



Questo Rapporto annuale, giunto alla terza edizione, nasce dalla collaborazione fra il Centro di Ricerca e Documentazione "Luigi Einaudi" e la 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.

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 oltre dieci 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.

Vitale Borghesi & C. SpA, costituita nel 1992, è una società di consulenza in finanza aziendale straordinaria (acquisizioni e fusioni, collocamenti azionari e obbligazionari, privatizzazioni, valutazioni, finanziamenti di progetti, realizzazione di piani di ristrutturazione societaria, azionaria e finanziaria per imprese e gruppi).

Vitale Borghesi & C. ha concluso nell'ultimo triennio oltre quaranta operazioni per un valore superiore a trentamila miliardi e ha in corso mandati che vedono impegnati 26 professionisti su incarico di grandi gruppi e aziende industriali pubbliche e private, istituzioni ed enti sovranazionali, nazionali e locali, istituti di credito, compagnie di assicurazione.

Terzo rapporto sull'economia globale e l'Italia



Centro di Ricerca
e Documentazione
"Luigi Einaudi"

10121 Torino, Via Ponza 4
Tel. +39-11-55.91.611, Fax 55.91.691

VITALE
BORGHESI
&C.

20121 Milano, Via dell'Orso 2
Tel. +39-2-72.312.1, Fax 860.592

Questo Terzo rapporto sull'economia globale e l'Italia è stato realizzato sulla base delle banche dati del Centro di Ricerca e Documentazione "Luigi Einaudi" aggiornate al 28 febbraio 1998.

L'autore ringrazia per la collaborazione Ugo Bertone (mercati finanziari italiani) e Giorgio S. Frankel (petrolio).

Il coordinamento editoriale è dovuto a Giuseppina De Santis.

Il progetto di comunicazione è stato curato da Moccagatta Associati di Milano.

Mario Deaglio

L'Italia paga il conto

GUERINI
E ASSOCIATI

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

© 1998 Vitale Borghesi & C., Milano

© 1998 Centro di Ricerca e Documentazione "Luigi Einaudi", Torino

Edizioni Angelo Guerini e Associati SpA
viale Filippetti, 28 - 20122 Milano

Prima edizione: aprile 1998

Ristampa: V IV III II I 1998 1999 2000 2001 2002

Printed in Italy

ISBN 88-7802-888-6

Sommario

Presentazione <i>di Guido Roberto Vitale</i>	11
Introduzione	13
1. La grande crisi asiatica e l'economia globale	17
1.1. I fantasmi degli anni Trenta	17
1.1.1. Un'ombra sul mercato planetario	17
1.1.2. La crisi inizia il 2 luglio	20
1.2. Le tre dimensioni della crisi	21
1.2.1. La dimensione valutaria	21
1.2.2. La dimensione borsistica	24
1.2.3. La dimensione economico-sociale	27
1.3. Il «fallimento del mercato» e la contestata ricetta del Fondo Monetario Internazionale	32
<i>L'accordo Fmi-Indonesia: un programma di aiuti o un trattato di resa?</i>	35
1.4. La malattia giapponese	37
<i>Un anno di incertezze giapponesi</i>	41
1.5. La nuova mappa del capitalismo	42
2. Il mercato e i nuovi oligopoli	49
2.1. Fusioni e acquisizioni: il «sale» dell'economia globale	49
2.2. Le concentrazioni bancarie e finanziarie	56
2.2.1. La grande integrazione americana	56

2.2.2. L'integrazione europea	59
2.3. L'economia delle reti: verso nuovi monopoli naturali	61
2.3.1. Le telecomunicazioni tra oligopolio e mercato	62
<i>Telefonare in America? Costa solo 1500 lire</i>	65
2.3.2. Le reti aree, turistiche e distributive	67
2.3.3. Le reti di servizi fisici (elettricità, gas, acqua)	70
2.4. La produzione industriale alla prova della globalizzazione	73
2.4.1. Tra <i>decontenting</i> e <i>downsizing</i> , <i>offspinning</i> e <i>outsourcing</i>	73
2.4.2. Il contrasto tra produttori e distributori	76
2.4.3. Le imprese con il «complesso di Cesare»	77
2.4.4. I nuovi settori dell'economia globale	78
<i>Quando il calcio fa goal al listino</i>	80
3. Il governo dell'economia globale tra politica e mercato	83
3.1. Una «nuova economia» per gli Stati Uniti?	83
3.1.1. Una possibile alterazione del ciclo economico	85
3.1.2. Nei risultati aziendali le «prove» delle novità	87
3.1.3. Le ragioni degli scettici: l'economia non può prendere il volo	89
<i>E forse cambia anche il ciclo climatico</i>	92
3.2. Europa: la grande fatica dell'Euro	94
3.2.1. Il deficit non cala, Germania in affanno	95
3.2.2. L'occupazione non aumenta, governo francese in difficoltà	97
3.2.3. Alla ricerca di una ricetta per l'occupazione	98
<i>Basterà tutto questo a farci sentire europei?</i>	102
3.3. Mercato senza politica	105
3.3.1. L'arretramento dell'area della politica e le privatizzazioni	105
3.3.2. Il grande accordo dei produttori di tabacco	108
3.3.3. Il caso Microsoft	110
3.3.4. I movimenti di opinione, i boicottaggi, le censure	112
<i>Un nuovo tipo di filantropia</i>	115
3.4. La dimensione politica dell'economia globale	117
3.4.1. La paura della globalizzazione	117
<i>Hong Kong, ombelico del capitalismo</i>	120
3.4.2. Il petrolio tra geopolitica e geoeconomia	123

4. L'Italia delle diciassette riforme	129
4.1. Il risanamento della finanza pubblica: ancora molte miglia di cammino	129
4.1.1. Un eccezionale circolo virtuoso	129
4.1.2. La «fortuna» del tasso di interesse	131
4.1.3. Le modificazioni dei flussi finanziari	132
4.1.4. Le debolezze della spesa pubblica	135
4.1.5. Le condizioni per il successo	137
4.2. I cambiamenti di fine millennio: le riforme dei circuiti finanziari	139
4.2.1. Una progettualità vigorosa ma confusa	139
4.2.2. Il rinnovamento della Borsa	141
4.2.3. Le «rivoluzioni copernicane» di finanza e banche	143
4.2.4. Le privatizzazioni	145
4.2.5. I problemi del governo delle società <i>«Corporate governance», i principi del fondo CalPERS</i>	147 149
4.3. I cambiamenti di fine millennio: pensioni, lavoro e altre riforme	150
4.3.1. Per le pensioni una riforma mancata	150
4.3.2. Il lavoro tra riforme e «pasticcio» delle 35 ore	152
4.3.3. Le altre riforme italiane <i>Italiani, pirati di carta</i>	158 162
4.4. Il nuovo panorama economico italiano	164
4.4.1. 1990-97: sette anni di vacche magre	164
4.4.2. La chiusura con il passato e i nuovi progetti	166
4.4.3. Un «sottobosco» vitale di imprese in crescita	170
4.4.4. Il dinamismo di nicchie e distretti e le speranze (modeste) per il futuro	172
Indice delle figure	177
Indice delle tabelle	179
Indice analitico	181

Presentazione

Il capitalismo presenta una straordinaria capacità – sovente meno celebrata di altre – di adattarsi alle condizioni ambientali, sociali, politiche e culturali più diverse, di cambiare, di reinventarsi. Ha saputo svilupparsi in sistemi oligarchici e contribuire alla crescita della democrazia liberale, ha convissuto con le dittature totalitarie e la democrazia rappresentativa; è riuscito a sopravvivere, anzi a rafforzarsi, pur in presenza di relativamente limitati saggi di accumulazione del profitto e di alterne fasi nei rapporti tra classi imprenditoriali, classi lavoratrici e Stato.

La caduta dei regimi del socialismo reale e il contemporaneo affermarsi di un nuovo paradigma tecnologico basato sull'elettronica hanno posto un'altra volta il capitalismo di fronte all'occasione-necessità di questo processo di reinvenzione: il suo modo di produzione pare diventato «il» modo di produzione, facendo, secondo alcuni, del capitalismo «la Storia» e non già una sua fase.

Si tratta di una sfida di estrema importanza nella quale, come altre volte in passato, il capitalismo rimette in gioco se stesso. La globalizzazione dei mercati, implicita nel grandioso mutamento tecnologico in corso, si scontra infatti con le istanze volte a salvaguardare, nei paesi più avanzati, sistemi economico-sociali che, per circa mezzo secolo, sono stati in grado di garantire un benessere crescente e un divario di redditi se non decrescente per lo meno stazionario.

La sfida si gioca anche – specie dopo la crisi asiatica iniziata nell'autunno del 1997 – sul piano della creazione di grandi aree com-

merciali e valutarie per le quali è forte la tentazione di una totale integrazione interna accompagnata da una sostanziale chiusura verso l'esterno. E ancora, sul tappeto è la capacità di queste società capitalistiche dotate di grandi mezzi di soddisfare veramente i bisogni più sentiti dalla persona umana, rispondendo in maniera positiva alla sensazione di malessere diffuso che spesso compare anche nelle società più prospere, mentre le stesse meraviglie dell'elettronica rimettono sul tappeto problemi essenziali di libertà personale e di legittimità dell'intervento pubblico.

In questo quadro, l'Italia – un paese capitalista a tutti gli effetti, benché arrivata a questo stadio buona ultima tra le grandi nazioni – è stata governata a lungo da una classe dirigente sostanzialmente estranea alla cultura del capitalismo: ora il paese avrebbe bisogno di un settore pubblico qualitativamente diverso, prima ancora che di dimensioni inferiori alle attuali. L'Italia è caratterizzata da un sistema industriale il cui impoverimento tecnologico rappresenta purtroppo un dato strutturale, mentre si avverte l'esigenza che continui la tendenza, avviata in maniera promettente negli ultimi anni, alla ridefinizione in senso moderno del gioco imprenditoriale e di mercato.

