

Problemi monetari e bancari del Giappone

I. Le anomalie dell'immediato dopoguerra.

L'economia giapponese emerse dalla guerra in condizioni disastrose, con gravi perdite e distruzioni di ricchezza accoppiate con una netta contrazione del reddito nazionale in termini reali.

In tali circostanze non era possibile basarsi sull'accumulazione volontaria di risparmi per soddisfare le necessità di un'urgente e rapida ricostruzione. Due alternative si ponevano: applicare imposte progressive straordinarie sulla proprietà e sul reddito (indirizzo che avrebbe richiesto l'appoggio di potenti forze politiche), oppure ricorrere al risparmio forzato facendo leva sulla capacità del sistema bancario di creare credito. In pratica, la prima soluzione fu adottata solo parzialmente con l'applicazione di un'imposta sulla proprietà; il maggiore impulso alla ricostruzione economica fu dato dalla capacità delle banche di creare credito — capacità che fu sfruttata al massimo con l'inevitabile conseguenza di un violento processo inflazionistico.

Quali furono — a prescindere dal processo inflazionistico — le conseguenze monetarie e finanziarie di tale forzato risanamento dell'economia giapponese?

a) Nella struttura del capitale delle imprese l'incidenza dei mezzi propri (capitale versato, riserve e utili non distribuiti) diminuì, mentre aumentò la partecipazione dei mezzi « esterni », principalmente dei crediti bancari. Si creò così una situazione di « iper-ricorso » al credito (« over-borrowing »).

Prima della guerra il capitale delle imprese era generalmente costituito per il 60% da mezzi propri e per il 40% da fondi presi a prestito. Attualmente la proporzione è invertita, e nell'immediato dopoguerra la partecipazione dei mezzi propri era ancora più bassa (v. Tab. 1-2).

Superfluo sottolineare che quando il rapporto tra mezzi propri e capitale totale è eccessivamente basso — e quando per converso è troppo elevata la quota di capitale presa a prestito, soprattutto mediante crediti

TAB. 1

COMPOSIZIONE DEL CAPITALE DELLE SOCIETA' INDUSTRIALI (*)

	1936	1952	1958
<i>Patrimonio netto</i>	61,0 %	35,7 %	32,8 %
Capitale versato		8,3	13,9
Riserve speciali di rivalutazione .		18,4	10,6
Riserve		6,0	6,4
Utili non distribuiti		2,8	1,9
<i>Passività</i>	39,0	64,3	67,2
Impegni correnti		47,2	42,9
Impegni a lungo termine		17,1	24,3
<i>Totale</i>	100,0 %	100,0 %	100,0 %

(*) Questo prospetto riguarda oltre 520 primarie società i cui titoli sono quotati in Borsa; le cifre sopraindicate rappresentano delle medie.

TAB. 2

CAPITALI FORNITI ANNUALMENTE ALLE INDUSTRIE E LORO PROVENIENZA (*)
(importi arrotondati in miliardi di yen)

Anno	Totale	Azioni	Obbligazioni	Prestiti di banche ordinarie	Prestiti di istituti di credito speciale (1)	Prestiti valutari della Banca del Giappone	Prestiti di altri istituti finanziari	Prestiti governativi (2)	Reddito nazionale
1951	858	70	36	516	13	41	124	58	4.348
1952	1.021	122	37	584	27	— 30	213	69	4.959
1953	1.063	166	41	514	83	29	222	9	5.647
1954	612	142	18	212	100	— 70	193	16	5.984
1955	677	96	27	247	75	— 9	220	22	6.498
1956	1.417	177	58	820	71	— 10	268	33	7.311
1957	1.798	286	52	959	109	— 3	360	35	8.153
1958	1.631	233	58	762	119	—	420	40	8.288

(*) Sono stati esclusi tutti i fondi di riserva delle aziende perchè le stime non sono sempre attendibili. (Dal 25 aprile 1949 la parità monetaria tra yen e \$ U.S.A. è di 360 yen per dollaro.)

(1) I prestiti degli Istituti di credito speciale comprendono i prestiti della « Reconstruction Finance Bank », della « Development Bank », della « Export-Import Bank », ecc.

(2) I « Prestiti governativi » includono i prestiti del Trust Fund Bureau basati sui depositi postali, i fondi di contropartita USA ed altre disponibilità.

bancari — l'autonomia e la stabilità della gestione dell'impresa possono venir menomate e gli oneri per interessi aumentare; nel contempo le istituzioni bancarie acquisiscono posizioni di preminenza, se non di prepotere.

b) Nel sistema bancario giapponese si diffuse in misura esorbitante il « principio della banca mista ».

In origine il sistema bancario giapponese applicava nelle forme più ortodosse i principi inglesi di specializzazione bancaria. Ma in seguito, per il generale desiderio di superare nel più breve tempo possibile i « ritardi » nello sviluppo capitalistico, aveva dovuto evolvere secondo linee molto vicine agli schemi tedeschi della « banca mista ». Fu questo un processo che ha strette analogie con esperienze di paesi occidentali.

Borsa, società per azioni, obbligazioni industriali — che costituiscono il presupposto di un mercato dei titoli — certo già esistevano, almeno formalmente, all'inizio del periodo Meiji (1867). Ma era allora impossibile per un'impresa emettere azioni e obbligazioni per farle acquistare in Borsa dal pubblico in generale. Le azioni ammesse in Borsa erano soltanto quelle delle aziende più note e, per di più, erano soltanto oggetto di transazioni speculative e non servivano per scopi d'investimento. Pertanto, anche con il graduale aumento del reddito nazionale e quindi del margine per l'accumulazione volontaria di risparmio, l'investitore tradizionale, anzichè investire in titoli, sviluppò la tendenza a depositare i propri fondi a lungo termine presso banche di fiducia. Così, i depositi bancari vincolati a lungo termine ebbero un sempre maggior peso nella raccolta delle banche ordinarie e offrirono a queste ultime la possibilità di concedere prestiti a lungo termine per il finanziamento di impianti e attrezzature, e di acquistare obbligazioni e azioni (v. Tab. 3).

In tal modo le banche vennero adottando i principi della « banca mista », aggiungendo alla loro funzione propria (credito di esercizio a breve) quella che è la normale funzione del mercato dei capitali (fornire fondi a lungo termine per il finanziamento di impianti).

