5,25	-4,5
Regno Unito	8 ottobre	<i>base rate</i>	da 7,50	a 7,25	-3,3
Stati Uniti	15 ottobre	<i>federal funds</i>	da 5,25	a 5,00	-4,8
		tasso di sconto	da 5,00	a 4,75	-5,0
Italia	26 ottobre	tasso di sconto	da 5,00	a 4,00	-20,0
Regno Unito	5 novembre	<i>base rate</i>	da 7,25	a 6,75	-6,9
Stati Uniti	17 novembre	<i>federal funds</i>	da 5,00	a 4,75	-5,0
		tasso di sconto	da 4,75	a 4,50	-5,3
Canada	18 novembre	tasso di sconto	da 5,50	a 5,25	-4,5
Italia	3 dicembre	tasso di sconto	da 4,00	a 3,50	-12,5
Germania	3 dicembre	tasso di sconto	da 3,30	a 3,00	-9,1
Francia	3 dicembre	tasso di sconto	da 3,30	a 3,00	-9,1
Paesi Bassi	3 dicembre	tasso di sconto	da 3,30	a 3,00	-9,1
Regno Unito	10 dicembre	<i>base rate</i>	da 6,75	a 6,25	-7,4
Italia	23 dicembre	tasso di sconto	da 3,50	a 3,00	-14,3

1.5. Il lungo sonno del Giappone

Fallimento del mercato o fallimento culturale?

Dall'inizio degli anni Novanta, la politica economica dei governi giapponesi appare simile a una partita di *pachinko*, una sorta di flipper verticale, con tanto di palline, suoni, luci e premi che è divenuto, a partire dal dopoguerra, il passatempo nazionale del paese del Sol Levante (una macchina ogni 35 abitanti, in 15 mila apposite sale). Il giocatore si siede davanti alla macchina ma non può fare quasi nulla per modificare le traiettorie delle biglie, deve solo stare a vedere come andrà a finire e cade in uno stato quasi ipnotico.

Si può dire che, almeno a partire dal 1997, la dirigenza giapponese si sia limitata a guardare le palline della congiuntura cadere nel canale sbagliato; ha varato, è vero, grandiosi piani di rilancio, ma questi piani sono diventati la favola della comunità internazionale perché sono rimasti sulla carta, perdendo ogni credibilità. Come ha scritto «The Economist» (28 settembre 1998): «La pazienza del mondo si sta esaurendo. Il Giappone è già considerato con un misto di pietà e disprezzo. Sarà ora marchiato come un paria se non riesce ad affrontare la propria crisi bancaria».

Anche a seguito di questa incapacità o impossibilità di agire, l'economia giapponese è tecnicamente entrata in recessione nel secondo trimestre del 1998, con la terza contrazione consecutiva del prodotto interno lordo, al ritmo del 3,3 per cento, in accentuazione sui due trimestri precedenti. Le sofferenze bancarie giapponesi, a lungo tenute pudicamente nascoste, sono stimabili in un milione e mezzo di miliardi di lire, un terzo del prodotto lordo; la disoccupazione, misurata in maniera molto più restrittiva di quanto avviene in Occidente, a lungo bloccata attorno al 2 per cento, ha raggiunto il 5 per cento a fine 1998.

Le ragioni prossime della straordinaria caduta di quella che una decina d'anni fa pareva l'economia più solida del pianeta e la più dinamica tra quelle avanzate sono sicuramente molteplici. Come per le «tigri» asiatiche, anche per il Giappone le radici della crisi possono essere indicate in un «fallimento del mercato», ossia nell'assenza di trasparenza adeguata sui piani di investimento dei gruppi industriali. Decisioni analoghe e simultanee, prese separatamente

e all'insaputa l'una dalle altre da parte di imprese in competizione tra loro, inducono spesso un caratteristico «affollamento» degli investimenti e periodiche condizioni di sovracapacità produttiva.