È sulla scorta di queste considerazioni che Vitale Borghesi & C. ha inteso sviluppare, congiuntamente con il Centro Einaudi, l'iniziativa di un *Rapporto annuale sull'economia globale e l'Italia*, giunto quest'anno alla sua terza edizione. Tale *Rapporto* vuole innanzitutto favorire la conoscenza di fenomeni mondiali nei quali l'Italia è immersa e dei quali in Italia manca spesso una chiara visione; e creare un clima culturale favorevole all'analisi e alla riflessione informata su un tema che l'ingresso dell'Italia nella moneta unica europea sta rendendo non più rinviabile.

Vitale Borghesi & C. è stata spinta su questa strada dalla sua attività di ogni giorno. Ogni giorno, infatti, operiamo nell'economia globale in quanto impresa italiana. In ogni parte di un mondo in vorticoso mutamento, e dove la distanza non esiste più, ci confrontiamo con i problemi delle imprese e della loro trasformazione, con la raccolta e l'impiego di capitali di rischio e di debito, in altre parole con alcuni degli elementi nevralgici di un sistema produttivo moderno. Un sistema che vorremmo veder evolvere, anche grazie a studi come questi *Rapporti*, in senso più responsabile, socialmente più solido, civilmente più maturo.

Guido Roberto Vitale

Introduzione

Con *L'Italia paga il conto* si è dato al *Terzo Rapporto sull'economia globale e l'Italia* un titolo volutamente ambiguo. L'Italia paga il conto, infatti, in senso positivo perché «pulisce» i propri bilanci, corregge con sacrificio alcune storture, comincia a saldare debiti non solo economici e riprende a ragionare sul proprio futuro. L'Italia paga, però, il conto anche in senso negativo perché risulta penalizzata dal dissesto finanziario di un passato non troppo distante, dalle storture che si è costruita, dai debiti che ha contratto, dall'aver volutamente per anni evitato ogni vero discorso sul futuro.

Il conto da pagare presenta, tra le sue voci, le difficoltà del processo decisionale, le carenze di strutture, la debolezza del Mezzogiorno, la frammentazione interna, l'ignoranza diffusa. Per questi motivi l'Italia guarda all'integrazione europea e alla moneta unica con un misto di timidezza e di aspettative, di entusiasmo e di scompensi; le considera a un tempo come un'opportunità per cambiare e come un alibi per non affrontare direttamente decisioni scomode.

Come i due che l'hanno preceduto, anche il *Rapporto 1997* parte dal presupposto che qualsiasi analisi di questo paese affascinante e contraddittorio, perennemente lacerato e peren-

nemente vitale, rischia di risultare limitata, e persino fuorviante, se non viene profondamente inserita in una ben più vasta analisi mondiale. Il provincialismo strisciante si conferma come radicata e pericolosa abitudine culturale in un paese le cui imprese hanno saputo ammirevolmente adattarsi a un mondo dinamico e multicentrico ma in cui pochi rinunciano a considerare il proprio campanile come il vero centro dell'universo.

Appare invece indispensabile superare questi luoghi comuni e, per quanto tutto ciò comporti un doloroso processo mentale, è indispensabile prendere atto che l'Italia, con i suoi campanili, rappresenta soltanto un piccolo, anche se certo non trascurabile, elemento di un sistema economico mondiale in rapidissima evoluzione; che ha subito e sta subendo i cambiamenti molto più di quanto concorra a determinarli; che tale ruolo secondario è il risultato delle sue debolezze interne.

L'Italia rappresenta un elemento sicuramente meno piccolo dell'Unione Europea, ma la stessa Unione Europea è alla ricerca, difficile e talora angosciata, di un ruolo stabile e di una relativa sicurezza nel mondo ribollente del postcomunismo. Per questi motivi, per un certo senso di umiltà che ristabilisca le proporzioni, il discorso sull'Italia viene da ultimo e occupa poco più di un quarto dell'analisi complessiva.

Il *Rapporto* si propone di ripercorrere in maniera ragionata gli sviluppi dell'economia globale di mercato nel 1997, spingendo lo sguardo ai primi due mesi del 1998. Lo schema tradizionale delle due edizioni precedenti è stato ovviamente sconvolto dalla grande crisi asiatica che si ripercuote in maniera non lieve sul futuro del mercato globale. Alla sua analisi è stato dedicato il primo capitolo. Il secondo e il terzo capitolo utilizzano invece la chiave di lettura già usata nei due anni passati: capovolgendo le impostazioni tradizionali, al centro dell'attenzione si collocano non già i dati macroeconomici o le politiche economiche dei singoli Stati bensì le istituzioni dell'economia mondiale, le regole che cominciano a governare

un effettivo mercato planetario, i settori in cui si articola questo mercato, le imprese che vi giocano i ruoli principali.

In coerenza con tale impostazione generale, nel quarto capitolo, dedicato al sistema italiano, si presta attenzione soprattutto agli sviluppi delle istituzioni economiche e, dal punto di vista dell'economia globale in cui l'Italia è immersa, si fa un inventario, non troppo lusinghiero, delle debolezze e dei punti di forza del paese.

Come i precedenti, questo *Rapporto* scaturisce dalla collaborazione tra Centro Einaudi – una libera associazione di imprenditori e intellettuali giunta al suo trentacinquesimo anno di vita, che si occupa criticamente di mercato e libertà sulla base del principio einaudiano «conoscere per deliberare» con la sua rivista «Biblioteca della Libertà», una *newsletter*, convegni, pubblicazioni e studi – e Vitale Borghesi & C., un'istituzione finanziaria privata italiana che opera nell'ambito dell'economia globale, occupandosi di aziende e gruppi, di raccolta e impiego di capitali di rischio e di debito.

Torino, 28 febbraio 1998

Sigle paesi

AUT, Austria; B, Belgio; BR, Brasile; D, Germania; F, Francia; FIL, Filippine; FIN, Finlandia; HK, Honk Kong; I, Italia; IDN, Indonesia; J, Giappone; KOR, Corea del Sud; MAL, Malaysia; RUS, Russia; SP, Spagna; SV, Svizzera; SW, Svezia; THA, Thailandia; UE, Unione Europea; UK, Regno Unito; US, Stati Uniti.

1. La grande crisi asiatica e l'economia globale

1.1. I fantasmi degli anni Trenta

1.1.1. Un'ombra sul mercato planetario

Il profilo dell'economia globale nel 1997 è caratterizzato da un grande spartiacque, sommariamente databile attorno a settembre. Prima di allora, l'espansione produttiva era proseguita con grande speditezza, in un clima di ottimismo generalizzato, alimentato da tre diversi fattori: il prolungarsi della fase espansiva dell'economia americana, che non accennava a dare segni di stanchezza, l'apparire di sintomi di ripresa in Europa e il perdurare – sia pure con una relativa perdita di slancio – del «miracolo asiatico».

Questo terzo fattore di crescita mondiale è venuto bruscamente meno con la fine dell'estate. Un confuso susseguirsi di avvenimenti ha dato luogo a quella che qui si definisce come «grande crisi asiatica»: una sequenza complessa di crisi valutarie, crisi di Borsa, crisi aziendali, crisi politiche, in progressiva estensione e aggravamento, che ha coinvolto direttamente oltre una decina di paesi e indirettamente l'intera economia mondiale.

Ne sono duramente toccati un paese come il Giappone, componente essenziale dell'economia globale, una piazza finanziaria di prima grandezza, come Hong Kong, imprese finanziarie e industriali di rilevanza mondiale come Yamaichi e Hyundai. Il tutto ha gettato un'ombra minacciosa sul panorama, altrimenti ottimistico e solare, dell'economia mondiale di mercato; e, pochi giorni prima del Natale, ha indotto il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) a rivedere al ribasso in maniera consistente le prospettive per il 1998 (vedi tabella 1.1). Già poche settimane più tardi, tali previsioni riviste sembravano peccare per troppo ottimismo.

Tabella 1.1. Effetti della crisi asiatica sulla crescita mondiale del 1998 (variazioni percentuali reali del prodotto interno lordo)

Area/paese	Variazione 1998 prevista in:	
	ottobre 1997	dicembre 1997
Stati Uniti	2,6	2,4
Giappone	2,1	1,1
Unione Europea	2,8	2,7
Germania	2,8	2,6
Francia	2,8	2,7
Regno Unito	2,6	2,4
Asia*	7,4	5,7
4 paesi Asean**	5,4	1,7
Totale mondo	4,3	3,5

* Esclusi Giappone e Corea del Sud

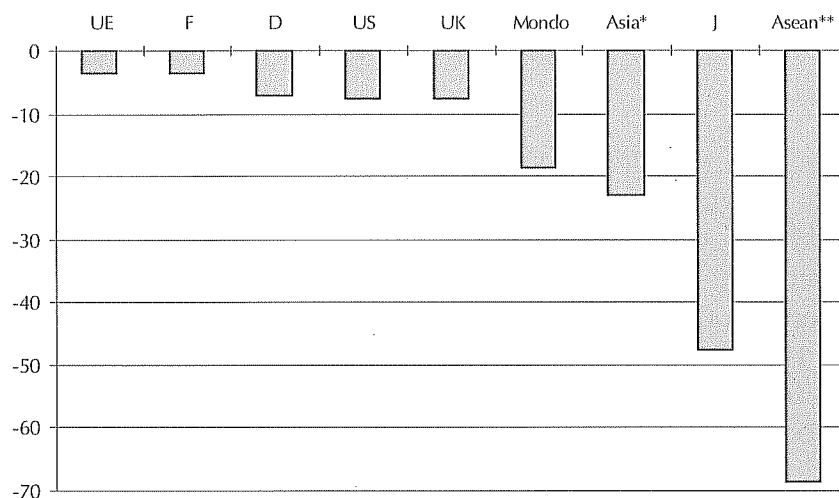
** Indonesia, Malaysia, Thailandia, Filippine

Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Secondo il Fmi, a seguito della crisi asiatica il tasso di crescita mondiale dovrebbe ridursi di quasi un quinto. Questo «effetto Asia» risulta fortemente differenziato (vedi figura 1.1). Lo subiscono direttamente le «tigri» del Sud-Est asiatico e, tra le grandi economie, risulta seriamente colpito il Giappone, già

caratterizzato da bassissimo dinamismo; ma anche per Stati Uniti, Francia, Regno Unito e Germania la revisione non appare del tutto trascurabile. L'Ocse, del resto, dopo aver rivisto al ribasso, dal 3,8 al 2,9 per cento, nella sua analisi semestrale, le stime di crescita per l'area dei paesi industrializzati, a dicembre ha operato un'ulteriore correzione portando la propria stima al 2,5 per cento.