Sostanzialmente simile è la situazione attuale. È vero che prima dell'ultima guerra la costituzione di istituti speciali per la concessione di finanziamenti industriali a lungo termine aveva alleggerito in una certa misura l'esposizione delle banche ordinarie. Ma nell'immediato dopoguerra molti istituti speciali ridussero l'attività o furono addirittura liquidati e gli altri si trovarono nell'impossibilità di erogare finanziamenti adeguati al rapido progredire della ripresa economica. Le banche ordinarie — che non avevano abbandonato del tutto i principi della banca

Tab. 3
SITUAZIONE COMPLESSIVA DEI CONTI PER TUTTE LE BANCHE
(in miliardi di yen)

ATTIVITA'

A fine anno	Cassa (contante e assegni)	Depositi presso altre banche	Prestiti e portafoglio	Titoli		Prestiti a vista	Totale (incluse altre attività)
				Totale	di cui: Titoli di Stato		
1946	10,9	10,8	146,4	58,8	44,7	2,3	326,9
1947	24,1	13,7	168,2	83,6	67,5	2,1	392,1
1948	72,6	24,3	381,3	117,0	94,4	4,1	661,3
1949	121,1	28,4	679,0	106,1	67,1	5,2	1.017,3
1950	158,8	21,6	994,7	134,5	37,5	2,3	1.749,2
1951	182,1	32,8	1.517,8	175,9	35,9	8,5	2.400,7
1952	335,2	38,9	2.128,0	236,0	36,5	16,9	3.268,2
1953	345,9	46,6	2.671,2	328,2	46,2	25,7	4.053,1
1954	373,4	51,2	2.911,9	404,0	46,2	37,9	4.389,6
1955	477,0	50,4	3.195,8	518,7	46,8	57,3	5.102,8
1956	744,0	29,1	4.066,1	659,0	54,3	67,0	6.625,7
1957	974,1	36,2	5.024,4	795,8	51,7	73,2	7.931,1
1958	1.041,2	32,5	5.812,9	972,0	45,6	93,3	9.082,3

PASSIVITA'

A fine anno	Depositi		Obbligazioni emesse	Anticipazioni passive e risconto		Danaro a vista	Totale (incluse altre passività)
	Totale	di cui: a termine		Totale	di cui: della Banca del Giappone		
1946	144,8	29,2	13,8	43,6	—	0,9	326,9
1947	234,3	34,0	14,9	30,5	—	0,5	392,1
1948	505,3	80,4	8,7	55,8	48,6	3,5	661,3
1949	792,0	205,6	22,9	90,7	85,4	4,8	1.017,3
1950	1.048,5	321,8	48,8	147,1	135,4	4,2	1.749,2
1951	1.506,2	533,4	94,8	220,1	203,2	12,8	2.400,7
1952	2.223,8	855,0	142,2	238,6	212,6	32,4	3.268,2
1953	2.707,6	1.128,7	202,8	320,3	288,9	47,4	4.053,1
1954	3.036,6	1.382,3	242,7	256,3	232,4	63,3	4.389,6
1955	3.724,3	1.688,3	286,1	85,9	29,6	83,7	5.102,8
1956	4.764,2	2.141,5	333,4	213,0	127,0	120,0	6.625,7
1957	5.504,8	2.652,8	397,5	582,9	542,0	181,3	7.931,1
1958	6.484,0	3.304,8	530,6	422,3	352,5	235,9	9.082,3

mista — si trovarono di nuovo ad assumere il ruolo di erogatrici non solo di crediti di esercizio a breve, ma anche di tutti gli altri tipi di finanziamento necessari alla ricostruzione. Nell'intento di contenere i poteri di controllo che possono derivare al sistema bancario da un'applicazione eccessiva dei principi di banca mista, i Comandi alleati cercarono di diffondere gli investimenti in titoli. Un altro tentativo nello stesso senso si ebbe con l'emanazione della « legge sul credito a lungo termine del 1952 ». Ma la pratica della banca mista ne è stata ben poco toccata.

c) I crediti delle banche ordinarie superarono per lunghi periodi il totale dei depositi e dei fondi patrimoniali; e le banche furono costrette a dipendere in via continuativa dalle sovvenzioni della banca centrale (Banca del Giappone).

La prassi di ricorrere abitualmente alla banca centrale per integrare i depositi ed i mezzi patrimoniali onde far fronte ad una domanda di finanziamenti che superava la capacità di creazione di credito delle banche, portò ad una situazione anormale, di « *overlending* » (eccesso di impieghi). L'anormalità sta sia negli impulsi inflazionistici che questa situazione può generare, sia nel fatto che le banche finiscono col perdere la loro autonomia di gestione e, in casi di panico, possono reagire con minore elasticità poichè i titoli di primissimo ordine di loro proprietà sono già concentrati presso la banca centrale.

d) I tassi d'interesse furono spinti a livelli eccezionalmente elevati e nello stesso tempo variò sensibilmente la loro struttura. In una situazione di rapida ricostruzione economica e di insufficiente accumulazione volontaria di risparmio, il gioco della domanda e dell'offerta di credito tendeva naturalmente a far lievitare il costo del denaro; in aggiunta, la svalutazione monetaria contribuì ad accentuare i livelli dei tassi nominali e le conseguenti distorsioni della loro struttura rispetto al tasso ufficiale di sconto.

In generale il ricorso alla banca centrale dovrebbe essere la risorsa « ultima »; il tasso ufficiale di sconto dovrebbe quindi essere più elevato dei tassi bancari a breve per operazioni dello stesso tipo. Per contro, nel dopoguerra — specialmente nella fase inflazionistica — il tasso effettivo applicato dalla Banca del Giappone (tasso ufficiale di sconto e tassi « maggiorati », aventi carattere penalizzatore) scese al di sotto dei corrispondenti tassi bancari a breve, lasciando alle banche un margine di profitto anche nel caso di ricorso alla banca centrale. È questa una situazione che è al contempo causa ed effetto dell'indicato « *overlending* ».

