



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale  
in Amministrazione, finanza e controllo

Tesi di Laurea

—  
Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

# Il Giappone: la crisi economico-finanziaria degli anni Novanta in confronto con la grande depressione

**Relatore**

Ch. Prof. Giovanni Favero

**Laureando**

Giacomo Corazza

Matricola 986658

**Anno Accademico**

2013 / 2014

## **Indice**

<b>Introduzione</b>	<b>3</b>
<b>Capitolo 1: Il Giappone</b>	<b>6</b>
1.1 Il Giappone dal 1973 al 2000	6
1.2 La crisi economico-finanziaria	16
<b>Capitolo 2: La crisi giapponese degli anni Novanta</b>	<b>27</b>
2.1 Produzione e Commercio	27
2.2 Bilancia dei pagamenti	30
2.3 La politica monetaria	33
2.4 La politica fiscale	46
2.5 La crisi bancaria	53
2.6 Un debito pubblico in continua crescita	67
<b>Capitolo 3: La grande depressione statunitense e le analogie</b>	<b>70</b>
3.1 La storia della grande depressione	70
3.2 La lenta ripresa e gli errori	88
3.3 Comparazione con la crisi giapponese degli anni Novanta	96
<b>Conclusione</b>	<b>103</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>116</b>

## ***Acronimi***

- BoJ = Banca Centrale del Giappone
- FED = Federal Reserve
- FMI = Fondo Monetario Internazionale
- FSA = Agenzia di Vigilanza Finanziaria
- IRCJ = Industrial Revitalization Corporation of Japan
- MoF = Ministero delle Finanze
- PIL = Prodotto Interno Lordo
- WTO = World Trade Organization

## *Introduzione*

Il presente elaborato verte sull'analisi della crisi giapponese degli anni Novanta, cercando di analizzare le cause che hanno portato allo scoppio della "bolla" finanziaria e di conseguenza alla crisi economica e bancaria.

Verrà esaminata la situazione soprattutto dal punto di vista economico-finanziario analizzando le politiche monetarie e fiscali utilizzate dal governo e dalla Banca Centrale e le riforme strutturali che hanno portato il Giappone ad aprire il proprio mercato e cercare di uscire dalla crisi. Lo scopo è quello di confrontare la crisi giapponese con la grande depressione che colpì gli Stati Uniti a partire dal 1929. Verranno presentate quindi le differenze e le analogie delle due crisi.

L'esigenza di realizzare la presente ricerca, nasce dall'elevata complessità dei fatti che influenzarono il Giappone portandolo in crisi e dall'idea che valutare la somiglianza con la situazione passata statunitense avrebbe potuto influenzare maggiormente le scelte del governo giapponese.

Si analizzerà quindi inizialmente l'evoluzione storica che portò il Paese ad essere la seconda potenza mondiale, con tassi di crescita molto elevati e una crescita della massa monetaria ancora più elevata, situazione che portò alla creazione della "bolla" dei mercati azionario e immobiliare. Verrà quindi evidenziata la situazione economico-finanziaria che interruppe la crescita giapponese e verranno approfondite le cause che portarono in crisi il Paese, soffermandosi sulla crisi finanziaria asiatica del 1997 che comportò i primi fallimenti e liquidazioni delle grandi banche giapponesi.

Nel secondo capitolo verrà invece analizzata la situazione, suddividendo l'analisi a seconda dei diversi aspetti che verranno approfonditi. Verranno analizzati la produzione e il commercio, caratterizzati dalla presenza protezionistica del governo giapponese e dal loro legame con i movimenti della valuta nazionale. Successivamente si tratterà la bilancia dei pagamenti, soffermandosi maggiormente sul conto corrente e su come le esportazioni hanno portato il Paese ad avere il surplus nella bilancia commerciale tutt'ora più alto. Verranno poi analizzate le scelte

di politica monetaria, tra cui la continua diminuzione del tasso di sconto fino ad arrivare allo zero, il tutto nel periodo in cui si variò il sistema dei cambi di valuta passando dal sistema dei cambi fissi Bretton Woods ad un sistema di cambi flessibili che portò la valuta giapponese a continui cambiamenti del tasso di cambio. Di seguito verranno affrontate le scelte di politica fiscale, che videro un continuo aumento della spesa pubblica stanziando sempre più fondi per le opere pubbliche edili, e un abbassamento della tassazione per persone fisiche e giuridiche aumentando però quella sul consumo. Ci sarà un'analisi della situazione bancaria, caratterizzata da banche corrotte e dissestate in seguito al brusco calo dei prezzi e il conseguente venir meno alle garanzie date dai debitori, che ha messo così le banche in maggior difficoltà, per di più lo Stato aveva stanziato a loro favore elevate quantità di denaro arrivate però troppo tardi e quindi considerate insufficienti; tardivamente da molti considerato troppo poco e troppo tardi. Infine verrà analizzata la continua crescita del debito pubblico che lo portò ad essere lo Stato con il rapporto debito/PIL più alto al mondo.

Nel terzo ed ultimo capitolo verrà analizzata la situazione statunitense degli anni Venti e Trenta per poter al meglio definire le analogie e le differenze con la situazione giapponese. Anche la grande depressione è stata preceduta da un lungo periodo di "boom" economico che si protrasse dal termine della Prima guerra mondiale, e che comportò un continuo aumento dei prezzi fino ad arrivare all'effettivo crollo della borsa di Wall Street avvenuto martedì 29 ottobre 1929. Verranno inoltre sottolineate le principali scelte di politiche monetarie e fiscali operate dalla FED e dalle amministrazioni Hoover e Roosevelt, periodo segnato dalla riduzione del tasso di sconto, l'uscita dal sistema monetario gold standard, da un'elevata deflazione, che rese vana la riduzione del tasso di sconto, e un aumento delle tasse. Vedendo il debito pubblico aumentare continuamente, il presidente Roosevelt pose fine alle politiche espansive credendo che la crisi fosse stata superata, ma questa scelta prematura portò nuovamente il Paese in recessione. Si tratterà poi della situazione bancaria statunitense e dell'iniziale disinteresse da parte del governo verso la corsa agli sportelli dei loro creditori: infatti solo in un

secondo momento verranno stanziati finanziamenti per migliorare i bilanci e la situazione bancaria.

Verranno inoltre presentati gli studi fatti da alcuni economisti che cercarono di trovare gli errori commessi dalle amministrazioni e dalla FED che comportarono il dilungarsi della grande depressione.

Basandosi su questi studi, si è cercato di fare una comparazione tra la crisi statunitense e quella giapponese, sottolineando le analogie e le differenze riscontrate per cercare quali e quante scelte il Giappone avrebbe potuto evitare essendo a conoscenza degli errori decisionali presi in considerazione in questo elaborato.

# **Capitolo 1**

## **Il Giappone**

### **1.1 Il Giappone dal 1973 al 2000**

Gli anni Settanta segnano un periodo molto importante, non solo per il Giappone ma per tutto il mondo, una serie di eventi cambiò le prospettive future. Dopo il 1973 le economie dei Paesi industrializzati passarono dal sistema dei cambi fissi di Bretton Woods ad un sistema dei cambi flessibile<sup>1</sup>, quello stesso anno è stato segnato da una crisi energetica del settore petrolifero<sup>2</sup>; inoltre fino a quel momento il Giappone stava concludendo un periodo di crescita elevata durato più di vent'anni<sup>3</sup>.

In questo periodo di cambiamento, le maggiori monete iniziarono a fluttuare ed il mondo politico ed industriale si trovò contrario all'apprezzamento dello Yen<sup>4</sup>, anche se gli elevati avanzi commerciali favorivano la rivalutazione della moneta giapponese, così numerosi economisti consigliarono un aggiustamento dei tassi di cambio; mentre il MITI (Ministero dell'Industria e del Commercio Estero giapponese) era dell'idea che un'inflazione moderata avrebbe compensato la sottovalutazione dello Yen, utile se il tasso di cambio fisso fosse stato uno degli obiettivi primari della politica monetaria. In realtà doveva essere solo un mezzo per raggiungere altri obiettivi, quali: il contenimento dell'inflazione e la promozione della crescita economica. Il governo Tanaka decise quindi di aumentare la moneta in circolazione e di abbassare i tassi d'interesse.

---

<sup>1</sup> Cfr. T. Ito, *L'economia giapponese*, Milano, E.G.E.A. S.p.A., 1995, pp. 57.

<sup>2</sup> Crisi dovuta all'improvvisa e inaspettata interruzione del flusso dell'approvvigionamento del petrolio dalle nazioni appartenenti all'OPEC.

<sup>3</sup> Cfr. Ito, *L'economia giapponese*, cit., pp. 51.

<sup>4</sup> Timorosi che l'apprezzamento potesse portare ad una perdita di competitività per le industrie esportatrici

L'embargo del petrolio deciso dai Paesi dell'OPEC comportò la perdita del controllo dell'inflazione da parte del governo giapponese, che vide il tasso d'inflazione superare il 30% nel 1974. All'aumento dei prezzi seguì l'aumento degli stipendi che a loro volta portarono ad un aumento dell'inflazione, e si creò così una spirale inflazionistica prezzi-salari<sup>5</sup>.

#### PRIMA CRISI PETROLIFERA<sup>6</sup>

ANNO	CRESCITA PNL	INFLAZIONE	AGGREGATO MONETA
1971	4.3	-0.8	24.3
1972	8.5	0.8	24.7
1973	7.9	15.7	16.8
1974	-1.4	31.6	11.5
1975	2.7	3.0	14.5
1976	4.8	5.0	13.5

Il basso tasso di crescita tra il 1973 e 1976 può essere visto come un periodo di transizione che cercava di stazionarsi a seguito del forte aumento del petrolio; fino alla recessione giapponese degli anni '90, la recessione del 1974 è stata spesso descritta come la peggior recessione del dopoguerra giapponese<sup>7</sup>. Quando ci fu la seconda crisi petrolifera (1979-1980), la politica monetaria del Giappone divenne più prudente, infatti l'inflazione toccò "solo" il 17%.

Dopo l'introduzione dei cambi flessibili e la crisi petrolifera, ci fu un cambiamento strutturale nel sistema finanziario giapponese:

- 1) Lo shock dal lato dell'offerta ridimensionò le aspettative di crescita e ridusse gli investimenti privati; alcune imprese usarono i fondi in eccedenza nei mercati aperti a breve e richiedevano tassi d'interesse maggiori sui depositi<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> ⇒ salari nominali maggiori ⇒ maggior livello dei prezzi ⇒ dati i prezzi più elevati, i lavoratori chiedono salari più elevati ⇒ i prezzi aumentano ulteriormente ⇒ i lavoratori chiedono salari ancora maggiori

<sup>6</sup> Cfr. Ito, *L'economia giapponese*, cit., pp. 59 Tabella 2.8.

<sup>7</sup> Cfr. D. Flath, *The Japanese economy*, Oxford, Oxford University Press, 2005, pp. 110.

<sup>8</sup> Fu uno dei motivi che stimolò la deregolamentazione dei mercati finanziari.

- 2) La diminuzione della domanda dei prestiti da parte dell'industria, comportò la caduta anche del fabbisogno di fondi da parte delle City Bank.
- 3) La politica espansiva avviata dopo la crisi petrolifera determinò un'elevata passività nei conti dello Stato, che lo portò ad essere il maggior debitore sul mercato nel 1975.
- 4) I flussi di capitale internazionale vennero deregolamentati. Grazie al sistema dei cambi flessibili venne inoltre liberata la BoJ dall'acquisto obbligato di valute estere per il mantenimento del cambio fisso; venne inoltre deregolamentato il mercato finanziario poiché l'elevato tasso di crescita dell'economia giapponese attirava molti investitori stranieri.
- 5) Cambiamento della politica economica, in quanto la crisi petrolifera aveva messo in luce che gli elevati tassi di crescita del Paese dovevano scontrarsi con la scarsità della presenza delle materie prime. Vennero così introdotti nuovi obiettivi di risparmio energetico e di controllo dell'inquinamento.
- 6) Il deficit pubblico peggiorò dopo il 1975, venne emessa una quantità straordinaria di titoli di Stato che per la prima volta superò il limite imposto dal Finance Act del 1947.

Con il Finance Act venne concesso al governo di emettere titoli esclusivamente per finanziare: opere pubbliche di costruzione, costruzioni in conto capitale, agenzie governative, organizzazioni internazionali o prestiti<sup>9</sup>. Per la prima volta nel 1975, invece di questi "construction bonds", vennero emessi i "deficit bonds", ovvero i titoli di Stato che servivano a finanziare il deficit pubblico: tali titoli erano visti come bonds straordinari e temporanei, infatti il governo giapponese nel gennaio del 1976 fissò per la fine dell'anno fiscale 1980 l'eliminazione del deficit di bilancio. Nel 1979 si accorse però che non sarebbe riuscito a raggiungere questo obiettivo, poiché il rapporto deficit/PIL continuò a crescere durante questi anni: anche se si cercò di diminuire il deficit, l'aumento dello stesso fu reso necessario per contrastare la recessione della seconda crisi petrolifera; così nel gennaio dello stesso anno la data di eliminazione venne spostata al 1984. Nonostante il rapporto deficit/PIL stesse

---

<sup>9</sup> Cfr. Art. 4 del Finance Act del 1947.

diminuendo, nel 1983 questo rapporto stava ancora crescendo, così nell'agosto dell'anno successivo il governo annunciò un ulteriore posticipo della scadenza al 1990, anno che finalmente segnò l'eliminazione dei deficit bonds.

Inoltre lo shock petrolifero ha indotto il Giappone a proseguire la propria politica protezionistica ed irrigidirla maggiormente, ma questa politica di elevati investimenti, spesso ha aiutato le aziende ed i settori produttivi inefficienti, a scapito di quelli più efficienti<sup>10</sup>. Gli obiettivi dichiarati dalla politica industriale giapponese erano: ridurre le importazioni, promuovere la rapida crescita nei settori centrali dell'economia e modificare la struttura industriale. Le misure di politica economica possono essere classificate in quattro categorie principali: costruzione infrastrutture per l'industria, distribuzione di risorse tra industrie (sono state protette alcune industrie attraverso dei sussidi, e riducendo la competizione esterna tramite il controllo delle importazioni), ristrutturazione industriale di particolari settori ( il governo ha supportato determinate industrie attraverso la riorganizzazione della struttura ed in alcuni casi attraverso la formazione di cartelli ), gestione dei problemi della piccola e media impresa.

Durante gli anni '70 il governo modificò la politica industriale e cercò di aggiungere, tra gli obiettivi, il controllo dell'inquinamento e la ricerca della compatibilità tra sviluppo industriale ed esigenze ambientali, e creò una normativa anti-trust più stringente; si può così notare come il governo spostò l'attenzione sull'ambiente e cercò di favorire i meccanismi di mercato e la deregolamentazione.

Già nel maggio del 1971 il MITI sosteneva che il governo doveva promuovere le industrie che avevano prospettive di un elevato progresso tecnologico e un fabbisogno di reddito elastico, perché questo tipo di industrie erano destinate ad essere le più fiorenti<sup>11</sup>.

Alla fine degli anni '70 e durante gli anni '80, questo tipo di politiche industriali portarono il Giappone ad affrontare una rapida espansione delle proprie

---

<sup>10</sup> Cfr. F. Eva, *Cina e Giappone: Due modelli per il futuro dell'Asia*, Torino, UTET Libreria S.r.l., 2000, pp. 63.

<sup>11</sup> Cfr. Flath, *The Japanese economy*, cit., pp. 187.

esportazioni, ma questo lo portò ad essere in conflitto con altri Paesi, generando così conflitti commerciali che negli anni '80 divennero più frequenti ed importanti, costringendo così il MITI ad adottare misure per prevenirli e mitigare i danni che potevano derivarne<sup>12</sup>.

Durante la bolla speculativa degli anni Ottanta il Giappone continuò ad attirare su se stesso l'attenzione del mondo intero, per la sua stabilità e la sua continua crescita. L'eccesso di risparmio del Paese, la bilancia commerciale sempre in attivo e la forte domanda di investimento speculativo portarono ad avere una disponibilità liquida eccessiva che portò banche e finanziari alla ricerca di elevati investimenti.

Il 22 settembre del 1985 vennero sottoscritti accordi sui tassi di cambio all'Hotel Plaza di New York, da cui presero il nome. Qui i ministri dei Paesi facenti parte del G5 (Germania, Giappone, Gran Bretagna, Stati Uniti e Francia) più il ministro canadese si accordarono con l'obiettivo di contrastare il continuo apprezzamento del Dollaro tramite interventi coordinati sul mercato dei cambi. Infatti questo continuo apprezzamento del Dollaro, soprattutto nei confronti della moneta giapponese, era divenuto una delle fonti di preoccupazione comune. Questi accordi fecero entrare lo Yen nel sistema monetario internazionale. Gli accordi del Plaza e l'espansione monetaria che ha accompagnato il Giappone di quel periodo, sono state tra le cause della creazione della bolla speculativa.

Il deprezzamento del Dollaro continuò fino agli accordi del febbraio 1987 di Louvre. Va ricordato inoltre che tra il 1978 e il 2007 la correlazione di coefficiente tra il reale tasso di cambio e la reale crescita del PIL era del -0.38<sup>13</sup>.

Uno dei problemi che ha dovuto affrontare la Banca del Giappone in quel periodo furono gli aumenti dei prezzi degli immobili che in varie parti del Paese continuavano ad aumentare; questo a causa dell'elevata espansione giapponese degli anni Ottanta, fase contraddistinta da una continua accumulazione di capitale e

---

<sup>12</sup> Cfr. Ito, *L'economia giapponese*, cit., pp. 148.

<sup>13</sup> Cfr. K. Hamada, A.K. Kashyap, D.E. Weinstein, *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation*, U.S.A., Cambridge, MIT Press, 2011, pp. 51.

da una politica monetaria espansiva<sup>14</sup>. I prezzi delle attività salivano vertiginosamente, mentre i prezzi della vendita all'ingrosso cadevano a causa della massiccia rivalutazione monetaria dopo gli accordi appena descritti<sup>15</sup>.

Nel 1987 buona parte dei profitti dei grandi gruppi giapponesi erano provenienti da speculazioni finanziarie, il 40% dei profitti per Toyota, il 60% per Matsushita, il 63% per Sony ed il 65% per Nissan<sup>16</sup>; questa speculazione costruita da prestiti, acquisti di azioni e acquisti immobiliari esplose nel 1990. Il Giappone iniziò così una crisi bancaria che colpì molte grandi banche la cui reale entità dei crediti considerati inesigibili non era chiara. La poca trasparenza e l'elevata commistione tra politica e finanza e gli intrecci delle partecipazioni nei keiretzu ne erano le cause (alcuni esperti come il banchiere della Goldman Sachs, Kenneth Courtis, stimavano ammontassero a circa il 20% del PIL). Nuovamente, il governo giapponese intervenne con gli usuali strumenti di finanziamento e con un invito verso le grandi imprese all'autocontrollo. Durante gli anni Novanta i politici in carica attuarono, fino alla crisi del 1997-1999, interventi di liquidità<sup>17</sup>, operazioni di apprezzamento/deprezzamento dello Yen, e una politica di deficit di bilancio; restavano però fermi sulla convinzione di non aprire completamente il mercato interno al commercio internazionale.

Nel 1995 ci fu un nuovo accordo per calibrare i tassi di cambio, ovvero il Reverse Plaza Accord, dove Stati Uniti, Germania e Giappone hanno annullato i precedenti accordi fatti all'Hotel Plaza del 1985. La principale motivazione che ha spinto verso questa decisione è il salvataggio dell'economia giapponese dove la produzione stava continuando a rallentare a causa della salita record del valore dello Yen. Così questo accordo mirava ad aumentare il consumo da parte di compratori americani dei prodotti fatti in Giappone e Germania. Guidare il Dollaro

---

<sup>14</sup> A. Kanaya, D. Woo, "The Japanese Banking Crisis of the 1990's. Source and Lessons", *IMF Working Paper*, U.S.A., Washington, International Monetary Fund, 2000, p. 9.

<sup>15</sup> Cfr. R. C. Koo, *Holy Grail of Macroeconomics : Lesson from Japan's Great Recession*, U.S.A., Hoboken, John Wiley & Sons, 2011, pp. 80.

<sup>16</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone*, cit., pp. 67.

<sup>17</sup> Consentiti da una bilancia commerciale con un elevato attivo.

contro le valute estere permetterebbe al governo degli U.S.A di bloccare facilmente l'aumento del tasso d'inflazione in quanto l'abbassamento artificiale del prezzo delle merci importate va in contrasto con il normale aumento dei prezzi a seguito di una maggiore liquidità disponibile.

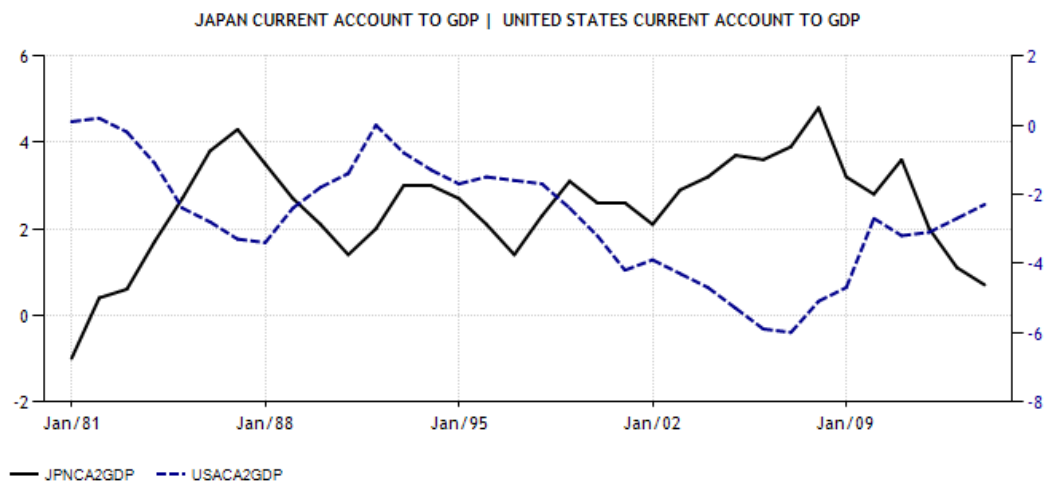
La stagnazione della domanda non si creò esclusivamente per lo scoppio della bolla e l'incertezza futura del Paese, ma fu fortemente legata con la bassa propensione al consumo da parte del classico giapponese medio. Inoltre le politiche monetarie espansive attuate dal governo giapponese hanno portato ad un continuo abbassamento dei tassi d'interesse, facendoli arrivare poco sopra lo 0% e non riuscendo comunque a raggiungere i propri obiettivi. Proprio per questi motivi ci si chiede se il problema della carenza del consumo si possa risolvere con politiche fiscali e/o monetarie o se risulta essere un problema strutturale del Giappone stesso, cosa che analizzeremo nei prossimi capitoli.

Nonostante lo scoppio della bolla, il Giappone proseguiva ad esportare prodotti di buona fattura a prezzi molto competitivi, continuando ad aumentare il proprio surplus commerciale. Carente di prodotti agricoli e materie prime all'interno del suo mercato, il Giappone dovette fin da subito esportare beni manifatturieri per poter acquistare la valuta estera necessaria alle importazioni dei beni mancanti; in particolare cercò di esportare soprattutto i prodotti con la maggiore redditività in valuta estera: negli anni '50 esportava tessuti e radio, negli anni '60 televisori, acciaio, navi e registratori, negli anni '70 in prevalenza automobili e acciaio e durante l'ultimo ventennio automobili e prodotti elettronici. Analizzando la bilancia dei pagamenti del Giappone possiamo notare come il Paese abbia continuamente avuto un surplus nella bilancia commerciale ma un deficit nella bilancia dei servizi; quest'ultima continuava ad essere in deficit in quanto il saldo del conto di trasporti e viaggi superava costantemente il discreto surplus dei redditi da investimento<sup>18</sup>. Il forte legame di scambio di beni tra Stati Uniti e Giappone ha fatto sì che i saldi delle partite correnti delle due potenze si muovessero in modo opposto tra di loro; infatti il Giappone rappresentava

---

<sup>18</sup> Cfr. Ito, *L'economia giapponese*, cit., pp. 216

l'esportatore principale per gli U.S.A. che a loro volta erano il suo primo importatore.



19

Questo grafico compara le partite correnti su PIL del Giappone e degli U.S.A. dal 1980 ad oggi.

Per anni il Giappone è stata una delle nazioni più ammirate al mondo per il suo essere un forte creditore, ma i suoi alti e continui surplus nella bilancia corrente, nonostante altri fattori, sono tra le prime cause del suo crollo economico. Spingendo lo Yen per decenni, il boom delle esportazioni ha contribuito alle pressioni deflazionarie per le quali l'economia giapponese ha sofferto a lungo<sup>20</sup>.

Molti sostengono che uno dei motivi per cui il Giappone è riuscito a crescere così rapidamente fu grazie al metodo con cui venivano gestite le aziende: garanzia dell'impiego a vita per i lavoratori<sup>21</sup>, aumenti salariali basati sull'anzianità di servizio, presenza di sindacati aziendali, bonus semestrali, rivendicazioni sindacali

<sup>19</sup> Trading Economics, Japan current account to GDP, <http://www.tradingeconomics.com/japan/current-account-to-gdp>, data di consultazione 10 luglio 2014.

<sup>20</sup> Cfr. M.M. Hutchison, F. Westermann, *Japan's Great Stagnation: Financial and Monetary Policy Lessons for Advanced Economies*, U.S.A., Cambridge, MIT Press, 2006, pp. 259

<sup>21</sup> Cfr. Ito, *L'economia giapponese*, cit., pp. 158

Accordo implicito e condiviso dalle parti senza alcun contratto scritto che impegna da una parte a non ricorrere a licenziamenti, e dall'altra ad ottenere un grado pressoché illimitato di dedizione.

annuali e coordinate per la rinegoziazione dei contratti<sup>22</sup>, orario di lavoro lungo e tasso di disoccupazione basso e rigido. Grazie a questa gestione del mercato del lavoro ed alle politiche industriali volte ad incentivare lo sviluppo dei settori considerati più redditizi, il Giappone ha accresciuto la propria competitività sul mercato mondiale. Non tutti sono però d'accordo sulla positività che le politiche industriali hanno portato. Alcune volte finanziare un settore considerato più redditizio degli altri, ha comportato uno svantaggio competitivo per altri settori che sono riusciti ad affermarsi nonostante la mancanza di finanziamenti. Molti settori industriali giapponesi sono sopravvissuti solo grazie ai finanziamenti pubblici e grazie alle limitazioni dell'importazione che gli permettevano di praticare prezzi elevati<sup>23</sup>.

La crisi finanziaria del 1997/1998 ha colpito tutto il mondo, ma è stata chiamata crisi asiatica perché l'Asia, oltre ad essere stato il punto d'origine (partita dalla Thailandia), è anche il continente che ne ha sofferto maggiormente. Secondo un'opinione comune, il Giappone è stato considerato come elemento determinante per una veloce uscita dalla crisi, in quanto è da sempre coinvolto nei problemi finanziari e produttivi del proprio continente. Al momento dello "scoppio" della crisi, il Giappone era ormai da tempo la seconda potenza mondiale, ma solo grazie ad essa cominciò ad essere completamente integrato in una economia globalizzata: grazie alla crisi stessa, alle richieste sempre più stringenti degli Stati Uniti d'America e grazie a cambiamenti interni soprattutto culturali<sup>24</sup>.

Durante la grande recessione giapponese, alcuni capisaldi della cultura del Giappone diventarono meno positivi per il sistema; in modo particolare la garanzia del lavoro a vita, che spesso veniva considerata alla base del sistema giapponese, divenne uno degli esempi più importanti di rigidità nel suo mercato del lavoro<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> In Giappone i contratti hanno durata annuale ed i contratti vengono ridiscussi tutti nello stesso periodo: l'"offensiva di primavera", la negoziazione annuale dei contratti rende più facile l'aggiustamento dei salari in Giappone rispetto ad altri Paesi.

<sup>23</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone*, cit., pp. 73.

<sup>24</sup> Ivi, pp. 122

<sup>25</sup> Cfr. K. Hamada, A.K. Kashyap, D.E. Weinstein, cit., pp. 217.

Esistono motivi culturali che ci spiegano perché questa crisi non poteva non intaccare l'economia, infatti i giapponesi sono un popolo che, rispetto alla media, risponde maggiormente a pressioni emotive, come l'incertezza per il futuro, per il proprio lavoro, piuttosto che ad azioni concrete del governo, quali abbassamento delle tasse o del tasso di sconto. Molti esperti che cercavano di consigliare le riforme da attuare al Giappone non consideravano le differenze storiche e culturali del Paese, ma questo verrà analizzato nei prossimi capitoli.

Quando nel 1997 il governo Hashimoto cercò di sistemare il bilancio pubblico, che tra il 1991 ed il 1996 passò da un avanzo del 2,9% ad un disavanzo del 4,3%, il Giappone entrò in recessione.

## ***1.2 La crisi economico-finanziaria***

Focalizzando l'attenzione dal punto di vista economico-finanziario, la crisi asiatica ha origine in Thailandia, quando nel luglio del 1997 la Banca Centrale, dopo una serie di attacchi speculativi sulla moneta nazionale, decise di non mantenere più il cambio fisso nei confronti del Dollaro statunitense. Come risultato immediato ci fu un deprezzamento del Baht pari al 22%, i Paesi membri del New Industrialised Economies<sup>26</sup> seguirono l'esempio della Thailandia incappando nello stesso risultato; questa crisi fu generata dall'elevato indebitamento del settore privato, quali grandi imprese e istituti bancari<sup>27</sup>. Vennero interessate non solo le valute, ma ci fu pure il crollo del mercato azionario ed immobiliare; questo comportò il fallimento di una serie di imprese, banche e istituzioni finanziarie.

Gli effetti sull'economia reale furono l'inizio di una recessione che durò fino a tutto il 1998. Il 1999 fu considerato l'anno di uscita dalla crisi in quanto il maggior numero degli Stati davano segnali di ripresa e non più di recessione.

Durante la crisi, sul piano sociale possiamo evidenziare l'aumento della disoccupazione (dove in Giappone arrivò al 5%) e dei prezzi, mentre le bilance dei pagamenti vennero colpite solo marginalmente (questo fu dovuto anche alla diminuzione delle importazioni dato dalla fase di recessione). Infatti nel 1998 i Paesi in via di sviluppo dell'Asia esportavano lo stesso volume di beni del 1997 ma a prezzi più bassi, il valore in dollari si era ridotto di circa l'8%<sup>28</sup>. Questi Paesi colpiti dalla crisi si trovarono così costretti a chiedere aiuto al FMI (Fondo Monetario Internazionale), che diede dei prestiti in cambio dell'attuazione di programmi di riforme economiche che dovevano aiutare a limitare i danni<sup>29</sup>. Nonostante l'aiuto

---

<sup>26</sup> In particolare Corea del Sud, Filippine, Indonesia e Malesia.

<sup>27</sup> Cfr. Allen L., *The global Financial System. 1750-2000*, London, Reaktion Books, 2001; pp. 211.

<sup>28</sup> Cfr. P. R. Krugman, M. Obstfeld, *Economia Internazionale, Volume 1*, Torino, Mondadori, 2006, pp. 130.