Si aggiunga che una cultura tradizionalista, come è appunto quella giapponese, tende a replicare comportamenti del passato, investendo di preferenza negli stessi settori in cui ha avuto successo e usando i medesimi strumenti finanziari, in marcato contrasto con quanto avviene negli Stati Uniti, dove le imprese tendono ad avventurarsi in settori nuovi e trovano nuovi finanziatori disposti a sostenerle. Il «fallimento del mercato» si innesta così su un più profondo «fallimento culturale», ossia su una possibile minore capacità del modello culturale giapponese, rispetto a quello americano e franco europeo, di sostenere la crescita economica in presenza di forti trasformazioni tecnologiche; riapre gli interrogativi sulla vera capacità giapponese di innovare e rafforza la visione meno encomiastica dell'organizzazione giapponese che di recente si è fatta strada¹¹.

Il dibattito sul modello giapponese è sicuramente aperto, così come la crisi ha aperto un dibattito sui cosiddetti «valori asiatici», un tempo acriticamente ammirati. Non vi può essere, invece, incertezza sull'«affollamento» sopra ricordato (vedi figura 1.4a) che determinò, nel periodo 1988-91, una lunga stagione di forti investimenti giapponesi in macchinari e impianti (secondo la stima di alcuni analisti, l'aumento del valore del capitale investito in impianti in Giappone tra il 1988 e il 1992 equivale all'intera capacità produttiva dell'industria francese). A essa sono seguite una pesante caduta, una più breve risalita e una nuova caduta che ha riportato il volume degli investimenti del 1998 in prossimità di quello di dieci anni prima. Per contrasto, gli investimenti in impianti e macchinari degli Stati Uniti, allargatisi progressivamente a un numero crescente di settori anche per il forte interesse alle nuove tecnologie, hanno mostrato una crescita eccezionale e sostenuta e il loro volume nel 1998 risulta all'incirca doppio di quello del 1988.

I guasti del boom edilizio e l'effetto della crisi asiatica

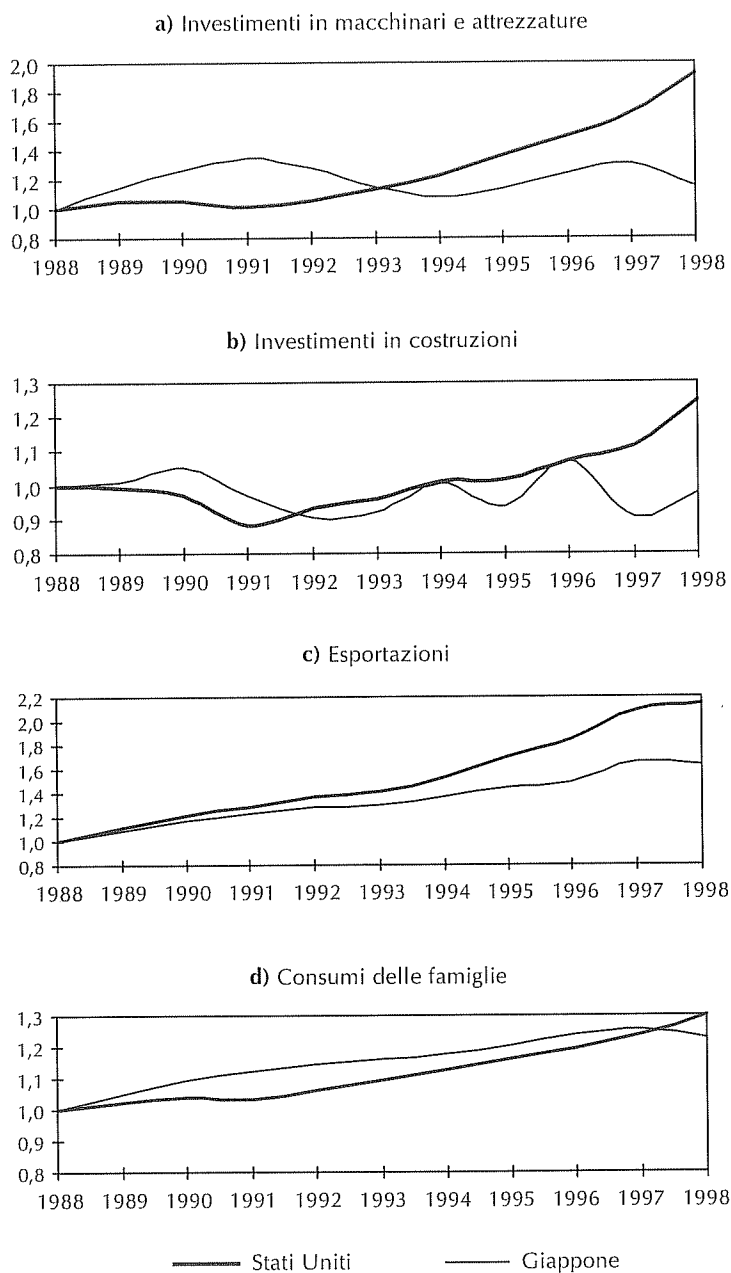
Analoga, anche se di minore intensità, è la dinamica degli investimenti in costruzioni. Va ricordato che il Giappone è un paese lungo, stretto e montuoso, con aree fabbricabili relativamente scarse; la scarsità è resa molto maggiore da dure regole che intendono preser-