TAB. 4

INDICI DI LIQUIDITA' DEL SISTEMA BANCARIO GIAPPONESE

Fine periodo	Crediti in percentuale dei depositi	Anticipi della banca centrale in percentuale delle disponibilità del sistema	Fine periodo	Crediti in percentuale dei depositi	Anticipi della banca centrale in percentuale delle disponibilità del sistema
Dicembre 1945	81	22	Giugno 1953	107	15
Giugno 1946	80	13	Dicembre 1953	103	13
Dicembre 1946	101	19	Giugno 1954	105	14
Giugno 1947	79	16	Dicembre 1954	98	8
Dicembre 1947	72	9	Giugno 1955	96	7
Giugno 1948	73	9	Dicembre 1955	89	2
Dicembre 1948	75	9	Giugno 1956	87	2
Giugno 1949	79	10	Dicembre 1956	88	3
Dicembre 1949	86	10	Giugno 1957	93	9
Giugno 1950	92	12	Dicembre 1957	93	10
Dicembre 1950	98	14	Giugno 1958	95	10
Giugno 1951	107	21	Dicembre 1958	91	5
Dicembre 1951	107	17	Giugno 1959	94	5
Giugno 1952	103	13	Luglio 1959	95	5
Dicembre 1952	99	12			

TAB. 5

SITUAZIONE DEI CONTI DELLA BANCA DEL GIAPPONE
(importi arrotondati a miliardi di yen)

ATTIVITA'				A fine anno	PASSIVITA'				
Crediti		Titoli di Stato	Crediti valutari		Totale (includere altre attività)	Banco-note in circolazione	Depositi di istituti finanziari	Conti dello Stato	Totale (includere altre passività)
Scontati	Prestiti								
	50	35 (1)	—	115	1946	93	—	6	115
	32	146 (1)	—	255	1947	219	—	7	255
	52	248	—	405	1948	355	—	14	405
	22	66	189	400	1949	355	2	12	400
	48	66	137	510	1950	422	3	48	511
	64	159	126	595	1951	506	3	32	595
	179	44	286	766	1952	576	2	92	766
	179	120	314	832	1953	630	2	60	832
	54	190	484	861	1954	622	2	56	861
	14	18	554	862	1955	674	2	51	862
	25	115	587	962	1956	785	4	54	962
	57	495	387	1.085	1957	837	4	46	1.085
	50	329	536	1.091	1958	891	3	63	1.091

(1) Inclusi altri titoli.

II. La politica monetaria restrittiva del 1953.

Ogni ricostruzione economica attuata con mezzi inflazionistici è destinata a scontrarsi presto o tardi con due limitazioni. La prima è costituita dalle reazioni che provoca sul piano salariale un processo estremamente ingiusto di redistribuzione del reddito e della ricchezza e dalle stesse recriminazioni per impieghi sperperatori di capitali. Questi fenomeni erano già emersi prima ancora che i Comandi alleati richiedessero l'applicazione dei « nove punti per la stabilizzazione economica » (1). In seguito all'applicazione dei « nove punti », il processo inflazionistico fu quasi sul punto d'essere arrestato; ma poi, anche per le ripercussioni delle ostilità in Corea, gli sforzi antiinflazionistici perdettero vigore ed efficacia.

La seconda limitazione è costituita dall'inevitabile insorgere di un deficit nella bilancia dei pagamenti al quale si accompagnano, per la erosione delle disponibilità valutarie, crescenti difficoltà nell'importazione di materie prime chiave e di prodotti alimentari: il risultato finale è fatalmente il rallentamento, anziché il ravvivamento, dell'attività economica.

L'ampia portata degli aiuti economici americani e gli speciali introiti valutari recati dalle forze dell'O.N.U. ebbero l'effetto di compensare la contrazione delle esportazioni che si accompagnò al processo inflazionistico, sicché le difficoltà ora ricordate si manifestarono con un certo ritardo. Tuttavia dal novembre 1952 gli aiuti economici e gli altri introiti valutari straordinari non furono sufficienti ad evitare che la bilancia dei pagamenti chiudesse in deficit. Il conseguente rapido contrarsi delle riserve valutarie rese evidente che il punto limite era stato raggiunto.

Per questo motivo nel settembre 1953 la banca centrale instaurò una politica monetaria restrittiva, essenzialmente basata sull'applicazione di tassi di risconto discriminatori, cioè progressivamente crescenti col crescere dell'indebitamento delle banche ordinarie rispetto a massimali di risconto specificatamente fissati per ogni banca.

1) Bisognava anzitutto cercare di sostenere lo sviluppo economico, ed evitare che questo fosse accompagnato da inflazione. In una nazione,

(1) 1) Raggiungimento di un pareggio effettivo del bilancio attraverso la compressione delle spese e l'aumento delle entrate. 2) Miglioramento del sistema fiscale e adozione di efficaci misure contro le evasioni. 3) Limitazione dei finanziamenti a quelli utili alla ricostruzione economica. 4) Stabilità delle retribuzioni. 5) Estensione e rafforzamento dei controlli sui prezzi. 6) Miglioramento e rafforzamento dei controlli sul commercio con l'estero e sui cambi. 7) Migliore distribuzione e assegnazione delle risorse ai fini del massimo sviluppo delle esportazioni. 8) Aumento della produzione di materie prime e prodotti finiti. 9) Miglioramento del sistema di ammassi e adozione di efficienti criteri di assegnazione delle derrate.

com'è il Giappone, dotata di scarse risorse e fortemente dipendente dalle importazioni, la leva per un processo di espansione poteva trovarsi solo in un surplus della bilancia dei pagamenti conseguibile soprattutto con lo sviluppo delle esportazioni.

Grazie alla politica monetaria instaurata nel 1953 ed al conseguente declino dei prezzi interni, le esportazioni cominciarono a crescere; nello stesso tempo e per oltre due anni, a causa delle scorte accumulate e degli impianti ed attrezzature inattivi, la domanda di nuovi investimenti produttivi restò invece relativamente fiacca; i salari d'altra parte rimasero stabili. La bilancia dei pagamenti migliorò pertanto rapidamente e passò in attivo nello stesso 1954.

Nella mutata situazione (tra fine 1953 e fine 1955 le riserve valutarie ufficiali del Giappone crebbero da circa 900 a oltre 1.300 milioni di dollari) la Banca del Giappone compì importanti operazioni con il « conto Fondo valute estere » (2), sottoscrivendo le obbligazioni in valuta estera emesse dal Fondo o acquistando valute che esso possedeva. Per tal motivo l'incremento dei depositi bancari sopravanzò l'aumento dei crediti bancari. La liquidità così creata fu usata dalle banche ordinarie per rimborsare crediti ottenuti dalla banca centrale; tali crediti, da quasi un miliardo all'inizio della politica restrittiva (settembre 1953), erano diminuiti a meno di \$ 80 milioni a fine marzo 1956. Questa riduzione si rifletté nei bilanci delle banche ordinarie in una contrazione del rapporto tra impieghi e totale dei depositi e mezzi propri: dal 105% di fine settembre 1953 all'89% di fine marzo 1956. Il rapporto tra anticipazioni della Banca centrale e disponibilità totali delle banche (mezzi propri più depositi e crediti ottenuti dalla banca centrale) cadde nello stesso periodo dal 15% all'1%. Così la terza anomalia accennata nella Sez. I, « *overlending* » delle banche ordinarie, fu, almeno per il momento, eliminata.