<sup>29</sup> Le riforme riguardavano: elevati tassi d'interesse così da cercare di limitare il deprezzamento delle valute, l'obbligo di limitare il disavanzo di bilancio e riforme strutturali che dovevano eliminare le cause che hanno portato all'innesco della crisi.

del FMI, non riuscirono ad uscire dalla crisi immediatamente e affrontarono così un periodo di recessione.

In realtà già verso la metà degli anni Novanta si possono incontrare i primi segni di cedimento:

- apprezzamento del Dollaro e un deprezzamento dello Yuan e dello Yen
- riduzione dell'import giapponese
- crescita della differenza tra risparmi e investimenti
- crescita del debito nel settore privato
- aumento del rischio di investimento aumentando la fragilità delle valute agganciate al Dollaro.

Contemporaneamente flussi di capitali esteri dei Paesi sviluppati vennero riversati nei Paesi asiatici in via di sviluppo, comportando così l'aumento della concessione di prestiti dalle banche locali.

La continua pressione da parte del Fondo Internazionale Monetario e del World Trade Organization (WTO) ha fatto sì che si velocizzassero i processi di liberalizzazione e deregolamentazione dei sistemi finanziari e bancari dei Paesi dell'Asia in via di sviluppo. Queste liberalizzazioni effettuate troppo rapidamente sono divenute una delle debolezze di questi Paesi, soprattutto nei sistemi bancari privati, è infatti da qui che si espande, come una goccia d'olio, la crisi asiatica. Partendo dalla Thailandia e raggiungendo tutte le economie vicine, fino ad intaccare il settore bancario dell'economia reale.

Intanto l'economia giapponese già da anni stava vivendo una situazione di crisi economica che si stava prolungando dallo scoppio della Bubble Economy del 1990-91<sup>30</sup>. La crisi finanziaria del 1997 che ha portato con sé tutta l'area asiatica, ha obbligato il Giappone ad assumere un ruolo principale nel guidare gli Stati a lui vicini per uscire dalla crisi: il governo giapponese dovette così effettuare scelte precise in tempi rapidi per uscire dal suo "decennio perduto".

Quando si parla di "decennio perduto" poniamo la sua origine all'accordo dell'Hotel Plaza del 22 settembre 1985, dove fu previsto l'aumento di valore dello

---

<sup>30</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone*, cit., pp. 220.

Yen e del Marco tedesco nei confronti del Dollaro. A seguito di questo accordo, il governo attuò una politica valutaria per apprezzare la moneta, e la BoJ avviò una politica monetaria volta a ridurre l'effetto deflattivo che avrebbe comportato l'aumento del valore dello Yen. Di lì a un anno il tasso di cambio Yen/Dollaro passò da 250 a 150: in Giappone iniziò così a gonfiarsi la bolla speculativa. Il governo giapponese necessitò quindi di un nuovo accordo multilaterale, e nel 21 febbraio 1987 a Louvre si ritrovarono i ministri delle finanze ed i governatori delle banche centrali delle Grandi 7 (Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Italia, Canada e Regno Unito), con l'intento di limitare e risolvere gli scompensi economici globali e assicurare così una crescita internazionale. Queste grandi potenze economiche avevano fissato una nuova banda di oscillazione entro la quale i rapporti Dollaro-Yen e Marco-Dollaro dovevano rimanere; il superamento di questi limiti avrebbe comportato un intervento per ripristinare il tasso di cambio all'interno della banda di oscillazione.

Intanto l'indice Nikkei passò da 12.586 il 9 settembre del 1985, a 38.271 l'11 dicembre 1989 ed i prezzi del mercato immobiliare cominciarono a lievitare, fino a triplicare il proprio valore nel giro di quattro anni.



31

<sup>31</sup> Yahoo!Inc., Nikkei 225,

<https://it.finance.yahoo.com/echarts?s=%5EN225#symbol=%5EN225;range=1d>, data di consultazione 13/07/2014.

Le imprese riuscirono così ad ottenere credito dando in garanzia edifici, terreni e azioni<sup>32</sup>; le aziende, grazie al continuo aumento dei prezzi degli immobili, riuscirono ad avere prestiti crescenti. Nel 1990 esplose la bolla speculativa, e il Nikkei iniziò la sua discesa, solo un anno dopo i prezzi dei terreni e delle abitazioni iniziarono a riassetarsi iniziando a loro volta una discesa.

Le banche necessitarono così di un riadeguamento delle garanzie, e iniziarono ad identificare i crediti inesigibili, che com'è stato detto nel paragrafo precedente, certi economisti stimavano pari al 20% del PIL giapponese; ma ben poche sono le imprese che hanno dichiarato fallimento. La dichiarazione di fallimento non avvenne perché in primo luogo non fa parte della cultura giapponese chiedere il fallimento del debitore, in secondo luogo ogni keiretsu<sup>33</sup> aveva una propria banca di riferimento<sup>34</sup>. Questa situazione sembrava comunque non preoccupare in modo eccessivo le alte cariche del governo ed il sistema mondiale, in quanto nel 1990-91 il PIL giapponese era ancora in crescita. Il governo e la Banca Centrale decisero intanto di effettuare una politica monetaria e fiscale fortemente espansiva, ma questa scelta non riuscì a limitare gli effetti depressivi che il blocco del sistema finanziario e la riduzione del capitale (che poteva infrangere i requisiti patrimoniali degli accordi di Basilea) avevano causato. Proprio per queste scelte e per il Reverse Plaza Accord, dal 1995 in poi il tasso di sconto, ossia il tasso d'interesse a cui una banca ripaga i fondi monetari di breve termine direttamente alla Banca Centrale, scese sotto 1 punto percentuale avvicinandosi sempre di più allo 0%.

L'accordo del 1995 e l'abbassamento del tasso di sconto diede origine ad un creditizio "carry trade", di fatti gli investitori prendevano in prestito Yen a bassi tassi d'interesse e reinvestivano in attività redditizie negli Stati Uniti ottenendo così un

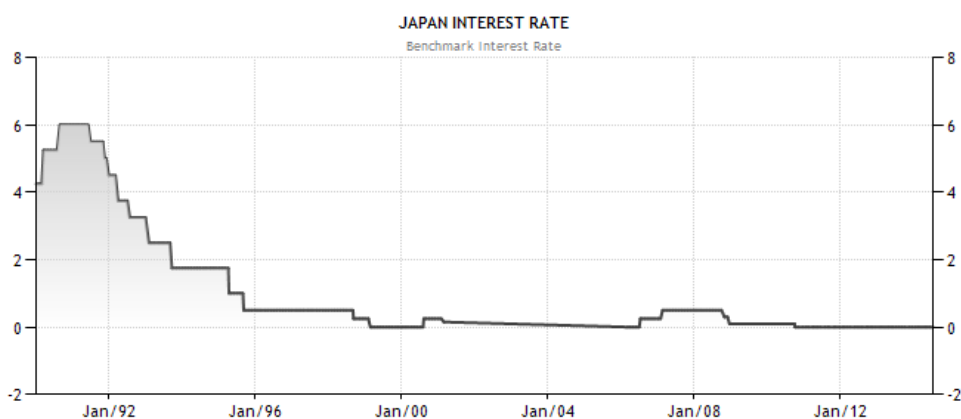
---

<sup>32</sup> Cfr. C. Filippini, "Il decennio perduto del Giappone", lavoce.info  
<http://www.lavoce.info/archives/25377/il-decennio-perduto-del-giappone/>, data di aggiornamento 19 dicembre 2008;

<sup>33</sup> Termine giapponese che indica raggruppamenti di imprese operanti in settori diversi ma collegate attraverso partecipazioni incrociate.

<sup>34</sup> Cfr. Filippini, "Il decennio perduto del Giappone", cit.

profitto quasi garantito, questo non poteva che accelerare l'aumento del prezzo delle attività finanziarie statunitensi. Inoltre, i governi asiatici sono diventati grandi acquirenti dei titoli di Stato degli Stati Uniti, contribuendo ad aumentare le vendite estere dei loro titoli di Stato. I problemi inerenti gli accordi del Plaza Reverse fecero la prima apparizione in Asia orientale nei primi mesi del 1997, dando vita alla crisi finanziaria asiatica.



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | BANK OF JAPAN

35

Si avvicinò così tanto allo zero, che molti economisti considerarono il Giappone in una situazione di trappola della liquidità; mentre in una situazione normale la politica monetaria può influenzare la crescita economica di un Paese, attraverso l'aumento dell'offerta di moneta o tramite l'abbassamento del tasso d'interesse. Nella situazione di trappola di liquidità la politica monetaria non riesce ad esercitare nessuna influenza sull'economia.

Molte banche non riuscirono ad affrontare lo "scoppio" della bolla, non riuscirono cioè a trovare delle misure adeguate per rispondere al nuovo scenario; certe aspettarono semplicemente che i prezzi tornassero a livelli pre-"scoppio". La scelta di aspettare non fu una scelta vincente, infatti molte banche giapponesi, nel decennio seguente, trovarono il fallimento.

<sup>35</sup> Trading Economics, Japan Interest Rate, <http://www.tradingeconomics.com/japan/interest-rate>, data di consultazione 26 luglio 2014.

Il Giappone per molti economisti è stato il principale motivo della veloce uscita dalla crisi per i Paesi asiatici, di fatto continuava a sostenere economicamente i Paesi in crisi ed era ben coinvolto nei problemi finanziari e produttivi dell'Asia Orientale<sup>36</sup>. I primi segni di collaborazione sono avvenuti nella fase iniziale della crisi, quando il governo giapponese insistette nell'attuare la soluzione proposta dal FMI.

Il Giappone inoltre propose di creare un fondo monetario asiatico (AMF), proposta che venne denominata la versione asiatica del FMI: il ruolo del AMF non fu mai definito chiaramente, ma l'intenzione era quella di stabilire un'istituzione regionale tra i membri asiatici che avrebbe fornito un supporto finanziario verso i Paesi dell'Asia in crisi, attraverso un aiuto nella bilancia dei pagamenti, una liquidità a breve termine e un finanziamento dello sviluppo a medio/lungo termine. I fattori principali che hanno spinto il governo giapponese a presentare questa proposta sono:

- 1) Le preoccupazioni riguardanti la possibilità di diffusione della crisi.
- 2) La consapevolezza di poter trovare fonti di denaro al di fuori dell'Asia.
- 3) La consapevolezza che l'accesso ai fondi del FMI era limitato, soprattutto per i Paesi asiatici, a causa delle loro piccole quote all'interno del FMI.
- 4) La difficoltà per alcuni Paesi, come l'Australia, di giustificare caso per caso il sostegno reciproco di pacchetti di salvataggio nella sfera politica interna, creando così il bisogno di un fondo regionale stabilito.

Nonostante l'approvazione da parte di alcuni Paesi asiatici, l'opposizione da parte degli Stati Uniti, del FMI, di molti governi europei e della Cina ha costretto il governo giapponese ad abbandonare la proposta del AMF a fine ottobre del 1997<sup>37</sup>.

C'erano però tensioni tra il FMI e l'Indonesia, uno dei tre Stati maggiormente colpiti da questa crisi: il presidente dell'Indonesia Suharto, il 6 gennaio 1998, annunciò il budget nazionale dello stesso anno fiscale, comprendendo un

---

<sup>36</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone*, cit., pp. 220.

<sup>37</sup> Cfr. E. S. Krauss, *Beyond bilateralism: U.S.-Japan relations in the New Asia-Pacific*, U.S.A., Redwood City, Stanford University Press, 2004, pp. 186.

programma di spesa pubblica talmente elevato da andare contro le richieste del FMI, dove chiedevano un clima di austerità per i prestiti. Dopo circa dieci giorni fu annunciato un nuovo accordo tra il FMI e l'Indonesia.

Il 14 marzo del 1998, quando Suharto era da poco stato rieletto per la settima volta, il primo ministro giapponese Hashimoto lo incontrò e gli promise di aiutare lo Stato indonesiano per i problemi di cibo e quelli finanziari, per un ammontare pari a diversi miliardi di dollari, a patto che l'Indonesia collaborasse con il FMI, attuando le riforme economiche promesse<sup>38</sup>.

Il 20 marzo del 1998 per il Giappone può essere considerato un giorno di svolta: per la prima volta dalla sua istituzione, la BoJ venne coinvolta in uno scandalo di corruzione, nell'inchiesta che già vedeva arrestati quattro funzionari del MoF. Questo costituì una grande stangata per la fiducia che i cittadini riponevano nelle autorità<sup>39</sup>. Un mese dopo furono circa 120 i funzionari del MoF che vennero sanzionati, per lo più da un richiamo scritto o verbale.

Il nuovo Primo Ministro giapponese Obuchi ed il presidente degli Stati Uniti Clinton si incontrarono nel settembre del 1998 per accordarsi su una divisione geografica di competenza. Nell'ottobre dello stesso anno, il Giappone stanziò 30 miliardi di dollari per sostenere i Paesi del sud-est asiatico; fu una mossa molto utile perché ciò gli permise di riacquistare stima a livello internazionale ed allo stesso tempo buona parte di questo finanziamento finì nelle tasche delle filiali estere giapponesi. Questo programma di aiuti bilaterali fu proposto dall'allora Ministro delle Finanze Miyazawa, e venne chiamato New Miyazawa Initiative.

Le autorità della BoJ iniziarono ad essere più espliciti nell'evidenziare i tassi di cambio che secondo il loro parere avrebbero dovuto essere applicati tra Dollaro e Yen, identificando questa quotazione desiderabile con il valore dello Yen che si posizionava tra i 120 e i 130 per Dollaro. Per la prima volta il Giappone effettuò interventi sui mercati al fine di avvicinarsi al valore di cambio considerato appetibile. Questi interventi furono però di portata limitata, di fatto la maggior

---

<sup>38</sup> Ivi, pp. 183.

<sup>39</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone*, cit., pp. 222.

parte delle volte è bastata una dichiarazione ufficiale per orientare il mercato valutario. Lo Yen comunque continuò la sua sopravvalutazione rispetto al Dollaro per tutto il 1999.

Nel 1999 il programma di Miyazawa passò dall'aiutare gli Stati colpiti dalla crisi a stabilire un quadro istituzionale per prevenire il contagio: l'aumentare della cooperazione all'interno della regione asiatica tra il 1998 e il 1999, incoraggiò il rafforzamento di un nuovo raggruppamento regionale che portò i Paesi membri dell'ASEAN (Association of Southeast Asian Nations) a collaborare con il Giappone, la Cina e la Corea, formando così l'ASEAN+3<sup>40</sup>. Nell'incontro dei ministri delle Finanze appartenenti all'ASEAN+3 tenutosi in Thailandia nel maggio del 2000, venne annunciato un rafforzamento riguardante la cooperazione economico-finanziaria tra i Paesi membri; tale rafforzamento era basato su un accordo di scambio di valute e aveva due componenti: ASA, l'espansione dello swap agreement già esistente, e BSAs, la creazione di una rete di accordi bilaterali di scambio. Entrambe le componenti servivano a proteggere da futuri attacchi speculativi.

Intanto la produzione giapponese, come l'indice Nikkei e il tasso di cambio Yen/Dollaro, ha continuato a fluttuare per tutti gli anni Novanta, ma nonostante ciò il surplus commerciale era sempre in attivo. Grazie all'apprezzamento dello Yen alla fine degli anni Ottanta, soprattutto le imprese automobilistiche giapponesi decisero di aprire degli stabilimenti di produzione negli Stati Uniti mantenendone il controllo dal Giappone: il sistema produttivo è considerato "dualista". Al 15 giugno 1998 lo Yen aveva un rapporto di cambio di 146 sul Dollaro e l'indice di borsa Nikkei era appena sotto i 15000. La debole valuta aveva portato le esportazioni del Giappone e di tutta l'area asiatica, ad essere tra le favorite<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> Cfr. Krauss, *Beyond bilateralism*, cit., pp. 210.

<sup>41</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone*, cit., pp. 226.



42

Lo Yen non è stato però influenzato dalla crisi asiatica come le altre monete, infatti ha avuto un percorso diverso: a novembre del 1996 il cambio si afferma a 113 sul Dollaro, questo continuò a deprezzarsi fino ad arrivare a 125 nel febbraio dell'anno successivo. Nella primavera del '97, nonostante l'imminente scoppio della crisi asiatica, lo Yen affrontò un nuovo periodo di apprezzamento e tornò vicino i 113 Yen per un Dollaro. Subito dopo il valore dello Yen riiniziò a scendere fino a toccare i 146 nell'agosto del 1998. La moneta era già indebolita prima dell'inizio della crisi asiatica e raggiunse il suo massimo deprezzamento nell'agosto del '98, ossia quando buona parte degli Stati asiatici erano nella fase di recupero. La produzione di auto che nel 1997 continuò ad aumentare grazie alla domanda interna ed al tasso di cambio con il Dollaro, entrò in crisi a metà dell'anno successivo, a causa del calo del mercato interno. Le prime cinque aziende automobilistiche giapponesi hanno dovuto ridurre la produzione del 10%. A ottobre dello stesso anno il Sole24Ore affermò che Toyota e Honda avevano ridotto la produzione in Asia di oltre il 65%; ma la stessa fonte un mese dopo affermò che Honda e Mazda avevano aumentato i loro profitti nonostante il calo della

<sup>42</sup> Yahoo!Inc., USD/JPY,

<https://it.finance.yahoo.com/echarts?s=USDJPY%3DX#symbol=USDJPY=X;range=>, data di consultazione 28/07/2014.

produzione, grazie alle vendite estere. Il forte apprezzamento dello Yen del 1999 ha ridotto i profitti persino alla Sony.

Il continuo apprezzamento dello Yen e la diminuzione della produzione hanno portato le società industriali a ridurre il personale seguendo i tradizionali passaggi della società giapponese, prevedendo quindi licenziamenti ripartiti su archi temporali medio/lunghi, cercando nel mentre di riformarli e di ritrovare dei nuovi posti di lavoro o di metterli in una posizione di pre-pensionamento. Nonostante tutti gli ammortizzatori ai tagli, la popolazione giapponese si vede venir meno la “promessa” del lavoro a vita; anche questa sensazione di mancata promessa portò il giapponese medio ad aumentare l’incertezza riposta nel futuro diminuendo così ulteriormente i consumi interni da parte della popolazione.

Le banche, che continuamente venivano declassate a causa delle continue sofferenze dei crediti e delle corruzioni di funzionari pubblici, per riuscire a risanarsi cercarono di attuare delle fusioni, ma né i giapponesi stessi né gli investitori stranieri volevano inizialmente prendervi parte<sup>43</sup>. Questo è ciò che accadde alla Long-Term Credit Bank nella metà del 1998: la banca fallì, e il governo, non riuscendo a trovare degli investitori, dovette nazionalizzarla; solo successivamente si presentarono degli investitori stranieri disposti a comprare la banca.

Il primo fondo pubblico con un importo di 13000 miliardi di Yen voluto dal governo giapponese per salvare il sistema bancario, trascorsi sei mesi dalla sua creazione, non venne utilizzato e molti operatori internazionali non riuscirono a spiegarsi il perché. Nonostante l’aiuto monetario dato da questo fondo, il governo dichiarò che ci sarebbe voluto un periodo medio-lungo affinché l’opera di risanamento fosse effettiva; questa dichiarazione e l’inutilizzo del fondo pubblico comportarono un continuo declassamento delle banche giapponesi. La prima richiesta di utilizzo del fondo pubblico venne da parte della Japan Leasing, una filiale della Long-Term Credit Bank che presentò un’istanza di fallimento per un debito totale di circa 2444 miliardi di Yen: fu ben presto evidente che il fondo pubblico non

---

<sup>43</sup> Cfr. Koo, *Holy Grail of Macroeconomics*, cit., pp. 232.

sarebbe stato sufficiente a risanare il sistema bancario. Per questo motivo venne creato un secondo fondo pubblico di 43000 miliardi di Yen.

Politiche monetarie, politiche fiscali, problemi culturali e bancari, furono i principali motivi che portarono a questa crisi; motivi che verranno analizzati singolarmente nei prossimi capitoli.

## **Capitolo 2**

### ***La crisi giapponese degli anni Novanta***

#### ***2.1 Produzione e Commercio***

In ogni economia di mercato, produzione e commercio sono correlati tra loro. Il Giappone più di qualunque altro Stato è riuscito a sfruttarle come variabili chiave per la propria crescita; basti pensare che la crescita del Giappone dal 1885 al 1990 portò il PNL pro-capite reale giapponese a raddoppiarsi per ben quattro volte.

In Giappone il commercio ha visto l'intervento dello Stato che dalla fine della seconda guerra mondiale divenne sempre più protezionista fino agli anni Sessanta<sup>44</sup>. In seguito che lo Stato giapponese entrava nel commercio mondiale insieme agli Stati più sviluppati il suo comportamento protezionistico cominciò a ridursi e ad essere sempre più aperto (questo anche grazie alle continue richieste degli Stati Uniti). Dopo una serie di negoziati bilaterali gli Stati Uniti richiesero ed ottennero, minacciando il governo giapponese di eventuali ritorsioni, molte concessioni che miravano a beneficiare gli esportatori statunitensi; in particolare da questi accordi gli esportatori americani più avvantaggiati erano coloro che esportavano semiconduttori, carne di manzo, arance, prodotti di legno, assicurazioni, telecomunicazioni, ricambi auto, e altri oggetti<sup>45</sup>.

Possiamo inoltre notare come commercio e produzione siano strettamente legati ai movimenti della valuta nazionale, ad esempio l'apprezzamento del 1985 e il picco del 1995 hanno comportato un aumento dei costi di produzione per le industrie giapponesi e di conseguenza c'è stata una riduzione di competitività del Giappone nei confronti degli Stati Uniti<sup>46</sup>. Il divario del costo di produzione iniziò a diminuire dopo il 1995 in seguito al brusco deprezzamento dovuto al terremoto di

---

<sup>44</sup> Cfr. Flath, *The Japanese economy*, cit., pp. 156.

<sup>45</sup> Cfr. Ivi, pp. 175.

<sup>46</sup> Cfr. Hamada, Kashyap, Weinstein, *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation*, cit., pp. 105.

Kobe e continuò a farlo grazie al veloce aumento dei salari medi statunitensi e alla crescita di produttività di alcune industrie giapponesi. Nell'insieme l'apprezzamento dello Yen non ha comportato un aumento della produttività giapponese.

Interessante è anche conoscere la composizione di importazioni ed esportazioni giapponesi: le prime già dal 1945 erano petrolio e altre materie prime, tra le seconde già dal 1960 le principali erano automobili, prodotti elettronici ed altri prodotti manifatturieri. La composizione di importazioni ed esportazioni si può analizzare seguendo due teorie che possono coesistere: la teoria del vantaggio comparato e la teoria delle economie di scala<sup>47</sup>.

La teoria dei vantaggi comparati si basa sull'assunto che un Paese sceglierà di specializzarsi sulla produzione di quei beni che gli comportano un minor costo opportunità<sup>48</sup>: dalla sua apertura al commercio il Giappone tendeva ad importare i beni che avevano prezzi relativi<sup>49</sup> più alti nello Stato giapponese che all'estero ed esportava quelli con prezzi relativi più bassi; seguiva quindi pienamente la teoria dei vantaggi comparati (fatta eccezione per il riso che veniva esportato anche avendo un prezzo relativo più alto). Con il passare del tempo il commercio giapponese spostò la sua attenzione dall'importazione di materie prime utili al tessile a quella del combustibile e l'esportazione mutò seguendo la scia dell'importazione, ossia si passò dall'esportare capi tessili e tessuti ad esportare automobili e prodotti elettrici.

Le economie di scala invece si creano quando all'aumentare della scala di produzione si ottiene una riduzione del costo medio unitario di produzione, quindi spesso la riduzione dei costi unitari è accompagnata da un aumento di produzione e vendita. Queste risultano essere importanti per il commercio internazionale in due casi: il primo quando le economie di scala sono talmente elevate che si viene a creare un monopolio naturale a livello mondiale, ossia quando una sola grande impresa è in grado di produrre a costi inferiori rispetto ad un insieme di imprese

---

<sup>47</sup> Cfr. Flath, *The Japanese economy*, cit., pp. 161.

<sup>48</sup> Il costo opportunità rappresenta il valore della migliore alternativa, rappresenta quindi il sacrificio che viene effettuato facendo quella scelta economica.

<sup>49</sup> Indica la quantità necessaria di un bene da vendere per ricevere un'unità dell'altro. Si può quindi tradurre come il rapporto tra i prezzi dei due beni.

(ovvero un settore dove due o più fornitori non possono coesistere ed ottenere profitto entrambi); il secondo è quando grazie alle economie di scala si vanno a modificare le industrie di diversi Paesi andando a creare un oligopolio, permettendo che i prezzi dei prodotti siano superiori ai costi marginali ed entrambe le imprese facenti parte dell'oligopolio, sebbene di nazioni diverse, possono vendere gli uni nei mercati degli altri. Il Giappone anche se da molti è considerato un Paese dominato da oligopoli, risulta avere molto meno commercio intra-industriale di quanto non facciano le altre nazioni sviluppate. Ad esempio gli Stati Uniti sono allo stesso tempo grandi esportatori ed importatori di automobili e pezzi di ricambio; il Giappone invece è un grande esportatore di automobili ma ne importa pochissime<sup>50</sup>.

La composizione del commercio giapponese riflette la sua dotazione di risorse produttive seguendo la teoria ricardiana dei vantaggi comparati. Il Giappone importa petrolio e altre risorse naturali di cui è sprovvisto, ed esporta prodotti di manodopera qualificata e capitale del quale eccede. Inoltre numerosi imprenditori e manager giapponesi si dirigono nei Paesi meno sviluppati. Così facendo l'integrazione del Giappone all'interno dell'economia mondiale ha contribuito alla divisione internazionale del lavoro, ampliando le possibilità di consumo sia del Giappone che degli altri Paesi. Nonostante ciò lingua e cultura giapponese continuano a separare l'economia del Giappone dal resto delle economie mondiali, come anche dimostra la scarsità di imprese controllate e gestite da stranieri all'interno del Paese<sup>51</sup>.

---

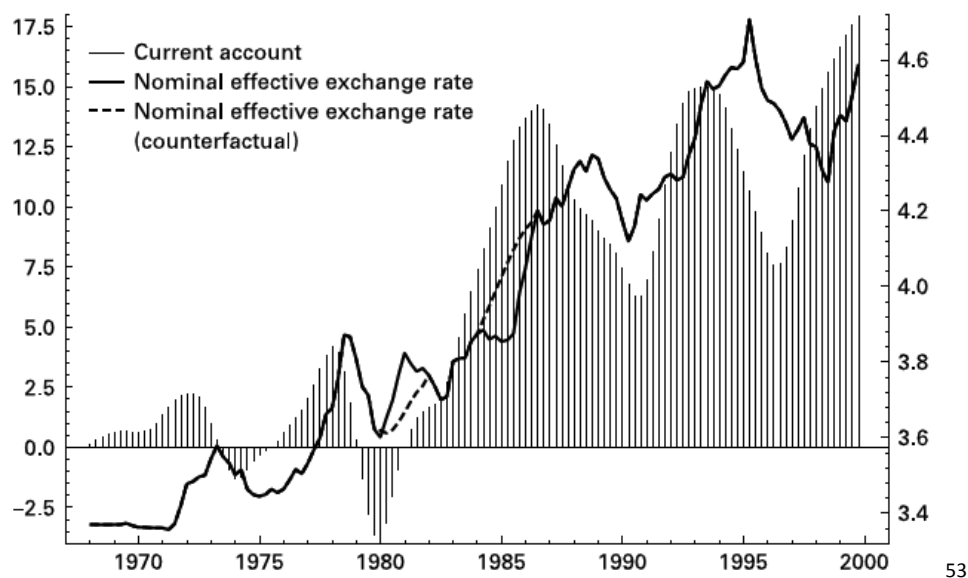
<sup>50</sup> Cfr. Flath, *The Japanese economy*, cit., pp. 167.

<sup>51</sup> Ivi, pp. 184.

## 2.2 Bilancia dei pagamenti

La bilancia dei pagamenti di un Paese serve a registrare gli scambi reali e finanziari che esso ha con gli altri Paesi. Il tasso di cambio reale ha quindi un forte peso per la bilancia commerciale; l'aver una moneta debole può creare un elevato surplus della bilancia, attraverso un aumento delle esportazioni (grazie al prezzo vantaggioso) e una diminuzione delle importazioni (perché considerate troppo care). D'altra parte il surplus creato nella voce del conto corrente comporta un aumento della valuta stessa, grazie alla generazione di flussi di valuta estera generati dalle esportazioni<sup>52</sup>.

Da metà degli anni Settanta fino a tutti gli anni Novanta la moneta giapponese ha avuto enormi fluttuazioni, e quanto detto precedentemente suggerisce che le oscillazioni dello Yen siano il risultato del costante ed elevato surplus del conto corrente. Le oscillazioni sia negative che positive dello Yen vengono riprese anche nel conto corrente: la bilancia commerciale ha subito infatti cinque fasi di espansione e recessione. Il tasso di cambio seguiva l'andamento del conto corrente con un ritardo medio di due anni.



<sup>52</sup> Cfr. Hutchison, Westermann, *Japan's Great Stagnation*, cit. , pp. 242

<sup>53</sup> Cfr. *Ivi*, pp. 250.

Dal grafico possiamo da subito notare che i cicli che attraversano i conti correnti ed il tasso di cambio sono lunghi; inoltre si può confermare che il tasso di cambio è strettamente correlato con i conti correnti e possiamo notarne anche il ritardo. Un importante cambiamento avvenne nella prima metà del 1980, quando il Giappone aprì finalmente il proprio mercato finanziario al mondo.

Quando nel 1979 lo Yen iniziò a deprezzarsi rapidamente, i giapponesi iniziarono a muoversi verso un'internazionalizzazione del proprio mercato finanziario e gli stranieri poterono così detenere titoli giapponesi. Gli investimenti in portafoglio aumentarono considerevolmente tra il 1980 e fine 1981, e come possiamo notare dal grafico precedente questo portò lo Yen ad una rivalutazione.

La seconda fase di liberalizzazione iniziò nel maggio del 1984 quando, seguendo le richieste degli Stati Uniti, il Giappone cominciò a rimuovere le restrizioni per l'acquisto di capitali nel proprio mercato: la rimozione dei controlli sui capitali comportò forti uscite e così lo Yen tornò temporaneamente a diminuire il proprio valore, fino agli accordi del Plaza.

L'incidenza di esportazioni ed importazioni sul PIL Giapponese ha avuto una media del 10% per le prime e dell'8% per le seconde, media calcolata su valori di oltre due decenni dal 1980 al 2003<sup>54</sup>. Pur essendo lo Stato che ha conseguito il record di surplus nella bilancia commerciale, esportazioni ed importazioni non hanno inciso sul PIL come per la Germania degli anni Ottanta dove la media si attestava attorno al 26% e 23%. La Germania è il secondo Paese per record di attivo nella bilancia commerciale ed osservando l'andamento del Conto corrente e del tasso di cambio possiamo notare molte somiglianze con la situazione giapponese, ma la situazione tedesca presenta delle oscillazioni più frequenti.

Il surplus commerciale in attivo è stata una caratteristica costante del Giappone che è iniziata molti anni prima della crisi degli anni Novanta e continua tutt'ora, anche se negli ultimi quattro anni, nonostante l'elevata svalutazione nei

---

Conto corrente giapponese (scala sinistra) espressi in trilioni di Yen; tasso di cambio effettivo nominale (scala di destra).