Figura 1.1. «Effetto Asia» sulla crescita del 1998 (variazioni percentuali delle previsioni di crescita)



* Esclusi Giappone e Corea del Sud

** Indonesia, Malaysia, Thailandia, Filippine

Fonte: elaborazioni su dati Fmi

La possibilità che questi sviluppi sfuggano di mano, imprimendo all'economia globale un andamento negativo di portata tale da modificarne sostanzialmente la natura, non appare più soltanto teorica. La parola «deflazione», da decenni sconosciuta al vocabolario degli analisti finanziari, è stata frettolosamente riesumata e ha assunto connotazioni minacciose. Il pericolo di

una deflazione mondiale è stato prospettato in un discorso ufficiale da Alan Greenspan, governatore della Fed, la Banca centrale degli Stati Uniti, ai primi di gennaio del 1998.

A torto o a ragione, i fantasmi degli anni Trenta paiono uscire di nuovo dalla soffitta della storia, riproponendo interrogativi sulla natura e la stabilità del capitalismo. Complessi e talora caotici, gli sviluppi dell'economia globale nella seconda parte del 1997 e agli inizi del 1998 debbono, prima ancora di venire analizzati, essere descritti secondo uno schema interpretativo che consenta di coglierne i risvolti essenziali. È quanto ci si propone di fare qui di seguito.

1.1.2. La crisi inizia il 2 luglio

Segnali di debolezza delle economie asiatiche, in particolare delle cosiddette «tigri», erano presenti da tempo. Il *Rapporto 1996* li aveva posti in evidenza, sposando in pieno le tesi degli economisti americani Alwin Young e Paul Krugman, i quali, a differenza della maggior parte dei loro colleghi, già nel 1993 e nel 1994 rispettivamente sostenevano che il «miracolo asiatico» fosse dovuto essenzialmente a fattori *una tantum* – ossia l'abbondanza di capitale e lavoro – destinati a esaurirsi, riportando queste economie verso tassi di crescita più normali. Il *Rapporto 1996* sottolineava altresì la presenza congiunta di indizi di un'incipiente instabilità politica e di una vistosa tendenza al peggioramento delle bilance commerciali. Queste economie risultavano caratterizzate da crescente indebitamento a fronte di grandi progetti pubblici e privati, in una situazione generale in cui i vantaggi competitivi legati ai bassi costi di produzione stavano venendo meno.

L'origine prossima della crisi è da cercarsi in un problema relativamente secondario, sottovalutato dai mercati internazionali: la situazione di sofferenza di una piccola economia, quella thailandese, alle prese con la fine di un *boom* immobiliare,

con il parallelo ristagno delle esportazioni, alti tassi di interesse ed elevate spese pubbliche. Per effetto di queste difficoltà finanziarie, l'indice della Borsa di Bangkok a giugno aveva perso il 40 per cento del suo valore massimo, toccato a gennaio. La crisi thailandese passò largamente inosservata in un mondo in cui l'attenzione era concentrata sui primi passi dei governi Jospin a Parigi e Blair a Londra e sul ritorno di Hong Kong alla Cina. L'istituzione di un doppio mercato di fatto per la moneta thailandese, il baht, i decreti di emergenza del 23 giugno e il forte aumento del tasso di interesse non risolsero la situazione. Il 2 luglio la Thailandia dovette abbandonare la difesa della propria moneta, fino ad allora ancorata a un paniere di valute «forti», e si registrò subito un calo del 15-20 per cento nel suo cambio medio.

È questo un minuscolo episodio nella grande estate delle Borse e della globalizzazione, in cui gli indici toccavano sempre nuovi massimi: ma proprio al 2 luglio, nella quasi generale relativa indifferenza, si può datare l'inizio della grande crisi asiatica. A fine 1997, tale crisi si presentava grave, ancora irrisolta e densa di pericoli per l'economia globale; e, nei successivi due mesi, veniva arginata ma non certo esorcizzata. Da quel 2 luglio, gli avvenimenti procedono a ondate successive, con qualche variante per i singoli paesi, in maniera apparentemente confusa ma interpretabile secondo tre, parallele, chiavi di lettura.

1.2. Le tre dimensioni della crisi

1.2.1. La dimensione valutaria

La prima chiave di lettura è quella valutaria. Si verifica per le monete asiatiche il caratteristico «effetto domino», già osservato durante la crisi messicana del 1995: una situazione di de-

bolezza valutaria, emersa più o meno inaspettata, si riverbera rapidamente su altri paesi della stessa area geografica o, comunque, in condizioni non dissimili, per effetto dell'estensione analogica delle valutazioni negative degli operatori, i quali rivedono in una nuova luce i dati a loro già noti. Il 14 luglio il peso filippino viene di fatto svalutato; il 14 agosto, la rupia indonesiana è costretta ad abbandonare la banda di oscillazione per una fluttuazione libera; il 31 agosto, dopo la forte caduta del ringgit, il Primo ministro della Malaysia, Mahathir, lancia il suo primo attacco contro gli «speculatori» e contro il Fmi, che accusa di cercare di «sovvertire» le economie asiatiche.

Portatore di una linea estrema, Mahathir diventa il campione di un forte risentimento asiatico nei confronti dell'Occidente e dell'applicazione integrale delle regole del mercato. La debolezza delle valute delle «tigri» si riverbera altresì, per quanto in maniera attenuata e indiretta, sullo yen giapponese, il quale perde, tra agosto e novembre, oltre il 10 per cento del proprio valore. Fa eccezione il dollaro di Hong Kong – divenuto dal primo luglio 1997, con l'annessione alla Cina dell'ex colonia britannica, la seconda valuta cinese – che rimane fermamente ancorata al dollaro degli Stati Uniti.

Alle crisi valutarie fanno da contrappunto le azioni di «salvataggio» internazionale, in una prima fase animate dal Giappone e in seguito, dopo l'indecisione o l'insuccesso di questo, condotte dal Fmi. L'azione del Fmi, come si vedrà meglio in seguito, ha soprattutto lo scopo di limitare la diffusione internazionale degli effetti negativi e di scongiurare il pericolo di insolvenza di Stati sovrani, più che quello di evitare scompensi alle economie e ai sistemi sociali interessati. Consiste nella messa a disposizione di cospicui finanziamenti per far fronte alle crisi delle finanze pubbliche e dei sistemi bancari (tutte sulla falsariga sopra sommariamente ricordata per la Thailandia), in cambio dell'impegno dei paesi così sostenuti a modificare profondamente i propri sistemi finanziari nel sen-

so di una maggiore apertura e a ridurre fortemente la spesa pubblica.

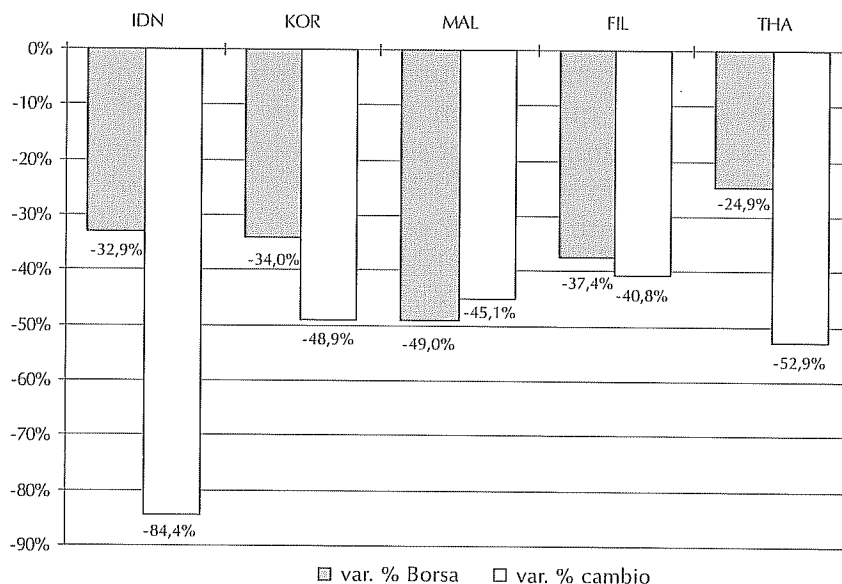
La Thailandia aderisce l'11 agosto a un «pacchetto» di aiuti di 17 miliardi di dollari, l'Indonesia concorda il 31 ottobre un primo «pacchetto» di 23 miliardi di dollari, la Corea del Sud – economia di ben altra consistenza, per di più alla vigilia di elezioni politiche – accetta solo in novembre di cominciare i negoziati e conclude il 3 dicembre, in piena emergenza, un accordo per un prestito internazionale di 57 miliardi di dollari. La Malaysia rifiuta l'assistenza del Fmi ma introduce ugualmente tagli vistosi ai propri ambiziosi progetti di investimento.

Nessuna di queste misure si rivela risolutiva né arresta la caduta delle valute, anche perché gli interventi internazionali esigono una durissima azione di stabilizzazione in senso deflattivo. Il primo risultato sicuro è, quindi, l'aumento della disoccupazione; e questo non può essere accettato a cuor leggero da governanti che proprio sulla crescita continua avevano basato i propri «patti sociali» e da un mondo del lavoro pressoché totalmente privo di protezioni pensionistiche e di welfare, al quale, in cambio di bassi salari e alta flessibilità, era stata fornita la garanzia implicita di un'indefinita continuazione dello sviluppo.