vare terreni tradizionalmente agricoli. La domanda di abitazioni, alimentata negli anni Sessanta-Ottanta da uno dei più intensi e rapidi processi di arricchimento della storia, si scaricò quindi su aree fisicamente molto limitate. La conseguenza fu che i prezzi delle abitazioni, a Tokyo e in altre zone del Giappone, raggiunsero livelli assurdi e invalse l'uso di misurare le superfici non già in metri bensì in millimetri quadrati, visto che anche un millimetro quadrato aveva un apprezzabile valore economico.

Il boom edilizio giapponese raggiunse il massimo nel 1990. Successivamente si manifestarono i classici fenomeni ciclici negativi del mercato edilizio: il calo dei prezzi mise in difficoltà le banche, che si ritrovavano in portafoglio garanzie ipotecarie prive di gran parte del valore originario. Il tutto fu reso più complicato, ancora una volta, dalla scarsa trasparenza del mercato, e ancora una volta tale mancanza di trasparenza deve essere ricondotta a una matrice culturale: nel caso giapponese, si trattava del timore della «perdita di faccia», che ha condizionato a lungo vari aspetti della vita di quel paese. Tale timore fu duramente avvertito, inducendo le istituzioni creditizie a non rivelare le perdite subite nella speranza di una ripresa dei valori immobiliari. Ciò contribuì a creare il grande disastro bancario giapponese, con le successive necessità di fusioni e salvataggi. Da allora, l'attività edilizia ha smesso di fatto di rappresentare un elemento dinamico dell'economia giapponese, con la sola eccezione del 1996, anno in cui si concentra gran parte della ricostruzione nella città di Kobe, gravemente danneggiata in un terribile terremoto. Anche qui, il confronto con gli Stati Uniti appare fortemente rivelatore (vedi figura 1.4b).

La produzione industriale dei nuovi stabilimenti costruiti nel 1988-92 era in buona parte destinata a essere esportata. Così avveniva ormai da oltre trent'anni e di fatto quasi non esiste abitazione nel Nord-America e in Europa che non disponga almeno di un elettrodomestico di fabbricazione giapponese. Il mercato asiatico, grazie alla crescente prosperità di paesi come la Malaysia e la Corea e alla svalutazione di fatto dello yen nel 1996-97, rappresentava ormai il 45 per cento di queste esportazioni. Il suo collasso non poté essere compensato dal moderato aumento delle esportazioni nipponiche in America e in Europa. Per conseguenza, la variazione complessiva delle esportazioni presenta per il 1998 un andamento negativo, pur mostrando il Giappone un saldo commerciale in miglioramento per

Figura 1.4. Un confronto fra Giappone e Stati Uniti (1988 = 1)



il calo delle importazioni, ancora più marcato grazie all'indebolimento della domanda interna. La figura 1.4c mostra il progressivo allargarsi della forbice tra le esportazioni degli Stati Uniti e quelle del Giappone.