2) Ciò che restava delle riserve delle banche commerciali dopo aver estinto i crediti della banca centrale si incanalò verso il mercato monetario a breve e il mercato finanziario. Ne derivò un notevole aumento delle disponibilità a vista con conseguente riduzione dei relativi tassi (*call rate*). Nel contempo aumentarono le emissioni azionarie ed obbligazionarie e i rendimenti si ridussero sensibilmente in entrambi i settori.

La netta diminuzione delle anticipazioni della banca centrale limitò anche il campo d'applicazione di tassi penalizzatori superiori al tasso uff-

(2) Attraverso questo conto il governo acquista dalle banche operanti con l'estero le valute provenienti da esportazioni e vende alle stesse banche le valute necessarie alle importazioni.

ciale di sconto, il che rafforzò la tendenza alla flessione dei tassi bancari e dei vari tassi per crediti sia a breve che a medio termine. In particolare declinarono notevolmente i tassi a lungo termine, strettamente legati ai rendimenti obbligazionari.

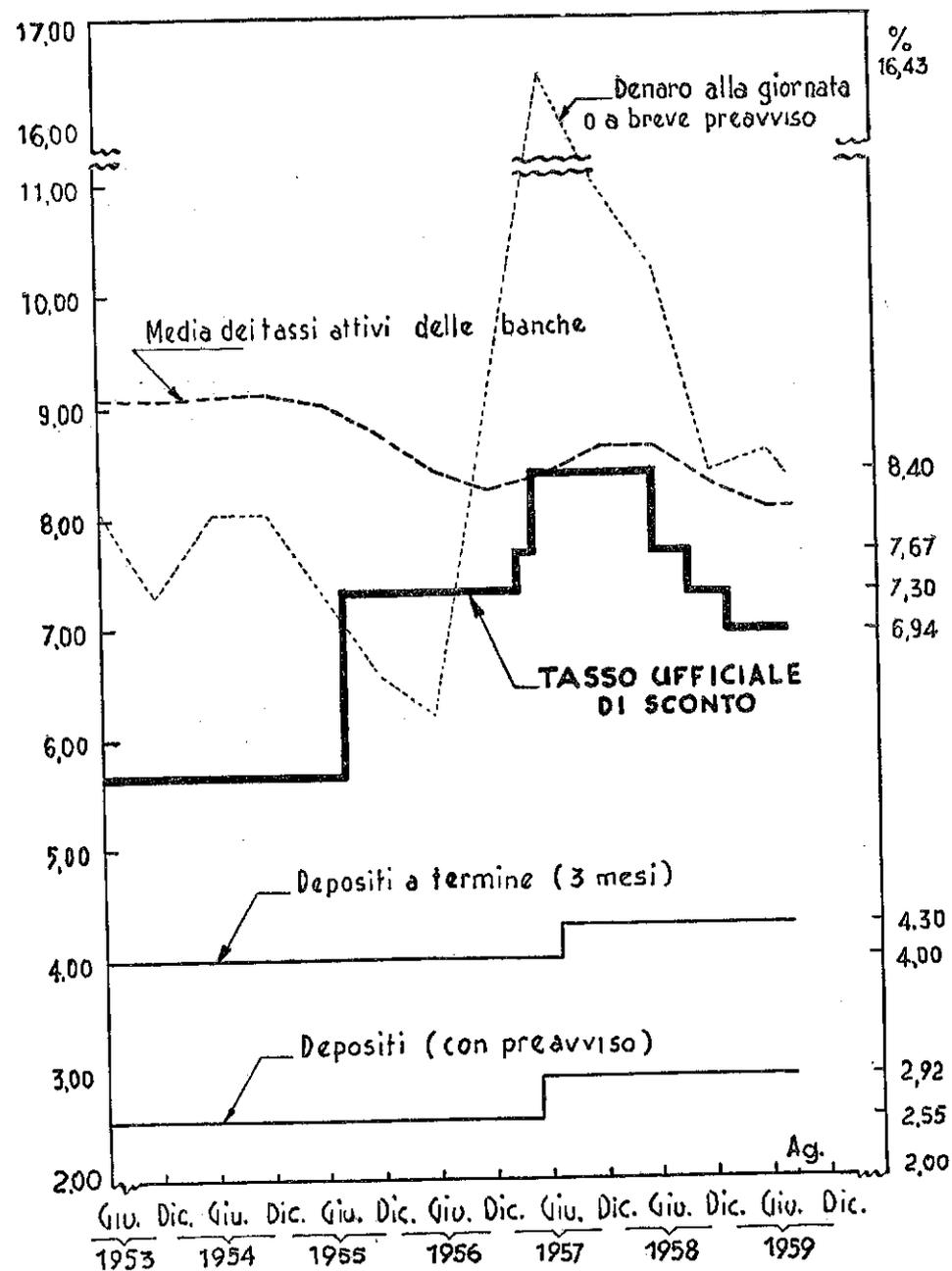
Tra i tassi praticati dalla banca centrale, il tasso ufficiale di sconto rimase pressochè fisso; anzichè ricorrere a variazioni del tasso ufficiale, la Banca del Giappone adottò per un certo periodo la notata prassi anormale di applicare « tassi maggiorati », cioè di penalizzazione, nei confronti di singole banche che attingessero alla banca centrale in misura eccessiva. Di conseguenza i tassi monetari, compresi quelli del « danaro alla giornata » (*call money*), si tennero sui livelli dei tassi massimi di penalizzazione della banca centrale, creando una situazione quasi paradossale nella quale le banche avevano convenienza a provvedersi di fondi presso la banca centrale al minor tasso normale di sconto per investirli in « prestiti alla giornata » a tassi relativamente più elevati, oppure a ricorrere alla banca centrale al tasso ufficiale invece di raccogliere depositi dal pubblico ai tassi di mercato.