<sup>54</sup>Cfr *Ivi*, pp.252

confronti di euro e dollaro, il conto corrente ha continuato a peggiorare. Durante la crisi il mercato interno continuò a contrarsi ed anche questo fu un fattore importante per il mantenimento del surplus commerciale durante la crisi: infatti il calo dei consumi interni era maggiore del calare dell'esportazioni e produceva così un continuo surplus commerciale<sup>55</sup>. Anche il settore automobilistico ad esempio iniziò a cedere e nel maggio 1998 segnò un -3% sull'export ma questo veniva compensato dal -24,4% che nello stesso anno le auto di importazione raggiunsero nelle vendite.

La competitività nell'esportazione e la performance economica che il Giappone è riuscito a raggiungere sono stati oggetto di ammirazione da parte di tutto il mondo, inoltre il tasso di risparmio elevato lo ha portato ad essere il maggior creditore mondiale<sup>56</sup>. Questi elementi, che di primo acchito possono sembrare punti di forza, sono in realtà alla base dei problemi economici giapponesi.

---

<sup>55</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone*, cit., pp. 234.

<sup>56</sup> Per il ventitreesimo anno di fila nel 2013 con attività nette verso l'estero che ammontavano a 325000 miliardi di Yen.

## ***2.3 La politica monetaria***

Il Giappone ha vissuto la più grande e lunga stagnazione e recessione che un Paese sviluppato abbia mai visto a partire dagli anni Novanta<sup>57</sup>. Solitamente l'aumento dell'offerta di moneta fa aumentare i prezzi perché i cittadini dovrebbero aver maggior moneta da spendere, ma in Giappone questo non è avvenuto.

Le politiche monetarie di uno Stato vengo solitamente attuate dalla Banca Centrale che può modificare la base monetaria e/o i tassi d'interesse utilizzando vari strumenti, quali agire sul tasso di riferimento, prestiti alle banche, operazioni di quantitative easing, operazioni di mercato aperto<sup>58</sup> e variazioni di riserve obbligatorie minime. La BoJ (fondata nel 1882) non ha utilizzato molto quest'ultimo strumento: l'introduzione di un coefficiente di riserva obbligatoria da parte della BoJ avvenne nel 1959 e oltre trent'anni più tardi nel 1991 la Banca stessa ha ridotto i coefficienti portandoli dallo 0,72% allo 0,43%. Una riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria implica un aumento della quantità di moneta in circolazione in quanto consente alle banche di accantonare meno moneta a fronte dello stesso livello di depositi, ma questo, e pochi altri episodi simili sono gli unici momenti in cui la BoJ ha utilizzato tale strumento.

Fino alla fine degli anni Settanta la BoJ non aveva mai venduto titoli di Stato a lungo termine attraverso aste, ma li "distribuiva" tra varie istituzioni finanziarie giapponesi a prezzi di mercato inferiori, per poi riacquistarli l'anno seguente<sup>59</sup>. Questo tipo di operazioni ha consentito alla BoJ di aumentare l'offerta di moneta senza elargire ulteriori prestiti alle banche attraverso la "discount windows"<sup>60</sup>. L'aumento del debito pubblico però rese impossibile che la Banca Centrale

---

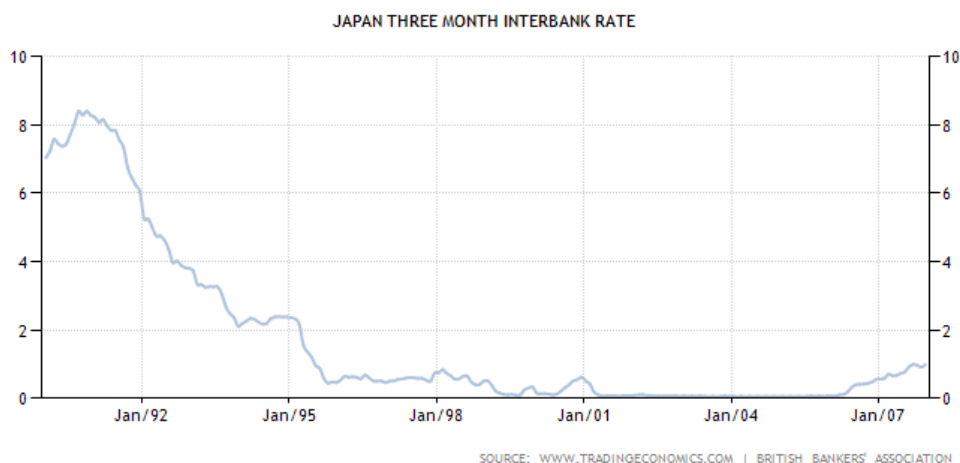
<sup>57</sup> Hutchison, Westermann, *Japan's Great Stagnation*, cit., pp. 157.

<sup>58</sup> Mediante queste operazioni la Banca Centrale acquista e/o vende titoli di Stato così da aumentare o diminuire l'offerta di moneta.

<sup>59</sup> Questo perché il fiscal act del 1947 proibisce il riacquisto di titoli di Stato da parte della BoJ prima di un anno dall'emissione.

<sup>60</sup> Operazione che permette alla Banca Centrale di dare denaro alle banche che ne fanno richiesta, e che acquistavano così un diritto di credito ad un determinato tasso di sconto.

emettesse titoli di Stato a lungo termine da riacquistare l'anno seguente, quindi nel 1978 vennero venduti attraverso un'asta normale e non indirizzati ai vari istituti finanziari. Le operazioni di mercato aperto effettuate dalla Banca Centrale non riguardavano esclusivamente i titoli di Stato: in particolare la BoJ ha emesso effetti scontati, *gensaki*<sup>61</sup>, e pronti contro termine (quest'ultimi dal 1995)<sup>62</sup>. Gli effetti scontati vengono negoziati nei mercati interbancari attraverso sei operatori indipendenti che possono agire anche da intermediari per prestiti interbancari di breve e brevissimo periodo (da mezza giornata a una settimana); questi tipi di prestito vengono definiti "call loans". Tali titoli di breve termine sono stati utili anche per sostituire i prestiti diretti alle banche attraverso la discount windows, uno degli strumenti monetari che la BoJ usò sempre meno e dal gennaio 1996 smise di utilizzare<sup>63</sup>. I prestiti alle banche, perché esse potessero riceverli, dovevano offrire vari tipi di garanzie d'alta qualità (titoli di Stato, obbligazioni, fatture commerciali di aziende considerate blue chip) e il prestito veniva concesso ad un determinato tasso ufficiale di sconto che nel settembre 2001 è stato abbassato a 0,10 per cento, rimanendoci fino a metà del 2006.



64

<sup>61</sup> Accordi di riacquisto di titoli monetari a breve termine.

<sup>62</sup> Cfr. Flath, *The Japanese economy*, cit., pp. 116.

<sup>63</sup> Ibidem.

<sup>64</sup> Trading Economics, Japan three month interbank rate, <http://www.tradingeconomics.com/japan/interbank-rate>, data di consultazione 10 settembre 2014.

Va comunque ricordato che il più grande cambiamento nella possibilità di scelta della politica monetaria da parte della BoJ è avvenuto quando si è passati dal sistema dei cambi fissi Bretton Woods ad un sistema di cambi flessibili: mentre nella prima situazione l'imposizione di un determinato tasso di cambio obbligava la BoJ a seguire le politiche attuate dalla Fed, nella seconda fase la scelta è risultata più libera. Un altro cambiamento avvenne dopo gli accordi dell'Hotel Plaza del settembre 1985. La BoJ spostò la sua attenzione da una politica volta a controllare il tasso di crescita dell'offerta di moneta a tentativi di influenzare i tassi di cambio, così da riuscire a realizzare un deprezzamento del Dollaro come richiesto dagli accordi con le G5. Successivamente, con l'accordo di Louvre del 1987, si cercò di fermare il deprezzamento del dollaro ed invertirne la rotta, così il Giappone iniziò una politica monetaria fortemente espansiva.

La forte crescita della massa monetaria in Giappone comportò il vertiginoso aumento dei prezzi soprattutto di terreni, case e capitale azionario, andando così a favorire la creazione di una "bolla". Uno dei motivi per cui il continuo aumento dei prezzi delle attività si è fermato ed ha iniziato a calare drasticamente è sicuramente l'intervento di Mieno Yasushi, nominato governatore della BoJ nel dicembre 1989, il quale interruppe bruscamente la serie di interventi di politica monetaria espansiva. Poco dopo la nomina, Mieno aveva alzato il tasso ufficiale di sconto, portando a una forte contrazione della massa monetaria nel marzo 1990: nei dodici mesi precedenti l'offerta di moneta M2 in Giappone era cresciuta del 12,6%, ma nei dodici mesi successivi la crescita quasi dimezzò e l'anno successivo si attestò attorno allo 0,7%.

Molti economisti si domandarono quali fossero le motivazioni che avevano spinto Mieno Yasushi a percorrere questa strada. Durante un'intervista egli dichiarò che secondo lui il boom economico degli anni Ottanta aveva cambiato la mentalità giapponese spingendola verso un veloce "declino morale", favorendo disuguaglianze nella distribuzione della ricchezza e compromettendo la stabilità della società giapponese indebolendo l'ethos del lavoro<sup>65</sup>. L'attuazione di queste

---

<sup>65</sup> Cfr. Flath, *The Japanese economy*, cit., pp. 132.

politiche monetarie ha portato il Giappone ad iniziare il periodo Heisei<sup>66</sup> con una grande recessione, mettendo le banche giapponesi in una situazione di grande caos, come vedremo.

Il Governo giapponese nel 1990 cercò di ostacolare il continuo aumento dei prezzi della terra tramite normative fiscali, ma i prezzi dei terreni e degli immobili continuarono la loro salita fino a raggiungere il massimo del valore nel 1991, per poi scendere molto rapidamente<sup>67</sup>.

Nonostante tutto il Giappone non era ancora entrato in recessione. Nel dicembre 1994 il mandato del governatore Mieno ebbe termine e il PIL giapponese sembrò cominciare a crescere nuovamente. Nel 1995 il Reverse Plaza Accord aiutò la produzione economica del Giappone, che stava rallentando sempre più per colpa del continuo aumento del valore dello Yen (come possiamo intuire dal nome assegnato a questo accordo l'obiettivo era quello di eliminare le distorsioni create dall'accordo del 1985 denominato Plaza Accord). Per invertire gli effetti dell'accordo del 1985 e quindi i trend dei tassi di cambio, lo Stato giapponese doveva diminuire i tassi d'interesse rispetto a quelli statunitensi e allo stesso tempo doveva comprare un maggior numero di strumenti finanziari in dollari. Il Giappone tagliando il tasso di sconto da 1,75 per cento allo 0,5 per cento ha dato inizio al "carry trade"<sup>68</sup>: gli investitori chiedevano in prestito Yen a tassi bassissimi e reinvestivano in strumenti finanziari con rendimenti più alti negli Stati Uniti. Il differenziale tra il tasso di interesse a cui prendevano in prestito i soldi e il rendimento a cui li investivano, sommato al continuo aumento del valore del dollaro, comportò un rendimento quasi garantito fino a quando il Reverse Plaza Accord è durato.

---

<sup>66</sup> Periodo iniziato dopo la morte dell'imperatore Hirohito, e l'ascesa al trono dell'imperatore Akihito l'8 gennaio 1989.

<sup>67</sup> Cfr. Hamada, Kashyap, Weinstein, *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation*, cit., pp. 57.

<sup>68</sup> Operazione finanziaria dove i fondi vengono presi da un Paese con costo del denaro per poi investirli in un Paese con alti tassi d'interesse. Rimane comunque il rischio della valuta quindi la convenienza dell'operazione dipende dal tasso di cambio delle due valute.

Nel Maggio 1997, ossia quando iniziò a farsi sentire la crisi finanziaria asiatica, il Giappone entrò in recessione. Nuovamente i prezzi delle attività si abbassarono sempre più e nel settembre 1998 il Nikkei era mediamente sotto i 14.000 (circa un terzo dal suo picco massimo del novembre 1987). Nell'aprile 1997 iniziarono inoltre i primi fallimenti e liquidazioni di grandi banche giapponesi: il settore bancario giapponese iniziava ad essere in una situazione preoccupante, e il governo a marzo del 1998 aveva già speso 1800 miliardi di Yen per cercare di salvare le banche attraverso l'acquisto di obbligazioni ed azioni privilegiate delle principali banche. Nessuno poteva però essere sicuro che queste misure fossero sufficienti per poter evitare un collasso dell'intero sistema bancario giapponese.

Durante quel periodo pesò anche la crisi finanziaria asiatica, che viene considerata uno dei contributori alla profonda recessione giapponese ma non sicuramente la causa principale. In quel periodo l'obiettivo principale della BoJ fu l'abbassamento del tasso d'interesse sui prestiti a brevissimo termine nel mercato interbancario, così da cercare di aumentare l'offerta di moneta e di stimolare la domanda aggregata<sup>69</sup>. La ricerca di uno stimolo alla domanda era d'obbligo, in quanto già dal 1995 i prezzi in Giappone iniziarono a diminuire a colpa del mancato consumo interno, creando così il fenomeno della deflazione che continuava ad aumentare, basti pensare che nel 1995 l'abbassamento dei prezzi al consumo fu al di sotto dell'1% mentre nel 2000 aveva già superato il 2%. Mentre il fenomeno della deflazione continuava a farsi sempre più critico, i rendimenti dei titoli di Stato continuavano a diminuire e nel settembre del 1998 hanno toccato il minimo, 0,76% di tasso d'interesse su titoli decennali<sup>70</sup>. Il 1998 è un anno importante per la BoJ in quanto è l'anno in cui ha ricevuto l'indipendenza formalmente, mentre prima era formalmente dipendente dal governo<sup>71</sup>. Il governo in quel periodo iniziò pratiche di evergreening<sup>72</sup> concedendo garanzie governative che hanno portato alla

---

<sup>69</sup> Cfr. Flath, *The Japanese economy*, cit., pp. 133.

<sup>70</sup> Cfr. *Ibidem*.

<sup>71</sup> Cfr. Hutchison, Westermann, *Japan's Great Stagnation*, cit., pp. 158.

<sup>72</sup> Solitamente con questo termine ci si riferisce ad una serie di pratiche bancarie utili a mantenere attiva la posizione creditoria verso un cliente.

sopravvivenza di imprese ed istituzioni finanziarie, ma queste scelte impedivano le ristrutturazioni e diminuivano gli investimenti e la crescita della produzione<sup>73</sup>.

Il tasso di riferimento giapponese continuò la sua discesa sotto la supervisione del nuovo governatore della BoJ, Masaru Hayami, che nel settembre 1998 lo portò a 0,34-0,25%. Nel comunicato diffuso successivamente la riunione in cui fu decisa tale politica monetaria la BoJ aveva citato la deflazione come importante fattore nella decisione dell'abbassamento del tasso<sup>74</sup>. La BoJ sperava che la scelta di politiche monetarie più accomodanti riuscisse a risolvere facilmente i problemi, del riassetto del sistema finanziario, a sistemare le condizioni economiche giapponesi e a controllare la stabilità dei prezzi<sup>75</sup>. Successivamente, nel gennaio 1999, il tasso arrivò allo 0,15% e continuò ad essere abbassato nei mesi successivi, avvicinandosi sempre più allo 0. Probabilmente anche grazie a queste decisioni nel 2000 l'economia del Giappone sembrava stesse uscendo dalla crisi, ed il PIL reale aveva una crescita del 2,8%. Così la BoJ, nell'agosto dello stesso anno, decise di rialzare il tasso di riferimento, ritornando a una politica monetaria restrittiva. Questa scelta fu probabilmente troppo avventata e anche per questo motivo dopo qualche mese dall'intervento il Giappone si trovò nuovamente in recessione, bloccando così la crescita economica che si protraeva da ben ventun mesi. Vista la situazione la BoJ decise di effettuare nuovamente una riduzione del tasso, portandolo inizialmente nel febbraio 2001 allo 0,15% e successivamente dopo qualche mese lo avvicinò nuovamente allo zero. Inoltre la Banca chiarì che avrebbe abbandonato questa strada solo dopo che il tasso di inflazione al consumo

---

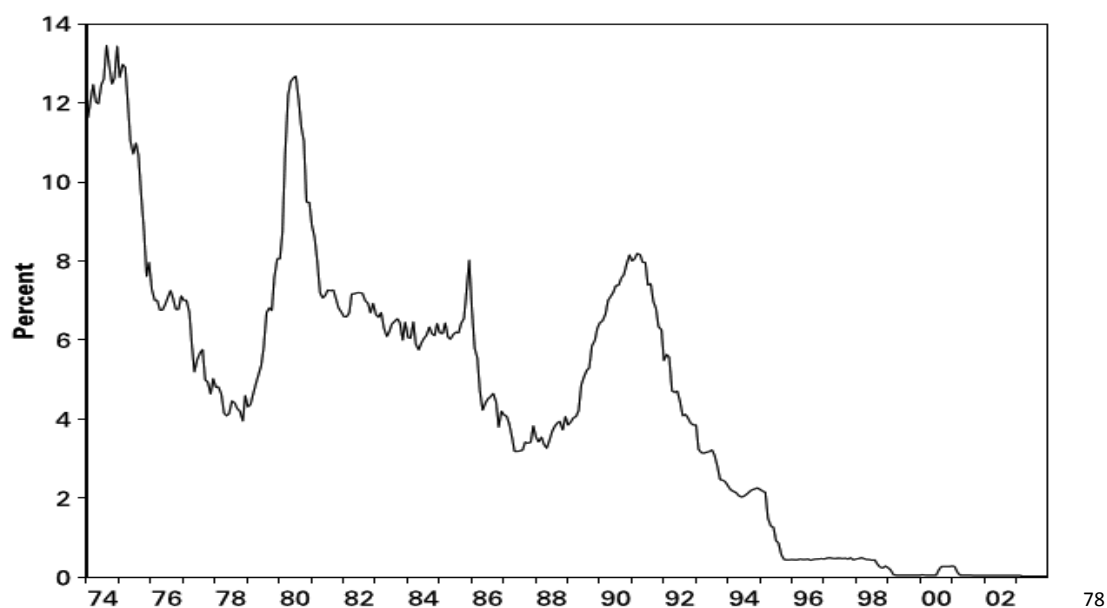
<sup>73</sup> Cfr. Hamada, Kashyap, Weinstein, *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation*, cit., pp. 59.

<sup>74</sup> Cfr. Hutchison, Westermann, *Japan's Great Stagnation*, cit., pp. 158.

<sup>75</sup> BoJ, Minutes of the Monetary Policy Meeting on September 9, 1998, [https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche\\_minu/minu\\_1998/g980909.htm/#header](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/minu_1998/g980909.htm/#header), data consultazione 16 settembre 2014.

si fosse assestato stabilmente su valori positivi<sup>76</sup>. Mantenne quella posizione fino a metà del 2006<sup>77</sup>.

La scelta della continuazione della politica monetaria espansiva ha visto l'attuazione di nuove procedure operative da parte della BoJ. Dalla fine del 2001 si può notare una netta differenza con le politiche monetarie attuate fino a quel momento e si può constatare che tali politiche non erano in realtà così espansive come sosteneva la BoJ.



Guardando il tasso overnight sembrerebbe infatti che la politica attuata dalla BoJ fosse stata super espansiva. Come si vede dal grafico, il tasso overnight è sceso dall'inizio degli anni Novanta e verso la fine ha raggiunto il valore più basso in assoluto. Se al tasso overnight sottraiamo il tasso d'inflazione al consumo le politiche monetarie non risultano però così espansive.

<sup>76</sup> Cfr. Hamada, Kashyap, Weinstein, *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation*, cit., pp. 60.

<sup>77</sup> Cfr. Flath, *The Japanese economy*, cit., pp. 134.

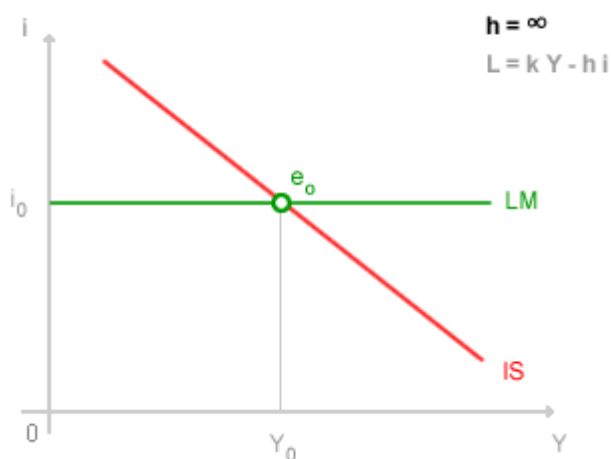
<sup>78</sup> Tasso overnight :Hutchison, Westermann, *Japan's Great Stagnation*, cit., pp. 162 Figure 6.1.



Il tasso overnight reale è stato praticamente sempre superiore allo 0 a causa della deflazione<sup>80</sup>. Vista la situazione molti economisti hanno discusso se la politica monetaria potesse essere realmente espansiva anche con un tasso di interesse nominale pari a zero. Questo è uno dei casi estremi di inefficacia di politica monetaria, che si ha quando il tasso d'interesse è insensibile all'offerta di moneta. Questa situazione viene anche chiamata trappola della liquidità: possiamo analizzarla teoricamente attraverso il modello IS-LM che rappresenta sinteticamente il pensiero keynesiano. In questo caso LM si trova in posizione orizzontale in quanto la domanda di moneta  $M_d$  è infinitamente elastica rispetto al tasso d'interesse  $i$ . In questa situazione se l'offerta di moneta  $M_s$  dovesse aumentare, allora  $i$ , LM ed il reddito  $Y$  non cambierebbero in quanto il settore privato risulterebbe insensibile al tasso d'interesse nel decidere quanto investire in titoli e quanto tenersi. In questo caso detenere titoli o tenersi i soldi non cambia nulla in quanto nessuna delle due condizioni rende qualcosa.

<sup>79</sup> Tasso overnight – Tasso d'inflazione : Hutchison, Westermann, *Japan's Great Stagnation*, cit., pp. 163 Figure 6.2.

<sup>80</sup> Hutchison, Westermann, *Japan's Great Stagnation*, cit., pp. 163.



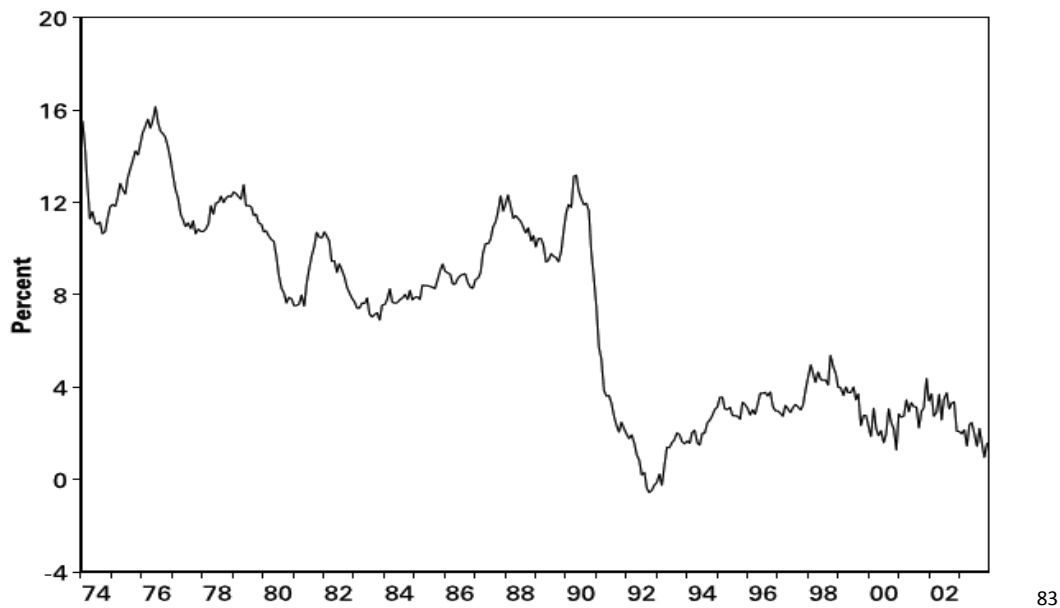
Secondo Keynes, le vere cause per cui aumentano o diminuiscono i consumi sono le aspettative e non sono in realtà i tassi di interesse bassissimi che possono rilanciare l'economia. Questi casi estremi erano considerati solo teorici ma la forma della trappola della liquidità è una situazione in cui si è trovato il Giappone; infatti è dallo scoppio della bolla degli anni Novanta che lo Stato giapponese non riesce a stimolare la domanda interna pur avendo portato i tassi a zero.

La mancata espansione monetaria degli anni Novanta possiamo notarla confrontando il tasso di crescita dell'aggregato monetario  $M2^{81}+CD$  ( $YoY^{82}$ ).

---

<sup>81</sup> M2 o liquidità secondaria comprende banconote e monete in circolazione, tutte le attività finanziarie che possono essere utilizzate come metodo di pagamento, e tutte le attività finanziarie a valore certo in un qualsiasi istante futuro, mentre CD sta ad indicare i certificati di deposito negoziabili.

<sup>82</sup> Year on year, quindi variazione da un anno all'altro.



Come possiamo notare dal grafico, l'aggregato monetario è cresciuto ed il tasso di crescita tra il 1993 ed il 1995 ha continuato ad aumentare, ma dopo il 1995 si è stabilizzato attorno al 3%. Sicuramente il fenomeno denominato carry trade, creatosi dopo il Reverse Plaza Accord del 1995, aveva sottratto liquidità. Se confrontiamo il tasso di crescita che ha influenzato gli anni precedenti la crisi, possiamo notare come esso sia nettamente superiore: per questo non è corretto definire la politica monetaria attuata dalla BoJ come superespansiva. Il tasso di crescita CD+M2 è stato in realtà basso negli anni Novanta e nei primi anni del 2000.

La BoJ nel settembre 2001 decise di trasformare la politica del tasso d'interesse a zero in una politica non convenzionale di Quantitative Easing<sup>84</sup>. Inizialmente erano stati fissati 5.000 miliardi di Yen destinati ai conti correnti bancari, ma la BoJ li fece salire a 15.000 ed infine a 20.000 miliardi di Yen nell'ultimo quadrimestre del 2002<sup>85</sup>. Nonostante queste politiche monetarie fortemente espansive la deflazione non si fermò. La BoJ aveva fissato una soglia di avversione

<sup>83</sup> Tasso di crescita di M2+CD (YoY) : Hutchison, Westermann, *Japan's Great Stagnation*, cit., pp. 164 Figure 6.3.

<sup>84</sup> Con il Quantitative Easing la Banca Centrale acquista titoli e/o obbligazioni in circolazione nel mercato per creare moneta senza stabilire la data in cui andrà a rivenderli.

<sup>85</sup> Cfr. Hamada, Kashyap, Weinstein, *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation*, cit., pp. 60.

all'inflazione, ma assegnò una soglia talmente elevata da essere incompatibile con la possibilità che il Quantitative Easing potesse essere la strategia vincente. L'irrealizzabilità della scelta diffuse ulteriori incertezza tra la popolazione e portò inoltre alla creazione di aspettative irraggiungibili. Durante il Quantitative Easing, l'aumento degli aggregati monetari non fu proporzionale all'aumento della base monetaria e la maggiore liquidità che venne assegnata alle banche non fu distribuita attraverso un maggiore credito a cittadini ed imprese.

Nel marzo 2003 Toshihiko Fukui venne nominato governatore della BoJ, ed assieme a lui arrivarono anche due vice-governatori, tra cui Kazumasa Iwata, sostenitore del controllo dell'inflazione. Questi nuovi decisori delle politiche monetarie aumentarono bruscamente le operazioni di Quantitative Easing ed alla stesso tempo promisero che non avrebbero abbandonato la politica del mantenimento del tasso a zero a meno che l'inflazione non fosse tornata positiva<sup>86</sup>. Questa serie di interventi è sicuramente stata utile per far capire quali erano le intenzioni dei nuovi decisori della politica monetaria. Inoltre certi economisti hanno considerato il massiccio acquisto di dollari, effettuato tra il 2003 ed il 2004, come la causa del soffocamento di un possibile ciclo di apprezzamento dello Yen che avrebbe ulteriormente deflazionato l'economia<sup>87</sup>. Un altro fattore che si può considerare positivo per l'economia giapponese è stato lo sforzo fatto dal governo, in particolare dal Ministro dell'economia e delle finanze Heizo Takenaka, nel frenare e regolamentare il problema delle banche e dei prestiti non esigibili (problema che verrà analizzato successivamente).

Takenaka fu nominato ministro dell'economia e delle finanze nel settembre 2002 dall'allora primo Ministro Junichiro Koizumi. Successivamente ci furono molti eventi importanti, a partire dall'inizio del 2003 quando venne effettuata la ricapitalizzazione e ristrutturazione preventiva per la Resona Bank; questo evento, assieme al calendario fissato da Takenaka per smaltire i prestiti inesigibili delle altre

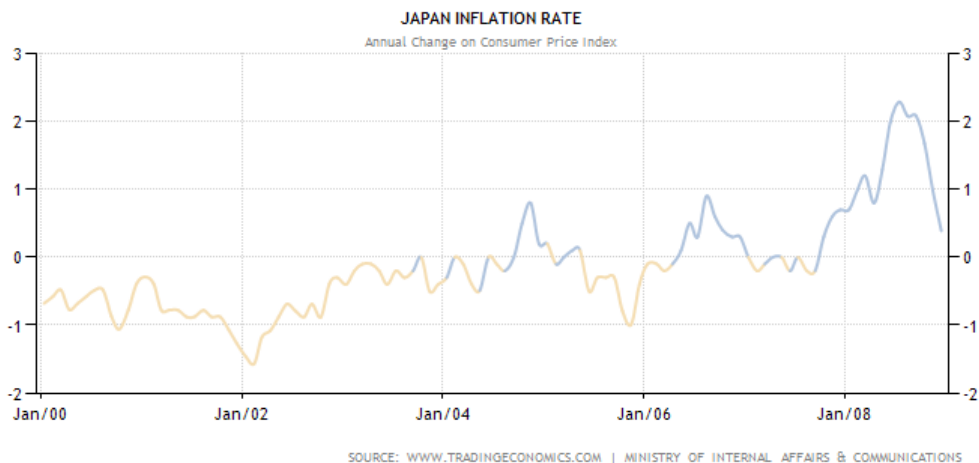
---

<sup>86</sup> Cfr. *Ivi* pp. 61.

<sup>87</sup> Cfr. K. Hamada e Y. Okada, "Monetary and International Factors Behind Japan's Lost Decade", *Journal of the Japanese and international economies*, Vol. 23, II (2009), p. 200-219.

banche, potrebbero aver stabilizzato le aspettative di rischio di credito. In seguito tra il 2004 ed il 2007 il tasso di crescita del PIL reale divenne più stabile e si attestò intorno ad una media del 2,25% annuo. Sempre in quel periodo, la deflazione, misurata attraverso il CPI core, e quindi escluse le variazioni dei prezzi di energia ed alimentari, risultava in diminuzione ma non era ancora scomparsa, e i prezzi continuavano quindi a diminuire.

Nel marzo 2006, per la prima volta, la BoJ definì un tasso d'inflazione che poteva essere considerato in linea con i propri obiettivi. Nel verbale di quell'appuntamento si annunciava che i membri della BoJ concordavano sul considerare idoneo un tasso di variazione dell'indice dei prezzi con riferimento YoY (anno su anno) all'interno dell'intervallo dallo 0 al 2 per cento.