A fine 1997, i paesi interessati (per primi Indonesia e Thailandia) cominciano a dichiararsi ufficialmente incapaci di sottostare alle condizioni del Fmi, oppure le accettano *obtorto collo* e con formulazioni piuttosto vaghe: i programmi di risanamento da loro varati non convincono i mercati, inducendo a nuove, importanti cadute di quelle valute e di quelle Borse nella prima metà del gennaio 1998. Come si può osservare dalla figura 1.2, alla fine della terza settimana di gennaio, ossia in uno dei momenti peggiori della crisi, le valute dei cinque paesi emergenti maggiormente colpiti avevano tutte perduto più del 40 per cento del loro valore rispetto al dollaro. Nel caso dell'Indonesia, il paese dalla situazione politica più incerta,

la perdita arrivava a un incredibile 84,4 per cento: ci volevano 2442 rupie per acquistare un dollaro degli Stati Uniti il 31 maggio 1997 e ben 15.700 il 23 gennaio 1998. La crisi si riverberava, in maniera attenuata, sulle valute dei paesi emergenti latino-americani ed est-europei; e incideva indirettamente sulla salute dello yen giapponese che, nello stesso periodo, aveva perduto il 10 per cento circa del proprio valore rispetto al dollaro.

Figura 1.2. Il crollo delle Borse e dei cambi (variazioni percentuali degli indici di Borsa e del cambio con il dollaro Usa dal 31.5.1997 al 23.1.1998)



1.2.2. La dimensione borsistica

La seconda chiave di lettura è quella dell'andamento delle Borse che si rivela, in generale, parallelo a quello delle valute,

punteggiato da forti e improvvise cadute e da recuperi solo parziali. Le Borse thailandese e malaysiana subiscono un brusco calo in agosto. La crisi asiatica acquista però rilevanza veramente globale quando, il 23 ottobre, alla vigilia della visita negli Stati Uniti del premier cinese Jiang Zemin, la Borsa di Hong Kong soffre la più grave caduta della sua storia recente: l'indice Hang Seng, simbolo del capitalismo emergente, cede il 10,4 per cento in una sola seduta. In quel periodo, condizioni climatiche avverse e la pratica del disboscamento creano enormi incendi e una cappa di smog cala su gran parte dell'Estremo Oriente (vedi riquadro al paragrafo 3.1). In maniera quasi simbolica, ricchezza finanziaria e ricchezze naturali vanno contemporaneamente in fumo. L'«effetto domino» (vedi paragrafo 1.2.1) colpisce altresì le Borse dei paesi latino-americani, per le quali implica perdite più contenute, nell'ordine del 10-15 per cento, e interessa le «economie in transizione» dell'Europa dell'Est. L'economia russa, in particolare, mostra segni di difficoltà.

Lunedì 27 ottobre, a quasi dieci anni esatti dalla grande caduta di Wall Street, la crisi raggiunge le Borse occidentali: la marea dei ribassi segue il corso del sole, investendo, sul far del giorno, le Borse europee e poi quelle americane. La bufera dura quasi due sedute e lascia gli indici a valori ridotti del 10-15 per cento. Le misure introdotte a Wall Street dopo la crisi del 1987, per limitare il rischio di crolli improvvisi, impediscono cadute di dimensioni maggiori. Dalle autorità monetarie internazionali non arriva, intanto, non solo alcun segno di intervento ma neppure alcun segnale ai mercati; vi sono, anzi, dichiarazioni minimizzanti dei massimi responsabili monetari e molti vedono nella «correzione» dei mercati un fenomeno salutare. In Occidente, in effetti, molti piccoli e medi investitori intendono la caduta come un'opportunità di «rientrare in gioco», acquistando azioni che i ribassi rendono particolarmente attraenti.

La crisi borsistica si ferma, quindi, a Ovest mentre a Est le borse asiatiche continuano a scendere. È difficile seguire in dettaglio l'ossessiva serie di queste cadute; basti osservare come l'attenzione si sposti gradualmente sul Giappone. L'economia giapponese risulta devastata da una crisi finanziaria con pochi precedenti, che dal 1992 ingoia risorse gigantesche e che appare determinata, in modo non troppo dissimile da quella della piccola Thailandia, dal più classico dei motivi: la fine di un *boom* edilizio, forse il più straordinario nella storia del capitalismo. Sgonfiatosi dopo aver portato a livelli assurdi il prezzo degli immobili nelle città nipponiche, ha lasciato in mano alle banche garanzie che valgono meno della metà del valore segnato in bilancio.

La crisi delle «tigri» assesta un ulteriore colpo a Tokyo perché, oltre all'economia nazionale, le banche giapponesi avevano largamente finanziato quelle degli altri paesi asiatici, contribuendo a determinare negli ultimi due o tre anni a Jakarta, Kuala Lumpur e altrove un'espansione, anch'essa trainata principalmente dall'edilizia, che sin dall'inizio dell'anno mostrava segni di stanchezza.

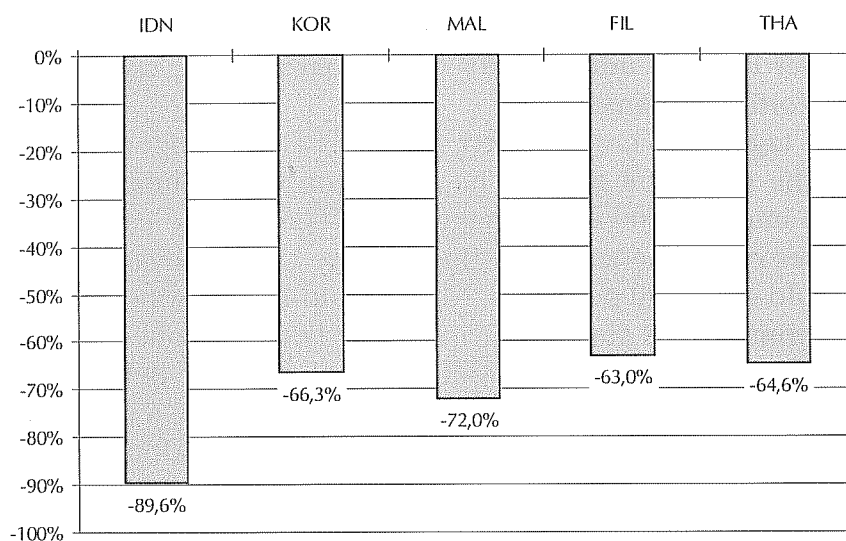
Per conseguenza, l'indice Nikkei, che all'inizio di giugno aveva superato quota 20.600, scendeva sotto quota 16.000 nella seconda metà di dicembre; tale caduta si è fermata, peraltro, nel gennaio 1998, grazie all'annuncio da parte del governo giapponese di imponenti misure di salvataggio del sistema bancario (vedi riquadro al paragrafo 1.4), il che ha consentito modesti recuperi. Combinata con la debolezza dello yen rispetto al dollaro, la caduta della Borsa giapponese ha provocato una decurtazione del 20-25 per cento della ricchezza azionaria espressa in dollari.

La precedente figura 1.2 mostra, per i cinque paesi maggiormente toccati dalla crisi, gli effetti delle cadute delle Borse e dei cambi alla fine della terza settimana del gennaio 1998. L'effetto congiunto della caduta delle Borse e della caduta dei

cambi per questi stessi paesi è analizzato nella figura 1.3. Come si può osservare, la ricchezza azionaria, espressa in dollari degli Stati Uniti, ne esce distrutta per almeno i due terzi in Corea, Filippine e Thailandia, per i tre quarti in Malaysia e per i nove decimi in Indonesia.

È chiaro che, soprattutto nei paesi a struttura più debole, una situazione di questo tipo non può non dare luogo a forti contraccolpi di natura economico-sociale e anche politica.

Figura 1.3. Perdita della ricchezza azionaria dal 31 maggio 1997 al 23 gennaio 1998 (valori percentuali)



1.2.3. La dimensione economico-sociale

La terza chiave di lettura è, appunto, quella di tipo economico-sociale. Gli effetti sull'economia reale non hanno tardato a farsi sentire: l'arresto dell'espansione edilizia in tutto il Sud-Est asiatico ha portato nell'ultimo trimestre del 1997 a un calo del

20-30 per cento dei consumi di cemento, una caduta sicuramente destinata a proseguire nel tempo. Negli ultimi mesi dell'anno si registra infatti una pioggia di notizie di cancellazione, riduzione o rinvio di grandi progetti infrastrutturali e industriali.

Per effetto della crisi valutaria, il totale delle operazioni di *project financing* concluse nel 1997 nell'area Asia-Pacifico è passato da 76 a 34,5 miliardi di dollari. Tra i progetti rinviati o cancellati figurano la metropolitana di Bangkok (3,7 miliardi di dollari) in Thailandia e la diga di Bakun (4,6 miliardi di dollari) in Malaysia. L'accordo con il Fmi costringe l'Indonesia a cancellare quindici grandi progetti industriali e infrastrutturali, tra cui due centrali termoelettriche e il programma per l'industria indonesiana dell'auto. Il grande progetto malaysiano per la «città informatica» di Putrajaya subirà, come minimo, forti rallentamenti.

Il taglio dei crediti esteri, immediatamente operato dalle banche di tutto il mondo, ha provocato una caduta verticale delle importazioni e una maggiore difficoltà delle esportazioni. Per conseguenza, già a fine ottobre i noli avevano subito un calo del 10-20 per cento. Nel gennaio 1998 si sono osservati i primi effetti sui prezzi, i salari e l'occupazione. I prezzi sono lievitati sia a causa del crollo dei cambi delle valute dell'Estremo Oriente sia, in Thailandia e Indonesia, a causa della cancellazione dei prezzi politici per alcuni prodotti di largo consumo, conseguente all'applicazione degli accordi con il Fmi; il monte salari si è ovunque ridotto per il contrarsi della domanda e della produzione; sono inoltre iniziati i primi licenziamenti e le riduzioni di orario.