In seguito, nell'agosto 1955, sotto la pressione delle sollecitazioni per la normalizzazione della struttura dei tassi, la Banca del Giappone limitò l'applicazione dei tassi di penalizzazione a casi singoli ed eccezionali. Contemporaneamente il tasso ufficiale di sconto fu elevato dal 5,84% al 7,30%, cioè al di sopra del costo dei depositi (interessi passivi più spese di amministrazione); furono così create le condizioni necessarie per impiegare la manovra del tasso ufficiale di sconto come strumento della politica monetaria.

3) Anche l'« iper-ricorso al credito » da parte delle imprese (« *over-borrowing* ») fu in qualche misura mitigato. I risultati conseguiti sotto questo profilo non sembrano però ancora soddisfacenti raffrontati all'attuazione dell'« *overlending* ».

Si è altresì portati a ritenere che l'indicata prassi di banca mista tenda ad intensificarsi, piuttosto che ad attenuarsi. Ma un'eccessiva diffusione della pratica della banca mista può condurre ad un prepotere delle istituzioni bancarie e — se basata esclusivamente sull'utilizzo di depositi raccolti a breve dal pubblico — a posizioni di instabilità pericolose per le aziende finanziate e per gli stessi istituti finanziatori. È essenziale quindi incoraggiare l'investimento diretto in titoli; ma a tal fine il mercato dei titoli dovrebbe svilupparsi come istituzione destinata soprattutto ad investimenti sani e non a scopi speculativi.

ANDAMENTO DEI PRINCIPALI TASSI MONETARI



III. La politica monetaria restrittiva del 1957.

Nella seconda metà del 1955 e nel primo semestre 1956 le anticipazioni della banca centrale erano diminuite sensibilmente e la situazione del mercato monetario si era fatta più facile — donde l'inizio del già indicato processo di normalizzazione monetaria.

Dal maggio 1956, però, i crediti della banca centrale ripresero ad aumentare e la situazione monetaria tornò a denunciare sintomi di tensione. La svolta fu dovuta all'andamento dei conti del Tesoro (compreso il conto speciale del Fondo valute estere) che, nei rapporti con il pubblico, da una continua posizione di « pagamenti netti » — esborsi superiori agli introiti — passarono ad una generale tendenza verso un'eccedenza di introiti. Anche la domanda di biglietti della Banca del Giappone aumentò notevolmente (mentre prima aveva registrato solo aumenti modesti). Il combinato operare dei due fattori contribuì a riportare gradualmente ad una nuova fase di tensione creditizia.

Perché s'invertì la situazione dei conti del Tesoro nei confronti del pubblico? Il conto speciale Fondo valute estere registrò incassi di valuta nazionale superiori alle cessioni in quanto l'aumento delle importazioni venne superando notevolmente l'aumento delle esportazioni, con un progressivo deterioramento della bilancia dei pagamenti. Gli altri conti del Tesoro ebbero anch'essi notevoli eccedenze negli incassi a causa del sensibile aumento dei proventi fiscali, in particolare dei gettiti delle imposte sulle società e sui redditi. La spiegazione di questi due fenomeni va cercata nel ravvivarsi degli investimenti, prima stagnanti, che si ripercosse in aumenti di redditi e importazioni.

Nel rapido aumento della domanda di banconote ebbero ovviamente un ruolo diretto importante gli aumenti del reddito privato e dei consumi, ma il fattore basilare di propulsione fu anche qui il boom degli investimenti.

In definitiva si può dire che all'intensificarsi degli investimenti siano da ricondurre i due principali processi che portarono la situazione monetaria giapponese da uno stato di relativa facilità ad uno stato di tensione.

In questo sviluppo le banche ebbero una parte importante. Data infatti la scarsità di mezzi propri delle imprese giapponesi e il loro alto grado di dipendenza dai finanziamenti bancari, la propensione delle banche a concedere crediti fu elemento determinante per l'attivazione degli investimenti. E, a sua volta, tale propensione ad espandere i prestiti bancari fu agevolata dalle migliorate condizioni di liquidità notate nella Sez. II e dal fatto che i margini di liquidità, cresciuti nel 1955 e non

assorbiti o neutralizzati in impieghi stabili (3), poterono essere rapidamente utilizzati dalle banche per finanziamenti industriali e commerciali.

Incoraggiare gli investimenti rappresenta un fondamentale elemento propulsivo per lo sviluppo economico nazionale, un presupposto per l'aumento delle capacità di produzione e di esportazione. Tuttavia, quando l'ampiezza ed il ritmo degli investimenti diventano eccessivi, può derivarne un aumento dei prezzi, specialmente dei beni strumentali, un marcato incremento delle importazioni di materie prime e di prodotti semifiniti e un peggioramento della bilancia dei pagamenti, prima ancora che la maggiore produttività abbia fatto sentire i suoi effetti. Inoltre, quando l'incremento degli investimenti raggiunge finalmente lo scopo di aumentare la produzione, crescono anche le possibilità di arrivare a casi di superproduzione. Queste considerazioni avrebbero dovuto condurre alla facile conclusione che gli sviluppi verificatisi a partire dalla seconda metà del 1956 (rapida espansione dei crediti bancari, marcati aumenti dei prezzi dei beni strumentali e delle importazioni) costituivano motivi sufficienti per un indirizzo di cautela. Invece, l'atteggiamento prudentiale della Banca del Giappone non riuscì a concretarsi in misure di politica monetaria, perchè era in contrasto con il diffuso ottimismo degli ambienti governativi, del mondo degli affari, e degli ambienti economici in generale.

Nei primi mesi del 1957, in concomitanza con forti aumenti dei prestiti bancari e delle importazioni, il deficit della bilancia dei pagamenti venne aggravandosi. Talchè il 20 marzo 1957 dopo 19 mesi di immobilità, la banca centrale elevò il tasso ufficiale di sconto dal 7,30% al 7,67%. Senonchè il vero significato del provvedimento sfuggì agli operatori economici sia per la modesta entità dell'aumento, sia per il prevalere della tesi che riteneva inopportuni aumenti dei tassi monetari. Di conseguenza la tendenza all'aumento dei crediti ed al peggioramento della bilancia dei pagamenti, anzichè correggersi, si rafforzò. La Banca del Giappone reagì rialzando ulteriormente il tasso ufficiale di sconto — l'8 maggio 1957 — all'8,40%. Contrariamente a quanto si era verificato nel marzo, la politica monetaria restrittiva intrapresa dalla banca centrale apparve questa volta

(3) Nel periodo fra il 1955 e il 1956 i fondi bancari eccedenti avrebbero potuto essere assorbiti da apposite vendite da parte della banca centrale di titoli in portafoglio; ma il rendimento di titoli del genere avrebbe dovuto essere allineato ai tassi monetari correnti per invogliare le banche ordinarie a sottoscriverli in quantità soddisfacente. Al contrario, ancor nel maggio 1956, quando, per le pressioni della banca centrale, il governo si decise finalmente ad offrire sul mercato buoni del Tesoro a breve termine, ne « bloccò » il relativo tasso d'interesse, rifiutandosi di accettare tassi d'asta in linea con le effettive condizioni del mercato. (E inoltre si oppose ai tentativi della banca centrale di effettuare vendite di titoli di Stato a breve sulla base dei tassi correnti.)

chiara a tutti, sia per la maggiore ampiezza del nuovo aumento, sia per il simultaneo rialzo dei tassi praticati dalle banche ordinarie.