88

Dopo le affermazioni dei membri della Banca Centrale la deflazione sembrò allontanarsi, e come possiamo vedere dal grafico toccò quasi l'uno per cento, perciò nel luglio dello stesso anno la BoJ decise di mettere fine alla politica dei tassi a zero, alzandolo allo 0,25%. Questa scelta fu in contrasto con quanto riteneva il primo Ministro Koizumi, il quale sosteneva che la fine della stagnazione era vicina ma non la si era ancora pienamente raggiunta. Secondo alcuni economisti la scelta da parte

<sup>88</sup> Trading Economics, Japan inflation rate, <http://www.tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi>, data di consultazione 8 ottobre 2014

della BoJ di dare un segnale contrario rispetto al Primo Ministro fu effettuato per sottolineare l'indipendenza che possedeva<sup>89</sup>.

Anche se il lungo periodo di deflazione sembrava al termine nel 2006, la situazione mondiale e gli eventi che si susseguirono dal 2007 al 2009 riportarono l'economia giapponese in deflazione all'inizio del 2009. Fortunatamente l'economia giapponese fu toccata solo marginalmente dai titoli spazzatura che inquinavano il mercato finanziario, e lo Yen divenne la moneta rifugio<sup>90</sup>. Lo Yen iniziò così ad apprezzarsi multilateralmente ma soprattutto nei confronti del dollaro. Questi eventi fecero nuovamente abbassare i prezzi.

---

<sup>89</sup> Cfr. Hamada, Kashyap, Weinstein, *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation*, cit., pp. 62.

<sup>90</sup> Cfr. • D. Botman, I. Carvalho Filho, W.R. Lam, "The Curious Case of the Yen as a Safe Haven Currency: A Forensic Analysis", *IMF Working Paper*, U.S.A., Washington, International Monetary Fund, 2013, pp. 4.

## ***2.4 La politica fiscale***

Negli anni Novanta, come sappiamo, il Giappone entrò in una crisi finanziaria dovuta allo sgonfiamento della bolla speculativa, che è stata seguita dalla contrazione dei consumi interni e degli investimenti. E' utile quindi analizzare le scelte di politica fiscale effettuate dal governo per uscire da questa crisi.

La politica fiscale è uno strumento utilizzato dallo Stato principalmente al fine di stabilizzare il PIL ed i conti pubblici. Più concretamente il governo per utilizzare questo strumento va a variare la spesa pubblica e/o le imposte. Un aumento della spesa pubblica o una diminuzione delle tasse rappresentano delle politiche fiscali espansive, mentre una riduzione della spesa pubblica o un aumento delle tasse rappresentano una politica fiscale restrittiva.

Negli anni Novanta in Giappone le imprese diminuirono drasticamente i programmi di investimenti futuri principalmente per due motivi: in primo luogo perché la capacità produttiva non veniva sfruttata al massimo bensì solo una piccola parte veniva realmente utilizzata, in secondo luogo perché vedevano un peggioramento costante della propria posizione finanziaria. Infatti uno dei problemi principali di quel periodo, per i giapponesi, era la situazione bancaria che verrà analizzata nel prossimo paragrafo.

Si deve tener presente che i pacchetti approvati per stimolare l'economia erano stati creati principalmente per la costruzione di opere pubbliche e tagli delle tasse, ma tra i 136.000 miliardi di Yen che vennero messi a disposizione tra il 1990 ed il 2000 meno del 50% furono destinati a questo<sup>91</sup>.

Tra il 1992 ed il 1996 ci fu il primo utilizzo della politica fiscale da parte del governo giapponese, anche se sembrava esitasse ad utilizzare questo strumento per cercare di uscire dalla crisi. La prima misura attuata comprendeva un pacchetto da 10.700 miliardi di Yen (circa il 2% del PIL dell'epoca). La politica fiscale espansiva attuata dal governo mirava a stimolare la crescita economica. Con il primo pacchetto del 28 agosto 1992, disposto dal Ministro delle Finanze, i soldi furono

---

<sup>91</sup> Cfr. T. Callen, J.D. Ostry (a cura di), *Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival*, U.S.A., Washington, International Monetary Fund (IMF), 2003, pp. 166.

allocati tra il FILP (Fiscal Investment and Loan Program<sup>92</sup>), l'emissione di Bond e per liberare fondi precedentemente non utilizzati. Successivamente venne annunciata un'ulteriore misura fiscale espansiva in cui i soldi vennero destinati per la realizzazione di opere pubbliche, soprattutto opere edilizie. Il MoF poco prima della chiusura dell'anno fiscale emanò una direttiva che limitava l'accesso ai fondi per l'acquisto di abitazioni e terreni. L'intenzione era proprio quella di tagliare fuori dall'utilizzo dei fondi tutti quelli che volevano effettuare delle speculazioni edilizie<sup>93</sup>. Vennero inoltre date altre disposizioni informali agli istituti finanziari giapponesi, ovvero di non liquidare quelle attività che avevano risentito di una drastica riduzione di prezzo o di valore.

Nell'autunno del 1992, in risposta alla discesa dei prezzi delle azioni, il Ministro delle Finanze cercò di far alzare il prezzo delle azioni annunciando, attraverso la stampa, future manovre di politica economica. Dopo il primo pacchetto del 1992 si dovette attendere l'anno successivo per veder elargire nuovi soldi: ben 72.350 miliardi di Yen vennero messi a disposizione ma l'incremento reale della spesa ammontò solo allo 0,2%; non ci fu inoltre alcuna riduzione della pressione fiscale. Questo pacchetto fu approvato a seguito di aspettative a dir poco ottimistiche: si attendeva un tasso di crescita del 3,3%. La realtà si discostò nettamente dalla previsione, quindi Miyazawa dovette integrare velocemente il budget prefissato con un pacchetto di misure pari a 13.200 miliardi di Yen, dei quali 2.250 miliardi dovevano essere utilizzati per la riduzione delle tasse e i restanti venivano utilizzati tramite i FILP; 41 miliardi di Yen erano inoltre destinati a sostenere la situazione russa, mentre 25 miliardi avevano come obiettivo il National Debt Service Special Fund (così da cercare di stimolare la domanda interna grazie ad un aumento della spesa pubblica)<sup>94</sup>. Per coprire finanziariamente l'operazione il Giappone dovette emettere nuovi bond governativi.

---

<sup>92</sup> Utilizzati dal governo giapponese già dal 1970, è un programma di prestiti e investimenti a basso tasso di interesse a lungo termine finalizzato a dare stimolo all'economia.

<sup>93</sup> Cfr. W.W. Grimes, *Unmaking the Japanese Miracle: Macroeconomic Politics, 1985-2000*, U.S.A., Ithaca, Cornell University Press, 2002, pp. 152.

<sup>94</sup> Cfr. *Ivi*, pp. 166.

Nel 1994 fu approvato un nuovo pacchetto di politica fiscale espansiva, chiamato People's Welfare Tax, che da un lato avrebbe ridotto le imposte su reddito sia delle persone fisiche che delle società e dall'altro lato avrebbe aumentato la tassa sul consumo. Per il taglio delle imposte dirette vennero utilizzati 5.500 miliardi di Yen e ci fu un aumento delle imposte sui consumi fino al 5% contro il 7% proposto dal MoF; il gettito derivante dai consumi aumentò di 5.000 miliardi di Yen.

Nell'anno successivo fu invece introdotto il così detto New Gold Plan con un budget di 300 miliardi di Yen per i primi due anni. Attraverso questo piano, metà del gettito ricavato dall'aumento dell'imposta al consumo venne trasferita ai governi locali e regionali così da favorire lo sviluppo delle economie locali.

Il 1996 fu caratterizzato da segnali di ripresa incoraggianti: il PIL era in crescita e la deflazione si stava trasformando in inflazione. Il deficit di bilancio dello Stato giapponese peggiorò notevolmente, ma questa situazione era attesa viste le continue politiche fiscali espansive che miravano a stimolare l'economia. L'inflazione era un segnale positivo anche era se dovuta alla People's Welfare Tax, in quanto con la diminuzione delle imposte sul reddito i giapponesi si trovarono con una disponibilità maggiore di moneta e nel breve periodo non fecero troppo caso agli aumenti dei prezzi dovuti all'aumento della tassa al consumo<sup>95</sup>.

Il positivo andamento di quell'anno portò le autorità ad avviare un processo di consolidamento fiscale, cosa che avvenne attraverso il budget del 1997. Il Tax Bureau del MoF aveva previsto un aumento delle entrate derivanti dall'introduzione dell'aumento dell'imposta al consumo (previsti 5.000 miliardi di Yen) e la riduzione dei tagli delle imposte sul reddito avrebbe garantito ulteriori fondi (previsti 2.000 miliardi di Yen); così il Fiscal System Advisory Council del MoF cercò le migliori modalità e tempistiche necessarie alla riduzione del deficit derivante dall'emissione dei bond. La dipendenza dai titoli dello Stato era continuamente aumentata in quel periodo, dopo lo scoppio della bolla la necessità dell'emissione di bond si fece sempre più pressante, e dal 1991 al 1994 l'impatto dei bond sulla spesa pubblica passò dal 7,6% al 22% continuando ad aumentare con il passare degli anni, anche

---

<sup>95</sup> Cfr. *Ivi*, pp. 187.

grazie alle continue politiche fiscali espansive anti cicliche. Tutto ciò si trasformò nel continuo aumento del deficit.

Nell'ultimo mese del 1996, il Fiscal System Advisory Council pubblicò il rapporto finale in cui venivano definiti determinati obiettivi. Il governo Hashimoto dopo aver preso visione del rapporto, approvò una riforma strutturale del fisco, che prevedeva 3 obiettivi principali da raggiungere entro il 2003:

- Riduzione dei programmi di investimento a lungo termine e quindi eliminazione di alcuni bond;
- Riduzione del rapporto Deficit pubblico/PIL ad un valore inferiore al 3% ;
- Riduzione del rapporto Debito pubblico/PIL ad un valore inferiore al 60%<sup>96</sup>.

Oltre a questi obiettivi, all'interno della riforma venne stabilita: la realizzazione di una serie di riforme strutturali atte a ridurre le spese (veniva contemplata la possibilità di un aumento della spesa pubblica ma se questo doveva avvenire allo stesso tempo dovevano essere messi degli obiettivi di futuri tagli specifici), inoltre l'indice che misurava il carico tributario non doveva superare il 50%. Le ragioni principali della riforma e del risanamento dei conti pubblici riguardavano le preoccupazioni dei mercati internazionali per la continua crescita del debito pubblico fuori controllo che avrebbe portato, come conseguenza, un'impennata inflazionistica.

La riforma, forse troppo ambiziosa, era destinata al fallimento. Essa ebbe infatti un impatto fortemente recessivo sull'economia giapponese e portò molte aziende al fallimento. I fallimenti colpirono un numero sempre maggiore di aziende, portando alla bancarotta anche importanti istituti finanziari, ad esempio la Yamaichi Securities e la Hokkaidō Takushoku Bank. Le cause della recessione del maggio 1997 furono in realtà quattro e non tutte sono direttamente causate dall'attuazione della riforma:

- L'aumento della tassa sui consumi, portata dal 3% al 5% a seguito della riduzione delle imposte sul reddito;

---

<sup>96</sup> Cfr. • T. Ihori, T. Nakazato, M. Kawade, "Japan's Fiscal Policies in the 1990s", *The World economy*, Vol.26, III (2003), p. 328.

- La spesa per le opere pubbliche ridotta;
- L'inizio della crisi del settore finanziario asiatico che si verificò nell'autunno di quell'anno;
- La riduzione della crescita della produzione da parte delle aziende<sup>97</sup>.

L'economia entrò così in una nuova recessione che obbligò il Primo Ministro Hashimoto ad approvare tre nuovi pacchetti che andavano contro l'obiettivo del pareggio di bilancio, erano volti a stimolare l'economia e rappresentavano il 9,8% del PIL. Queste serie di operazioni non furono però appoggiate dal MoF perché contrarie alla riforma strutturale approvata precedentemente.

Il fallimento della riforma fiscale e la sconfitta elettorale del Partito liberal democratico portarono il nuovo Primo Ministro Keizo Obuchi a varare una nuova riforma nel 1999, che per gli obiettivi principali di politica fiscale spostò la data designata di raggiungimento, portando come nuovo obiettivo l'anno 2005. Altro punto importante fu l'ipotesi di riduzione dei bond attraverso una diminuzione graduale. Durante l'anno fiscale '98 l'emissione di bond speciali per coprire il deficit ammontava a 21.700 miliardi di Yen per coprire una serie di misure di politica fiscale. Alla fine del 1999, il debito totale del Giappone raggiungeva il 108% del PIL. In quello stesso anno la riforma strutturale fiscale fu soppressa.

Il governo giapponese aveva sottovalutato gli effetti recessivi dovuti dalla politica fiscale recessiva, in quanto il Giappone non era ancora preparato ad una manovra simile; l'impatto negativo non riguardò solo il breve periodo ma intaccò anche il medio/lungo termine<sup>98</sup>.

La tabella che segue rappresenta l'importanza dei pacchetti di politica fiscale atti a stimolare l'economia giapponese (viene espresso l'ammontare del pacchetto rappresentandolo come % del PIL).

---

<sup>97</sup> Cfr. *Ivi*, pp. 11.

<sup>98</sup> Cfr. Grimes, *Unmaking the Japanese Miracle*, cit., pp. 191.

Anno	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
%PIL	0	0	2.2	5	3.06	5.7	0.2	9.8	6.2	3.95	0.5

<sup>99</sup>

Tra il 1999 e il 2000 iniziò a diffondersi una percezione comune di uscita dalla crisi, visto il recupero dell'economia, ma questo periodo ebbe vita breve anche a causa della crisi dell'IT e della catastrofe dell'11 settembre 2001. Non furono esclusivamente questi eventi a rovesciare la situazione da crescita a recessione, ma le sofferenze del settore finanziario, che si scoprì essere in una situazione più grave del previsto. Prima di nuovi cambiamenti nelle politiche era necessario smaltire le sofferenze bancarie e destinare maggiori risorse ai settori produttivi. Intanto il governo, come risposta alla crisi del settore informatico, stava portando avanti due pacchetti di riforme: il primo riguardava un programma atto alla creazione di maggiori posti di lavoro e il raggiungimento di una sicurezza maggiore durante il lavoro, mentre il secondo era un programma di riforme preliminari volte a velocizzare le future riforme strutturali; ovvero cercando di velocizzare la pressante burocrazia che rallentava le scelte del Paese. Nessuna scelta di politica fiscale fu fatta in quel periodo: si credeva infatti che le riforme sopra enunciate fossero sufficienti ad avviare una ripresa del settore privato così da migliorare gli incentivi e ripristinare la fiducia.

Dal 2001 la politica fiscale passò da espansiva a restrittiva: aveva infatti come obiettivo principale la limitazione delle emissioni di titoli di Stato<sup>100</sup>. Il Primo Ministro Koizumi aveva fondato la propria campagna sulla promozione di un veloce consolidamento fiscale, riducendo drasticamente la spesa pubblica ed accelerando l'attuazione di riforme strutturali. Gli obiettivi di questo governo possono essere riassunti in tre punti: risolvere il problema del sistema bancario giapponese, rafforzare la politica della concorrenza, e raggiungere il consolidamento fiscale introdotto pocanzi. Queste scelte era fra loro palesemente incoerenti, basta

<sup>99</sup> Cfr. Dati dai siti web: Ministry of Finance, Japan e IMF

<sup>100</sup> Cfr. T. Ihori, "Fiscal policy and fiscal reconstruction in Japan", *International tax and public finance*, Vol. 13, IV (2006), p. 497.

guardare gli obiettivi: il governo volle infatti risolvere il problema bancario attraverso l'assorbimento o l'eliminazione delle sofferenze ma nello stesso tempo venne esclusa la possibilità di utilizzare il denaro pubblico perché questo avrebbe contrastato l'obiettivo di consolidamento fiscale e quello di ridurre gli investimenti pubblici.

I continui cambiamenti di politica fiscale (nel corso di un decennio il Giappone aveva cambiato l'approccio della politica fiscale quattro volte) indicavano mancanza di coerenza nelle scelte politiche. La politica fiscale espansiva ha però fatto evitare che la situazione critica che stava affrontando il Giappone si potesse aggravare maggiormente, anche se secondo alcuni una differente combinazione delle politiche avrebbe portato ad un impatto probabilmente maggiore. D'altra parte la scelta di passare ad una politica fiscale restrittiva, presumibilmente senza porsi troppi interrogativi, ha aiutato a peggiorare la situazione giapponese portando ad un'inversione di rotta quando gli indici sembravano positivi, o accelerando la diminuzione del reddito medio. E' sicuramente difficile gestire una situazione ove il deficit è stato elevato per molti anni, il debito pubblico in relazione al PIL è il più alto del mondo ed in continua crescita, e l'utilizzo della spesa pubblica non è stato ottimale<sup>101</sup>.

---

<sup>101</sup> Anche per cercare di ridurre il deficit ed il debito pubblico.

## ***2.5 La crisi bancaria***

Per poter esaminare la crisi bancaria che colpì il Giappone negli anni Novanta, dobbiamo prima ricordare la forte fase di espansione economica che segnò gli anni Ottanta giapponesi, caratterizzati da una continua politica monetaria espansiva e una forte accumulazione di capitale fisso. Questi furono i fattori che portarono agli aumenti sproporzionati dei prezzi delle case, dei terreni, delle azioni senza però incidere sui prezzi al consumo. Questi aumenti dei prezzi degli asset reali e finanziari comportarono un'espansione del credito, cosa resa nettamente più facile dalla deregolamentazione dei mercati finanziari che portò le banche ad erogare credito anche senza garanzie idonee.

Così lo scoppio della bolla speculativa, per il mercato azionario e per il mercato immobiliare, comportò l'impoverimento del capitale bancario e delle altre istituzioni finanziarie a causa dal venir meno delle garanzie date dai debitori e il continuo aumento delle sofferenze. In altre parole il forte calo dei prezzi immobiliari ha svalutato il valore delle coperture dei prestiti e la crisi economica ha reso più difficile, per i clienti delle banche, soddisfare gli obblighi di rimborso di prestiti e mutui. Data la natura del rapporto bancario giapponese le banche sono restie a muoversi contro i propri debitori e a chiedere maggiori garanzie per adeguarsi al reale valore di mercato, così l'aumento di crediti in sofferenza portò a limitare l'erogazione di nuovi prestiti da parte delle istituzioni finanziarie<sup>102</sup>. Questa situazione, come abbiamo visto in precedenza, portò il governo giapponese ad adottare una politica monetaria fortemente espansiva, che comunque non riuscì a contenere gli effetti depressivi causati dal blocco in cui si trovava il sistema finanziario, il quale continuava a veder crescere i crediti inesigibili.

Questi furono gli anni Novanta giapponesi, ossia il momento in cui avvenne la caduta dei prezzi delle attività, che creò così i problemi del settore bancario, e in

---

<sup>102</sup> Cfr. S. J. Maswood, *Japan in Crisis*, Basingstoke, Macmillan Publishers, 2002, pp. 39.

cui il governo giapponese mostrò la sua lentezza nell'affrontare i problemi<sup>103</sup>. Gli anni Novanta possono essere divisi in tre sottoperiodi. Il primo, fino al 1994, è il periodo in cui le banche e le autorità di regolamentazione hanno iniziato a riconoscere la gravità della situazione dei prestiti inesigibili. Nel secondo periodo, da fine 1994 al 1997, le autorità avevano iniziato ad utilizzare denaro pubblico, ma visto l'enorme dissenso dei cittadini la somma a disposizione era piccola, ovvero meno di 1000 miliardi di Yen. Il terzo periodo iniziò nel 1997 quando le grandi banche iniziarono a fallire ed il governo stanziò da prima 13.000 miliardi di Yen, che portò subito a 60.000 miliardi di Yen per proteggere le banche dai creditori insolventi e per ricapitalizzare alcune banche.

Sembra quasi che per la maggior parte degli anni Novanta la politica del governo Giapponese fosse di indifferenza, quasi come se il governo si aspettasse che con il passare del tempo ci sarebbe stato un recupero graduale della redditività delle banche, permettendo loro di riassorbire le proprie sofferenze senza che il governo intervenisse. Dopo la crisi finanziaria asiatica sembrò che il governo giapponese cambiasse strategia.

La politica inizialmente adottata dal MoF aveva come scopo la protezione delle banche in difficoltà, ma solo temporaneamente, in quanto si supponeva che i prezzi dei terreni e delle azioni sarebbero risaliti. Il 1991 fu l'anno che segnò il primo fallimento di una banca giapponese, ciò non si verificava dal dopoguerra, la Toho Sogo Bank. Tra il 1994 e il 1995 i fallimenti dei piccoli istituti finanziari giapponesi continuavano ad aumentare ed avvenivano sempre più velocemente<sup>104</sup>, così nel 1995 vennero iniettati i primi soldi pubblici nel sistema, 680 miliardi di Yen, per società non bancarie specializzate nei mutui.

La scelta di utilizzare denaro pubblico per salvare istituti finanziari non bancari non è stata ben accettata dai cittadini, ed il governo fu criticato per questa

---

<sup>103</sup> Cfr. K. Ueda, "The Japanese Banking Crisis in the 1990 s", *BIS Policy Paper*, n.°7, Hong Kong, Bank for International Settlements, 1999, pp. 251.

<sup>104</sup> Cfr. M. Fujii e M. Kawai, "Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991-2005", *ADB Working Paper Series*, n°222, Mandaluyong, Asian Development Bank Institute, 2010, pp. 4.

scelta. Questi istituti finanziari non bancari erano meno regolamentati e quindi erano più aggressivi nei prestiti, soprattutto nei confronti delle immobiliari collegate a piccole imprese giapponesi, a differenza delle banche commerciali che dopo lo scoppio della bolla non concedevano mutui quasi a nessuno, anche perché erano sottoposte ad una stretta e rigorosa supervisione. L'impopolarità della decisione presa e dell'utilizzo di denaro pubblico portò il MoF a pensare che sarebbe stato meglio non utilizzare denaro pubblico per aiutare le banche a migliorare i bilanci ed eliminare le sofferenze.

A seguito dello scoppio della bolla la crescita economica giapponese degli anni '92-'94 era rallentata, riprendendosi però negli anni successivi fino al 1997, quando la crisi finanziaria asiatica portò l'economia del Giappone in recessione.

Nel 1996 fu annunciata la fusione di due grandi banche, la Bank of Tokyo e la Mitsubishi Bank; molto probabilmente quest'annuncio fu fatto per migliorare le aspettative da parte degli analisti finanziari in quanto dalla fusione sarebbe nata la banca più grande al mondo con attività per 700 miliardi di dollari<sup>105</sup>. La crisi finanziaria asiatica doveva ancora arrivare, e questa fusione fu considerata la prima di una serie di accordi bancari a livello internazionale utili per fronteggiare la globalizzazione finanziaria.

Nel 1996 inoltre i dati resi pubblici mostravano che gli accantonamenti per perdite, nel settore finanziario giapponese, ammontavano al 2,11% del totale dei prestiti, ma le sofferenze erano pari al 4,88% di tale totale<sup>106</sup>.

Sempre nel 1996, a novembre, il Primo Ministro Hashimoto promosse una serie di riforme volte ad effettuare una deregolamentazione del mercato finanziario, questa serie di misure fu denominata "Big Bang" (per sottolineare l'importanza del cambiamento in atto). Riforme indirizzate ad internazionalizzare e liberalizzare il mercato in modo da creare un sistema più simile a quello londinese e newyorkese. Questa riforma era giustificata vista l'elevata obsolescenza della

---

<sup>105</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone: Due modelli per il futuro dell'Asia*, cit. , pp 130.

<sup>106</sup> Cfr. Maswood, *Japan in Crisis*, cit. , pp. 39.

struttura del sistema finanziario giapponese in particolare per il mercato dei cambi e dei titoli, ed inoltre una forte spinta in questa direzione è stata data dalla volontà politica di uscire dall'isolazionismo. Tre erano i concetti chiave della riforma:

1. "Free": indica la creazione di un libero mercato e la possibilità da parte degli investitori di avere libertà nelle scelte di investimento. Gli operatori esteri possono quindi operare in Giappone senza comunicazioni preventive al MoF.
2. "Fair": il mercato diviene equo ed affidabile grazie ad una più chiara e trasparente disciplina.
3. "Global": sta ad indicare l'internazionalizzazione della riforma grazie al cambiamento della disciplina giuridica, contabile e della vigilanza, che sono allineati agli standard mondiali.

L'enorme cambiamento apportato da questa riforma avrebbe dovuto portare i risparmiatori a scegliere liberamente tra un'elevata quantità di prodotti e servizi finanziari (a differenza di prima dove erano nettamente limitati), ed avrebbe dovuto attirare la finanza transfrontaliera. Questa riforma non avrebbe aiutato ad evitare il fallimento delle istituzioni finanziarie, ma alimentava delle aspettative positive riguardo al futuro. Secondo un esperto della Nomura Securities, essa avrebbe spostato i capitali verso l'estero e il deflusso avrebbe indebolito lo Yen. Quanto predetto si verificò e dopo un mese dall'attuazione della riforma erano già 3000 miliardi gli Yen che gli investitori giapponesi avevano usato per acquistare bond stranieri<sup>107</sup>.

Il governo Hashimoto, nonostante l'importante riforma finanziaria, non è riuscito peraltro a risolvere la crisi bancaria e questo ha comportato un continuo ostacolo alla crescita ed alla ripresa economica giapponese. Il governo non è riuscito a cambiare le sue priorità politiche nemmeno dopo la crisi finanziaria asiatica del 1997, e nonostante la richiesta di un Giappone con una "flessibile rigidità" nelle decisioni, esso risultava più rigido che flessibile e da fine anni Novanta questa

---

<sup>107</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone: Due modelli per il futuro dell'Asia*, cit. , pp. 140.

rigidità si è unita ad un clima di austerità<sup>108</sup>. L'operato dell'amministrazione Hashimoto ha inoltre portato ad un aumento delle tasse sul consumo, che anche se è stato un aumento marginale, ha immediatamente comportato una diminuzione generale dei consumi ed ha costituito un ostacolo per la ripresa economica.

I grandi accordi di collaborazione che nel 1996 si creavano sempre più facilmente in Giappone sono stati seguiti da un tormentato periodo di chiusure e fallimenti. Durante la crisi finanziaria del 1997 crescebbe la consapevolezza che il sistema bancario giapponese era fortemente appesantito dalle sofferenze e dai crediti inesigibili. Inoltre la situazione di recessione economica giapponese aveva portato un netto peggioramento nella gestione della crisi bancaria. Nel dicembre dello stesso anno la Yamaichi Securities (una delle più grandi società di brokeraggio giapponese) dichiarò fallimento e lo stesso fece la Sanyo Securities. Nel 1998 gli esperti della Standard & Poor's DRI, in un convegno a Milano, avevano dichiarato che nella soluzione della crisi asiatica difficilmente si sarebbe potuto contare sul Giappone, troppo lento e rigido nel cambiare<sup>109</sup>.

Nell'aprile 1998 i presidenti delle principali banche giapponesi<sup>110</sup> si scusarono pubblicamente ammettendo di aver corrotto dei funzionari pubblici; nello stesso momento erano già state avviate delle indagini sulla corruzione al MoF e si scoprì il coinvolgimento anche da parte della BoJ. Dopo le pubbliche scuse i presidenti delle banche non vollero però dimettersi ma dissero di fare ammenda favorendo il credito alle medie/piccole imprese. Dopo poco più di un mese dalle scuse pubbliche, Moody's declassò cinque tra le principali banche giapponesi: Tokyo-Mitsubishi, Industrial Bank of Japan, Sumimoto, Sakura, Dai-Ichi Kangyo Bank.

A metà giugno dello stesso anno il Primo Ministro Hashimoto ha convenuto che le crisi bancaria ed economica del Giappone andavano affrontate con urgenza;

---

<sup>108</sup> Cfr. Maswood, *Japan in Crisis*, cit. , pp. 42.

<sup>109</sup> Cit. Eva, *Cina e Giappone: Due modelli per il futuro dell'Asia*, cit., pp 139.

<sup>110</sup> Erano coinvolte Fuji, Sumimoto, Sakura, Long-Term Credit Bank of Japan e Industrial Bank of Japan.

Hashimoto non riuscì però a tracciare una nuova rotta politica in quanto ad inizio luglio fu costretto a dimettersi, come è la norma nella politica giapponese, in seguito ad una sconfitta alle elezioni della Camera Alta<sup>111</sup>.

Intanto si può notare un cambiamento importante, ovvero come l'acquisizione dall'estero di una azienda giapponese non venisse più considerata come un'eresia: di fatto l'accordo di fusione tra Goodyear e Sumimoto Rubber, annunciato all'inizio del 1999, risultò un segnale positivo per il mercato e metteva in mostra una realtà in cui questi tipi di operazioni erano in aumento. Ma le operazioni che preoccupavano i politici erano quelle volte al salvataggio del sistema bancario: il governo giapponese si era impegnato ad incentivare le banche a far ricorso al fondo messo a disposizione con lo scopo di aiutarle, ma dopo sei mesi dalla creazione del fondo ancora nessuna banca aveva fatto richiesta di utilizzarlo. Intanto la società di rating americana Moody's continuava a declassare le banche giapponesi, e il 19 giugno 1998 declassò anche la Long Term Credit Bank, la quale dopo due giorni presentò un piano di riassetto, che prevedeva l'utilizzo del fondo, e un accordo internazionale strategico con la Swiss Bank<sup>112</sup>. Le decisioni annunciate dalla Long Term Credit Bank sembravano mirare ad un rafforzamento utile ad affrontare sfide future nei mercati internazionali.

Il governo giapponese divulgò il proprio piano di risanamento bancario che seguiva le richieste del FMI che esprime il proprio apprezzamento, ma solo qualche giorno dopo ammise che per attuare il tutto ci sarebbero voluti tempi medio-lunghi, confermando così la poca velocità nei cambiamenti solita del Giappone. Disse che il "problema" era l'impossibilità di esprimere giudizi affrettati sulle banche, in quanto i prestiti in sofferenza (bad loans) erano sparsi ovunque e quindi risultava difficoltoso definire quali banche erano buone e quali cattive; possiamo notare che anche in questo caso le tradizioni giapponesi di cautela dei decisori risultano rispettate.

---

<sup>111</sup> Cfr. Maswood, *Japan in Crisis*, cit. , pp. 44.

<sup>112</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone: Due modelli per il futuro dell'Asia*, cit., pp 152.

Nonostante tutto il mercato finanziario del Giappone sembrava promettente, grazie alla continua apertura anche se lenta, e alla dichiarazione della CityBank dove si annunciava l'apertura di 11 nuove filiali che avrebbero portato all'assunzione di 300 nuove persone<sup>113</sup>. Intanto peggiorava la situazione di alcune banche: ad esempio Long Term e Sumimoto annunciarono un accordo per effettuare una fusione tra i due istituti bancari migliorando così le proprie aspettative, ma nel mercato le voci che circolavano erano di non realizzazione dell'accordo.