La crisi si è ripercossa fin dal mese di ottobre sui comportamenti individuali: code alle banche per ritirare i risparmi (seguite sempre più spesso dalla chiusura di istituti di credito in difficoltà) e successivi affollamenti dei supermercati per acquistare ogni tipo di beni, in previsione di forti aumenti dei prezzi, determinati dal collasso dei cambi. Infine, nella sola Indone-

sia, si registrano a partire da febbraio diffusi disordini, con il saccheggio di grandi magazzini.

A queste reazioni difensive si accompagnano due diversi atteggiamenti politici: il risentimento verso i governi, esacerbato dalla percezione della durezza delle misure necessarie al risanamento, e un marcato «patriottismo» che ha indotto a un esteso boicottaggio dei beni di provenienza estera, e tipicamente dei beni occidentali, nonché la donazione di oro e dollari alla «patria in difficoltà», soprattutto in Indonesia e Corea del Sud. In Malaysia, in particolare, anche per le indicazioni che provengono direttamente dal governo, il «patriottismo» si accompagna a una denuncia degli «speculatori» e a un atteggiamento di condanna dell'Occidente, accusato di usare il mercato come nuovo strumento di colonialismo.

Un'altra conseguenza è la tensione nei confronti degli immigrati. Nel lungo periodo del *boom*, infatti, qualche milione di persone è emigrato dai paesi più poveri dell'area (Bangladesh, Myanmar ecc.) verso quelli in maggiore espansione, trovando occupazione, secondo uno schema familiare nei paesi più avanzati, nei lavori più umili o faticosi e in particolare nell'industria delle costruzioni. Questi lavoratori paiono ora particolarmente a rischio; nei primissimi giorni del gennaio 1998, la Fondazione malaysiana per la prevenzione del crimine – un potente organo paragovernativo – ha lanciato la proposta di un monitoraggio dei licenziamenti dei lavoratori stranieri nell'industria delle costruzioni (circa 700 mila, un occupato su quattro in questo settore fortemente colpito dalla crisi), allo scopo di ottenerne la rapida espulsione in caso, appunto, di licenziamento. Un rimpatrio forzato si profila altresì per i circa due milioni di lavoratori stranieri presenti in Indonesia.

Le ripercussioni della grande crisi asiatica non si limitano però certamente alla sola Asia ma investono in pieno i paesi avanzati dell'Occidente, sotto il doppio profilo di una maggio-

re concorrenza e di una minore possibilità di esportazioni. Per quanto riguarda il primo punto, nel dicembre 1997 sono partite le prime iniziative di produttori americani per fermare quello che considerano il *dumping* praticato da concorrenti assetati di valuta americana, che fanno della loro moneta svalutata un punto di forza: ma, per tutto l'inverno 1997-98, i produttori asiatici sono parsi incapaci di trarre vantaggi cospicui dalla caduta del cambio. L'intero sistema bancario dei loro paesi era stato sconvolto e diventava difficile finanziare la produzione. Per quanto riguarda il secondo punto, va considerato che l'Asia è un ottimo cliente dell'economia statunitense e in particolare degli Stati sulla costa del Pacifico; per questo, l'economia californiana ha già risentito duramente del rallentamento asiatico del 1996 e della prima parte del 1997, e gli effetti della crisi si prospettano sicuramente maggiori.

È sufficiente tener presente che, nei sei mesi precedenti la crisi, le esportazioni di merci californiane alla Corea del Sud erano passate da un tasso di incremento annuale del 41 per cento a una caduta del 18 per cento. Sulle esportazioni complessive di merci californiane nel 1996, le «tigri» asiatiche pesavano per il 26,2 per cento, più del doppio di Francia, Germania e Regno Unito messi assieme. Particolarmente esposto è il settore aeronautico, in quanto il 72 per cento delle vendite estere del 1996 era concentrato in Asia. Pur non comportando perdite catastrofiche per un settore e un'area comunque in buona espansione, questi dati mostrano la serietà del problema asiatico.

In Europa, il problema del rallentamento delle esportazioni è forse secondario rispetto a quello degli investimenti diretti asiatici, soprattutto coreani. La Daewoo, uno dei più dinamici produttori, presenta investimenti in Europa per 4,6 miliardi di dollari, con un attivismo che l'ha portata a costruire impianti automobilistici in Polonia e Romania e ad essere presente nel Regno Unito, in Germania, Irlanda e Paesi Bassi. La sua struttura

finanziaria, che comporta essenzialmente un indebitamento a breve, pone ora questi investimenti sotto pressione. I programmi di nuovi investimenti in Europa di altri due colossi, l'elettronica Samsung e l'automobilistica Hyundai, risultano in vario modo rallentati.

Il taglio degli investimenti pubblici e la caduta delle valute nazionali introducono un forte elemento deflattivo, anche perché all'estero – dove si scontrano con la forte concorrenza di una Cina sul punto di essere accettata come membro di pieno diritto dalla collettività internazionale e di un Giappone la cui moneta debole permette alle industrie nipponiche un recupero di competitività – le «tigri» non riescono a trovare mercati in grado di compensare, con la loro domanda, le cadute interne.

Fin dall'autunno, questa situazione difficile venne vista dai mercati finanziari americani come una buona occasione per un calo consistente delle quotazioni, senza che la Federal Reserve dovesse assumersi la responsabilità politica di un aumento dei tassi, che, a lungo andare, sarebbe stato necessario per far fronte alla bolla speculativa delle Borse. Segnalò in ogni caso la fine, almeno temporanea, della stagione dell'euforia e il recupero sui mercati della nozione di rischio, smarrita quando, come ha scritto un analista finanziario, «i titoli di un qualsiasi staterello sconosciuto erano separati da poche decine di punti base dai rendimenti dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti». È stata messa a dura prova l'ipotesi fondamentale che ha fatto da traino alla «corsa del Toro», la grande stagione degli aumenti delle quotazioni di Borsa, quella cioè che le nuove tecnologie, unite al libero flusso dei capitali e all'espansione del commercio internazionale, offrissero potenzialità quasi infinite di aumento dei profitti e allargamento delle aree di business.

1.3. Il «fallimento del mercato» e la contestata ricetta del Fondo Monetario Internazionale

Da quest'ampia vicenda, la quale, al momento della stesura di questo *Rapporto*, si trovava ancora lontana dal suo epilogo, è in ogni caso possibile trarre una prima conclusione: come era già successo per la crisi messicana, la situazione si è rivelata peggiore del previsto perché governi e imprese avevano in precedenza limitato o distorto le informazioni sullo stato di salute delle loro finanze e perché gli enti ai quali compete la valutazione dei documenti contabili non sono stati in grado di rilevare le relative storture.

Nel *Rapporto 1996* si era accennato al ruolo «istituzionale» svolto dalle agenzie di *rating*, un efficacissimo strumento nell'orientamento delle scelte degli investitori. Queste agenzie si sono rivelate scarsamente in grado sia di valutare correttamente i rischi sia di comunicare tempestivamente le informazioni in merito. Uno degli esempi più calzanti riguarda il debito estero dei paesi asiatici e in particolare della Corea del Sud, considerato estremamente solido da questi valutatori di professione fino a pochissimi giorni dall'esplosione della crisi coreana. Un altro riguarda il *broker* giapponese Yamaichi, quarto per importanza del grande paese asiatico: la decisione di declassare il suo debito a livello di «titoli spazzatura» arrivò quando ormai sui mercati si erano diffuse le voci di un suo prossimo fallimento. I certificatori dei bilanci di questa come di altre società non avevano rilevato l'esistenza di una sorta di contabilità parallela che garantiva rendimenti speciali a una categoria di clienti privilegiati.

Lo stesso Fmi, successivamente divenuto paladino di un piano di «rettitudine economica» per i paesi dell'area, non si era accorto di nulla, dal momento che in settembre la sua *Relazione Annuale* parlava degli «straordinari risultati macroecono-

mici» della Corea del Sud e ne lodava «le autorità» – le stesse che biasimerà duramente poco più tardi – «per i loro invidiabili risultati fiscali». Per la Thailandia, la medesima *Relazione* parlava delle «solide politiche economiche messe in atto dalle autorità».

Occorre concludere che le istituzioni internazionali e l'informale coordinamento delle banche centrali che avevano complessivamente dato buona prova nel caso della crisi della Banca Baring (vedi *Rapporto 1995*) hanno fallito nel fornire al mercato i segnali appropriati e hanno gravemente sottovalutato natura e portata della crisi. Fino alla fine di novembre, dai responsabili delle banche centrali dei paesi più importanti pervenne un insieme di dichiarazioni minimizzanti: alla riunione del gruppo dei banchieri centrali del G10, tenutasi a Basilea il 10 novembre, il tedesco Tietmeyer affermò che «finora, nel complesso gli effetti sono stati positivi e... il peggio è passato»; l'americano Greenspan esclude esplicitamente che la crisi asiatica avrebbe comportato rischi di deflazione, ricredendosi poi due mesi più tardi.

Se uomini così informati e avveduti potevano sottovalutare gli eventi in maniera tanto plateale, lo si deve all'incredibile mancanza di informazioni sui flussi valutarî internazionali e sulla loro composizione. Fu quindi solo con l'inizio di dicembre, quando divenne chiara l'ampiezza, prima insospettata, del debito coreano e la sua natura prevalentemente a breve, che si diede il via a un'azione veramente coordinata e vigorosa. Secondo la ricostruzione del «Financial Times» (7 gennaio 1998), si dovette giungere, in piena emergenza, alla vigilia di Natale perché il Tesoro americano ottenesse dalle proprie banche il rifinanziamento del debito coreano a breve, evitando così il pericolo di insolvenza di quel paese; le banche inglesi e degli altri paesi europei si adeguarono qualche giorno più tardi.