Lo «sciopero dei consumatori»

Esportazioni, investimenti in impianti e costruzioni. Tre dei «motori» caratteristici dell'espansione giapponese erano così in avaria. Non rimaneva che puntare sulle tradizionali risorse delle politiche di rilancio, ossia i consumi privati e pubblici. La ricetta che aveva funzionato tante volte in Occidente si scontrò però con una profonda caratteristica culturale giapponese: una popolazione nel cui orizzonte mentale non c'era spazio per i licenziamenti, abituata a considerare come un fatto normale la stabilità a vita del posto di lavoro, dovette improvvisamente fare i conti con le ristrutturazioni industriali che, sia pure in maniera leggera se misurate con un metro occidentale, lasciarono a casa un numero crescente di lavoratori. Va inoltre tenuta presente la riduzione di due componenti tipiche della retribuzione di fatto dei lavoratori dipendenti giapponesi: gli straordinari, un tempo assolutamente normali e ora non più richiesti con la stessa frequenza, e le gratifiche di fine anno, anch'esse fortemente decurtate.

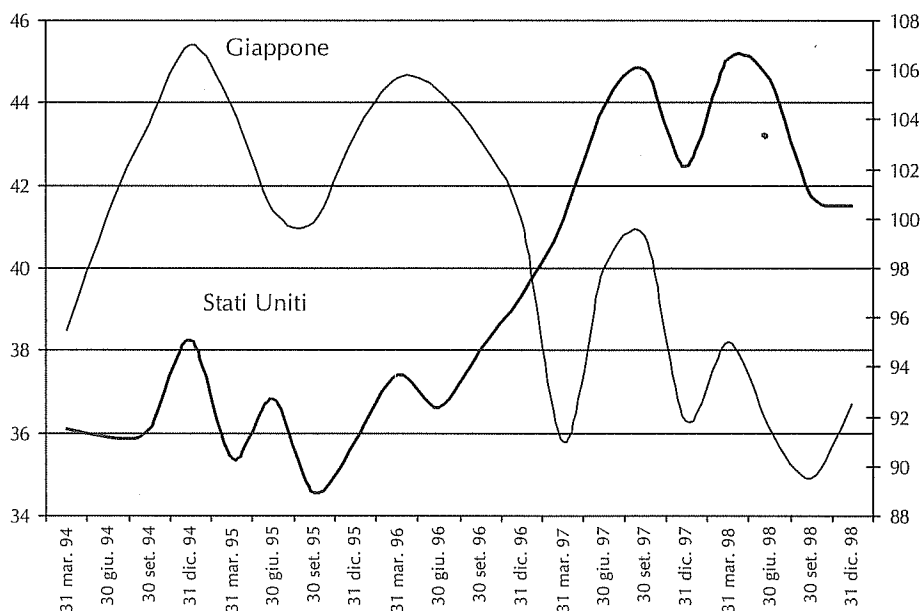
La perdita della sicurezza del lavoro e la riduzione dei redditi disponibili si unirono poi al generale clima deflattivo nello scoraggiare la spesa privata per consumi. Con redditi più bassi e meno sicuri e in presenza di prezzi calanti, una popolazione indubbiamente non abituata a indebitarsi per consumare tende a rinviare gli acquisti non indispensabili, sperando di poterli effettuare a prezzi minori; e guarda con estremo sospetto a qualsiasi azione, come quelle tentate dai successivi governi, per indurla invece ad affollare in massa i negozi. Per conseguenza, come si può vedere nella figura 1.4d, la dinamica dei consumi privati giapponesi, certamente non negativa fino al 1998, presenta un progressivo rallentamento negli anni Novanta, proprio mentre la dinamica della corrispondente spesa americana per consumi riparte dopo la stasi della Guerra del Golfo, anche grazie all'aumento dell'occupazione e all'«effetto ricchezza» derivante dalla salita della Borsa. Nel 1998, poi, per la prima volta, la spesa per consumi delle famiglie giapponesi assume valori nega-

tivi. Gli aumenti nella spesa pubblica, pur cospicui, non riescono a controbilanciare questa tendenza.