Intanto il governo doveva ancora prendere una decisione chiara sulla Bridge Bank: infatti il governo giapponese aveva deciso che l'affrontare i crediti in sofferenza delle banche era parte fondamentale del piano volto a risuscitare il sistema finanziario. Con la Bridge Bank si volevano evitare fallimenti aziendali derivati da fallimenti bancari: questa banca ponte doveva intervenire quando un istituto finanziario dichiarava fallimento, e in quel caso doveva proseguire le operazioni fatte dall'ente fallito creando così un vero e proprio ponte con i clienti continuando ad offrire credito ai mutuatari, mentre i crediti problematici venivano ripuliti. La banca ponte in linea di principio ha fino a due anni per risolvere i problemi dell'istituto o creando una fusione con un'altra banca del settore privato o liquidandone il patrimonio, ma in caso di necessità la durata si può estendere fino a cinque anni. Uno dei motivi della ricercata tutela dei mutuatari va riscontrato nell'esperienze fatte dopo il fallimento della Takushoku Bank del novembre 1997, quando i mutuatari vennero tagliati fuori dall'utilizzo del capitale operativo, e questo ebbe effetti negativi sull'economia reale molto rapidamente: i mutuatari chiesero la creazione di un istituto gestito da terzi al fine di assicurare la continuità dei prestiti<sup>114</sup>.

---

<sup>113</sup> Cfr. Ivi, pp. 153.

<sup>114</sup> Cfr. Japan Echo Inc., "BRIDGE BANKS: A Way Out for Japan's Troubled Financial System?", <http://web-japan.org/trends98/honbun/ntj980908.html>, data di aggiornamento 10 settembre 1998, data di consultazione 15 ottobre 2014.

Moody's intanto continuava a declassare le banche giapponesi, e a fine agosto 1998 declassò la Fuji Bank, quinta banca commerciale del Giappone. La situazione contribuiva ad aumentare la sfiducia dei mercati e degli operatori finanziari, con le indecisioni del governo, le notizie di fusioni (che non venivano effettuate) ed i continui declassamenti.

Era fine settembre quando la Japan Leasing<sup>115</sup> depositò un'istanza di fallimento ove i debiti ammontavano a 2.444 miliardi di Yen. Questa situazione fece capire l'elevata quantità di debiti presenti nel sistema finanziario e che il fondo creato dal governo di 13.000 miliardi di Yen era ridicolmente piccolo in confronto alle sofferenze presenti nel mercato. La borsa giapponese era in crescita dell'1,4% in quanto gli operatori vedevano il fallimento della Japan Leasing come una notizia positiva, in primo luogo perché finalmente veniva utilizzato il fondo istituito dal governo ed in secondo luogo perché veniva inteso come un processo di riforma. Intanto secondo la FSA (l'agenzia di vigilanza finanziaria) i debiti considerati problematici erano esagerati e il salvataggio di tutte le banche risultava quindi improbabile<sup>116</sup>.

La tragica situazione degli istituti finanziari, che venne inizialmente occultata a causa di una contenuta disponibilità di informazioni statistiche e dei dati di bilancio, divenne più eclatante dopo il fallimento di alcune banche nazionali. La scelta protezionistica del governo giapponese dovette cambiare passando da un atteggiamento di indifferenza alla scelta di intervenire attivamente per risolvere la crisi bancaria.

Ad inizio ottobre venne presentata pubblicamente la legge per la ristrutturazione delle banche del Giappone che venivano ritenute in difficoltà. Il fondo di 13.000 miliardi di Yen veniva abolito e ne fu cambiato lo scopo: non doveva più salvare le banche a "pioggia" (anche perché troppo piccolo per riuscire a fare una cosa simile), ma essere utilizzato in base alle scelte di un organo composto per metà da rappresentanti del governo e per l'altra metà della Bank of Japan, che

---

<sup>115</sup> Era una società affiliata della Long Term Credit Bank.

<sup>116</sup> Cfr. Maswood, *Japan in Crisis*, cit. , pp. 47

poteva decidere di utilizzare le somme per nazionalizzare, liquidare o divenire bridge bank<sup>117</sup>. A metà ottobre vennero stanziati altri 43 mila miliardi di Yen per le banche in crisi di liquidità; con questi, sommati agli Yen già stanziati nei mesi precedenti, si arrivava a 60.000 miliardi di Yen. Questa nuova decisione di stanziare una quantità così elevata di yen ci fa capire come il governo fosse divenuto più consapevole dell'entità della situazione.

Il fondo creato per il salvataggio era cinque volte più grande di quello utilizzato dagli Stati Uniti, qualche anno prima, per il debito delle loro banche. Al fine di utilizzare al meglio il fondo creato veniva scelto con cura chi potesse utilizzarlo e chi no: si decise di lasciar fallire la Japan Leasing la quale trascinò con sé la Long Term Credit Bank. Ad un mese dallo stanziamento dei fondi per le banche non veniva ancora utilizzato molto, e probabilmente il motivo si può individuare nella richiesta del governo di piena trasparenza dei conti per accedere al fondo: molte banche non acconsentirono a mostrare l'ammontare del proprio debito, rischiando di perdere la faccia di fronte ai propri clienti. Intanto la Long Term Credit Bank divenne la prima banca ad essere temporaneamente nazionalizzata.

Nel novembre 1998 divenne di dominio pubblico che le sofferenze stimate delle maggiori diciannove banche giapponesi erano sottovalutate di 10.000 miliardi di Yen. Il mese dopo veniva intanto nazionalizzata la Nippon Credit Bank, la prima banca nazionale che subì la chiusura per eccesso di sofferenze<sup>118</sup>.

Entrambe le banche nazionalizzate avevano avuto problemi durante il periodo della bolla ed anche successivamente con la cattiva gestione del portafoglio prestiti. Le loro azioni sono state acquistate con un valore pari a zero dal DICJ (Deposit Insurance Corporation of Japan) e, dopo aver ristrutturato le loro attività, furono messe in vendita nel settore privato<sup>119</sup>. Per indurre gli acquirenti a comprare la Long Term Credit Bank il governo garantì tutte le attività per tre anni dalla data di

---

<sup>117</sup> Cfr. Eva, *Cina e Giappone: Due modelli per il futuro dell'Asia*, cit., pp 133.

<sup>118</sup> Cfr. *Ivi*, pp 134.

<sup>119</sup> Cfr. Fujii e Kawai, "Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991-2005", cit. , pp. 5.

vendita dando quindi la possibilità all'acquirente di esercitare un'opzione "put". Per la Nippon Credit Bank non furono necessarie garanzie simili.

La sottovalutazione delle sofferenze delle 15 maggiori banche giapponesi portò il governo ad iniettare, direttamente alle banche, liquidità per 7.500 miliardi di Yen che vennero presi dai fondi pubblici a marzo del 1999. Come già spiegato sopra, tra il 1997-1998, ovvero quando il governo si rese realmente conto del problema che affliggeva il sistema bancario, le autorità furono costrette a valutare la solidità e la solvibilità delle banche, attraverso la lettura dei bilanci. L'agenzia di regolamentazione bancaria assieme alla BoJ stimarono l'ammontare delle sofferenze pari a 37 mila miliardi di Yen (di cui 22 mila miliardi derivanti dalle maggiori banche). Da marzo 1999 i controlli vennero però basati su valutazioni delle banche riguardo la classificazione delle loro sofferenze e non più da controlli effettuati sui bilanci delle banche: nascevano così nuovi dubbi circa l'affidabilità delle informazioni.

L'autorità di regolamentazione finanziaria rilasciò, nel 1999, un manuale che esplicitava il modo con cui le banche dovevano classificare le attività e le sofferenze. Tuttavia nel 2000 e nel 2001 si notarono grandi differenze tra quanto calcolato a seguito di una ispezione e quanto autovalutato da parte delle banche.

Anno Fiscale	Numero di banche ispezionate	Autovalutazione delle sofferenze (a)	Sofferenze secondo l'ispezione dell' FSA (b)	Differenza (c)=(b)-(a)	% (c)/(a)
<b>2000</b>	8	15.763	21.634	5.870	37.2
<b>2001</b>	10	28.587	35.857	7.270	25.4
<b>2002</b>	11	37.081	39.909	2.828	7.6
<b>2003</b>	11	33.551	35.395	1.844	5.5
<b>2004</b>	7	20.511	23.027	2.516	12.3

I valori si intendono in miliardi di Yen, e il totale delle sofferenze si intende tutti i prestiti classificati tra 2 e 4.

Fonte: Financial Services Agency, <http://www.fsa.go.jp/en/><sup>120</sup>

<sup>120</sup> Cfr. Ivi, pp. 6, Tabella 2a.

FSA venne maggiormente responsabilizzata nell'aprile del 2000, e già l'anno seguente decise di fare una ispezione speciale dei prestiti bancari per il secondo semestre dell'anno fiscale 2001, limitando l'ispezione ai prestiti dei grandi debitori i cui indicatori di mercato (ad esempio il prezzo delle azioni) peggioravano rapidamente. Questo processo portò alla riclassificazione dei prestiti di 149 società: circa un quarto dei prestiti classificati come "normal" o "need attention" sono stati riclassificati come "bankrupt" o "in danger of bankrupt" divenendo così prestiti in sofferenza. La pressione normativa e le continue ispezioni hanno portato le banche a cambiare la loro classificazione di prestito nel 2002, così le sofferenze delle banche aumentarono di oltre il 25% e passarono da 33.600 miliardi di Yen del 2000 a 43.200 miliardi di Yen a chiusura del bilancio 2001. Le ispezioni speciali hanno portato alla luce molti problemi di classificazione, come possiamo notare, ed è con il cambio della classificazione che l'FSA ha obbligato le banche ad aumentare le loro riserve per compensare le possibili perdite sui prestiti. Si spingevano così le banche a smaltire più velocemente i loro prestiti in sofferenza. Nel 2002 quattro gruppi finanziari del Giappone hanno esplicitato che le stime delle sofferenze erano sottovalutate.

Dato lo stato dell'economia giapponese sembrava necessario l'introduzione di criteri più accorti e consapevoli dell'incertezza futura, come quelli introdotti nel 1999 dalla Corea. Questi nuovi criteri avrebbero dovuto tener conto dei fattori che potevano influenzare la qualità di un prestito nel futuro<sup>121</sup>.

E' risaputo che la velocità di risposta alla crisi è uno dei fattori chiave per la gestione e risoluzione delle crisi finanziarie, assieme all'affinamento di riforme del settore bancario e del settore delle imprese. Ma in Giappone dovettero passare quattro anni tra l'inizio delle riforme aggressive presentate nel 1998 e l'approvazione di un piano concreto per collegare le riforme finanziarie con il settore aziendale. Quest'ultima azione è emersa solo nell'ottobre 2002, con l'inaugurazione del pacchetto Program for Financial Revival (PFR), presentato dopo

---

<sup>121</sup> Cfr. J. Amyx, *Japan's Financial Crisis: Institutional Rigidity and Reluctant Change*, U.S.A., Princeton, Princeton University Press, pp. 249.

che l'Agenzia per i servizi finanziari (FSA) condusse nel 2001 un'ispezione controllando 142 mutuatari, ed ispezionando così 11 grandi banche, si trattava di un programma di rilancio finanziario fu introdotto nell'ottobre del 2002 promosso dal Ministro delle Finanze Takenaka Heizo, per cercare di accelerare la ristrutturazione del prestito bancario attraverso una strategia divisa in tre punti:

- Ridurre la quantità di titoli detenuti dalle banche portandoli pari al valore del patrimonio di classe 1<sup>122</sup> entro settembre 2006;
- Rafforzare la classificazione dei crediti in sofferenza grazie a nuove misure come l'ispezione delle principali banche, conformare la classificazione dei prestiti dei grandi mutuatari in tutte le banche, divulgare il divario delle sofferenze tra quanto autovalutato e quando risultato dall'ispezione;
- Rimozione del 50% delle nuove sofferenze bancarie entro un anno e l'80% entro due anni, così da raggiungere come obiettivo di dimezzare il rapporto tra l'attività delle grandi banche/sofferenze entro marzo 2005, rispetto al 8,4% di marzo 2002.

Di conseguenza a partire dall'anno fiscale 2003 iniziarono ad utilizzare la nuova classificazione per i prestiti modificarono le classificazioni, tramite delle rettifiche, dei crediti precedentemente concessi<sup>123</sup>.

Dopo aver tracciato il programma di rilancio finanziario l'ufficio di ispezione del FSA iniziò i controlli applicando la tecnica del Discounted cash flow<sup>124</sup>. L'obiettivo iniziale del governo era di utilizzare la suddetta tecnica di valutazione per tutte le aziende mutuarie con valore dei prestiti da 5 miliardi di Yen in su. Questo non risultò possibile e le ispezioni speciali del FSA si concentrarono su tutte quelle

---

<sup>122</sup> Secondo gli accordi di Basilea la banca distingue il proprio patrimonio in due classi, la classe principale è composta dal capitale azionario e riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte, la classe supplementare composta da elementi aggiuntivi.

<sup>123</sup> Cfr. Fujii e Kawai, "Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991-2005", cit. , pp. 7.

<sup>124</sup> E' uno dei metodi più utilizzati per valutare un'azienda o un'investimento, per fare ciò si utilizza una valutazione dei flussi di cassa attesi, attualizzati secondo un determinato tasso di rischio.

imprese con prestiti a partire da 10 miliardi, in l'ente quanto non aveva dipendenti a sufficienza per effettuare tutti i controlli<sup>125</sup>.

Nel 2003 gli indicatori di un ripristino del sistema finanziario erano difficili da vedere, le banche giapponesi ed il sistema bancario stesso erano nella situazione peggiore degli ultimi 13 anni, ovvero da quando fu scoppiata la bolla. I valori azionari delle banche erano continuamente in ribasso e i bilanci chiudevano in perdita per il quinto anno consecutivo. Mentre verso fine anno il Nikkei migliorava, le banche giapponesi non potevano sicuramente essere considerate sane. Nell'aprile dello stesso anno il governo istituì una nuova società di gestione del risparmio, la Industrial Revitalization Corporation of Japan (IRCJ), la quale doveva porre maggiore attenzione a quelle sofferenze classificate come "need special attention" delle imprese più grandi, prendendo così il posto della già esistente Resolution and Collection Corporation (RCC), che era una società di gestione patrimoniale di proprietà del governo che aveva acquistato le attività delle banche fallite. L'obiettivo della nuova società era di promuovere la ristrutturazione delle grandi imprese attraverso l'acquisto dei loro prestiti dalle banche secondarie e lasciando così che la banca principale e l'IRCJ fossero i creditori principali. Inoltre l'IRCJ avrebbe dovuto promuovere le "riforme strutturali" dell'economia giapponese al fine di permettere alle grandi imprese di rilanciarsi.

Per raggiungere il primo punto del programma promosso dal Ministro delle Finanze Takenaka, il governo diede vita nel gennaio 2002 ad una nuova istituzione, la Banks' Shareholdings Purchase Corporation (BSPC) al fine di acquistare le scorte di titoli detenuti dalle banche. Così dalla sua costituzione fino al 2006 la Banks' Shareholdings Purchase Corporation acquistò un totale di 1.600 miliardi di Yen di titoli delle banche e pure la BoJ acquistò titoli attraverso le operazioni di Quantitative Easing e l'importo totale acquistato ammontava tra il 2002 ed il 2004 a 2.000 miliardi di Yen<sup>126</sup>.

---

<sup>125</sup> Cfr. Amyx, *Japan's Financial Crisis*, cit. , pp. 250.

<sup>126</sup> Cfr. Fujii e Kawai, "Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991-2005", cit. , pp. 7.

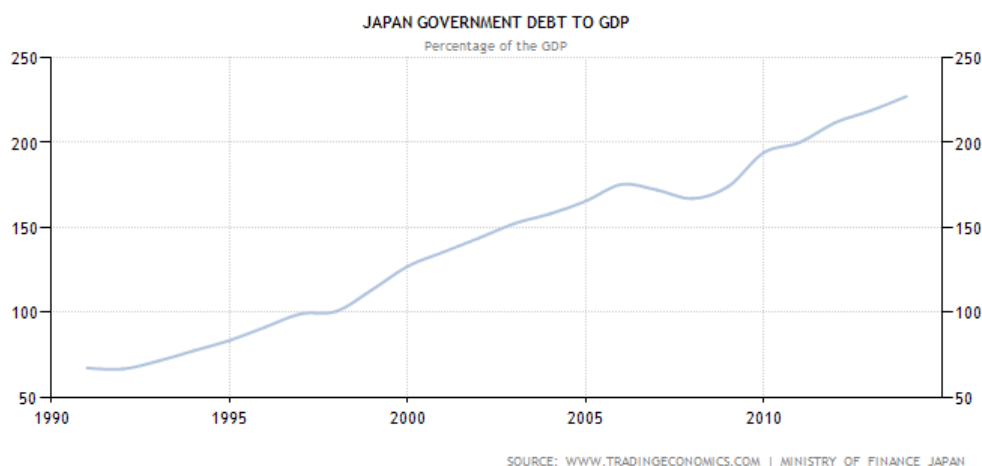
Dopo tutte queste scelte politiche volte a risolvere i problemi del settore bancario il rapporto delle sofferenze sulle attività delle grandi banche era sceso al 2,9% nel marzo del 2005, così in quella data il governo giapponese annunciò che il problema dei crediti in sofferenza era finito.

Questa situazione durò poco, in quanto la crisi finanziaria del 2007, che ebbe un impatto mondiale, si fece sentire anche in Giappone a partire dall'autunno del 2008 infliggendo al sistema bancario un duro colpo dovuto alle perdite di capitale, in quanto il prezzo delle azioni crollò.

Possiamo quindi dire che il governo del Giappone non ha affrontato la crisi del settore bancario degli anni Novanta in modo tempestivo e decisivo. Inoltre la gravità della situazione non è stata inizialmente riconosciuta e le previsioni di crescita erano eccessivamente speranzose. Il contesto economico finanziario ebbe un forte cambiamento a seguito dell'introduzione della deregolamentazione dei mercati che portò le banche a diversificare le loro attività. Inoltre un continuo aumento della concessione dei prestiti del settore immobiliare e degli acquisti azionari (soprattutto esteri) hanno segnato in modo negativo la qualità delle esposizioni bancarie aumentando così il rischio dell'attività creditizia. Si potrebbe criticare la BoJ per non aver seguito in modo appropriato l'aumento della concessione dei crediti e gli investimenti effettuati dalle banche. Sembrerebbe poi che il sistema finanziario giapponese non fosse pronto per una liberalizzazione dei mercati, o comunque non effettuati ai termini rapidi che la caratterizzarono; sarebbe dovuta essere effettuata più gradualmente.

## 2.6 Un debito pubblico in continua crescita

Come possiamo intuire dai paragrafi precedenti, le politiche monetarie e fiscali fortemente espansive e il continuo stanziamento di fondi atti ad aiutare la situazione del settore bancario e finanziario portarono ad un continuo aumento del debito pubblico. Nonostante il continuo aumento di debito pubblico, che rimane il più elevato al mondo, i tassi d'interesse per il debito sono rimasti stabili e non sono aumentati a dismisura come ci si sarebbe aspettato. Una delle spiegazioni più plausibili a quella che di primo acchito potrebbe sembrare un'anomalia è che la maggior parte del debito pubblico venne acquistato direttamente dai giapponesi, che erano disposti ad acquistare titoli di Stato senza l'esigenza di ricevere rendimenti elevati. Il popolo giapponese detiene il 90% del proprio debito pubblico e nonostante il rendimento dei titoli decennali sia sotto l'1%, i giapponesi continuano ad acquistarli. Malgrado il continuo investimento del risparmio da parte dei cittadini, ma soprattutto dalle società del governo giapponese, per mantenere basso il tasso di rendimento, la situazione non migliora, anzi continua a peggiorare.



127

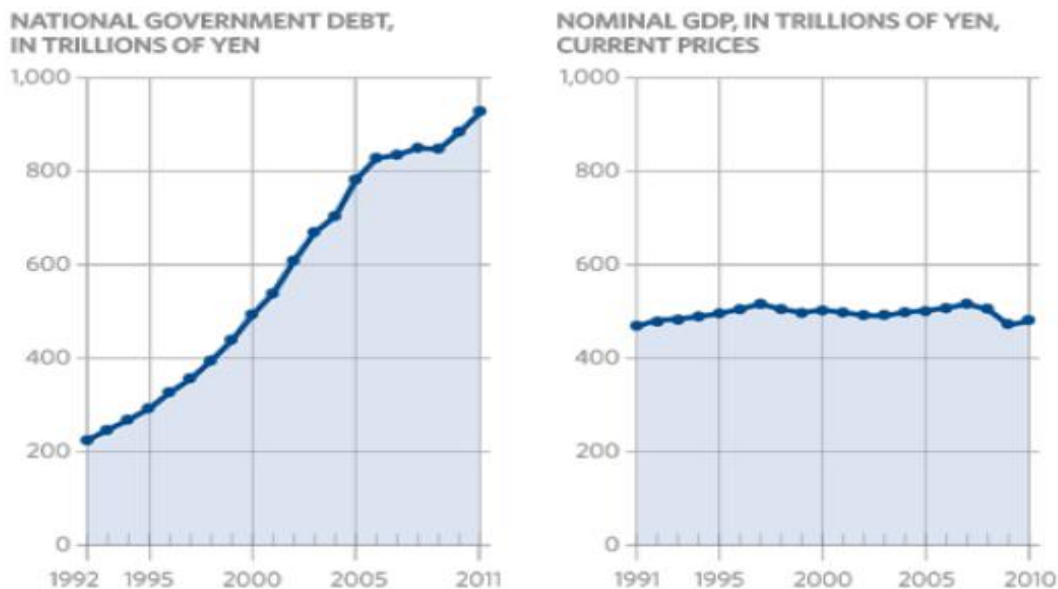
---

<sup>127</sup> Cfr. Trading Economics, Japan Government Debt to GDP, <http://www.tradingeconomics.com/japan/government-debt-to-gdp>, data di consultazione 3 novembre 2014. Indica la percentuale di debito pubblico in relazione al PIL.

Alcuni economisti appartenenti al FMI, come Hoshi, sono dell'idea che la situazione giapponese non migliorerà in futuro, in quanto l'invecchiamento della popolazione giapponese rappresenta un enorme problema<sup>128</sup>, dal momento che lo Stato non potrà elargire più soldi di pensioni rispetto a quanto non entri nelle casse attraverso le tasse.

Tornando al debito, il tasso di rendimento dovrà crescere, ma questo non sarà necessario fino a quando il debito del governo sarà inferiore al risparmio privato del Giappone. In caso contrario la crescita del tasso d'interesse si considererà quasi un obbligo in quanto il governo giapponese dovrà attirare investitori esteri per finanziare il proprio debito. Il raggiungimento della situazione precedentemente descritta metterebbe il Giappone in una posizione molto peggiore rispetto quella attuale. Per evitare quella situazione il governo dovrebbe quindi aumentare le entrate fiscali e/o tagliare le spese al fine di eliminare il deficit. Molto importanti sono le aspettative dei mercati, ossia come i mercati mondiali pensano dovrebbe comportarsi il Giappone e quali obiettivi dovrebbe raggiungere.

### In Japan, Deficit Spending Does Not Raise GDP



Source: OECD StatExtracts, at <http://stats.oecd.org/Index.aspx> (February 15, 2012)

<sup>128</sup> Cfr. C. B. Parker, "Stanford economist warns of Japanese fiscal crisis", *Stanford News*, <http://news.stanford.edu/news/2014/march/hoshi-japan-economy-032714.html>, data di aggiornamento 27 marzo 2014, data di consultazione 13 novembre 2014.

Il debito giapponese raggiunse un milione di miliardi di Yen nell'ottobre 2011, e due terzi del debito furono accumulati tra 1995 e 2011. Come possiamo notare nella figura soprastante, il debito pubblico ha continuato ad aumentare ma il PIL del Giappone espresso in Yen, quindi senza distorsioni dovute da eventuali tassi di cambio, rimane quasi inalterato, anzi il PIL del 1992 e del 2010 ha praticamente lo stesso valore mentre nello stesso periodo altri Stati hanno sperimentato un considerevole aumento. Ad esempio la Corea del Sud ha quadruplicato il PIL dal '92 al 2010. Nel 1992 sembrava quasi impossibile che la Corea del Sud potesse superare il Giappone come potenza economica, oggi sembra quasi inevitabile.

Nel 2011 quasi la metà della spesa pubblica è stata finanziata da prestiti e non dalle tasse, formando così un bilancio grande il doppio rispetto a come dovrebbe essere<sup>129</sup>.

---

<sup>129</sup> Cfr. T. Fujioka, "Japan Budget's Dependence on Debt Sales to Rise to Record Next Fiscal Year," Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-24/japan-budget-s-dependence-on-debt-sales-to-rise-to-record-next-fiscal-year.html>, data di aggiornamento 24 dicembre 2011, data di consultazione 14 novembre 2014.

## ***Capitolo 3***

### ***La grande depressione statunitense e le analogie***

#### ***3.1 La storia della grande depressione***

Analizzando il capitolo precedente non possiamo che notare una serie di analogie con la Grande depressione statunitense del 1929. Così ho deciso di analizzare più profondamente la Grande crisi cercando di notare se le scelte giapponesi sono state influenzate da quanto accaduto nella storia sessant'anni prima. In questo capitolo, oltre a raccontare quanto accaduto negli Stati Uniti verrà quindi fatto un confronto con la crisi giapponese.

Il 29 ottobre 1929 fu un giorno che segnò le sorti future dell'economia mondiale. Denominato martedì nero, fu il giorno in cui ci fu il crollo definitivo di Wall Street. Questo avvenne a seguito dello scoppio della bolla speculativa creata dall'ininterrotto boom economico che gli Stati Uniti stavano sperimentando dal dopo guerra. Durante quel periodo di tempo gli unici anni in cui l'elevata espansione economica si interruppe furono il 1924 ed il 1927, ma a questo non fu dato il peso dovuto. Inoltre il boom economico portò gli Stati Uniti a divenire il Paese più prospero del mondo e a utilizzare le disponibilità in eccesso per rilasciare prestiti agli altri stati per un valore di circa 30 miliardi di Dollari.

In America si diffuse una fiducia la quale induceva a credere che il periodo sopra descritto non sarebbe mai terminato, e questo spinse ad un forte incremento dell'attività speculativa azionaria. Ci fu quindi una continua emissione di titoli, favorita dal fatto che il prezzo dei titoli continuava a salire grazie all'elevata richiesta. Questa convinzione era però basata su fragili fondamenta: ad esempio l'eccesso di capitale da investire portò l'industria a raggiungere una capacità produttiva di beni durevoli molto superiore rispetto al fabbisogno del mercato interno. Gli americani dovettero così esportare i loro prodotti in tutto il mondo, l'Europa divenne allora un mercato molto importante per gli Stati Uniti e si creò una

relazione di interdipendenza. Anche durante gli anni della recessione, le variazioni della produzione e del livello dei prezzi hanno evidenziato una forte correlazione tra le due sponde dell'Atlantico<sup>130</sup>.

Il forte legame che si creò tra America ed Europa si fece sentire nel 1928, quando gli investitori americani decisero di spostare un'elevata quantità di capitali dall'Europa alla borsa di Wall Street, perché considerata più redditizia. Questo però ebbe un effetto negativo sulla produzione industriale americana ed il suo indice di borsa cominciò a cadere. La riduzione delle esportazioni e l'introduzione di nuovi dazi protezionistici in Europa, volti ad ostacolare le importazioni, avevano portato il sistema americano a iniziare la caduta. L'agricoltura fu il primo settore a sentire la crisi: i raccolti eccessivi non si riuscivano a vendere, i prezzi ed i profitti ebbero una riduzione del 25%; le azioni industriali iniziarono a precipitare.

Il mercato immobiliare aveva raggiunto il proprio picco nel 1925, mentre nel 1929 il Dow Jones industrial average aveva quintuplicato il suo valore in soli sei anni.



131

<sup>130</sup> Cfr. B. S. Bernanke, "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach", *Journal of money, credit, and banking*, vol. 27, I (1995), p. 2.

<sup>131</sup> Grafico prodotto da visualtrader, reperibile alla pagina <http://www.visualtrader.it/>.

Durante il mese di settembre dello stesso anno l'indice si ridusse del 17%. Successivamente le quotazioni del mercato videro una risalita e tornarono a coprire la metà delle perdite, per poi scendere drasticamente il 24 ottobre del 1929, denominato il giovedì nero (venerdì per le piazze europee).

Negli anni Venti le operazioni di mercato aperto e le vendite di titoli di Stato erano divenute le principali fonti per la regolazione del mercato. La FED nel suo tentativo di ridurre la speculazione, di fatto peggiorò la situazione, rallentando l'offerta di moneta tra il 1928 ed il 1929<sup>132</sup>. Dopo la diminuzione di valore dei titoli azionari di settembre, per la maggior parte di ottobre la FED vendette titoli americani per cercare di migliorare la situazione ed evitare l'eccessivo gonfiamento della bolla speculativa. Questa sua politica cambiò però rapidamente, ovvero quando vide l'indice Dow Jones precipitare nel martedì nero.



<sup>132</sup> Cfr. P. Fishback, "US monetary and fiscal policy in the 1930s", *Oxford review of economic policy*, Vol. 26, III (2010), p. 390.

<sup>133</sup> L'immagine riporta l'andamento dell'indice Dow Jonse tra luglio e dicembre 1929.

Grafico prodotto da visualtrader, reperibile alla pagina <http://www.visualtrader.it/>.

La FED reagì velocemente e passò dal vendere ad acquistare titoli statunitensi per un valore di 115 milioni di Dollari. Dopo aver ritenuto essere la strada giusta, proseguì in quella direzione e nell'ultima settimana di ottobre la FED acquistò titoli statunitensi per un valore di 157 milioni di Dollari, e continuò con acquisti netti per altri 161 milioni a novembre e 131 milioni a dicembre. La FED di New York iniziò ad abbassare il tasso di sconto portandolo inizialmente dal 6% al 5% il primo novembre 1929, e lo abbassò ulteriormente dopo 14 giorni per portarlo al 4,5%.

Il Dow Jones, come possiamo notare dalla figura precedente, scese di quasi due terzi del suo valore tra il 25 ottobre e l'11 novembre. Intanto la FED continuò ad abbassare il tasso di sconto portandolo dal 2,5% al 2% e nell'ultima settimana di dicembre procedette con l'acquisto di 100 milioni di Dollari di accettazioni bancarie<sup>134</sup> e 85 milioni di Dollari di titoli americani<sup>135</sup>.

Nel 1930 quasi tutte le istituzioni finanziarie sentirono la pressione dei mercati, solo alcune compagnie di assicurazioni e casse di risparmio riuscirono a conservare la normale operatività<sup>136</sup>.

Tra agosto ed ottobre del 1931 la FED dovette affrontare un ulteriore problema ovvero il nuovo deflusso d'oro avvenuto in seguito all'uscita della Gran Bretagna dal sistema Gold Standard<sup>137</sup>. La Fed aveva approvato un acquisto di 125 milioni di Dollari in effetti commerciali garantiti dalla Banca d'Inghilterra per aiutare la situazione inglese. Poco dopo la Gran Bretagna lasciò il sistema Gold standard, il 20 settembre. La Fed di New York poi procedette ad innalzare il tasso di sconto da 1,5 a 2,5 per cento il 9 ottobre e poi al 3,5 per cento il 16 ottobre.

---

<sup>134</sup> Ovvero una cambiale-tratta con la quale un soggetto ordina ad una banca di pagare per suo conto una determinata somma ad una scadenza prestabilita.

<sup>135</sup> Cfr. A. Meltzer, *A History of the Federal Reserve, Volume I: 1913–1951*, Chicago, University of Chicago Press, 2003, pp. 325.

<sup>136</sup> Cfr. B. S. Bernanke, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *The American economic review*, Vol. 73, III (1983), p. 260.

<sup>137</sup> In italiano conosciuto come sistema aureo, si tratta di un sistema monetario ove la base monetaria è data da una quantità fissata d'oro.