Quest'ultima variazione del tasso ufficiale di sconto fu seguita da una serie di misure restrittive fiscali e monetarie. Tra l'altro, fu elevato in due riprese (il 4 ed il 20 giugno) il coefficiente del deposito obbligatorio a garanzia delle importazioni (il provvedimento fu deciso dal governo su raccomandazione della banca centrale per frenare lo sviluppo delle importazioni); e (sempre nel giugno) una serie di cosiddette « misure generali di emergenza » dispose il differimento di prestiti e investimenti pubblici.

I primi effetti della nuova politica furono un ridimensionamento delle scorte presso i rivenditori; una tendenza alla diminuzione dei prezzi all'ingrosso; e, dall'ottobre 1957, il regolare ricomparire di un saldo attivo della bilancia dei pagamenti. A sua volta l'attività produttiva, sotto la pressione delle aumentate giacenze di prodotti finiti, prese a contrarsi, a partire dai più importanti comparti, su un fronte via via più esteso.

La contrazione dei crediti delle banche ordinarie per il finanziamento di importazioni fu seguito da un rallentamento nell'aumento dei crediti per nuovi impianti ed attrezzature. Per converso si ebbe un incremento della proporzione dei crediti di esercizio destinati al finanziamento delle scorte dei prodotti finiti presso i produttori.

Si potrebbe essere portati a paragonare questi sviluppi alla precedente esperienza di restrizioni monetarie del periodo 1953-1954. Le due esperienze presentano però caratteristiche diverse. Mentre nel caso precedente il surplus registrato dalla bilancia dei pagamenti era derivato dal forte aumento delle esportazioni — determinato dalla congiuntura all'estero, allora per lo più orientata in senso favorevole —, nel 1957-1958 la svolta verso un surplus fu principalmente il risultato della compressione delle importazioni. Un'altra differenza saliente è costituita dal fatto che, in contrasto con la riduzione degli stocks di prodotti finiti avutasi nel primo caso come conseguenza delle aumentate esportazioni, nel secondo la situazione fu complicata da una tendenza alla sovrapproduzione che, se non fosse stata corretta da riduzioni dell'attività produttiva, avrebbe ostacolato il ridimensionamento dei « magazzini » dei produttori.

Con la riduzione delle scorte, con la flessione della produzione e con il consolidarsi del saldo attivo della bilancia dei pagamenti, le condizioni monetarie divennero meno tese.

A seguito di questi sviluppi la Banca del Giappone ridusse tre volte il tasso di sconto: nel giugno del 1958 (dall'8,40% al 7,67%) nel settembre (al 7,30%) e di nuovo nel febbraio 1959 (al 6,94%). In correlazione dimi-

TAB. 6

TASSI D'INTERESSE
(a fine ottobre 1959)

BANCHE DI CREDITO ORDINARIO		% p. a.
Prestiti e sconti:		
— Tasso standard (« Prime Rate »):		
(a) Sconti di carta commerciale riscontabile presso la Banca del Giappone	}	6,94 (a)
(b) Sconti ed anticipi su carta commerciale di primissima scelta		7,30 (b)
Sconti di carta commerciale proveniente da esportazioni e riscontabile presso la Banca del Giappone o anticipi su detta carta		7,12 (a)
Sconti ed anticipi su carta commerciale proveniente da esportazioni e non riscontabile presso la Banca del Giappone		7,48 (b)
Sconti su carta commerciale a regolamento importazioni o anticipi su detta carta		5,84
Altri prestiti e sconti		6,57
Scoperti di c/c		7,30
Depositi:		
— Depositi a termine	}	8,03 (a)
— Depositi ordinari		8,40 (b)
— Depositi con preavviso		9,13
— Depositi per pagamento tasse		4,30
— Depositi speciali		5,50
		6,00
		2,56
		2,92
		3,29
		2,92

BANCA DEL GIAPPONE		% p. a.
Prestiti e sconti:		
— Sconti di carta commerciale proveniente da esportazioni		5,11
— Sconti di carta commerciale ordinaria		6,94
— Prestiti garantiti da:	Carta commerciale proveniente da esportazioni	5,48
	Carta commerciale proveniente da importazioni e titoli di credito per noli importazione	6,94
	Titoli di Stato o di amministrazioni locali autorizzate, obbligazioni di società ed altre obbligazioni autorizzate	7,30
	Altre garanzie	7,67
— Scoperti di c/c		8,03

(a) oltre i 3 milioni di yen;
(b) fino a 3 milioni di yen.

nuiroano anche i tassi attivi delle banche ordinarie. Nel frattempo i prezzi restavano stabili, la bilancia dei pagamenti continuava a registrare saldi attivi e la produzione riprendeva ad espandersi.

L'accentuarsi della fase di ascesa — denunciato dal crescere del livello di sfruttamento degli impianti e delle spese di investimento — ha indotto, nel settembre 1959, la Banca del Giappone a dare applicazione, per la prima volta, alle disposizioni di legge del giugno 1957 concernenti le riserve obbligatorie. Fu così stabilito un coefficiente di riserva rispettivamente dell'1,5% e dello 0,5% a fronte dei depositi a vista e a termine delle banche ordinarie. Queste aliquote, molto basse, hanno bloccato presso la banca centrale fondi per importi modesti. Si tratta soltanto di un passo iniziale, che ha però aperto la via, in caso di eccessiva effervescenza dell'attività economica, a nuove forme di controllo e a efficaci combinazioni di due contromisure: rialzo del tasso di sconto e aumento delle percentuali di riserva. Da questo punto di vista, l'aver posto in funzione il sistema delle riserve è un avvenimento di grande importanza nella politica monetaria della Banca del Giappone.