È evidente che la mancanza di un sistema di monitoraggio,

di una vera e propria «centrale internazionale dei rischi» ha permesso alla Corea di ottenere crediti – in larga misura a breve e brevissimo termine – al di là di quanto le banche creditrici e le stesse autorità coreane immaginassero. Si ripete qui la medesima situazione osservata in occasione della grande crisi debitoria del Sud-America nella seconda metà degli anni Settanta, aggravata dal fatto che in Asia il debito è frazionato tra decine di migliaia di imprese debitrice, prevalentemente medio-piccole, e quindi assai meno facilmente controllabile.

A un simile fallimento internazionale si aggiunge il fallimento delle istituzioni dei singoli mercati asiatici: il dipanarsi della crisi ne ha posto in luce severe anomalie di funzionamento, un autentico «museo degli orrori» della contabilità. In parecchi casi, le normali procedure occidentali, che garantiscono un certo livello di efficienza e trasparenza, non sono state rispettate e il credito è stato concesso in base a criteri di clientela e di parentela. Tutto ciò non deve stupire; è stupefacente, invece, che gli operatori occidentali si siano tranquillamente uniformati a questo stato di cose.

Si giunge così alle «ricette» del Fmi che ricalcano quelle imposte al Messico (vedi riquadro alla pagina seguente). Richiedono riduzioni del deficit pubblico e della domanda interna, con politiche di elevati interessi reali, al fine di ripagare i debiti esteri; impongono, in altri termini, una crisi «salutare» per rimettere in carreggiata il paese. In realtà, come ha osservato George Stiglitz, direttore dell'ufficio economico della Banca Mondiale, dalla quale sono venute le principali opposizioni al programma del Fmi, i paesi asiatici colpiti dalla crisi non mostrano né di aver seguito una «finanza allegra» né di soffrire di un'inflazione particolarmente elevata; il loro tasso di risparmio è superiore al 30 per cento del prodotto lordo; il loro settore privato si è rivelato in grado di competere validamente nell'economia mondiale.

**L'accordo Fmi-Indonesia:
un programma di aiuti o un trattato di resa?**

Il «pacchetto finale» per l'Indonesia, concordato il 17 gennaio 1998, prevede tra l'altro:

- *crescita economica zero (il che significa disoccupazione «garantita» per qualche milione di persone) invece della precedente previsione del 4 per cento;*
- *taglio dei sussidi pubblici al settore energetico, con aumento di alcuni prezzi chiave, tra cui quello della benzina; per effetto di questo taglio – oltre che per la caduta della rupia – l'inflazione del 1998, precedentemente indicata al 9 per cento, è ora prevista al 20 per cento (con conseguente distruzione di risparmi);*
- *cancellazione di dodici grandi progetti infrastrutturali;*
- *fine degli incentivi fiscali per le auto;*
- *fine dell'aiuto governativo al progetto di industria aeronautica;*
- *abolizione dei cartelli delle industrie del cemento, della carta e del legno compensato; fine dei monopoli delle materie prime;*
- *costituzione di un programma di assicurazione dei depositi bancari e contemporanea possibilità di acquisizione estera delle banche indonesiane.*

Uno degli obiettivi dell'accordo è la stabilizzazione del cambio della rupia al livello di 5000 con il dollaro. Dopo la firma dell'accordo, a fine gennaio, il cambio oscillava tra 15.000 e 20.000.

All'inizio del 1998, negli Stati Uniti, il «fronte dell'opposizione» alla ricetta del Fmi comprendeva, in un'ampia coalizione,

la destra ultraliberista che credeva nella disciplina del mercato e la sinistra timorosa per i possibili effetti sull'occupazione della concorrenza di prodotti asiatici superscontati ai nuovi cambi, l'economista Jeffrey Sachs e il finanziere George Soros, i quali reclamavano, in sostituzione almeno parziale delle misure restrittive per le economie dei paesi in difficoltà, una sorta di «punizione» per le banche occidentali che avevano compiuto avventate operazioni di credito in quegli stessi paesi. Secondo questa interpretazione, la crisi asiatica si caratterizza come crisi di solvibilità, e non di liquidità. Imporre una recessione a questi paesi solo perché non riescono a pagare i debiti, invece di addossare le conseguenze ai «colpevoli» – cioè a chi non può restituire i prestiti che ha ricevuto e anche a chi li ha concessi con troppa leggerezza – è indubbiamente una scelta discrezionale.

È evidente che, a lungo andare, il meccanismo rischia di incepparsi. Anche l'ipotesi dei critici del Fmi, i quali propongono sommariamente che «chi sbaglia paghi», presenta i suoi rischi, in quanto porrebbe in posizione di difficoltà un numero imprecisato di operatori a livello mondiale e potrebbe ripercuotersi sulla stabilità complessiva del sistema. Né, del resto, si può trascurare la dimensione politica del problema, particolarmente importante nel caso della Corea del Sud, l'undicesima economia del mondo, un paese dalle industrie avanzate e sofisticate: nell'attuale situazione di cambio debilitato, imporre una rapidissima apertura dei mercati finanziari di questi paesi implica decretarne la sudditanza al capitale straniero.

Lo ha scritto, anzi auspicato, con la consueta brutalità, nella sua seguitissima *column* sul settimanale «Business Week», un noto economista americano, Rudiger Dornbusch, il quale, non più di tre anni fa, proponeva una cura «messicana» per il debito pubblico italiano: *«gli investitori stranieri devono subentrare e mettere ordine con un'ondata di dure ristrutturazioni societarie e bancarie... è questo un compito che né il*

governo né il mondo degli affari coreani sono in grado di svolgere». Governo e mondo degli affari non solo della Corea del Sud ma anche dell'Indonesia e degli altri paesi in difficoltà si stanno però rendendo sempre più conto di possedere l'arma dei debitori e cioè la propria debolezza. La possibilità di un loro *default*, di un venir meno delle loro promesse di pagamento è sufficientemente allarmante da indurre la comunità internazionale, almeno all'undicesima ora, a emettere liquidità per salvarli.

Su queste incerte premesse si è aperto il 1998. Il 29 gennaio alla rigidità del Fmi è subentrato un atteggiamento più pragmatico. Di fronte all'impossibilità coreana di onorare i debiti a breve per 24 miliardi di dollari, le scadenze inferiori all'anno sono state ristrutturate a tre anni, a tassi non iugulatori. E, contemporaneamente, nei bilanci delle grandi banche occidentali hanno cominciato ad apparire accantonamenti pari a diverse migliaia di miliardi di lire, per far fronte alle prevedibili perdite derivanti dalla crisi asiatica.

1.4. La malattia giapponese

La grande crisi asiatica pone inevitabilmente il Giappone nel ruolo, in buona parte involontario, di protagonista. All'Asia, infatti, è diretta non solo la metà circa delle esportazioni nipponiche ma anche la parte prevalente dei flussi finanziari da cui è derivata l'espansione produttiva delle «tigri»; come si può vedere dalla tabella 1.2 (i cui dati, tuttavia, sono incompleti, mancando tra l'altro i debiti contratti dalle filiali estere delle società dei paesi rappresentati), l'esposizione delle banche giapponesi è nettamente superiore a quella di ciascun singolo paese creditore. In Thailandia, uno dei paesi maggior-

mente a rischio, rappresenta oltre la metà del totale. Si stima che le banche nipponiche abbiano complessivamente collocato in Estremo Oriente prestiti per un totale di 300 miliardi di dollari circa (per la metà investiti nel settore immobiliare e per oltre la metà con scadenze molto ravvicinate).

Tabella 1.2. Prestiti alle «tigri» in difficoltà (in milioni di dollari; situazione a fine giugno 1997)

Paese d'origine	Paese di destinazione					Totale
	Indonesia	Corea del Sud	Malaysia	Filippine	Thailandia	
Belgio	2.970	3.899	314	404	1.161	8.748
Canada	838	1.325	266	502	1.013	3.444
Francia	4.787	10.070	2.934	1.678	5.089	24.558
Germania	5.610	19.794	5.716	1.991	7.557	40.668
Italia	187	1.369	314	97	431	2.398
Giappone	23.153	23.632	10.489	2.109	37.749	97.132
Paesi Bassi	2.823	1.736	1.059	1.018	1.634	8.270
Regno Unito	4.332	6.064	2.011	1.076	2.818	16.301
Stati Uniti	4.591	9.964	2.400	2.816	4.008	23.779
Altri	9.453	25.579	3.317	2.424	7.922	48.695
Totale	58.744	103.432	28.820	14.115	69.382	274.493

Fonte: elaborazione su dati Banca dei Regolamenti Internazionali, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending - First Half 1997*, Basilea, gennaio 1998

I finanziamenti alle «tigri» hanno rappresentato una via d'uscita – rivelatasi poi un palliativo – per la crisi interna giapponese, quando le banche, all'inizio degli anni Novanta, dovettero affrontare le conseguenze della fine del *boom* edilizio. Va infatti considerato che l'economia giapponese è devastata da una crisi finanziaria con pochi precedenti, che da quattro-cinque anni ingoia risorse gigantesche, le quali altrimenti avreb-

bero potuto trasformarsi in investimenti interni. All'origine vi è la fine del grande *boom* edilizio che aveva portato, a Tokyo e altrove, il prezzo degli immobili a livelli assurdi; la perdita di valore del patrimonio immobiliare a seguito del venir meno della grande espansione edilizia ha, in molti casi, addirittura dimezzato le garanzie detenute dalle banche a fronte dei loro crediti. Le «sofferenze» del sistema bancario non sono ancora interamente conosciute, per la nota cultura giapponese che non sopporta la «perdita della faccia» e quindi tende a occultarle, ma sicuramente si aggirano nell'ordine di un milione di miliardi di lire, una cifra inusitata anche per un'economia così grande.