Al 26 dello stesso mese, l'Open Market Policy Committee (OMPC) focalizzò maggiormente l'attenzione sul problema delle banche ed i loro fallimenti, ma questa maggior attenzione non portò a cambiamenti nella loro politica. L'economista Meltzer sostiene che la FED abbia fatto di più per aiutare la Banca d'Inghilterra nei mesi di agosto e settembre rispetto a quanto realizzato per il sistema bancario statunitense<sup>138</sup>.

Così l'ondata di fallimenti bancari durante l'estate dell'anno successivo portò il presidente Hoover a richiedere una serie di interventi straordinari. Promosse un incontro con i banchieri americani nell'ottobre 1932, che portò alla creazione della National Credit Corporation. La realizzazione di questa National Credit Corporation era un modo per le banche commerciali di mettere volontariamente le proprie risorse a disposizione delle altre, con lo scopo di acquistare le attività delle banche insolventi e di fornire una linea di credito alternativa a quelle le cui attività non potevano essere accettate come garanzia dalla FED. La FED aveva inoltre approvato una capacità d'acquisto di 200 milioni di Dollari di titoli di Stato, ovvero designati per operazioni di mercato aperto; poco dopo l'acquisto dei titoli, questi dovettero essere rimessi in vendita in risposta alle esigenze stagionali del credito.

Inoltre nel 1932 l'amministrazione Hoover creò un'agenzia governativa, la Reconstruction Finance Corporation (RFC), autorizzata ad assumere su di sé prestiti inizialmente indirizzati a banche ed imprese. Successivamente, con il Glass-Steagall Act del 1932, ampliò la gamma di attività su cui la FED poteva fornire crediti, in particolare alle banche facenti parte del Federal Reserve System. Oltre l'acquisto di titoli di Stato, per un valore di 200 milioni di dollari, la FED non rispose realmente ai fallimenti bancari o comunque non rispose attraverso l'acquisto di titoli.

Tra febbraio e giugno del 1932, la FED acquistò poco più di 1 miliardo di Dollari di titoli di Stato americani. Intanto la Reconstruction Finance Corporation sembrava attivarsi maggiormente per cercare di impedire il fallimento delle banche americane: i prestiti ammontavano a 784 milioni di Dollari ed erano stati erogati a

---

<sup>138</sup> Cfr. Meltzer, *A History of the Federal Reserve, Volume I: 1913–1951*, cit. , pp. 348.

più di 4000 banche<sup>139</sup>. Molti economisti sostengono che l'acquisto di 1 miliardo di Dollari in titoli di Stato americano forse sarebbe stato sufficiente per arginare la crisi se l'intervento fosse avvenuto nel 1930, ovvero durante la prima ondata di fallimenti bancari, quando ci fu un forte calo dell'offerta di moneta. Quell'acquisto, effettuato nel 1932, era troppo poco e/o troppo tardi<sup>140</sup>.

Dopo le operazioni di mercato aperto, appena enunciate, la politica della FED tornò ad essere relativamente passiva. Nel mese di dicembre del 1932 e nei primi mesi del 1933 ci fu una nuova ondata di fallimenti bancari, ma la FED fece ben poco. Per giustificare l'azione della FED, le sue azioni devono essere comprese considerando il ruolo che essa ricopriva nel sistema Gold Standard. Di fatto fino al 1933 mantenne un ruolo di difensore internazionale del sistema aureo, ma questo limitò le operazioni da essa perseguibili. I dirigenti della FED trascorsero pochissimo tempo a guardare il forte calo della massa monetaria: solo alla fine del 1931 e all'inizio del 1932 iniziarono a notarne i segni nella raccolta di valute e nella detenzione di riserve in eccesso da parte delle banche<sup>141</sup>.

La FED abbassò il tasso di sconto attraverso 11 tagli: il tasso infatti passò dal 6% dell'ottobre 1929 all'1,5% nel 1931. Nello stesso arco temporale il tasso d'inflazione dei prezzi dei beni di consumo divenne vicino allo 0% nel 1929, -2,4% nel 1930 e -9% nel 1931. Ciò significa che il tasso di sconto reale, ovvero il tasso di sconto meno il tasso di inflazione, era in verità aumentato. Il tasso reale aumentò da 4,5-4,77% del 1930 fino a raggiungere nel 1931 il 10,5%. Quando nel 1931 la Gran Bretagna uscì dal sistema aureo la FED, per arginare il flusso d'oro verso l'esterno, decise di aumentare il tasso di sconto e lo portò a 3,5%. Durante il 1932 si attestava invece intorno al 2,5%, ma la deflazione di quell'anno si aggravava intorno al 10%, quindi il tasso di sconto reale risultava più alto rispetto a tutti gli anni

---

<sup>139</sup> Cfr. Fishback, "US monetary and fiscal policy in the 1930s", cit. , p. 391.

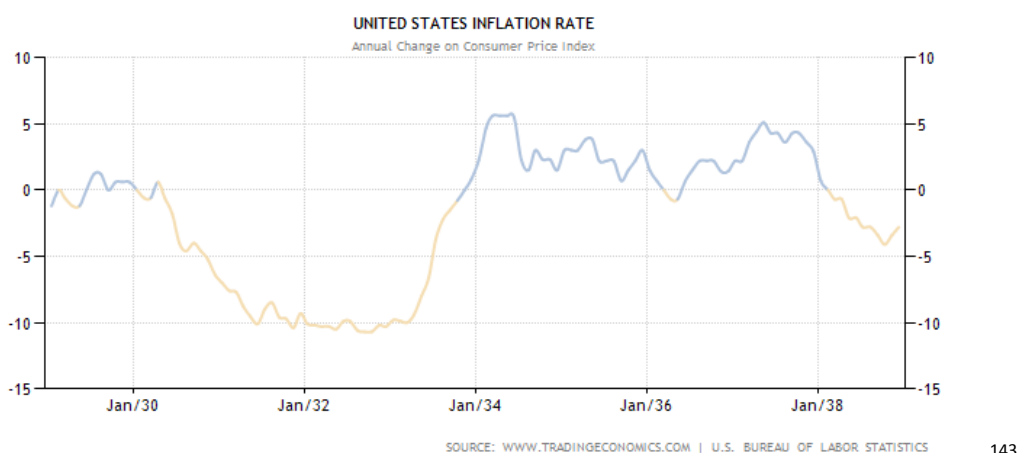
<sup>140</sup> Cfr. M. Friedman, A. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, U.S.A., Princeton, Princeton University Press, 1963.

<sup>141</sup> Cfr. Fishback, "US monetary and fiscal policy in the 1930s", cit. , p. 393.

precedenti, segnando il 12,5%. Un altro dato significativo di quegli anni è il numero di banche operative, che dal 1930 al 1933 passò da 25.000 a 17.800<sup>142</sup>.

A seguito di fallimenti e fusioni, le banche operative alla fine del 1933 erano poco più della metà di quante fossero nel 1929.

Il 4 marzo 1933 venne eletto il presidente Roosevelt, il quale fece da subito dei cambiamenti radicali: dopo due mesi gli Stati Uniti erano già usciti dal sistema monetario Gold Standard. L'economia sembrò così iniziare una fase di ripresa, che incoraggiava anche gli altri Stati ad andare in quella direzione. La FED, durante i primi giorni d'aprile, tagliò nuovamente il tasso di sconto di uno 0,5%, portandolo così al 3%. Il mese dopo continuò ad abbassarlo ulteriormente, portandolo al 2,5%; i risultati positivi della riduzione del tasso portarono la FED a continuare questa politica fino a raggiungere l'1% nel 1937, dove si fermò per il resto del decennio.



143

Come possiamo notare dal grafico, nel 1933 gli Stati Uniti riuscirono ad uscire dal loro periodo di deflazione. Durante il 1934 l'inflazione raggiunse quasi il 7%, portando così gli USA ad avere un tasso di sconto reale di -5,5%, mentre durante il 1937 l'inflazione media fu del 4% ottenendo così un tasso reale del -3%.

Le FED fece operazioni di mercato aperto per un valore di circa 2,5 miliardi di Dollari tra il 1934 ed il 1939<sup>144</sup>.

<sup>142</sup> Cfr. Ivi, pp. 394.

<sup>143</sup> Trading Economics, United States Inflation Rate, <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>, consultazione 2 gennaio 2014.

<sup>144</sup> Cfr. D. Wheelock, "Monetary Policy", *Historical Statistics of the United States, Millennial*

Il PIL cresceva rapidamente, ma questo non era un segnale così positivo in quanto uno dei motivi della veloce crescita era il basso livello a cui era sceso in quegli anni: il PIL era infatti il 36% più basso rispetto all'inizio della crisi del 1929. Anche il numero dei disoccupati scendeva dando segnali positivi, ma si attestava ancora attorno al 15%. Pur trovandosi in una fase di ripresa e crescita, le banche tenevano grandi riserve di denaro, superiori a quanto richiesto dalla legge<sup>145</sup>. Questo fece preoccupare la FED che temeva un'elevata inflazione che avrebbe potuto fermare la ripresa economica. La FED in tre passaggi (16 agosto 1936, primo marzo 1937 e primo maggio 1937) raddoppiò quindi l'ammontare delle riserve obbligatorie. Il regolatore non aveva capito che la scelta delle banche era un modo per proteggersi da possibili future corse agli sportelli come quelle verificatosi alla fine degli anni Venti. Questi comportamenti portarono un nuovo picco di disoccupazione che raggiunse il 19%, portando inoltre ad un calo della crescita nel 1937-1938.

E' inoltre importante sottolineare come le politiche volte a migliorare la situazione bancaria non sono state percorse esclusivamente dalla FED. Il presidente Hoover stabilì la Reconstruction Finance Corporation, le cui mosse principali furono quelle di erogare prestiti a banche, cooperative di credito, società di prestiti ipotecari e ferrovie al fine di cercare una ripresa dei prestiti commerciali. Tra i programmi più importanti durante l'amministrazione Hoover va ricordato la concessione di prestiti alle banche in difficoltà, utile per cercare di fornir loro la liquidità necessaria per "sopravvivere" alla corsa agli sportelli. L'erogazione di prestiti non ebbe però l'effetto sperato ed uno dei motivi fu la priorità nell'utilizzo dei prestiti, dato ai depositanti ed altri finanziatori. Come conseguenza le banche detenevano le attività più velocemente e facilmente vendibili per assicurarsi la capacità di rimborso sui prestiti erogati dalla Reconstruction Finance Corporation.

---

*Edition*, Vol. 3, U.S.A., Cambridge University Press, (2006), p. 624-629.

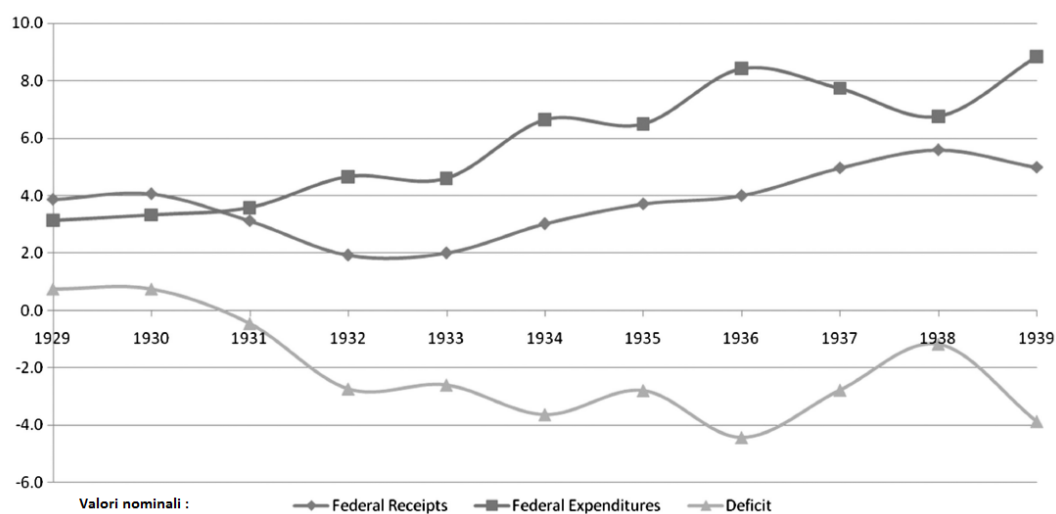
<sup>145</sup> Dopo il 1935, con la nuova legge bancaria, il controllo amministrativo delle riserve obbligatorie spettava direttamente alla FED. In base al sistema di riserva frazionaria, le banche aderenti erano tenute a detenere una quota di depositi in riserva presso la Federal Reserve.

Solo quando riuscì ad assumersi un rischio maggiore, acquistando azioni delle banche in difficoltà, il Reconstruction Finance Corporation riuscì ad allontanare maggiormente la possibilità dei fallimenti.

Per analizzare adeguatamente gli anni Trenta, alcuni macroeconomisti si sono concentrati soprattutto sulle politiche monetarie, dato che il deficit creato dalle amministrazioni Hoover e Roosevelt era molto piccolo. Entrambe le amministrazioni aumentarono di molto la spesa pubblica, che compensarono però con un aumento delle tasse<sup>146</sup>.

Trovo quindi corretto, come hanno fatto alcuni studiosi, soffermarsi su un'analisi delle politiche fiscali attuate in quel periodo.

Durante l'amministrazione Hoover non furono creati nuovi programmi di investimento ma furono ampliati notevolmente i fondi dei programmi esistenti (ad esempio il raddoppio della disponibilità per i miglioramenti alle strade federali o l'aumento del 40% verso la prevenzione delle inondazioni).



147

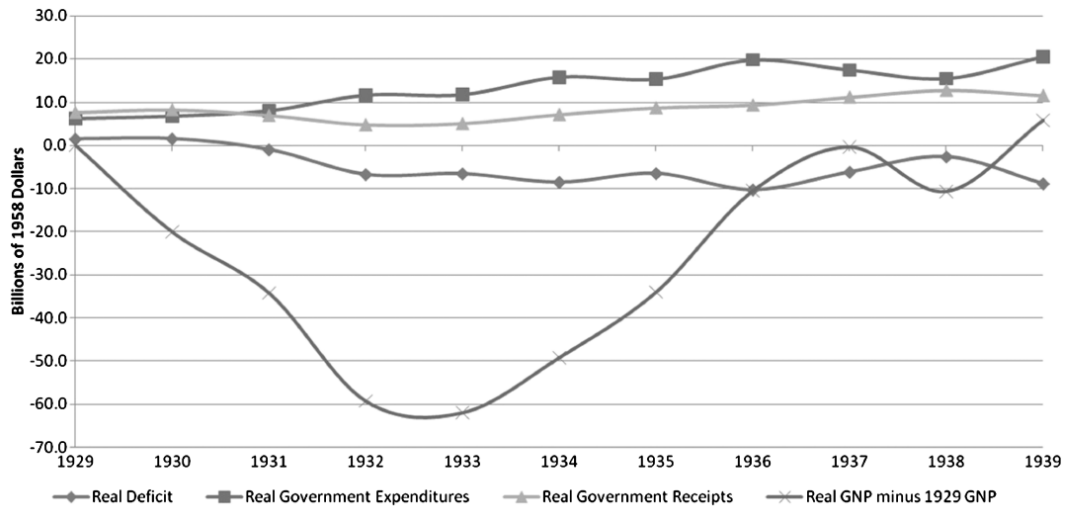
Come evidenzia il grafico, il presidente Hoover aumentò le spese nominali del governo federale del 52%, portandole da 3,1 miliardi di Dollari del 1929 a 4,7 miliardi di Dollari nel 1932. Dopo un aggiustamento derivato dalla deflazione, come

<sup>146</sup> Cfr. Fishback, "US monetary and fiscal policy in the 1930s", cit. , p. 401.

<sup>147</sup> Spesa nominale del governo federale, ricavi e avanzo/disavanzo (in miliardi di Dollari)

Cfr. Ivi. , p. 402.

possiamo vedere nella figura sottostante, la spesa pubblica reale nell'era Hoover aveva raggiunto il suo picco già nel 1932/1933 superando la spesa del 1929 per più dell'ottanta per cento.



148

Il piccolo deficit di bilancio che possiamo notare partire dal 1930, avvenne in seguito ad una riduzione delle entrate fiscali. In quegli anni gli individui con reddito inferiore a 2000 \$/anno ed i nuclei familiari con almeno 4 persone con reddito inferiore a 5000 \$/anno non erano sottoposti a tassazione, e durante la crisi quelli che superavano questi requisiti erano meno del 10%. Così, per cercare di ridurre il deficit di bilancio ed anzi tornare in pareggio, il 6 giugno 1932 l'amministrazione Hoover decise di aumentare le aliquote dei pochi contribuenti rimasti:

Scaglioni per persone individuali	Aliquota prima dell'aumento	Aliquota dopo l'aumento
2000-3000 \$	0.1%	2%
10000-15000\$	0.9%	6%
>1000000\$	23.1%	57%

Per le famiglie con più di 4 persone gli aumenti furono simili e per le società la tassazione passò da 12 a 13,75%. Ma l'aumento delle tasse non fece molto.

<sup>148</sup> Cfr. Fishback, "US monetary and fiscal policy in the 1930s", cit. , p. 402.

Con la vittoria di Roosevelt la spesa pubblica nominale venne nuovamente alzata, portandola da 2 miliardi a 6,5 miliardi di Dollari negli anni 1934/1935 e toccando il suo picco nel 1936 arrivando a 8,4 miliardi di Dollari.

La tassazione rimase ferma all'ultimo cambiamento fatto da Hoover solo per il primo anno di Roosevelt. Costui infatti nel 1934 decise di ridurre le aliquote sia per le famiglie con nucleo familiare superiore a 4 persone sia ai singoli individui. Le riduzioni vennero effettuate per i redditi dai 2.000 ai 20.000 \$/anno ma furono riduzioni marginali e solo di qualche decimo di punto percentuale. Ci furono anche aumenti per gli individui più ricchi, ovvero coloro che percepivano un reddito tra 20.000 e 1 milione di Dollari, per compensare la riduzione effettuata sui redditi medio/bassi. Nel 1936 vennero alzate ulteriormente le aliquote per i veri ricchi, ovvero coloro che percepivano un reddito superiore a 100.000 \$/anno; sia per le famiglie che per i singoli, l'aliquota passò infatti da 31,4% a 33,4% e per coloro che guadagnavano più di un milione di Dollari si passò da 57,2% a 68%<sup>149</sup>.

Durante gli anni 1934 e 1935 il governo vide i propri ricavi derivare per una quota consistente, ovvero rispettivamente il 23% e il 16%, dall'Agricultural Adjustment Act (AAA), un'imposta sulla trasformazione dei prodotti agricoli che nel 1936 venne dichiarata anticostituzionale. L'imposta serviva infatti a ridurre la produzione di beni agricoli e il numero dei terreni utilizzati a quello scopo con il fine di aumentare i prezzi dei beni agricoli a livello nazionale. Questa misura fiscale ebbe probabilmente un effetto sull'abbandono di ampie aree coltivate che si verificò negli anni Trenta.

Ulteriori entrate nel bilancio statale vennero in seguito all'introduzione di nuove accise sulla vendita di alcolici, da cui derivavano circa 500 milioni di Dollari ovvero circa il 14% del gettito fiscale.

Le politiche attuate da Hoover e da Roosevelt furono criticate soprattutto dai keynesiani, in quanto l'effetto dell'aumento della spesa pubblica fu limitato dall'aumento di tasse e accise. Il deficit di bilancio avrebbe dovuto essere maggiore

---

<sup>149</sup> Cfr. Fishback, "US monetary and fiscal policy in the 1930s", cit. , p. 403.

per cercare di raggiungere l'obiettivo della piena occupazione: l'aumento delle entrate dello Stato venne quindi visto come un rallentamento della ripresa.

Nonostante la discreta ripresa le due amministrazioni non perseguirono mai un programma fortemente espansivo. Per la maggior parte del tempo i governi furono impegnati in un programma di recupero e non in un programma di espansione positiva<sup>150</sup>. L'esperto di politica fiscale Brown ha esaminato attentamente questo periodo per vedere se il deficit potesse essere stato abbastanza grande per aiutare l'economia a raggiungere la piena occupazione e la sua conclusione fu che il deficit era troppo basso.

Quasi tutti gli aumenti delle aliquote fiscali probabilmente ritardarono la crescita<sup>151</sup>. Il governo fu criticato per aver scelto di aumentare la tassazione; anche se meno del 10% delle famiglie pagava imposte sul reddito, l'elevato aumento dell'aliquota per chi superava il milione di Dollari/anno ha probabilmente portato a una vasta evasione fiscale<sup>152</sup>. E' però difficile stimare quanto del peggioramento del 1932 e del 1933 sia possibilmente imputabile a questo aumento di tasse e all'evasione che quasi sicuramente ne è derivata. L'amministrazione Roosevelt ha fatto poco per ridurre le aliquote fiscali nel 1934 e poi ha sollevato l'aliquota massima a livelli ancora più elevati nel 1936. Altre nuove tasse federali crearono ulteriori distorsioni. Le nuove accise sui produttori stabilite nel 1932 contribuirono a inefficienze nell'economia.

Secondo alcuni economisti, un altro errore di quel periodo fu l'introduzione della tassa di 2 centesimi sugli assegni. Questo portò tra il 1932 ed il 1934 ad uno spostamento delle preferenze delle famiglie, aumentando così quelle che preferivano detenere moneta piuttosto che conti correnti nelle banche e favorendo la deflazione e la trappola della liquidità, in cui i risparmi non diventano investimenti.

---

<sup>150</sup> Cfr. E. C. Brown , "Fiscal Policy in the 'Thirties: A Reappraisal'", *American economic review*, Vol. 46, V (1956), p. 866.

<sup>151</sup> Cfr. Fishback, "US monetary and fiscal policy in the 1930s", cit. , p. 406.

<sup>152</sup> Cfr. Ibidem.

Nel 1936 il governo introdusse una nuova tassa sugli utili non distribuiti. Questa imposta portò nelle casse dello Stato 145 milioni di Dollari in entrate fiscali nel 1936 e 176 milioni di Dollari nel 1937. Anche se la quantità di entrate riscosse era relativamente piccola, tutte queste tasse probabilmente portarono a distorsioni nella spesa degli investimenti.

La Tariff Act del 1930, nota anche come Smoot-Hawley Tariff, era una legge per regolare il commercio con l'estero, per incoraggiare le industrie americane e per proteggere il lavoro americano. Alzò le tariffe di oltre 20.000 prodotti importati e lo fece a livello record: era la tariffa più alta degli ultimi 100 anni. L'obiettivo era quello di proteggere i produttori americani dalla concorrenza delle importazioni estere. Il commercio internazionale incideva solo per una piccola percentuale dell'economia americana, ed anche per questo la maggior parte degli economisti attribuiscono alla tariffa un ruolo secondario nel contribuire alla depressione degli Stati Uniti. Tuttavia, questo ebbe conseguenze ben peggiori a livello internazionale.

La tariffa Smoot-Hawley fu accompagnata da una serie di misure protezionistiche da parte dei paesi di tutto il mondo. Poiché ogni Nazione cercava di proteggere i propri interessi produttivi attraverso tariffe più alte e creando restrizioni sulle importazioni, il commercio mondiale entrò in una spirale che portò le esportazioni a contrarsi. Nel 1933 le importazioni totali di 75 paesi erano scesi a circa un terzo del livello visto nel 1929.

L'amministrazione Roosevelt contribuì in seguito a una ripresa del commercio mondiale rilassando queste barriere tariffarie. Il Reciprocal Trade Agreement Act del 1934 portò il presidente Roosevelt a firmare una serie di accordi di riduzione delle tariffe con i partner commerciali. Questa legge autorizzò il presidente a negoziare con le nazioni straniere per ridurre le tariffe in cambio di riduzioni reciproche. Accordi con il Canada, alcuni paesi del Sud America, la Gran Bretagna, ed i principali partner commerciali europei allentarono le restrizioni commerciali notevolmente. Come risultato, le importazioni americane

aumentarono, passando dal valore più basso degli ultimi vent'anni nel 1932-1933 fino a raggiungere un nuovo valore record nel 1940<sup>153</sup>.

Il Reciprocal Trade Agreement Act non fu l'unica riforma che contribuì alla ripresa economica. Il termine New Deal infatti si definì il piano di riforme economiche e sociali promosse dal presidente Roosevelt tra il 1933 e il 1937 con lo scopo di risollevare gli Stati Uniti dalla grande depressione. Roosevelt in un suo celebre discorso tenuto a Chicago durante la campagna elettorale aveva annunciato l'intenzione di dare un "new deal" (nuovo corso) alla politica economica statunitense senza però specificare nel dettaglio quali erano le sue intenzioni effettive.

Fa parte del New Deal anche la riforma Glass-Steagall del 1933 che interessò il sistema bancario, da non confondere con l'omonima legge approvata l'anno prima. Venne istituita la Federal Deposit Insurance Corporation la quale aveva il compito di assicurare i depositi bancari, per cercare di evitare che si creasse di nuovo una situazione simile a quella del 1929 quando le banche avevano iniziato a fallire una dopo l'altra. Con il Security Act del 1933, il Security Exchange Act del 1934 e la creazione di una commissione denominata Security Exchange Commission si introdusse un sistema preventivo e venne regolamentato il mercato, ovvero si cercò di impedire che si potesse ricreare una crisi simile.

Pure l'Agricultural Adjustment Act rientra nelle riforme del New Deal. Nel settore produttivo possiamo trovare anche un altro intervento, ovvero quello nel settore industriale con l'istituzione della National Recovery Administration. Il ruolo di questa nuova istituzione era fare opposizione alla concorrenza spietata in quanto gli effetti deflazionistici che ne derivavano minavano, secondo Roosevelt, la ripresa economica. L'amministrazione Roosevelt aveva quindi come obiettivo l'incentivazione di collaborazioni tra lavoratori ed imprenditori e cercava di incoraggiare gli aumenti salariali cercando di seguire gli aumenti dei prezzi.

La National Recovery Administration spinse le imprese dei vari settori a fissare degli standard di lavoro e dei minimi salariali mentre scoraggiò le guerre dei

---

<sup>153</sup> Cfr. Ivi, p. 407.

prezzi, stabilendo accordi sui prezzi minimi e sui livelli di produzione. Però come per l'Agricultural Adjustment Act, anche la National Recovery Administration venne dichiarata anticostituzionale nel 1935 dalla Corte suprema.

Il New Deal viene spesso diviso in due, il primo New Deal che va dal 1933 al 1934, in cui le riforme effettuate furono:

- Emergency Banking Act, il quale sospese l'attività banche al fine di controllarne liquidità e solidità delle stesse;
- Stanziamento di 500 milioni di Dollari per aumentare l'occupazione e creare maggiori posti pubblici.
- Creazione del Civilian Conservation Corps, il quale creò posti di lavoro e indusse nella gente l'idea di rispetto ambientale, infatti gli occupanti erano addetti alla cura, alla manutenzione ed alla conservazione delle risorse naturali;
- Uscita dal sistema Aureo (in realtà svalutazione del Dollaro e passaggio a una convertibilità limitata);
- Legge di bilancio approvata il 14 marzo 1933 che tagliò le spese del bilancio federale, gli stipendi pubblici e le pensioni ai veterani della prima guerra mondiale;
- Abolizione del proibizionismo, che fece aumentare molto la popolarità di Roosevelt;
- National Industrial Recovery Act che promuoveva la protezione dei sindacati e una concorrenza leale tra imprese ed inoltre regolava alcuni prezzi dei beni di prima necessità;
- Creazione di un'agenzia addetta a portare l'elettricità in tutto il Paese;
- Agricultural Adjustment Act;
- Glass-Steagall Banking Act;
- Securities and Exchange Act che istituì una commissione di controllo sulle operazioni di borsa.

Inoltre in quel periodo Roosevelt riformò leggermente il sistema fiscale, come abbiamo già spiegato. Assieme ai numerosi provvedimenti vennero a formarsi

sempre più critiche verso le scelte fatte e la situazione. Il deficit pubblico in aumento, l'elevato costo della previdenza sociale e il maggior potere del presidente a scapito di quello del parlamento erano i principali motivi di critiche ed opposizione.

Il secondo New Deal va dal 1935 al 1938 e le riforme principali che ebbero un impatto elevato sulla popolazione furono due:

- Il Social Security Act, ovvero una legge che introdusse l'indennità di disoccupazione, malattia e vecchiaia;
- Il National Labor Relations Act, grazie al quale fu riconosciuta ai lavoratori la possibilità di discutere l'ammontare salariale e di potersi organizzare in sindacati liberi ed indipendenti.

Il presidente Roosevelt inizialmente diffondeva fiducia tra la popolazione, comunicava spesso con la gente spiegando le proprie azioni, parlava alla radio e due volte a settimana attraverso conferenze stampa. Questo comportamento, soprattutto all'inizio della sua carica, diffuse speranza tra gli americani. Il secondo New Deal fu quasi un obbligo, dopo aver visto che i programmi del primo erano inadeguati per soddisfare le richieste della popolazione e raggiungere nuovamente un periodo di prosperità<sup>154</sup>.

Durante il secondo New Deal, dopo il National Labor Relations Act, si venne a creare una nuova organizzazione del lavoro, ovvero i Committee for Industrial Organization di cui facevano parte sia addetti specializzati che non specializzati e includeva i rappresentanti dei lavoratori di un intero settore. I sindacati rappresentati nel Committee for Industrial Organization ebbero adesioni quasi totali, circa 4 milioni dei lavoratori nella produzione di massa industriale. Politiche in favore dei lavoratori continuarono e venne introdotto il Works Progress Administration, la cui creazione aiutò a gestire la situazione e la disoccupazione, in quanto lo scopo principale era di procurare lavoro ai disoccupati piuttosto di

---

<sup>154</sup> Cfr. R. F. Himmelberg, *Great Depression and the New Deal*, U.S.A., Santa Barbara, Greenwood Press, 2000, pp. 45.

utilizzare ammortizzatori sociali per mantenerli. Nel 1936 l'agenzia, appena introdotta, dava lavoro a più di 1 milione di disoccupati<sup>155</sup>.

Roosevelt cercò di modificare i componenti della Corte Suprema in quanto dopo il 1936 vennero abrogate alcune leggi emanate durante il New Deal, come quelle che cercavano di regolare alcuni prezzi del mercato ed altre. Così il presidente cercò di far approvare una legge che avrebbe cambiato i membri della Corte limitando l'età massima dei giudici a 70 anni (6 dei giudici membri superavano quella soglia); com'era prevedibile non fu approvata.

Le prospettive di un ulteriore New Deal si placarono velocemente quando nell'autunno 1937 una recessione economica interruppe la crescita. L'aumento della disoccupazione e le continue critiche che indicavano nel presidente una delle cause della nuova crisi resero sempre più difficile a Roosevelt mantenere la fedeltà degli elettori. Roosevelt era però un politico tradizionalista: nonostante la sua capacità di rispondere alle esigenze della Nazione attraverso politiche innovative, durante il suo incarico cercò sempre di limitare il deficit di bilancio. L'innalzamento delle tasse assieme alla riduzione della spesa pubblica furono le cause dell'ulteriore recessione. Infatti, come abbiamo già detto, secondo molti economisti la soluzione per l'uscita dalla depressione era creare un deficit molto elevato<sup>156</sup> e non cercare di eliminarlo.