La grande riluttanza a consumare da parte delle famiglie giapponesi provocò un aumento dei loro risparmi. Il sistema bancario, grazie a un tasso di sconto prossimo allo zero, convogliò questo rilevante flusso aggiuntivo di risparmio (i risparmi giapponesi sono pari a un terzo dell'intero risparmio del pianeta) sui mercati finanziari internazionali e lo investì di preferenza in titoli di Stato americani («sono la nostra polizza di assicurazione», disse una volta un alto esponente finanziario giapponese): contribuì così, in un certo senso, a compensare il «consumismo» delle famiglie americane.

La parsimonia dei consumatori giapponesi trova quindi un riscontro nella specularità di comportamento dei consumatori americani, così come espressa nei rispettivi indici di fiducia (vedi figura 1.5): questi mostrano nel corso del 1998 una pesante caduta in Giappone, contestuale a un forte aumento negli Stati Uniti.

Figura 1.5. La fiducia dei consumatori in Giappone e negli Stati Uniti
(Consumer Sentiment Index; fonte: Bloomberg)



In tali condizioni, non fa meraviglia che, pur continuando l'espansione delle esportazioni giapponesi verso i principali mercati occidentali, la produzione industriale subisca forti riduzioni, per la debolezza della domanda interna. Il dato cumulato dei primi nove mesi del 1998 presenta una variazione tendenziale pari a -6,5 per cento.

L'azione di salvataggio bancario e i piani di rilancio del ministro Miyazawa

Il punto di svolta di questa lunga crisi giapponese potrebbe essere stato toccato il 13 luglio 1998. In quella data si svolsero elezioni parziali per il rinnovo della Camera Alta, in un clima politico teso per il ritiro dell'appoggio al governo Hashimoto da parte di diversi raggruppamenti politici. I risultati delle elezioni furono deludenti per Hashimoto, che si dimise immediatamente. Il suo successore, Keizo Obuchi, richiamò al ministero delle Finanze Kichi Miyazawa, grande veterano della politica (fece parte, come giovanissimo assistente, della delegazione che nel 1945 negoziò con gli americani il Trattato di Pace).

Miyazawa si mosse con rapidità, convinto che la riforma bancaria – che inevitabilmente avrebbe alterato gli equilibri di potere del paese, per gli stretti legami esistenti tra banca e politica – non fosse più rinviabile. All'interno, cercò un accordo con l'opposizione di Naoto Kan, all'esterno stabilì una proficua concertazione con Robert Rubin, il ministro del Tesoro degli Stati Uniti, un paese con il quale i rapporti finanziari erano delicatissimi a causa degli intrecci sopra ricordati. Contemporaneamente i tassi a breve vennero ancora ridotti, fin quasi a zero (vedi paragrafo 1.4 e tabella 1.2).

La legge sui salvataggi bancari venne approvata a fine ottobre. Si tratta di uno strumento di dimensioni colossali: 60 mila miliardi di yen, oltre 800 mila miliardi di lire, pari al 12 per cento del Pil giapponese, destinati non già, come in passato, a un sostegno generico, bensì da utilizzare in parte (17 mila miliardi di yen) per garantire i risparmiatori, in parte (18 mila miliardi di yen) per acquisire e liquidare gli istituti di credito irrecuperabili, in parte (25 mila miliardi di yen) per ricapitalizzare quelli a rischio di insolvenza, i quali avevano sensibilmente ridotto la loro attività di concessione di crediti contribuendo al clima recessivo generale.