IV. Perfezionamenti da considerare.

Nel considerare i futuri problemi di politica monetaria del Giappone è molto importante partire dal presupposto fondamentale che « prevenire » è meglio di dover curare. Così, quando si avverte che i prestiti delle banche ordinarie stanno eccessivamente crescendo, è necessario ridurre l'elasticità di espansione del credito prima ancora che il processo degeneri in una reazione a catena: boom degli investimenti - aumento dei prezzi - peggioramento della bilancia dei pagamenti - restrizioni monetarie. Se le « misure preventive » sono efficaci, non si rendono necessari severi indirizzi restrittivi, nè notevoli riduzioni della produzione.

Tuttavia in Giappone si è spesso portati in questo campo a non crearsi problemi e a credere che tutto andrà per il meglio, sinchè le difficoltà appaiono sul serio sotto forma di aumenti di prezzi e di peggioramenti della bilancia dei pagamenti. Anche nel caso di sovrapproduzione determinata da una precedente eccessiva attività d'investimento, non si dà molto peso al perchè tale situazione si è potuta creare, ma, prendendo questa ultima come punto di partenza, si perdono di vista i rimedi di base per ricorrere invece a facili misure di stimolo della domanda interna.

Al contrario, in America ed in Europa, a parte un inevitabile margine di oscillazione dell'attività economica, la politica monetaria appare

indirizzata principalmente alla realizzazione di « misure preventive » piuttosto che di misure correttive o curative.

Il Giappone ha molto da imparare da questo atteggiamento specie riflettendo bene sul perchè alle misure monetarie restrittive si sia dovuto ricorrere a ripetizione. Partendo da questa prospettiva richiamiamo l'attenzione sui seguenti problemi di « perfezionamento ».

1) *Manovra del tasso di sconto.* - La politica del tasso di sconto non è onnipotente, ma può esercitare una certa influenza sui piani di sviluppo delle imprese e sulla liquidità del mercato dei titoli, in modo da frenare la speculazione ed esercitare eventualmente anche una pressione psicologica sui circoli economici e finanziari. È però necessario che la manovra del tasso di sconto sia libera da interferenze politiche, e che sia integrata con variazioni dei tassi monetari e dei rendimenti dei titoli di Stato.

Recentemente in Giappone si è venuto gradualmente formando un legame organico tra tasso di sconto e tassi monetari, ma un collegamento del genere tra tasso di sconto e rendimento di titoli di Stato — specie a breve termine — manca ancora; questa situazione deve essere riveduta al più presto possibile.

2) *Operazioni di mercato aperto.* - Quelle che in Giappone sono chiamate operazioni di mercato aperto sono transazioni tra la Banca del Giappone e le istituzioni bancarie, e non operazioni nelle quali gli acquisti e le vendite sono liberi e aperti a tutti. Non si tratta perciò di operazioni di mercato aperto in senso stretto.

a) Nel caso di vere operazioni di mercato aperto i corsi dei titoli sono stabiliti obiettivamente e i tassi d'interesse si formano sotto l'azione di forze di mercato. Al contrario, nel caso di operazioni riservate alle banche, i tassi di acquisto e vendita sono esposti ad essere fissati artificialmente dal Tesoro o dalla banca centrale, e possono quindi conformarsi più agli interessi del bilancio pubblico che alle esigenze del controllo monetario.

b) Nel caso di operazioni di mercato aperto la banca centrale, che tratta direttamente con gli operatori specializzati e non soltanto con le banche, può effettuare gli acquisti e le vendite di sua iniziativa, al momento giusto e nella misura necessaria. Si realizzano così i vantaggi di una politica monetaria flessibile. Tale duttilità può mancare con una radicata prassi di operazioni interbancarie, allorchè le banche non siano favorevoli all'acquisto di titoli.

È perciò necessario perseverare negli sforzi per sviluppare e organizzare un vasto mercato di titoli a reddito fisso, specie di titoli di Stato.

3) *Sottoscrizioni di titoli di Stato.* - Nei paesi dotati di ampi mercati in titoli, le operazioni di acquisto e vendita di titoli pubblici — sia a breve che a lungo termine — da parte della banca centrale sono tutte effettuate, in linea di massima, su detto mercato. Ciò significa, sempre in linea di massima, che le sottoscrizioni alle emissioni sono effettuate dal pubblico e non coperte dalla banca centrale. Il portafoglio di titoli pubblici di quest'ultima è quindi il risultato dell'acquisto sul mercato aperto di una certa quota di titoli, già precedentemente sottoscritti dal pubblico, nella misura considerata più congrua sotto il profilo del controllo monetario e finanziario. Alle stesse esigenze obbediscono le operazioni di vendita.

Invece, la sottoscrizione dei titoli di Stato, anche a breve termine, da parte della banca centrale può finire col provvedere il mercato di fondi liquidi eccessivi.

In Giappone la suddetta prassi di copertura integrale delle emissioni di titoli a breve termine da parte della banca centrale è stata modificata verso la metà del maggio 1956 con l'adozione della pubblica sottoscrizione. Si è fatto quindi un passo avanti. Ma l'innovazione non è stata integrale: i tassi non furono lasciati alla libera determinazione delle aste, ma continuarono ad essere fissati dal Tesoro. Di conseguenza si ebbe un aumento della quota dei titoli non sottoscritti dal pubblico all'emissione, e quindi acquistati dalla Banca del Giappone. Inoltre gli investitori autorizzati sono ancora solo le banche ordinarie, taluni istituti speciali di credito, compagnie di assicurazione, gli intermediari per il danaro a vista e le più importanti società finanziarie.

In questo campo restano quindi da compiere importanti progressi.

4) *Riserve obbligatorie.* - Forse nessuna banca centrale dei principali paesi non ha ancora il sistema delle riserve obbligatorie tra gli strumenti di controllo della disponibilità di credito.

Fortunatamente per il Giappone, come risultato di lunghe discussioni, una legge del giugno 1957 ha aggiunto agli esistenti strumenti di politica monetaria le riserve obbligatorie. Il limite massimo delle riserve è stato fissato al 10% della consistenza dei depositi; entro tale limite il quoziente di riserva può essere variato in relazione alle dimensioni delle varie banche ed alla natura dei loro depositi. La percentuale per la prima volta imposta nel settembre 1959 fu molto bassa; ma in avvenire dovrebbe essere, occorrendo, aumentata,

5) *Depositi obbligatori a fronte di licenze d'importazione.* - Ci riferiamo ai depositi in moneta nazionale effettuati dall'importatore presso la

banca che compie l'operazione valutaria al momento del rilascio della lettera di credito, deposito corrispondente ad una certa percentuale del credito stesso.