Il rinnovo delle norme antitrust dimostrò un nuovo approccio politico. Infatti mentre prima si cercavano di regolare i prezzi ora si cerca di portare il mercato in una situazione di concorrenza in cui fossero puniti accordi che portano ad una variazione di prezzo o alla creazione di un monopolio. Roosevelt nominò Arnold Thurman come assistente procuratore generale per l'antitrust. Thurman si lanciò subito su una serie di casi che avrebbe promosso la concorrenza: l'obiettivo principale era infatti cercare di limitare i comportamenti anticoncorrenziali sia delle grandi che delle medio/piccole imprese così da poter garantire al consumatore un prezzo adeguato.

---

<sup>155</sup> Cfr, Ivi, pp. 49.

<sup>156</sup> Teoria sostenuta da coloro che seguono il pensiero Keynesiano.

Il periodo del New Deal era però giunto al termine, lo si poteva capire dal forte aumento dell'opposizione alle riforme. Terminò così un lungo periodo di riforme. La ripresa economica ricominciò a metà del 1938 ma il tasso di disoccupazione rimase comunque alto fino a quando il Paese non entrò in guerra.

Nel 1940 la pressante situazione europea e la preoccupazione di un possibile coinvolgimento nella guerra portò il governo americano ad un drastico aumento della spesa per la difesa e questo aiutò gli USA, secondo alcuni economisti, a superare definitivamente la grande depressione.

### ***3.2 La lenta ripresa e gli errori***

Molti economisti, studiando la grande depressione hanno analizzato le possibili motivazioni che hanno reso difficile l'uscita degli USA da questa situazione. Bernanke<sup>157</sup> analizza anche quanto scritto da vari economisti come Friedman, Schwartz e Temin i quali nel 1976 sostennero che la contrazione monetaria si riflesse in una riduzione della liquidità utilizzabile per l'uscita dalla crisi. A loro parere, le principali cause della grande depressione si trovavano guardando l'economia reale, come ad esempio la caduta del consumo nel 1930. Ma analizzando le ricerche sul Gold Standard, Bernanke afferma che le politiche monetarie hanno giocato un ruolo causale molto importante sia nel calo dei prezzi sia nel loro recupero. Inoltre sostiene che la contrazione della base monetaria dei primi anni Trenta non fu una risposta al calo della produzione ma una risposta al mal funzionamento dell'interazione tra istituzioni, politiche sbagliate e condizioni economiche sfavorevoli.

Il sistema aureo creò un periodo di prosperità dal 1870 al 1913, non fu però la scelta giusta utilizzarlo nel 1929. Questo portò infatti, nei primi anni Trenta, ad una crisi del tasso di cambio e il panico finanziario. Bernanke si sofferma sulla possibilità che il sistema gold standard possa essere considerato un forte elemento di equilibrio per gli Stati Uniti, e non solo per loro. Nonostante un aumento di oltre il 10% delle riserve Auree statunitensi tra giugno 1928 e giugno 1930, la base monetaria degli Stati Uniti nello stesso periodo di riferimento diminuì del 6% circa. Le cause immediate di queste riduzioni furono le ondate di panico bancario e le crisi del tasso di cambio che portarono al fallimento della Kreditanstalt, la più grande banca austriaca nel maggio 1931. Questi sviluppi, che furono influenzati dal rapporto moneta in circolazione/oro, comportarono l'aumento della riservezza bancaria e il panico bancario. La diffusione della crisi dei tassi di cambio e le paure

---

<sup>157</sup> Cfr. Bernanke, "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach", cit., p. 1-28.

di una possibile svalutazione portarono le banche centrali a rimpiazzare le riserve d'oro con riserve di valuta estera.

Il sistema aureo e la scarsa collaborazione internazionale, durante le corse agli sportelli, furono tra le cause che portarono ad un allungamento della crisi. Possiamo quindi vedere un impedimento all'uscita della crisi nel sistema Gold Standard. Infatti una ricerca di Bernanke del 1991 mette in luce le differenze, attraverso una serie di indici economici, tra i Paesi aderenti o che comunque rimasero nel sistema anche dopo il 1931 e i Paesi che non facevano parte di quel sistema monetario. Dopo la crisi del 1931 alcuni Paesi lasciarono subito il sistema aureo, in particolare Regno Unito ed i suoi partner commerciali, ma solo nel 1933 e 1934 uscirono rispettivamente Stati Uniti ed Italia. Gli altri Stati aderenti a quel sistema monetario vi rimasero fino al suo crollo ovvero nel 1936, ed erano guidati dalla Francia. Va detto che prima di Bernanke già Eichengreen e Sachs nel 1985 avevano esaminato una serie di variabili macroeconomiche dei dieci Stati considerati più rilevanti, notando che gli Stati rimasti per maggior tempo nel sistema monetario Gold Standard avevano difficoltà maggiori nell'uscire dalla crisi, ed avevano mantenuto dei livelli di produzione ed occupazione più bassi rispetto a chi era uscito. Bernanke e James nel 1991 confermano quanto detto ed estendono il confronto a 24 paesi<sup>158</sup>. La decisione di uscire o meno dal sistema Aureo rappresenta quindi una variabile endogena ma gli Stati sembra non ne tenessero conto o comunque considerassero diverse variabili:

- Per la maggior parte dei paesi la decisione di rimanere o lasciare il gold standard fu una scelta influenzata dalla politica e da fattori interni e esterni;
- La scelta di abbandonare o meno il sistema, fu endogena, ma i decisori credevano che questo avesse effetti contrari a quanto venne in seguito verificato, ovvero avevano la presunzione che i paesi economicamente più

---

<sup>158</sup> Cfr. B. S. Bernanke, H. James, "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison", *Financial Markets and Financial Crises*, U.S.A., Chicago, University of Chicago Press, 1991, pp. 33-68;

B. Eichengreen, J. Sachs, "Exchange rates and economic recovery in the 1930s", *Journal of Economic History*, Vol. 45, (1985), p. 925-946.

deboli e/o coloro che soffrivano le depressioni più profonde sarebbero stati i primi ad essere svalutati e si credeva che l'uscita dal sistema Gold Standard li avrebbe indeboliti maggiormente.

Dalle ricerche sui Paesi rimasti e quelli usciti da questo sistema monetario si evince che i paesi che lasciarono il sistema Gold Standard recuperarono più rapidamente e con maggior vigore rispetto a coloro che rimasero all'interno di quel sistema. Dalle analisi effettuate da Bernanke su 24 Paesi si possono estrapolare delle informazioni sicuramente importanti e a sostegno della tesi che prima gli Stati uscivano dal sistema Aureo e prima potevano usufruire dei benefici, in particolare i dati ci dicono:

- Offerta di moneta. Si può notare che le scorte di moneta si contrassero fortemente nel 1931 e nel 1932. Gran parte di questa contrazione può essere spiegata dal calo di M1 che a sua volta riflette gli effetti della crisi bancaria. Tra il 1933-1935 si può notare la continua contrazione di M1 per gli Stati che continuano a utilizzare il sistema Gold Standard mentre per gli altri stati sembra esserci una crescita. La crescita dei paesi del sistema aureo fu di 5 punti percentuali in meno rispetto agli altri Stati;
- Disoccupazione. Anche questa variabile nei primi anni è aumentata per tutti gli Stati e successivamente è consono analizzare i due gruppi di Stati, in quanto per i Paesi rimasti nel sistema Gold Standard l'occupazione era inferiore agli altri stati;
- Tassi d'interesse reali. Alti nel 1930, scendono negli anni successivi poco a poco in tutti i Paesi, anche se i tassi d'interesse erano circa 2,7 % più alti nei paesi facenti parte al sistema Aureo;
- Tasso di cambio reale. Nei Paesi del Gold Standard cresceva mediamente di 5 punti percentuali all'anno in più rispetto ai paesi non facenti parte del sistema, questo però comportò una diminuzione nelle esportazioni più rapida del 7/8 % rispetto agli altri Paesi;
- Importazioni. Nessuna differenza tra i due gruppi di Paesi.

Possiamo quindi ammettere che la scelta di rimanere nel sistema Aureo può essere vista con un handicap per la risoluzione della crisi. Probabilmente se gli Stati Uniti avessero deciso di uscirne prima la crisi si sarebbe risolta più velocemente.

Negli anni Trenta le politiche monetarie adottate in America non furono sicuramente misure convenzionali, e la spiegazione più popolare è che le variazioni nei salari nominali e/o nei prezzi risultavano troppo lente per regolare i forti shock monetari. Infatti gli indici dei prezzi disponibili, come ad esempio gli indici dei prezzi all'ingrosso e al consumo, mostrano relativamente poca volatilità in questo periodo. Gli studiosi hanno quindi focalizzato la loro ricerca sulla lentezza dell'adeguamento dei salari nominali come fonte di non neutralità<sup>159</sup>. Il legame tra regolazione dei salari nominali e l'offerta aggregata (l'offerta aggregata rappresenta la capacità produttiva di un sistema economico nel suo complesso) è semplice, ovvero se i salari nominali si regolano imperfettamente allora la diminuzione dei prezzi reali aumenterà i salari. I datori di lavoro rispondono però tagliando la forza lavoro. Allo stesso modo in un Paese che sta sperimentando la deflazione, i salari reali dovrebbero scendere permettendo il reimpiego.

Inoltre secondo Bernanke altre due furono le principali ragioni del fallimento dell'economia durante gli anni Trenta:

- Contratti di debito non indicizzati, attraverso i quali la deflazione provocò la redistribuzione e la crisi finanziaria;
- Il lento aggiustamento dei salari reali.

Mentre a seguito di una deflazione imprevista le parti sono incentivate a rinegoziare il salario nominale, per i contratti di debito questo non avviene. Se il salario nominale è relativamente troppo elevato rispetto all'equilibrio di mercato allora si dovrebbe essere disposti a ricevere un salario più basso (altrimenti le società dovrebbero iniziare a fare licenziamenti). Al contrario, non si può presupporre che gli effetti redistributivi della deflazione imprevista operanti attraverso contratti di debito saranno annullati da una sorta di indicizzazione implicita, dato che i grandi creditori non hanno alcun incentivo a rinunciare ai loro

---

<sup>159</sup> Cfr. Bernanke, "The Macroeconomics of the Great Depression", cit., p. 20 .

guadagni. Il fallimento dell'aggiustamento dei salari nominali (e dei prezzi) sembrerebbe quindi andare contro il postulato di razionalità economica e creare le condizioni per un "fallimento del mercato".

Per capire quanto velocemente si sarebbe potuta concludere questa crisi dobbiamo ricordare quanto la politica monetaria potrebbe aver influenzato il futuro. La maggior parte degli economisti concordano sul fatto che la politica monetaria può influenzare il corso dell'economia reale, almeno nel breve periodo. Sembra che la politica monetaria riesca ad influenzare un periodo di tempo che va dai 2 anni in poi. Il punto su cui gli economisti non sono d'accordo è come la politica monetaria eserciti la propria influenza.

Al di là del problema dei deboli effetti del costo del capitale in equazioni di spesa stimata, si presume che la politica monetaria dovrebbe influenzare maggiormente i tassi di interesse a breve termine, e al contrario dovrebbe avere un impatto relativamente debole sui tassi a lungo termine. Questo va però in contraddizione con gli effetti che la politica monetaria sembra avere sugli acquisti dei beni durevoli come abitazioni e macchinari produttivi; questi dovrebbero essere influenzati da tassi di medio/lungo termine eppure risentono molto, soprattutto in certi momenti storici, delle politiche monetarie<sup>160</sup>. Bernanke e Gertler vanno a vedere gli effetti che le politiche monetarie hanno su specifiche componenti del PIL. Il risultato è il seguente:

- Anche se un inasprimento imprevisto nella politica monetaria in genere ha solo effetti transitori sui tassi di interesse, una stretta monetaria è seguita dal calo sostenuto del PIL reale e del livello dei prezzi;
- La domanda finale assorbe l'impatto iniziale di una stretta monetaria, che cade in tempi relativamente brevi, dopo un cambiamento di politica. La produzione segue la domanda finale verso il basso, ma solo con un certo ritardo, il che implica che le scorte di magazzino aumentano nel breve periodo;

---

<sup>160</sup> Cfr. B. S. Bernanke, M. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of economic perspectives*, Vol. 9, IV (1995), p. 27.

- I primi e più acuti cali della domanda finale si verificano negli investimenti residenziali e nella spesa per beni di consumo (includendo sia i beni durevoli e non durevoli);
- Gli investimenti fissi delle imprese diminuiscono a seguito di una stretta monetaria, ma la loro riduzione risulta in ritardo rispetto a quelle di abitazioni e beni di consumo.

Un ulteriore rallentamento dell'uscita da questa situazione può essere visto nella lenta decisione di aiutare la situazione bancaria. Durante la grande depressione ci furono infatti un elevato numero di fallimenti bancari che raggiunse l'apice nel marzo 1933. La situazione migliorò solo dopo la riabilitazione del sistema finanziario grazie al New Deal tra il 1933-1935. Va infatti ricordato che le due componenti principali del collasso finanziario furono la perdita di fiducia negli istituti finanziari, nelle banche (prevalentemente quelle commerciali), la diffusa insolvenza dei debitori e, molto importante, l'elevato numero di persone che compravano e vendevano titoli azionari (nel 1929 qualsiasi mestiere facesse un americano giocava anche in borsa). L'elevata diffusione di insolvenza del debitore e i continui fallimenti non sono le uniche cause considerate come principali fattori del collasso del sistema finanziario, ma anche il calo prolungato dei prezzi e dei redditi, ricordando che la stipula dei contratti di debito avviene in termini nominali, comportò che il rapporto del debito pubblico sul PIL nazionale passò dal 9% del 1929 al 19,8% del 1932/33. All'inizio del 1934 la metà degli immobili residenziali risultavano ipotecati. L'incidenza della crisi nel settore delle imprese risulta molto irregolare: i profitti aziendali prima delle imposte risultarono negativi quasi per tutte le piccole/medie imprese, mentre le imprese che detenevano beni per un valore superiore a 50 milioni di Dollari mantennero profitti positivi<sup>161</sup>. Ci fu così una serie di fallimenti tra le piccole imprese.

Bernanke ha inoltre evidenziato alcuni degli errori secondo lui fondamentali che fece la FED in quel periodo:

---

<sup>161</sup> Cfr. Bernanke, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", cit., p. 262.

- L'innalzamento del tasso Fed Funds della primavera 1928 e la decisione di mantenerlo elevato anche durante la recessione iniziata nell'agosto 1929 portarono al crollo del mercato azionario nell'ottobre dello stesso anno;
- In seguito al crollo del mercato azionario, la decisione di rimanere fedeli al sistema Gold Standard portò gli speculatori a vendere massicciamente Dollari per oro nel settembre 1931, e ciò provocò una corsa al Dollaro;
- Quando la FED aumentò nuovamente il tasso d'interesse, per preservare il valore del Dollaro, limitò ulteriormente la disponibilità di denaro per le imprese causando maggiori fallimenti;
- La FED non aumentò l'offerta di moneta reale per cercare di contrastare la deflazione;
- Durante la corsa agli sportelli la FED ignorò la difficile situazione, ma quella scelta comportò la distruzione della poca fiducia rimasta ai consumatori verso le banche, così la maggior parte delle persone ritirarono il loro denaro comportando un'ulteriore riduzione dell'offerta di moneta;

Bernanke sembra quindi sottolineare che per colpa della FED gli americani si trovarono con una quantità di moneta in circolazione troppo bassa per sperare in una veloce uscita dalla crisi. Invece di immettere denaro nell'economia, aumentando l'offerta di moneta, la FED consentì all'offerta di moneta di cadere.

Guardando le variabili macroeconomiche e le scelte politiche, in particolare del presidente Roosevelt, ci furono anche altri errori da considerare:

- Il rapido aumento dei prezzi delle materie prime e dei salari tra il 1936 ed il 1937 doveva portare da subito alla conclusione che le aziende si sarebbero trovate ad affrontare una contrazione dei profitti che avrebbe portato al ribasso il mercato azionario;
- La Social Security nel 1936 iniziò a trattenere una parte della busta paga comportando così una riduzione del reddito disponibile e aiutando così il proseguimento della recessione;

- La scelta di Roosevelt di alzare ulteriormente le tasse per ridurre il deficit di bilancio fu, secondo molti economisti, una delle cause principali alla ricaduta del 1937 che riportò l'America in uno stato di recessione.

Nel 1937 il presidente Roosevelt era talmente convinto di essere alla fine della recessione che prese una decisione secondo molti prematura la quale, sommata agli altri fatti scritti sopra, fece precipitare la situazione in un'ulteriore recessione.

### ***3.3 Comparazione con la crisi giapponese degli anni Novanta***

Molte sono le similitudini che si possono trovare analizzando le decisioni prese durante queste due crisi economico finanziarie. In entrambi i casi l'inizio della crisi fu preceduto da un periodo di forte crescita che portò a un aumento dei prezzi degli immobili ed in particolare del mercato azionario. Questi risultano essere in entrambi i casi i fattori scatenanti in quanto in seguito al forte e continuo aumento dei prezzi azionari iniziarono delle azioni speculative, attuate con la convinzione che il periodo di prosperità non sarebbe mai finito. In entrambe le situazioni il risultato fu lo scoppio della bolla che si era creata ed il crollo del mercato azionario.

Per quanto riguarda le politiche monetarie e le scelte delle banche centrali possiamo notare come in entrambi i casi poco prima della crisi le scelte furono un cambiamento di rotta. Per la FED si tratta della decisione di innalzare, nella primavera del 1928, il tasso Fed Funds e soprattutto di non abbassarlo anche dopo la crisi dell'anno successivo, quando la produzione industriale e la vendita di automobili continuavano a ridursi e le persone indebitate e quelle povere continuavano ad aumentare. Per la BoJ questo riguarda la scelta del 1989 di interrompere le azioni di politica monetaria espansiva e nel 1990 di aumentare come la FED il tasso ufficiale di sconto provocando un forte calo della moneta disponibile.

Le scelte di entrambe le istituzioni furono inoltre indirizzate verso la riduzione dei tassi di sconto. Questo in ambedue i casi non poteva bastare: infatti la scelta di ridurre i tassi si tradusse poco dopo in una riduzione solo nominale. La preoccupazione della situazione e l'incertezza verso il futuro si trasformarono in una riduzione del consumo e portarono alla stagnazione, così la deflazione modificò il tasso reale di sconto e la variazione passò da una riduzione ad un aumento.

Durante i periodi analizzati entrambi i Paesi si trovarono a cambiare sistema moneta o di cambio, ma in questo caso mentre per gli Stati Uniti l'uscita dal sistema

aureo è vista come un fattore positivo ed anzi viene criticato il ritardo della scelta, per il Giappone uscire dal sistema dei cambi fissi non ha aiutato la situazione critica ma comportò continue fluttuazioni del valore dello Yen durante il periodo di crisi. La scelta giapponese può essere vista come un fattore positivo ha infatti comportato una maggiore apertura del mercato. Nonostante ciò alcuni economisti sono convinti che l'apertura del mercato finanziario giapponese fosse stata prematura soprattutto vista la mancanza di norme a tutela del mercato.

Pure la scelta di cambiare politica monetaria in un momento di ripresa si dimostrò per entrambi i Paesi un'operazione prematura che portò in entrambi i casi ad una nuova recessione. In questo caso mi riferisco alla scelta della BoJ che nel 2000 decise di aumentare il tasso di riferimento in quanto considerava la situazione ormai sicura, ma il risultato fu l'interruzione della crescita che si prolungava da oltre ventun mesi. Il caso analogo ci fu in America quando nel 1936 la FED decise di innalzare il coefficiente di riserva obbligatoria diminuendo così la moneta in circolazione. Mentre per gli americani la prematura decisione non si replicò, probabilmente anche grazie alla situazione mondiale che stava sfociando in una guerra, che di fatto salvò l'economia statunitense, i giapponesi fecero lo stesso errore nel 2006 quando sembrava finalmente finito il periodo di deflazione e la BoJ decise di mettere fine alla politica dei tassi a zero, alzando nuovamente il tasso prima del tempo e riportando il Giappone nuovamente in deflazione.

La recessione americana del 1936/1937 è anche attribuibile alla scelta di Roosevelt, e non solo all'inversione di politica monetaria, il quale decise di attuare una politica fiscale restrittiva tramite l'aumento dell'imposte per cercare di ridurre il deficit di bilancio. Anche il Giappone nel 1994 aumentò la tassa sul consumo, anche se nello stesso momento venivano ridotte le imposte sul reddito. Questo anche per il Giappone si trasformò in una situazione che nel maggio 1997 fu una delle cause che portò alla recessione (ricordo che le altre cause furono la riduzione della spesa per le opere pubbliche, l'inizio della crisi del settore finanziario asiatico e la riduzione del tasso di crescita della produzione delle imprese).

Anche per quanto riguarda la gestione della crisi bancaria sembrano esserci sufficienti analogie: in entrambi i casi inizialmente venne trascurata e né le Banche Centrali né il governo fecero nulla, lasciando così che la crisi facesse il proprio corso e guardando inermi i continui fallimenti del settore bancario iniziato con la bancarotta di piccoli istituti bancari e finanziari. Inoltre quando si decise di aiutare questo settore le misure furono inadeguate, troppo pochi furono i soldi stanziati al fine di “curare” un settore ormai alla deriva. Molti sono gli economisti che imputano la profondità della crisi all’errore delle amministrazioni nella gestione di questo settore, in quanto in entrambi i casi possiamo dire che gli aiuti furono troppo pochi e/o troppo tardivi. Probabilmente per sanare la situazione bancaria gli interventi fatti potrebbero essere stati sufficienti solo nel caso in cui questi fossero stati attuati sin da subito e non dopo l’evolversi della crisi. Altri economisti, soprattutto studiosi della situazione giapponese, sono dell’idea che la scelta più corretta per uscire dalla crisi fosse quella di lasciare le banche alla deriva e investire i soldi per migliorare la vita dei cittadini invece di elargirli a chi aveva eccessivamente contribuito alla crisi.

Anche il debito pubblico gioca un ruolo importante nelle due crisi, anche se segna maggiormente quella giapponese rispetto a quella statunitense. Infatti mentre durante l’amministrazione Hoover il debito pubblico statunitense raddoppiò passando da circa il 20 al 40 per cento rispetto al PIL, il debito giapponese triplicò andando da circa il 60 per cento del PIL prima della crisi e arrivando al 180 per cento del PIL nel 2007. Per entrambi la situazione del debito pubblico crescente portò le amministrazioni a cercare di migliorare la situazione attraverso obiettivi, per alcuni prematuri, come quando Roosevelt cercando la riduzione del deficit di bilancio innalzò nuovamente le tasse e provocò la nuova recessione del 1937. Anche i provvedimenti approvati dal governo Hashimoto nel 1997, per paura di raggiungere un debito pubblico pari al 100% del PIL, posero degli obiettivi, ora considerati utopistici, da raggiungere in 5 anni, che si continuarono a procrastinare fino a mostrarsi irrealizzabili e subendo così le ritorsioni delle aspettative.

Anche la produzione di entrambe le nazioni segnò una contrazione, si produceva già in eccesso rispetto la domanda, perché in entrambi i casi la situazione precedente era una crescita quasi anomala.

Mentre per quanto riguarda la grande depressione americana la soluzione si trovò in un periodo inferiore ai dieci anni, la situazione giapponese non trova ancora uscita. Secondo alcuni economisti l'uscita dalla grande depressione è stata aiutata dalla pressante situazione mondiale che si trovava sul piede di guerra: questo ha permesso agli americani di innalzare fortemente gli investimenti pubblici, aiutando così gli Stati Uniti ad uscire dalla grande depressione e aumentando fortemente il tasso di occupazione.

Chiaramente una comparazione di questo tipo risulta molto complessa, non solo dato il differente periodo. Le variabili in gioco sono davvero molte, e soprattutto la crescente internazionalizzazione, che negli ultimi secoli si è andata a creare, porta spesso a una situazione in cui le forze esterne (globalizzazione, export, import, immigrazione) possono incidere maggiormente di quelle interne<sup>162</sup>. Infatti anche grazie alla globalizzazione le differenze culturali sono in molti casi in diminuzione ed in altri si fanno invece più importanti. La globalizzazione ha inoltre contribuito a creare una situazione in cui le crisi nazionali sono raramente solo nazionali. Questo possiamo comunque vederlo ad esempio già nella crisi del 1929 quando, dopo lo scoppio della bolla, l'eccessiva produzione portò il presidente Hoover a creare una normativa protezionistica che si rivelò sbagliata, in quanto fece calare drasticamente le esportazioni in seguito a ritorsioni esterne. Inoltre oggi un ruolo centrale lo hanno le aspettative degli operatori finanziari, le quali possono influenzare fortemente la situazione del mercato in base al raggiungimento o meno di ciò che soprattutto analisti si aspettavano.

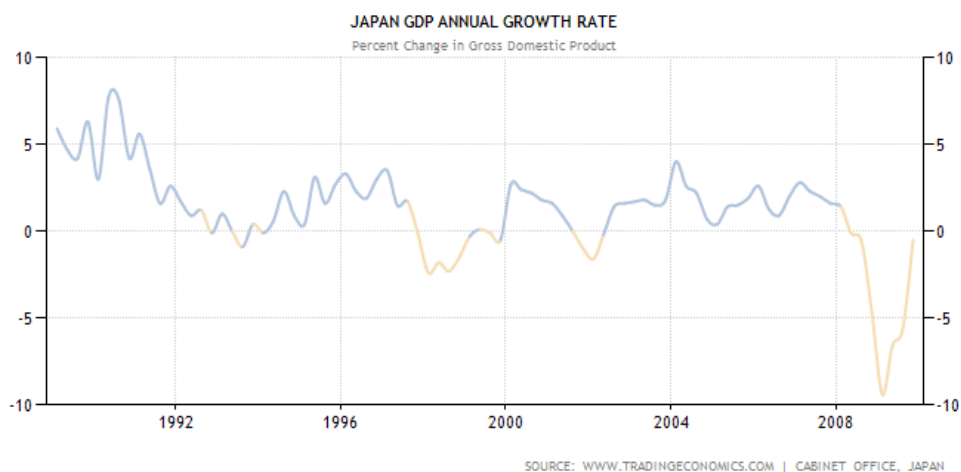
Non ci sono però solo analogie. Una domanda sorge infatti quasi spontanea: se molti di quelli che sono stati considerati gli errori della grande depressione sono stati ripercorsi, come mai il governo giapponese non ha cambiato strada provando a

---

<sup>162</sup> Cfr. E. Øyen, *Comparative Methodology. Theory and Practice in International Social Research*, London, SAGE Publications, 1990, pp. 3.

seguire quanto suggerito da numerosi studiosi del periodo che davano le possibili soluzioni a quella crisi? Un esempio è Bernanke che già nel 1990 diede il suo punto di vista su quanto accaduto durante la grande depressione.

Probabilmente i giapponesi ritenevano le differenze più importanti delle analogie. Le differenze possono essere trovate nella dimensione della bolla e negli effetti della crisi, i quali non furono così devastanti come quelli americani. Il tasso di crescita annuale del PIL giapponese può farci capire che la differenza sta anche nel tempo con cui arrivò la recessione. Infatti mentre gli Stati Uniti poco dopo lo scoppio della bolla piombarono in una situazione recessiva, per il Giappone ci fu uno sconvolgimento dei prezzi e una forte riduzione della produzione, ma la vera recessione venne solo dopo la crisi finanziaria asiatica del 1997, come possiamo vedere dal grafico sottostante.



163

Inoltre ha giocato un ruolo sicuramente importante il fattore culturale, che complicava anche un'eccessiva burocrazia. Le relazioni industriali erano troppo rigide e regolate attraverso i keiretsu. Il mercato interno che ancora non risultava sviluppato portava il Giappone ad essere uno dei più grandi esportatori mondiali. Inoltre la popolazione giapponese appare molto sensibile alle aspettative e all'incertezza, spesso in modo più significativo rispetto alle azioni concrete che lo Stato stava attuando, e l'incertezza futura portò il giapponese medio a risparmiare

<sup>163</sup> Trading Economics, Japan GDP Annual Growth Rate,

<http://www.tradingeconomics.com/japan/gdp-growth-annual>, data di consultazione 3 gennaio 2015.

molto più di quanto già non facesse. Vedersi venir meno la promessa tacita dell'impiego a vita sicuramente ebbe le sue conseguenze, visto che da molti era considerato uno dei capisaldi della cultura giapponese. Anche la corruzione del governo spiazzò i giapponesi che si trovarono ad avere ancora meno fiducia nelle istituzioni e nel futuro.

Il governo giapponese inoltre spese molto più di quello americano degli anni Trenta, ma molti affermano che non fu comunque abbastanza e che ogni volta che il Paese stava per uscire dalla crisi, il governo cambiava rotta facendolo sprofondare nuovamente e andando contro le aspettative di mercato. Un'altra interpretazione della spesa pubblica è che gli investimenti fatti siano stati quasi sprecati in quanto erano principalmente investimenti edilizi e portarono a migliorare le zone rurali senza dare veri e propri benefici all'economia globale; Ihori ed altri economisti giapponesi sono concordi con questa tesi<sup>164</sup>.

Un altro fattore che ha appesantito la situazione giapponese è l'elevata longevità della popolazione, la quale, unita ad un tasso di natalità molto basso, portò ad avere un Paese dove l'età media della popolazione è sempre più alta e perciò anche la previdenza sociale ed in particolare la distribuzione della pensione appesantirono fortemente il bilancio dello Stato. Questa è un'altra differenza con la crisi statunitense poichè il governo USA non dovette affrontare queste problematiche.

Concludendo, molte sarebbero le analogie e le variabili da considerare per raggiungere un confronto completo, ma il paragone qui tentato, prende in considerazione principalmente le scelte macroeconomiche attuate, senza ricercare eccessivamente se quelle scelte furono distorte da variabili esterne, come accade per quelle quasi imposte dagli Stati Uniti per il commercio con il Giappone o per quelle che portarono a fluttuazioni nei tassi di cambio, soprattutto tra Yen e Dollaro statunitense.

---

<sup>164</sup> Cfr. R. Roberts, "What can we learn from Japan?", <http://cafehaye.com/2009/02/what-can-we-learn-from-japan.html>, data aggiornamento 6 febbraio 2009, data consultazione 6 gennaio 2009.

Una cosa dobbiamo tenere presente: queste crisi economico-finanziarie devono essere un monito per il futuro in modo che una situazione simile non debba ripetersi. Intanto osserveremo ancora, con occhi aperti, quello che il Giappone farà per uscire dalla sua crisi.

## *Conclusione*

Da questa tesi si può dedurre che per analizzare le recenti crisi si deve studiare quanto accaduto prima. Per quanto riguarda la crisi giapponese ho iniziato la mia analisi da quanto avvenuto nel 1973 anno in cui si abbandonò Bretton Woods ovvero il sistema dei cambi fissi, così il Giappone, assieme a molte altre Nazioni, passò ad un sistema a cambi flessibili. Questa modifica nel sistema dei cambi fu molto importante per il Giappone che finalmente non dovette più seguire le politiche americane per mantenere lo stesso cambio con il Dollaro, segnò però l'inizio di un lungo periodo di fluttuazioni nel valore dello Yen.

Inoltre nel 1973 si interruppe la lunga crescita giapponese che si stava prolungando da circa vent'anni. La causa di questa interruzione fu la crisi petrolifera, che mise in ginocchio molti Paesi. Tutto ciò comportò per il sistema finanziario giapponese un cambiamento radicale.

Nel 1975, per la prima volta dall'approvazione del finance act del 1947, vennero emessi deficit bonds: lo scopo era chiaramente quello di coprire il deficit del bilancio dello Stato, prima erano stati emessi solo construction bonds.

