

# L'esperienza del Giappone nel sistema di Bretton Woods: controlli sui capitali e tassi di cambio fissi \*

## 1. Introduzione

Fino ai primi anni '70, l'economia capitalistica del dopoguerra conobbe un'"età dell'oro" con un elevato tasso di crescita economica accompagnato da bassi tassi d'inflazione e di disoccupazione. In quale modo il sistema di Bretton Woods abbia contribuito a questi buoni risultati viene analizzato da Iwami (1991). Nel presente articolo viene esaminato il ruolo degli accordi monetari internazionali sull'economia giapponese, che ha avuto il tasso di crescita economica più elevato tra i paesi industrializzati. Il Giappone aderì al Fondo Monetario Internazionale nell'agosto 1952 (ai sensi dell'Articolo 14) e al GATT nel 1955, e la sua "era di crescita ad alta velocità"<sup>1</sup> coincise con il quadro economico internazionale liberale del FMI-GATT. L'accordo di Bretton Woods permise di istituire tassi di cambio fissi e controlli sui movimenti internazionali dei capitali, senza tuttavia escludere né rivalutazioni né svalutazioni. In effetti, persino alcuni paesi industrializzati modificarono le parità per ristabilire l'equilibrio dei propri conti con l'estero, e paesi come la Francia e il Canada lasciarono addirittura fluttuare i propri tassi di cambio per alcuni anni. Il Giappone, dal canto suo, mantenne la parità di 1 dollaro = 360 yen, adottata nell'aprile 1949, per più di 22 anni, fino all'agosto 1971. L'Articolo 8 dell'Accordo consentiva i controlli sui capitali, nella

---

\* Ringrazio June Flanders per i commenti relativi a una precedente stesura di questo lavoro.

<sup>1</sup> È opinione comune che questo periodo vada approssimativamente dal 1955 fino allo scoppio della prima crisi petrolifera.

convinzione che la loro liberalizzazione avrebbe inevitabilmente reso difficile mantenere fissi i tassi di cambio.<sup>2</sup> Questo atteggiamento nei riguardi dei movimenti dei capitali era dunque comune, ma quali furono allora le particolarità dei controlli effettuati dal Giappone?

In verità, in Giappone le transazioni finanziarie internazionali, nel periodo di crescita elevata, furono sempre di portata ridotta, soprattutto se raffrontate a quelle "liberalizzate ed internazionalizzate" degli anni '80. Il sistema chiuso e controllato del periodo della ricostruzione fu mantenuto senza grosse modifiche, sebbene eventi quali la liberalizzazione del commercio internazionale e del mercato dei cambi nel 1960, l'adesione al FMI ai sensi dell'Articolo 8 e all'OCSE nel 1964, avessero costituito altrettante svolte. Ufficialmente, a partire dalla metà degli anni '60, il Giappone aprì le porte agli investitori stranieri, limitandone però l'accesso. Perché il Giappone mantenne questo sistema chiuso così a lungo? quale rapporto ebbe questa politica con la sua rapida crescita economica? Il paragrafo 2 presenta una rassegna dei problemi relativi alla bilancia dei pagamenti e ai controlli sui capitali, che determinarono l'indirizzo principale della politica economica del periodo post-bellico. Nel paragrafo 3 vengono analizzati sia l'effetto protezionistico di questo sistema chiuso sia i presupposti dei controlli sui capitali a breve. Il peso del tasso di cambio fisso sui risultati macroeconomici ottenuti dal Giappone è il tema del paragrafo 4, nel quale vengono discusse, più che il problema delle parità fisse in generale, le implicazioni macroeconomiche della parità di 360 yen. Il fatto che il Giappone abbia osservato le "regole del gioco" viene quindi interpretato in chiave di crescita economica.

---

<sup>2</sup> BRYANT (1987, pp. 61-62). Tale assunto non è così scontato come supponevano i fondatori del sistema di Bretton Woods. Nel periodo del sistema aureo classico precedente alla prima guerra mondiale, il sistema delle parità fisse sopravvisse per decenni senza controlli sui capitali. Il fondamento dell'Accordo di Bretton Woods venne dal riconoscimento che il sistema monetario internazionale del periodo tra le due guerre fosse crollato a causa dello squilibrio prodotto dai movimenti dei capitali a breve. Ma i problemi non erano dovuti ai movimenti dei capitali, quanto alla mancanza di fiducia nella stabilità monetaria, la quale diede luogo al "denaro caldo".