Per cercare di risolvere il problema, la Banca centrale giapponese favorì per anni la fusione di «banche buone» con «banche cattive», stemperando così le situazioni fallimentari di queste ultime, e adottò una politica di denaro a buon mercato, praticamente a costo zero, che consentisse, tra l'altro, alle banche di fare profitti i quali servissero a compensare le perdite. Non desiderando svalutare i propri crediti interni, le banche utilizzarono queste risorse non solo per generici impieghi esteri – che furono una delle componenti fondamentali della grande ripresa internazionale delle Borse e soprattutto delle Borse asiatiche – ma anche, e forse soprattutto, per finanziamenti, a condizioni apparentemente convenientissime, di progetti, in prevalenza edilizi e infrastrutturali, dei paesi del Sud-Est asiatico. I finanziamenti giapponesi agli altri paesi asiatici servirono, del resto, per buona parte degli anni Novanta, ad alimentare le esportazioni giapponesi in quei paesi. La crisi asiatica ha così colpito il Giappone in due modi differenti: mettendone a repentaglio la stabilità bancaria e compromettendone le possibilità di ripresa congiunturale.

Più in generale, ha posto in luce la debolezza del meccanismo decisionale in situazioni di emergenza, con frequenti contraddizioni e grandi piani di rilancio non seguiti da fatti (vedi

riquadro alla pagina seguente). La crisi ha anche contribuito a rivelare il lato «torbido» dell'espansione nipponica: con il passare dei mesi, il Giappone, ammirato per i suoi metodi produttivi, il suo ordine, la sua precisione, la sua laboriosità, si rivela paese di corruzione, di mafia, di ricatti e tangenti, a confronto dei quali impallidiscono gli analoghi fenomeni di altri paesi avanzati. Si pensi, tanto per fare qualche esempio, allo scandalo della Nomura, uno dei principali istituti di credito, che portò in aprile alle dimissioni del presidente Masahi Suruki e in maggio alla sospensione della società dalla Borsa di Tokyo; in luglio, dopo lo scandalo dei pagamenti al racket delle assemblee societarie, il ministero delle Finanze applicò sanzioni alla stessa Nomura, alla Dai Ichi e alla Kogyo Bank. Lo stesso ministero delle Finanze, d'altra parte, venne perquisito il 26 gennaio 1998 e altre indagini riguardarono la Banca centrale. Ovunque si verificarono dimissioni, arresti e perfino suicidi.

È la fine di un modello, una bancarotta morale prima ancora che economica che si traduce, tra l'altro, nel venir meno del già scarso peso del Giappone nella politica internazionale e in una grande incertezza di sviluppi interni, con manovre di rilancio largamente inefficaci (vedi ancora riquadro).

Il tutto si salda a un panorama congiunturale nettamente insoddisfacente, con la ripresa del 1996 rivelatasi un fuoco di paglia e un calo del prodotto lordo negli ultimi tre trimestri del 1997. Gli investimenti in nuove costruzioni si sono ridotti del 22 per cento rispetto al 1996 e il compito di compensare le cadute di domanda interna viene assegnato alle sole esportazioni.

Attraverso le difficoltà giapponesi, la grande crisi asiatica va dritta a un ganglio centrale del sistema: non va dimenticato infatti che il Giappone è, a livello mondiale, il maggior esportatore di capitali e il maggior detentore di titoli del debito pubblico statunitense. Il rischio di rientro di capitali dagli Stati Uniti al Giappone si unisce così a quello di un deflusso di capitali dai paesi emergenti.

Un anno di incertezze giapponesi

31 marzo. Misure per rivitalizzare il mercato immobiliare con incentivi fiscali; contemporaneo aumento dell'Iva dal 3 al 5 per cento.

16 maggio. Varata totale e definitiva liberalizzazione del mercato dei cambi.

11 settembre. Profondo rimpasto nel governo Hashimoto. Sostituiti 17 ministri su 20.

21 ottobre. Annunciato un piano di rilancio che prevede la deregulation delle telecomunicazioni e la riduzione dell'imposta sulle società.

17 novembre. Annunciato (poi smentito e nuovamente confermato) il salvataggio della Hokkaido Bank. Il giorno successivo, nuovo «pacchetto» di rilancio, con misure di stimolo equivalenti a 80 mila miliardi di lire.

19 novembre. Il governo decide di non utilizzare fondi pubblici per aiutare banche in difficoltà. Ne segue una pesante caduta di Borsa.

22 novembre. Fallimento del broker finanziario Yamai-chi, quarto del paese, con pesantissime ripercussioni in Borsa.

9 dicembre. Proposta di emissioni di obbligazioni garantite dallo Stato per l'equivalente di circa 130 mila miliardi, per salvare banche in difficoltà.

16 dicembre. Terzo pacchetto di misure di rilancio, con tagli fiscali e tagli di spesa.

1.5. La nuova mappa del capitalismo

La crisi asiatica modifica in maniera abbastanza profonda la «mappa del capitalismo» presentata nel *Rapporto 1996*. Tale mappa si basa su due premesse solo apparentemente banali, e cioè che l'economia globale di mercato è governata, appunto, dal mercato e che in questa economia ciò che ha un maggior valore di mercato – un valore costantemente aggiornato tramite i prezzi – ha anche maggiore importanza.

Di qui discendono due conseguenze:

- i responsabili delle decisioni delle imprese che il mercato valuta di più esercitano, di regola, un potere maggiore, denso di conseguenze economico-sociali, in quanto si applica a una parte maggiore delle risorse collettive;
- i paesi dove sono localizzati i centri di decisione delle imprese alle quali i mercati attribuiscono un maggior valore rivestono a loro volta una maggiore importanza sul terreno geoeconomico.

Su queste premesse, nel *Rapporto 1996* si è costruita una «mappa del capitalismo», partendo dall'elenco, elaborato annualmente dalla rivista americana «Business Week», delle mille società del mondo quotate in Borsa con maggior valore di mercato (misurato in dollari ai cambi correnti al 31 maggio). L'elenco di «Business Week» esclude i paesi i cui mercati azionari non sono completamente liberi e intercomunicanti, e quindi, tra i paesi asiatici, considera solo Honk Kong, Singapore e Giappone. Questa mappa si basa sul «potere di mercato», ricavato dalla differenza tra due percentuali. La prima è data dal peso del valore delle imprese di un paese comprese nella lista di «Business Week» sul valore totale della lista stessa; la seconda dal peso del prodotto lordo di un paese sul prodotto lordo totale dei paesi a economia di mercato.

Un esempio: il valore di mercato delle imprese degli Stati Uniti, al 31 maggio 1996, era pari al 49,9 per cento del totale delle mille maggiori imprese del mondo. Il peso degli Stati Uniti sulla produzione complessiva dell'economia globale era, però, solo del 33,3 per cento. La differenza, di 16,6 punti, può essere interpretata come il «potere di mercato» dell'economia americana. Un altro esempio: in termini di produzione, le economie del Giappone e della Germania pesano complessivamente come quella degli Stati Uniti. Il valore di mercato delle imprese più importanti dei due paesi è invece meno della metà delle analoghe imprese americane.

Tale mappa è stata aggiornata al 31 maggio 1997 in base a elaborazioni su dati di «Business Week» (7 luglio 1997) e della Banca Mondiale (*World Development Report*, 1996). Per valutare l'impatto della crisi asiatica si è ulteriormente effettuata una stima al 31 dicembre – ossia dopo gran parte degli effetti della crisi stessa –, basata sull'ipotesi (abbastanza realistica) che le imprese dell'elenco si siano comportate complessivamente come gli indici di Borsa dei rispettivi mercati. I risultati sono presentati nella tabella 1.3.

L'elaborazione consente di giungere ad alcune conclusioni, che derivano dall'esame della tabella e di una più semplificata analisi grafica (vedi figura 1.4). Va preliminarmente sottolineata, tuttavia, l'enormità dei valori. Con oltre 13 mila miliardi di dollari, il valore di mercato delle prime mille imprese del mondo è pari a circa metà della produzione complessiva del pianeta, stimata in dollari dalla Banca Mondiale nel suo *World Development Report*.

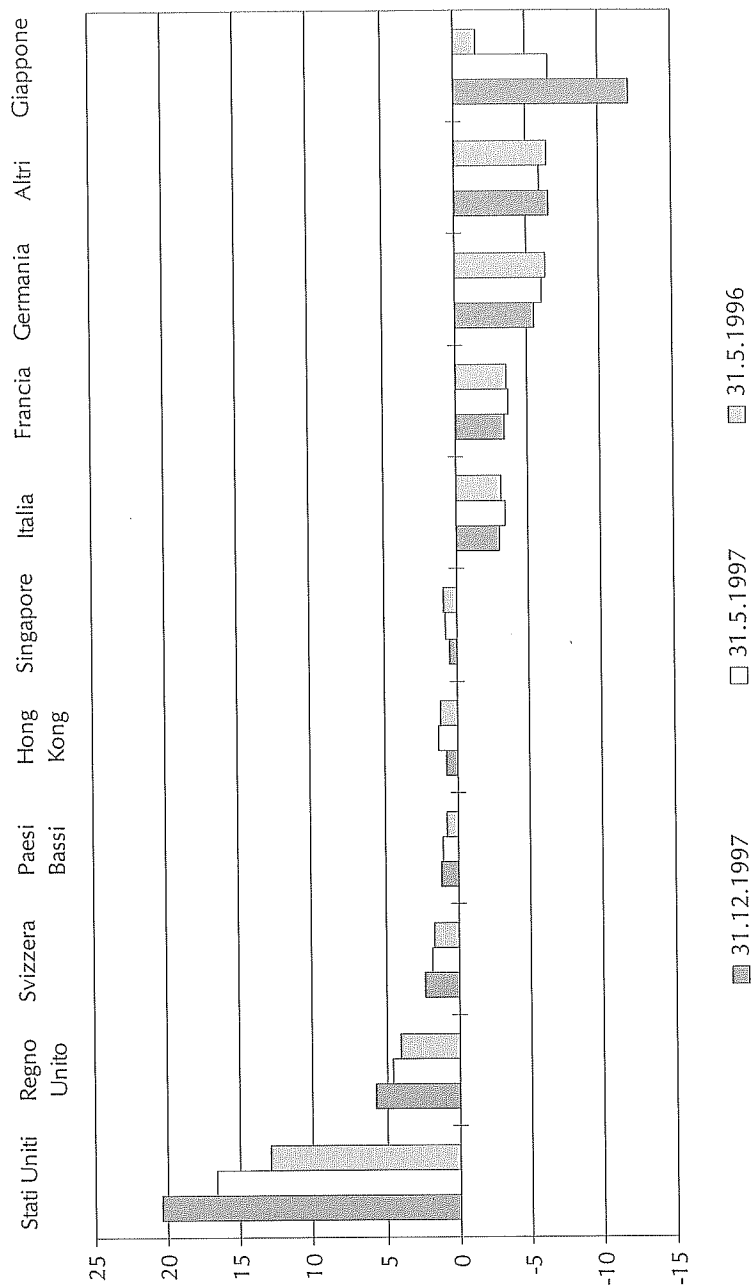
- Una prima conclusione è che *dalla grande crisi asiatica è derivata una battuta d'arresto all'incremento dei valori di mercato delle maggiori imprese del mondo registrato negli anni precedenti*. Contro valori rilevati di 11.150 miliardi di dollari al 31 maggio 1996 e di 13.247 al 31 maggio 1997, si