L'anno successivo la paura che il debito pubblico potesse crescere portò a programmare il pareggio di bilancio per il 1980, ma nel 1979, a causa della seconda crisi petrolifera, divenne chiaro a tutti che l'obiettivo fissato 3 anni prima era utopistico: il deficit continuava ad aumentare.

Negli anni Ottanta si stava intanto gonfiando la bolla speculativa il cui scoppio nel decennio successivo segnò l'inizio della crisi nazionale più lunga fin d'oggi. Anche gli accordi del Plaza del 1985 aiutarono la bolla: lo scopo di questi accordi era infatti di contrastare il continuo apprezzamento del Dollaro controllando il tasso di crescita dell'offerta di moneta e cercando così di influenzare i tassi di cambio e far deprezzare il Dollaro. Qualche anno dopo le Grandi nazioni dovettero ritrovarsi al Louvre, nel febbraio del 1987, per stabilizzare i mercati valutari tentando di fermare il deprezzamento relativo del Dollaro. Il Giappone dovette

attuare quindi una politica monetaria fortemente espansiva, e questo aiutò ulteriormente la crescita della bolla.

Il commercio e la produzione giapponese risentirono molto delle fluttuazioni della moneta. Il Giappone inoltre fin dalla fine della Seconda guerra mondiale fu uno Stato molto protezionista che spesso interveniva, forse eccessivamente, anche in settori non meritevoli d'aiuto. Con il passare del tempo però divenne meno protezionista e sempre più aperto al commercio internazionale. Come abbiamo già detto le fluttuazioni della moneta sono importanti, va però ricordato che il tasso di cambio reale pesa sulla bilancia commerciale, ma allo stesso tempo il surplus di conto corrente comporta una rivalutazione della valuta nazionale tramite la generazione di flussi di valuta estera. Abbiamo infatti notato come la fluttuazione della valuta abbia seguito le variazioni del conto corrente con un ritardo medio di due anni.

Intanto sempre nel 1987 buona parte dei profitti dei grandi gruppi giapponesi derivavano da speculazione. I prezzi di immobili ed azioni erano in continua crescita. Nel 1989 il presidente della BoJ Yasushi Mieno mise fine agli interventi di politica monetaria espansiva, alzando il tasso di sconto. La scelta non aiutò sicuramente la situazione. Anche in questo caso la storia doveva fare da monito: infatti anche la FED nel 1928 aveva alzato il tasso Fed Funds invertendo la rotta delle proprie politiche.

Nel 1990 la bolla dei prezzi scoppiò mandando a picco i prezzi; questo sembra essere l'inizio di quasi tutte le crisi moderne, anche gli Stati Uniti nel 1929 avevano precedentemente vissuto un lungo periodo di "boom" economico che portò al gonfiamento di una bolla speculativa che in seguito esplose. In quegli anni ci fu però prima lo sgonfiamento dei prezzi degli immobili e solo successivamente la caduta dei prezzi del mercato azionario, in Giappone avvenne il contrario. Il tasso di crescita dell'aggregato monetario giapponese M2 passò da circa il 12% nel 1989 a dimezzarsi nell'anno successivo e nel 1991 la crescita di M2 era poco superiore allo zero.

Intanto, mentre i prezzi calavano a picco, venne raggiunto l'obiettivo di eliminazione dei deficit bonds. Inoltre, nonostante l'incertezza futura, il Giappone continuava ad esportare prodotti ad un prezzo competitivo e di buona qualità, così il surplus commerciale continuò ad aumentare anche durante tale periodo; questo grazie anche alla diminuzione delle importazioni.

Il forte calo dei prezzi svalutò il valore delle garanzie di mutui e prestiti, inoltre la crisi economica che colpì il Giappone rese più difficoltoso onorare gli obblighi di rimborso. Iniziò così il decennio perduto giapponese, che però si protrasse da oltre due decenni. Le banche decisero di non chiedere ulteriori garanzie al fine di adeguarsi al valore reale, bensì limitarono l'erogazione di nuovi prestiti e mutui. Questa scelta intaccò però ulteriormente il sistema, aiutandolo ad entrare in depressione.

La preoccupante situazione e la difficoltà di ricevere nuovi finanziamenti portarono le imprese ad una forte riduzione sul programma di investimenti futuri. Inoltre molte imprese non riuscivano a saturare la propria capacità produttiva e la loro posizione finanziaria continuava a peggiorare. Come avvenne per gli Stati Uniti degli anni Trenta, la produzione era già eccessiva se confrontata alla domanda (soprattutto quella interna in continua diminuzione), questo perché entrambi i Paesi uscivano da un periodo di boom economico.

Il 1991 fu segnato dal fallimento della Toho Soho Bank. Il fallimento di un istituto bancario non si verificava dal dopo guerra. Nello stesso anno la BoJ decise, per aiutare la situazione, di ridurre il coefficiente di riserva obbligatoria, facendo così respirare maggiormente le banche e ridusse anche il tasso di sconto interbancario. La scelta di riduzione del tasso di sconto seguì quanto abbiamo visto venne fatto dalla FED durante la grande depressione, inoltre per entrambe le situazioni la continua diminuzione del tasso si rivelò poi una riduzione solo nominale, a causa della deflazione che colpì entrambe le crisi.

Nel 1992, ovvero dopo due anni dalla caduta dei prezzi, venne approvato il primo pacchetto di politica fiscale che riguardava la realizzazione di nuove opere pubbliche, creando così occupazione, scelta che pare non differire da quanto

precedentemente effettuato dal governo americano. Il Giappone cercò di migliorare le aspettative (aspettandosi così un miglioramento nel mercato) e vennero quindi annunciate ulteriori future misure di politica fiscale espansiva; si dovette aspettare però un anno prima che ciò si verificasse. La nuova misura fiscale non ebbe l'impatto sperato, non vennero ridotte le tasse e l'aumento di spesa media fu soltanto marginale. Intanto la Banca Centrale continuava a ridurre il tasso di sconto.

Inoltre nel 1994 vennero sia tagliate che alzate le imposte. Questo comportò inizialmente un miglioramento dei consumi: erano infatti diminuite le imposte sul reddito e allo stesso tempo erano aumentate le imposte sul consumo, ma i cittadini non fecero molto caso all'aumento in quanto avevano una quantità maggiore di denaro da poter spendere. L'aumento dell'imposta sul consumo può però essere considerata uno dei fattori che mandarono il Giappone in recessione nel 1997. Anche in questo caso la situazione statunitense degli anni Trenta poteva essere presa maggiormente in considerazione: anche in quel caso, l'aumento dell'aliquota fiscale portò infatti un peggioramento alla situazione degli Stati Uniti; era quindi prevedibile che una politica fiscale restrittiva avrebbe peggiorato la situazione. Probabilmente il governo giapponese supponeva che la riduzione delle imposte sul reddito avrebbe nascosto l'aumento dell'imposta al consumo.

E' solo in questo periodo che banche ed autorità iniziarono a riconoscere l'elevata complessità e criticità della situazione bancaria, che presentava un elevato numero di prestiti inesigibili. Anche questo lento riconoscimento della grave situazione bancaria ricorda gli Stati Uniti degli anni Trenta: anche allora, inizialmente nemmeno la FED fece nulla, trascurando la situazione.

Nel 1994 Mieno terminò il suo mandato e l'economia giapponese sembrava in ripresa. La situazione bancaria sembrava però aggravarsi. Come negli Stati Uniti durante la grande depressione, ormai i fallimenti dei piccoli istituti finanziari erano all'ordine del giorno e aumentavano sempre più.

Nel 1995 si cercò di stabilizzare nuovamente il mercato valutario. Il Reverse Plaza Accord mirava ad eliminare le distorsioni precedentemente create, portando ad una svalutazione dello Yen nei confronti del Dollaro, aiutando così la produzione

e l'economia giapponese. La BoJ dovette però ridurre ulteriormente i tassi di sconto, portandoli poco sopra lo zero, e questo diede inizio al carry trade. Il surplus commerciale troppo elevato e la situazione creatasi in seguito al Reverse Plaza Accord portò il Giappone in deflazione.

Nello stesso anno si vide la prima azione mirata al salvataggio delle banche, venne infatti istituito il primo fondo, messo però a disposizione delle società non bancarie specializzate nei mutui. L'utilizzo del denaro pubblico con lo scopo di aiutare il settore bancario diffuse malumore tra la popolazione.

Il 1996 fu segnato da dati favorevoli, infatti il PIL era in crescita e la deflazione si stava trasformando in inflazione; inoltre venne annunciata la fusione di due grandi banche giapponesi, la Bank of Tokyo e la Mitsubishi Bank, che mirava a migliorare le aspettative degli analisti finanziari. Dalla fusione sarebbe nata la banca più grande al mondo. Intanto il debito dello stato continuava ad aumentare a causa delle continue politiche espansive.

A novembre dello stesso anno il Primo Ministro Hashimoto approvò una riforma strutturale mirata all'internazionalizzazione e liberalizzazione del mercato giapponese. Stava quindi cercando di attirare anche investitori esteri. In realtà la riforma provocò uno spostamento dei capitali verso l'estero e il deflusso indebolì la valuta. Questa riforma aiutava il settore finanziario e bancario, ma solo indirettamente, in quanto le aspettative migliorarono ma i continui fallimenti non terminarono.

La riforma approvata da Hashimoto, assieme alle decisioni del Reverse Plaza Accord, comportarono un deflusso dei capitali verso l'estero, indebolendo ulteriormente la moneta giapponese.

L'anno seguente venne approvata un'ulteriore riforma strutturale, la quale riguardò però la preoccupante situazione del continuo aumento del debito pubblico: i tre punti principali erano infatti la riduzione del rapporto deficit/PIL, del rapporto debito/PIL e dei programmi di investimento a lungo termine. Nonostante gli obiettivi che richiedevano un clima di austerità il carico tributario non doveva superare il 50%. La paura di un continuo aumento del debito pubblico non aiutò la

situazione, non era infatti il momento per iniziare un clima di austerità. Lo stesso avvenne negli Stati Uniti quando Roosevelt, preoccupandosi del continuo aumento del debito pubblico, decise di innalzare nuovamente le tasse per ridurre il deficit di bilancio, ma ciò portò il Paese a ricadere in recessione.

Nel 1997 arrivò però la crisi finanziaria asiatica a peggiorare la situazione giapponese, mettendo in luce le reali difficoltà del sistema bancario il quale risultava fortemente appesantito dai crediti inesigibili. Liberalizzazione e deregolamentazione del mercato risultarono essere prematuri e sarebbe stato meglio se fossero stati effettuati gradualmente, ma le pressioni fatte dal FMI e dal WTO non lasciarono alternative. Questa scelta impedì così una veloce risoluzione della crisi. Ad aprile iniziarono a fallire le prime grandi banche del sistema bancario giapponese ed in seguito alla crisi asiatica il Giappone entrò in una forte recessione, obbligando il Primo Ministro a creare tre nuove misure che andavano contro all'obiettivo di pareggio di bilancio.

Così l'obiettivo primario della BoJ divenne solo allora lo stimolo della domanda interna. Eppure già in seguito al Reverse Plaza Accord i prezzi avevano iniziato a diminuire e già nel 1997 la deflazione che colpì il Paese risultava sempre più critica.

Nel 1998 il rendimento dei titoli di Stato toccò il minimo, nonostante il crescente debito pubblico e una situazione bancaria a dir poco catastrofica. Intanto il tasso di riferimento continuava ad essere abbassato dalla BoJ. Per la prima volta venne anche fatto riferimento alla deflazione considerata critica, ma non venne definito un obiettivo di un tasso d'inflazione desiderabile.

Nello stesso anno, la BoJ fu per la prima volta al centro di uno scandalo che dimostrava la corruzione di molti funzionari delle alte cariche della Banca Centrale, MoF e dirigenti delle grandi banche giapponesi. Questo intaccò ulteriormente la fiducia dei cittadini riducendo ulteriormente la credibilità del governo e la fiducia nelle istituzioni; ciò portò il giapponese medio a risparmiare ancora più di quanto non facesse prima.

Verso fine anno il Giappone stanziò 30 miliardi di Dollari per sostenere i Paesi del sud-est asiatico, questa decisione aumentò il prestigio internazionale dello Stato. Intanto in Giappone la Japan Leasing depositava istanza di fallimento e finalmente si fece richiesta di utilizzo del fondo messo a disposizione degli istituti finanziari; nonostante il fallimento della Japan Leasing fosse un fattore negativo per l'economia, gli analisti finanziari furono positivamente colpiti dall'osservare che il fondo veniva finalmente utilizzato e ciò migliorò le aspettative. I debiti della Japan Leasing fecero capire che il fondo messo a disposizione dallo Stato era troppo esiguo se confrontato alle sofferenze presenti nel mercato giapponese, così ne venne cambiato lo scopo ed aumentato l'ammontare a disposizione. Il fondo non doveva più salvare qualsiasi istituto bancario o finanziario che ne facesse richiesta, ma un organo apposito doveva decidere se l'istituto potesse essere salvato e se ne valeva la pena, così la Japan Leasing non fu salvata.

Il nuovo fondo creato, come accadde per il primo, non venne utilizzato; questo perché l'utilizzo obbligava le banche a consegnare i bilanci e dare piena trasparenza per un'equa valutazione sul possibile utilizzo dei soldi pubblici. Anche per questo motivo il Giappone fu considerato troppo lento e rigido per attuare il giusto cambiamento che, secondo il FMI, avrebbe posto fine alla crisi.

Con l'inizio del 1999 il tasso di riferimento raggiunse lo 0,15% e nello stesso anno il governo decise di iniettare liquidità alle banche distribuendo 7.500 miliardi di Yen. Il FSA creò un manuale per le banche, in cui venivano spiegate le linee da seguire per la classificazione di attività e passività, questa decisione venne presa per eguagliare il metodo con cui venivano contabilizzate le sofferenze, al fine di facilitarne la comparazione e l'ispezione. Intanto le banche, dalla riforma del 1996 che mirava ad aprire maggiormente il mercato giapponese, facevano sempre più accordi e fusioni per adeguarsi alle richieste del mercato. Nel frattempo il rapporto debito/PIL raggiunse il 108% e la riforma effettuata nel 1997 che mirava a ridurlo fu soppressa. Il governo aveva sottovalutato gli effetti recessivi di una politica fiscale restrittiva in una situazione di crisi.

Il 2000 fu l'anno in cui molti pensavano che la crisi fosse ormai superata. Ad agosto erano ormai ventuno i mesi di crescita, il tasso di sconto venne quindi alzato ma la scelta, come quella fatta dalla FED nel 1936 che decise di aumentare il coefficiente di riserva obbligatoria, fu prematura e portò nuovamente il Giappone in recessione. Inoltre, come il governo statunitense durante la grande depressione, anche quello giapponese non seguì una politica monetaria super espansiva: a dimostrazione abbiamo il tasso di crescita dell'aggregato monetario CD+M2, che nella decade dal 1990 al 2000 ha infatti avuto una crescita inferiore agli anni precedenti, inoltre anche il tasso di sconto che continuò ad essere abbassato è in realtà maggiore rispetto al tasso reale degli anni precedenti, infatti la deflazione portò il tasso reale di sconto ad essere più alto rispetto al passato.

L'anno successivo si notarono sempre più incoerenze tra le sofferenze dichiarate dalle banche e quelle risultanti in seguito ai controlli dell'ente preposto. Inoltre il tasso di sconto venne nuovamente abbassato allo 0,15%, avvicinandosi nuovamente allo 0. Venne inoltre annunciato dalla BoJ che il tasso sarebbe rimasto tale fino a quando il tasso d'inflazione fosse diventato nuovamente positivo. La BoJ diede inizio ad operazioni di quantitative easing iniettando nuovamente moneta nelle banche, ma la maggiore liquidità che venne loro assegnata non fu distribuita attraverso l'assegnazione di un maggior credito a cittadini ed imprese, non raggiungendo così l'obiettivo desiderato. Intanto il governo decise di ridurre la spesa pubblica per poter diminuire così l'emissione di nuovi titoli di Stato, la politica fiscale divenne dunque restrittiva. Nonostante la riduzione della spesa pubblica il FSA, durante quest'anno, compì ispezioni di massa su prestiti verso grandi debitori e ciò portò alla riclassificazione di 149 società.

In seguito all'ispezione di massa del FSA le banche reagirono con maggiore trasparenza, così le sofferenze da loro dichiarate l'anno seguente aumentarono del 25% circa. Ad ottobre del 2002 venne inoltre approvato un programma di rilancio finanziario, il cui scopo era l'accelerazione della ristrutturazione del prestito bancario.

Nel 2003 il nuovo governatore della BoJ, Toshihiko Fuki, diede inizio ad una serie di quantitative easing ma senza cambiare la politica dei tassi a zero, dichiarando che questa sarebbe continuata fino a quando l'inflazione non sarebbe divenuta positiva. Questa scelta ebbe risultati positivi in quanto fece capire le intenzioni del nuovo governatore, influenzando così le aspettative.

Sempre nel 2003 venne inoltre definita una nuova classificazione per i prestiti. La situazione bancaria era tuttavia ancora lontana dalla risoluzione della crisi e difficilmente si riusciva a vedere un miglioramento. Venne inoltre costituita una nuova società di gestione del risparmio, il cui obiettivo era promuovere la ristrutturazione delle grandi imprese attraverso l'acquisto del debito effettuato verso piccoli istituti, inoltre il nuovo ente doveva proporre nuove riforme strutturali che potessero portare ad un rilancio delle grandi imprese.

Nel 2005 il governo annunciò la fine del problema dei crediti in sofferenza, infatti il rapporto sofferenze su attività, per le grandi banche, era sceso al 2,9%. Inoltre a marzo dell'anno seguente, per la prima volta, la BoJ fissò un obiettivo per il tasso d'inflazione considerato idoneo dal mercato, il range era tra lo 0 ed il 2%. Poco dopo la fissazione dell'obiettivo, il Paese si trovò in inflazione, raggiungendo circa l'1%, così il tasso di sconto venne alzato nuovamente e ciò mise fine alla politica dei tassi a zero. Era dal 2004 che il PIL cresceva ormai del 2% annuo, ma la scelta di mettere fine alla politica dei tassi a zero (prematamente), e la situazione internazionale che nel 2007 portò allo scoppio della crisi finanziaria statunitense portò nuovamente il Giappone in recessione.

Ricapitolando: le analogie tra le due crisi prese in esame sono molte, partendo dal fattore scatenante. La situazione giapponese nacque in seguito a un periodo di forte espansione economica che portò il mercato giapponese ad aumentare fortemente i prezzi, soprattutto di immobili e azioni. Questa situazione non poteva durare per sempre, così in seguito a un cambiamento di politica monetaria i prezzi andarono a picco ed iniziò il lost decade giapponese. Similmente anche gli Stati Uniti stavano passando un periodo di forte crescita economica che sembrava inarrestabile, così i prezzi del mercato immobiliare e mercato finanziario

andarono alle stelle, richiamando investitori e speculatori. La situazione degenerò e la bolla scoppiò facendo crollare i prezzi e portando molti investitori a non avere più nulla.

Le immediate scelte delle Banche Centrali, la FED e la BoJ, sembrano coincidere ovvero entrambe decisero di diminuire il tasso di sconto. In entrambe le situazioni, la discesa dei prezzi e l'incertezza futura, per la preoccupante situazione, portò ad un periodo di deflazione e ciò implicò che il tasso di sconto reale risultò superiore ai periodi antecedenti le crisi.

Le scelte del governo puntavano a finanziare lavori pubblici aumentando così la spesa pubblica e cercando di diminuire il tasso di disoccupazione, che in seguito alla crisi stava aumentando in entrambi i Paesi. Le imprese avevano prodotto oltre la domanda, trovandosi così elevate scorte a magazzino che pesavano sui bilanci. Questo li portò a diminuire la crescita della produzione che prima della crisi aveva portato le aziende ad una continua espansione, investendo su stabili e produzione. La situazione bancaria venne inizialmente accantonata quasi come si potesse ritenere che la situazione si sarebbe sistemata da sola.

Le esportazioni risultarono essere problematiche, in quanto in entrambi i casi si decisero di avviare politiche protezionistiche per cercare di aumentare il consumo di quei prodotti nazionali in surplus. Questa scelta comportò, soprattutto per gli Stati Uniti, un errore che portò a peggiorare le esportazioni del Paese in quanto i partner commerciali statunitensi fecero lo stesso.

La preoccupazione del debito portò a fissare nuovi obiettivi che diffusero un clima di austerità. Per gli americani la decisione di ridurre il deficit di bilancio attraverso l'aumento delle tasse e la riduzione della spesa pubblica, comportò la fine del periodo di ripresa, facendo cadere gli Stati Uniti nuovamente in recessione. Per il Giappone la scelta di fissare degli obiettivi nel 1997, oggi considerati utopistici, portò un peggioramento delle aspettative ed un'ulteriore perdita di fiducia dalla popolazione che vide un continuo non raggiungimento delle promesse fatte.

Quando gli Stati decisero di intervenire per sanare i bilanci delle banche era già troppo tardi, infatti numerose erano le banche già fallite. In entrambi i casi vennero

creati dei fondi con ingenti quantità di denaro a disposizione, che probabilmente se creati anni prima sarebbero bastati a sanare la situazione.

La situazione statunitense migliorò già alla fine degli anni Trenta e probabilmente possiamo dire che la situazione mondiale aiutò questa uscita dalla crisi; il mondo era infatti in guerra, così gli Stati Uniti stavano a guardare cosa sarebbe successo in Europa, ma nel frattempo aumentarono di molto la spesa pubblica investendo principalmente in armamenti e difesa.

Molti economisti hanno studiato la grande depressione americana del 1929 e hanno ricercato una motivazione della lenta uscita da quella crisi, individuando errori ed effetti delle scelte. Analizzando quanto scritto da questi economisti si possono individuare i principali errori effettuati dagli Stati Uniti e molti risultano essere in comune con le scelte che lo Stato giapponese e la BoJ hanno effettuato e i pessimi tempismi nelle scelte. Le differenze però non sono poche, quindi non si può affermare che i giapponesi avrebbero potuto evitare la crisi, ma possiamo considerare molto probabile che se non avessero ripetuto gli errori già effettuati nel passato forse la situazione attuale sarebbe migliore.

Dopo aver analizzato la situazione giapponese ed averla confrontata con quella statunitense mi sento di concludere che anche se molti sono stati gli errori evitabili, la situazione non può essere certamente definita analoga, troppi sono i cambiamenti intercorsi tra il 1929 ed il 1990, inoltre le differenze culturali e burocratiche non sono di poco conto. Le variabili da considerare per un confronto completo sarebbero davvero molte. La mia tesi confronta principalmente le scelte economiche e le riforme effettuate dai principali decisori, senza tenere conto dei fatti storici che sono trascorsi tra le due crisi e nemmeno l'impatto sempre maggiore che la globalizzazione ed i media hanno sull'intero pianeta e sulle scelte che prende uno Stato.

Anche dal punto di vista economico possiamo infatti trovare delle differenze tra le crisi prese in esame. Oltre alla dimensione della bolla del mercato azionario, molto importanti sono le differenze culturali. In questo caso, l'eccessiva burocrazia giapponese e le forti relazioni industriali, forse eccessivamente rigide, gestite dai

keiretsu rappresentano una differenza notevole con la crisi statunitense. Da molti studiosi viene in più criticata la velocità di reazione e le tempistiche per prendere delle decisioni del governo giapponese, anche questo possiamo rivederlo nella cultura nipponica. Un esempio lo si può osservare anche nei licenziamenti del personale, di fatti quando questi avvenivano, ovvero molto raramente, si cercava di “sistemare” il dipendente procurandogli un altro impiego. Un ulteriore esempio più eclatante lo troviamo appunto nelle decisioni per l’uscita della crisi, più volte vennero decisi cambiamenti che analisti finanziari reputavano positivi, ma il governo successivamente annunciava che per essere attuati sarebbe dovuto passare del tempo.

Inoltre i giapponesi, che storicamente risultano essere un popolo di grandi risparmiatori, paiono maggiormente influenzabili dall’incertezza futura rispetto a quanto effettivamente realizzato dal governo e dalla Banca Centrale. Anche il venir meno della tacita promessa dell’impiego a vita non aiutò la situazione, in quanto questo era considerato uno dei capisaldi della cultura nipponica, a questo si sommò la scandalosa corruzione che intaccò le alte cariche giapponesi e comportò una forte riduzione della fiducia da parte dei cittadini.

Va inoltre ricordato che le spese fatte dal governo giapponese se confrontate con quelle americane sono state più consistenti, ma anche questo non fu sufficiente per definire le politiche giapponesi come super espansive e per di più non appena la situazione sembrava migliorare, il governo effettuava una politica restrittiva portando così il Paese nuovamente in recessione.

Anche l’elevata longevità della popolazione nipponica e il basso tasso di natalità furono un’altra differenza rispetto alla grande depressione degli anni Trenta, appesantendo ulteriormente il bilancio dello Stato.

Queste differenze, soprattutto culturali, portarono probabilmente i decisori giapponesi a considerare la loro situazione differente rispetto alla grande depressione statunitense degli anni Trenta. Ciò li rese però miopi, portandoli così a ripercorrere alcuni dei principali errori che gli Stati Uniti fecero in quegli anni.

Probabilmente una maggiore attenzione da parte dei decisori giapponesi verso la grande depressione statunitense, avrebbe potuto limitare gli errori ed aiutarli a non peggiorare la crisi portandoli alla situazione odierna ancora altalenante e con un debito pubblico elevato.

Sicuramente queste due crisi economico-finanziarie furono molto importanti per il futuro delle economie mondiali e devono essere un avvertimento per tutti i futuri leader di governo, facendo in modo che situazioni simili non debbano replicarsi in un futuro. Nel frattempo continueremo ad osservare le scelte che il governo giapponese prenderà per cercare d'uscire da una situazione che si protrae da oltre due decenni.

## ***Bibliografia***

- Allen L., *The global Financial System. 1750-2000*, London, Reaktion Books, 2001;
- Amyx J., *Japan's Financial Crisis: Institutional Rigidity and Reluctant Change*, U.S.A., Princeton, Princeton University Press, 2013;
- Bernanke B. S., "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *The American economic review*, Vol. 73, III (1983), p. 257-276;
- Bernanke B. S., James H., "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison", in R. G. Hubbard (a cura di), *Financial Markets and Financial Crises*, U.S.A., Chicago, University of Chicago Press, 1991, pp. 33-68 ;
- Bernanke B. S., "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach", *Journal of money, credit, and banking*, vol. 27, I (1995), p. 1-28;
- Bernanke B. S., M. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of economic perspectives*, Vol. 9, IV (1995), p. 27-48;
- Botman D., Carvalho Filho I., Lam W.R., "The Curious Case of the Yen as a Safe Haven Currency: A Forensic Analysis", *IMF Working Paper*, U.S.A., Washington, International Monetary Fund, 2013;
- Brown E. C., "Fiscal Policy in the 'Thirties: A Reappraisal", *The American economic review*, Vol. 46, V (1956), p. 857-879;
- Callen T., Ostry J.D. (a cura di), *Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival*, U.S.A., Washington, International Monetary Fund (IMF), 2003;
- Eva F., *Cina e Giappone: Due modelli per il futuro dell'Asia*, Torino, UTET Libreria S.r.l., 2000;
- Fishback P. V., "US monetary and fiscal policy in the 1930s", *Oxford review of economic policy*, Vol. 26, III (2010), p. 385-413;

- Flath D., *The Japanese economy*, Oxford, Oxford University Press, 2005;
- Friedman M., Schwartz A., *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, U.S.A., Princeton, Princeton University Press, 1963;
- Fujii M., Kawai M., "Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991-2005", *ADB Working Paper Series*, n°222, Mandaluyong, Asian Development Bank Institute, 2010;
- Grimes W. W., *Unmaking the Japanese Miracle: Macroeconomic Politics, 1985-2000*, U.S.A., Ithaca, Cornell University Press, 2002;
- Hamada K., Kashyap A.K., Weinstein D.E., *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation*, U.S.A., Cambridge, MIT Press, 2011;
- Hamada K., Okada Y., "Monetary and International Factors Behind Japan's Lost Decade", *Journal of the Japanese and international economies*, Vol. 23, II (2009), p. 200-219 ;
- Himmelberg R. F., *Great Depression and the New Deal*, U.S.A., Santa Barbara, Greenwood Press, 2000;
- Hutchison M. M., Westermann F., *Japan's Great Stagnation: Financial and Monetary Policy Lessons for Advanced Economies*, U.S.A., Cambridge, MIT Press, 2006;
- Ihuri T., Nakazato T., Kawade M., "Japan's Fiscal Policies in the 1990s", *The World economy*, Vol.26, III (2003), p. 325-338;
- Ihuri T., "Fiscal policy and fiscal reconstruction in Japan", *International tax and public finance*, Vol. 13, IV (2006), p.489-508;
- Ito T., *L'economia giapponese*, Milano, E.G.E.A. S.p.A., 1995;
- Kanaya A., Woo D., "The Japanese Banking Crisis of the 1990's. Source and Lessons", *IMF Working Paper*, U.S.A., Washington, International Monetary Fund, 2000;
- Koo R. C., *Holy Grail of Macroeconomics : Lesson from Japan's Great Recession*, U.S.A., Hoboken, John Wiley & Sons, 2011;
- Krauss E. S., *Beyond bilateralism: U.S.-Japan relations in the New Asia-Pacific*, U.S.A., Redwood City, Stanford University Press, 2004;

- Krugman P. R., Obstfeld M., *Economia Internazionale, Volume 1*, Torino, Mondadori, 2006;
- Maswood S. J., *Japan in Crisis*, Basingstoke, Macmillan Publishers, 2002;
- Meltzer A., *A History of the Federal Reserve, Volume I: 1913–1951*, U.S.A., Chicago, University of Chicago Press, 2003;
- Øyen E., *Comparative Methodology. Theory and Practice in International Social Research*, London, SAGE Publications, 1990;
- Ueda K., “The Japanese Banking Crisis in the 1990 s”, *BIS Policy Paper*, n.°7, Hong Kong, Bank for International Settlements, 1999;
- Wheelock D., “Monetary Policy”, *Historical Statistics of the United States*, Millennial Edition, Vol. 3, U.S.A., Cambridge University Press, (2006), p. 624-629;
- Filippini C., “Il decennio perduto del Giappone”, *lavoce.info* <http://www.lavoce.info/archives/25377/il-decennio-perduto-del-giappone/>, data di aggiornamento 19 dicembre 2008, data di consultazione 19 settembre 2014;
- Fujioka T., “Japan Budget’s Dependence on Debt Sales to Rise to Record Next Fiscal Year,” *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-24/japan-budget-s-dependence-on-debt-sales-to-rise-to-record-next-fiscal-year.html>, data di aggiornamento 24 dicembre 2011, data di consultazione 14 novembre 2014 ;
- Japan Echo Inc., “BRIDGE BANKS: A Way Out for Japan’s Troubled Financial System?”, <http://web-japan.org/trends98/honbun/ntj980908.html>, data di aggiornamento 10 settembre 1998, data di consultazione 15 ottobre 2014. ;
- Parker C. B., “Stanford economist warns of Japanese fiscal crisis”, *Stanford News*, <http://news.stanford.edu/news/2014/march/hoshi-japan-economy-032714.html>, data di aggiornamento 27 marzo 2014, data di consultazione 13 novembre 2014;

- Roberts R., "What can we learn from Japan?", <http://cafehayek.com/2009/02/what-can-we-learn-from-japan.html>, data di aggiornamento 6 febbraio 2009, data consultazione 6 gennaio 2015.