Attualmente, in base a « bilanci valutari » semestrali, vige un sistema di autorizzazioni « automatiche » secondo il quale la licenza di importazione è concessa automaticamente seguendo l'ordine di inoltro della relativa domanda fino al raggiungimento di un determinato plafond per ciascuna delle merci considerate.

I depositi in valuta nazionale, per quanto riguarda il sistema automatico (4), sono di vecchia introduzione. In origine essi furono imposti come misura di controllo valutario, come prova cioè del proposito di importare, poichè si dubitava che le importazioni non seguissero effettivamente alle richieste presentate.

Oggi i depositi a fronte di licenze d'importazione devono essere considerati non più come un mezzo di controllo valutario, ma come uno strumento di politica monetaria. È infatti via via emerso che un efficace controllo del credito all'importazione presuppone la possibilità di esercitare pressioni anche al livello dell'emissione di lettere di credito.

Quando il deposito obbligatorio è concentrato presso la banca che effettua l'operazione valutaria — e, se necessario, trasferito presso la banca centrale — l'importatore è costretto a versare fondi alla banca centrale, attraverso la banca agente, prima di effettuare l'importazione. L'efficacia del deposito obbligatorio sta quindi nel fatto che, quando una banca agente concede una lettera di credito, deve preventivamente ricevere dal suo cliente un pagamento anticipato per cassa, in una percentuale rispetto al credito concesso che può essere manovrata dalle autorità monetarie a seconda delle esigenze congiunturali. (In certi paesi la determinazione del coefficiente relativo a depositi del genere spetta al governo e non alla banca centrale; in Giappone l'autorità competente è il Ministero dell'industria e del commercio estero.)

In sostanza, la funzione dei depositi obbligatori per le importazioni è venuta subendo un'evoluzione analoga all'evoluzione riscontrata per le cosiddette riserve obbligatorie delle banche ordinarie. Le « riserve obbligatorie » furono originariamente introdotte allo scopo precipuo di garantire i depositanti; in seguito fu rilevata la loro importanza come strumento di controllo monetario, e sotto questo profilo si propende oggi a

(4) I depositi obbligatori sono applicati anche in caso di sistemi di licenze speciali, come avvenne durante le esperienze restrittive del 1954 e 1957.

TAB. 7

PRINCIPALI INDICATORI DELL'ATTIVITA' ECONOMICA GIAPPONESE

Periodo	Reddito nazionale		Indice della produzione industriale (1955=100)	Indici dei prezzi (1934-36=1)		Indici della spesa per consumi	
	in valore corrente	in valore reale (base: 1934-36)		ingrosso	consumo (Tokyo)	città (Tokyo, 1934-36=100)	campagne (anni fiscali 1934-36=100)
	(in miliardi di yen)						
1946	360,9(1)	8,2(1)	17,9	16,3	50,6	—	—
1947	968,0(1)	8,7(1)	22,8	48,2	109,1	55,4	—
1948	1.961,6(1)	10,2(1)	30,1	127,9	189,0	61,2	—
1949	2.737,3(1)	11,8(1)	38,8	208,8	236,9	65,0	—
1950	3.381,5(1)	14,0(1)	49,5	246,8	219,9	69,8	—
1951	4.347,5	15,2	66,7	342,5	255,5	68,9	109,4
1952	4.959,0	16,6	72,5	349,2	266,1	80,2	122,3
1953	5.647,0	17,9	84,2	351,6	286,2	94,0	127,9
1954	5.984,4	18,3	91,9	349,2	301,8	100,0	128,5
1955	6.498,3	19,8	100,0	343,0	297,4	106,5	131,2
1956	7.310,6	21,9	123,5	358,0	300,2	109,5	133,6
1957	8.153,1	23,8	146,4	368,8	308,9	118,4	—
1958	8.287,7		147,8	344,8	312,1	124,9	—

Periodo	Indici dei salari (industrie manifatturiere)		Indice dell'occupazione (industrie manifatturiere) (1955=100)	Disoccupati (in migliaia di unità)	Commercio estero (statistiche doganali, in miliardi di yen)		
	nominali	reali			Esportazioni (a)	Importazioni (b)	Rapporto percentuale (a)/(b)
	(1955=100)						
1946	—	—	—	—	2,3	4,1	56,1
1947	—	—	—	—	10,1	20,3	49,8
1948	—	—	—	240	52,0	60,3	86,2
1949	—	—	—	380	169,8	284,5	59,7
1950	—	—	—	440	298,0	348,2	85,6
1951	69,9	82,3	85,4	390	488,8	737,2	66,3
1952	81,5	91,5	87,9	470	458,2	730,4	62,7
1953	91,4	96,2	92,0	450	458,9	867,5	52,9
1954	96,3	95,3	97,1	590	586,5	863,8	67,9
1955	100,0	100,0	100,0	680	723,8	889,7	81,4
1956	109,3	108,9	109,5	640	900,2	1.162,7	77,4
1957	113,1	109,3	122,3	530	1.028,9	1.542,1	66,7
1958	116,2	112,8	122,5	570	1.035,6	1.091,9	94,8

(1) Anno fiscale.

INDICI 1958 DELLO SVILUPPO ECONOMICO DEL GIAPPONE

Media	1934-1936 = = 100	1950 = 100
Produzione industriale	257,7	293,9
Produzione agricola	129,6	132,8
Volume esportazioni	98,7	315,1
Volume importazioni	117,2	307,1
Formazione di capitale (in termini reali) (1957)	291,9	226,8
Reddito pro-capite (in termini reali) (1957)	124,6	156,5
Livello dei consumi (lavoratori zona di Tokio)	124,9	178,9
Salari reali nell'industria manifatturiera	130,0	152,2
Produttività (industria manifatturiera)	153,4	250,6
Popolazione	133,8	110,3

considerarle prevalentemente. Allo stesso modo, i depositi in moneta nazionale a fronte delle licenze d'importazione, istituiti soprattutto come mezzo di controllo valutario, possono ormai essere reputati come una leva della politica monetaria in un paese, come il Giappone, che tanto dipende dalle importazioni (v. Tabb. 7-8).

TOSHIHIKO YOSHINO