Tabella 1.3. La mappa del capitalismo

	Valore di mercato (miliardi di dollari Usa)		Incidenza % sul totale		Incidenza % sul Pil		Differenza (potere di mercato)	
	31.12.97	31.5.97	31.12.97	31.5.97	31.12.97	31.5.97	31.12.97	31.5.97
Stati Uniti	7.106,7	6.605	53,7	49,9	46,3	33,3	20,4	16,6
Giappone	1.437,3	2.167	10,9	16,4	21,4	23,0	-12,1	-6,6
Regno Unito	1.424,5	1.277	10,8	9,6	9,1	5,1	5,7	4,5
Germania	671,5	605	5,1	4,6	4,3	10,6	-5,5	-6,0
Svizzera	481,9	403	3,6	3,0	2,9	1,3	2,3	1,7
Francia	421,1	392	3,2	3,0	3,2	6,7	-3,5	-3,7
Paesi Bassi	382,1	356	2,9	2,7	2,5	1,7	1,2	1,0
Hong Kong	191,1	259	1,4	2,0	1,8	0,7	0,7	1,3
Italia	221,8	170	1,7	1,3	1,5	4,7	-3,0	-3,4
Singapore	69,1	104	0,5	0,8	0,9	0,1	0,4	0,7
Altri	821,0	909	6,2	6,9	6,3	12,8	-6,6	-5,9
Totale	13.228,1	13.247	100,0	100,0	100,0	100,0		

Fonte: elaborazioni su dati «Business Week» e Banca Mondiale, *World Development Report*, 1996

Figura 1.4. Il «potere di mercato» nel capitalismo mondiale



Fonte: elaborazioni su dati «Business Week» e Banca Mondiale, *World Development Report*, 1996 e, per il 31 dicembre 1997, su indici di Borsa e tassi di cambio

ottengono valori stimati al 31 dicembre pari a 13.228 miliardi di dollari; la perdita complessiva di valore di mercato delle grandi imprese giapponesi è l'elemento principale di questo cambiamento. Per l'Italia si può osservare un lieve miglioramento delle posizioni, pur rimanendo il paese nell'area a «potere di mercato» negativo: l'eccezionale aumento dei valori di Borsa è stato in parte corretto dalle perdite di valore della lira nei confronti del dollaro.

- La seconda conclusione è *un'alterazione significativa nell'assetto del potere di mercato*. Nel 1996 e fino al 31 maggio del 1997 il potere di mercato risultava concentrato in sei paesi/centri finanziari: Stati Uniti e Regno Unito, Svizzera e Paesi Bassi, Singapore e Hong Kong. Pur presentando ancora valori positivi, queste due ultime piazze hanno visto complessivamente dimezzata la loro valutazione. È fortemente aumentato il potere di mercato degli Stati Uniti, dove alla crescita della Borsa – arrestatasi alla fine del 1997 – si è potentemente aggiunta la crescita del dollaro, che ha contribuito a dare alle imprese americane un valore di mercato nettamente superiore a quello dell'anno precedente; un discorso analogo, su scala minore, vale per Regno Unito, Svizzera e Paesi Bassi.
- La terza conclusione è *la forte perdita di importanza del Giappone in termini di potere di mercato*: tra il maggio 1996 e il maggio 1997 l'indice di Borsa di Tokyo perse il 20 per cento del suo valore, in marcato contrasto con le Borse europee, per le quali l'indebolimento delle valute fu compensato fino all'autunno dal rafforzamento delle piazze finanziarie. Tra giugno e dicembre 1997 il valore di mercato dei titoli trattati alla Borsa di Tokyo diminuì di circa un quarto e lo yen perse l'11,5 per cento del suo valore rispetto al dollaro (vedi paragrafo 1.2). Per conseguenza, le imprese giapponesi presenti nella lista utilizzata per la «mappa» sono passate, in base ai calcoli prima descritti, dal 21,4 per

cento del valore complessivo di mercato del maggio 1996 al 10,9 per cento del 31 dicembre 1997. L'economia giapponese pesa un po' meno del 24 per cento sul totale della produzione complessiva dei paesi a economia di mercato compresi in questa lista e, per conseguenza, la differenza tra le due percentuali fa scendere fortemente il potere di mercato, che già presentava un valore negativo. La grande crisi asiatica ha quindi avuto come effetto principale quello di spostare una quota importante di potere di mercato dal Giappone agli Stati Uniti e di far aumentare leggermente il potere di mercato dei paesi europei.

Sono precisamente queste alterazioni significative negli assetti complessivi dell'economia globale che impediscono di attribuire alla grande crisi asiatica un ruolo secondario, come invece vorrebbe qualche interpretazione rassicurante. Gli avvenimenti degli ultimi mesi del 1997, per quanto non ancora giunti né a una conclusione né a una stabilizzazione, hanno comunque modificato le prospettive mondiali e inducono a domandarsi se l'economia di mercato possa ancora essere la stessa. I grandi processi descritti nel capitolo successivo ribadiscono, sotto un diverso punto di vista, questi interrogativi.

2. Il mercato e i nuovi oligopoli

2.1. Fusioni e acquisizioni: il «sale» dell'economia globale

La grande crisi asiatica, alla quale è dedicato il capitolo precedente, è costituita da un insieme di fatti traumatici che hanno rapidamente distrutto masse ingenti di ricchezza finanziaria e messo in pericolo la creazione di ricchezza reale. Quasi in contrappunto con gli avvenimenti di Jakarta, Hong Kong, Bangkok e Kuala Lumpur, il 1997 si caratterizza per la continuazione e il rafforzamento di un'imponente, non traumatica tendenza di lungo periodo che, lungi dal distruggere ricchezza, generalmente la riorganizza e la fa crescere, pur suscitando sempre più frequentemente problemi e interrogativi.

Si tratta della tendenza delle imprese a unirsi mediante le operazioni sinteticamente indicate con la sigla M&A (*Mergers and Acquisitions*), ossia fusioni e acquisizioni. Le M&A assumono forme tecniche diverse: talora si tratta di scambi azionari che danno luogo all'incorporazione di un'impresa in un'altra o alla creazione di un'impresa nuova; talora soltanto di acquisti in contante di un'impresa da parte di un'altra; spesso di una qualche combinazione tra queste due possibilità.

Le M&A sono al tempo stesso un fattore della globalizzazione e una sua conseguenza indiretta: le nuove aggregazioni, infatti, rappresentano una risposta del mondo delle imprese all'allargamento dei mercati e favoriscono, a loro volta, tale allargamento. Sono il «sale» delle Borse di tutto il mondo, che in genere accolgono con rialzi e aumento degli scambi le notizie di nuove fusioni (la trattazione che qui se ne fa riguarda soltanto le operazioni che avvengono in Borsa o hanno per oggetto società quotate in Borsa); rappresentano altresì il più concreto esempio di progettualità dell'economia di mercato.

Le caratteristiche stesse di queste operazioni complesse ne impediscono una rilevazione rigorosa. Tra l'annuncio dell'operazione e il suo completamento possono infatti trascorrere molti mesi; possono intervenire fatti nuovi che modificano in maniera sostanziale il profilo originario, come un rialzo del prezzo a seguito di una o più controfferte da parte di altri possibili acquirenti; le autorità pubbliche, inoltre, e specificamente le commissioni antitrust e talora gli organi di vigilanza delle Borse, possono bloccare certe operazioni o imporne modifiche sostanziali. Lo stesso valore dell'operazione può presentare elementi di incertezza quando si è in presenza di puri scambi azionari. In ogni caso, l'andamento generale non lascia dubbi: le operazioni di M&A risultano in deciso aumento a partire dal 1992 quando, secondo un'agenzia specializzata, la Securities Data, si registrarono in tutto il mondo un po' meno di 16 mila casi, per un valore complessivo inferiore ai 400 miliardi di dollari. Da allora, la tendenza all'aumento (vedi figura 2.1) si è confermata negli anni successivi, per collocarsi nel 1996 a 1124 miliardi di dollari, con oltre 23 mila operazioni.

Alla fine di ottobre del 1997, questo totale era già stato superato per quanto riguarda l'ammontare complessivo, con operazioni per 1305 miliardi di dollari. Per l'intero anno, la nostra stima, riportata in figura, è di almeno 1500-1600 miliardi di dollari, una cifra – per fissare le idee – superiore al totale del