## 2. Il contesto esterno dell'economia giapponese

### 2.1 *Problemi relativi alla bilancia dei pagamenti*

La situazione della bilancia dei pagamenti determinò ampiamente il corso della politica economica giapponese nel periodo post-bellico. Mentre il saldo corrente era sempre stato in avanzo tranne che nei primi anni '60, la sua composizione cambiò completamente tra il primo decennio dopo la fine della guerra e il periodo successivo alla metà degli anni '60. Il saldo corrente, fino alla metà degli anni '50, venne sostenuto dagli aiuti economici degli Stati Uniti e dalle spese eccezionali per la guerra di Corea<sup>3</sup> (vedi tabella 1). Il governo riteneva indispensabile, per l'indipendenza economica del paese, trasformare i consistenti disavanzi della bilancia commerciale in eccedenza. Lo slogan "esportare o morire" rispecchiava la situazione economica critica del dopoguerra, la perdita di patrimoni all'estero e la distruzione degli impianti di produzione nonché della flotta mercantile.<sup>4</sup> Nei primi anni '60, sebbene la bilancia commerciale fosse in attivo, i deficit sempre crescenti nella voce servizi fecero andare in rosso il saldo corrente, principalmente a causa delle spese di trasporto e dei pagamenti per il servizio del debito. Oltre alle misure per promuovere le esportazioni, vennero istituiti sussidi all'industria navale al fine di ridurre il disavanzo nel saldo dei servizi, e poiché la voce reddito da capitale continuava a essere negativa, il governo si oppose all'aumento delle importazioni di capitali dall'estero. L'attivo dei trasferimenti pubblici, soprattutto militari, continuò fino alla fine degli anni '60. A partire dalla metà di questo decennio, il saldo corrente ritornò nuovamente in attivo, e continuò a crescere fino allo scoppio della crisi petrolifera. Il "vincolo della bilancia dei paga-

---

<sup>3</sup> Tra il 1946 e il 1950, gli aiuti statunitensi ammontarono a una media annua di 390 milioni di dollari e le spese americane in Giappone durante la guerra di Corea (1950-1954) raggiunsero i 30 miliardi di dollari (OUCHI, 1971, p. 98). Il primo dato corrisponde a circa il 6% del PNL, il secondo al 4,1% del PNL di questo periodo. I dati relativi al PNL sono tratti da OKAWA *et al.*, 1974, p. 201. Gli aiuti previsti dal Piano Marshall, d'altro canto, arrivarono a una media del 2% del reddito nazionale totale dei paesi beneficiari, e le cifre più elevate furono il 6% per l'Austria e l'Olanda nel 1949 (riportato da EICHENGREEN e UZAN, 1991, pp. 2-29). Secondo queste stime, gli aiuti statunitensi e le spese relative alla guerra di Corea avrebbero potuto svolgere nella ricostruzione giapponese un ruolo maggiore di quanto non abbia fatto il Piano Marshall per l'Europa occidentale.

<sup>4</sup> *Libro Bianco del commercio internazionale e dell'industria 1949*, edizione ridotta da KANAMORI (ed.), 1970, pp. 39-45.

BILANCIA DEI PAGAMENTI  
(1946-1973, media dell'esercizio finanziario in milioni di dollari)

	1946-50	1951-55	1956-60	1961-65	1966-70	1971-72	1973
Partite correnti	145	104	23	205	1.310	6.241	3.918
Bilancia commerciale	188	395	93	494	2.862	8.377	789
Esportazioni	395	1.507	3.120	6.116	14.024	27.045	38.943
Importazioni	583	1.900	3.027	5.622	11.162	18.669	38.154
Servizi	68	442	20	640	1.368	1.807	4.370
Trasporti				470	890	919	2.083
	94	177	292				
Turismo/assicurazioni				39	126	558	1.254
Redditi da capitale	2	22	39	137	221	275	309
Transazioni ufficiali	26	665	429	343	551	649	666
Altri	3	23	118	337	681	1.254	2.008
Trasferimenti	401	55	50	59	184	329	337
Aiuti USA	390	32	-	-	-	-	-
Indennità	4	4	89	69	60	49	62
Capitali a lungo termine	15	35	22	36	729	3.803	9.110
Capitali giapponesi	20	73	148	383	1.342	4.310	7.688
Capitali esteri	4	37	126	419	613	507	1.422
Saldo di base	130	69	1	169	519	2.438	13.028
Capitale a breve	0	23	1	83	334	2.633	2.283
Crediti commerciali				74	308	2.467	2.241
Errori e omissioni	15	1	28	6	112	432	2.662
Saldo globale	145	93	28	80	1.028	5.503	13.407
Movimenti monetari:							
Riserve valutarie *	108	71	211	22	670	6.334	5.699
Altri	37	22	183	67	408	751	7.708

Note: \* Compresa le variazioni nelle posizioni sul FMI e in DSP.

Fonti: AMANO, KAJIN (ed.), *Zusetsu Kokuzaikinyu (International Finance Illustrated)*; ZAIKEI SHOHO SHA (1974); BANCA DEL GIAPPONE, *Kokusaisubshi Tobkei Geppob (Balance of Payments Monthly)*; MITI (1967); YAMAZAWA e YAMAMOTO (1979).

menti" non venne più considerato un freno all'espansione economica. Con l'aumentare dell'attivo del saldo corrente, vi fu un'uscita di capitali a lungo termine. Tuttavia, a partire dalla metà degli anni '60 fino al 1972, l'esportazione netta di capitali a lungo termine non andò di pari passo con l'attivo delle partite correnti; di conseguenza, l'attivo della bilancia dei pagamenti di base, associato all'importazione netta di capitali a breve,<sup>5</sup> portò a un aumento continuo delle riserve valutarie (soprattutto in dollari). Per paura che tali riserve si assottigliassero, il governo giapponese cercò di limitare i movimenti dei capitali. Circa la metà dei capitali esportati durante questo periodo era rappresentata da crediti commerciali, che riflettevano la volontà del governo di promuovere la crescita delle esportazioni.

Bisognerebbe chiedersi perché il saldo dei capitali a breve si mantenne in attivo. La prima risposta chiamerebbe in causa i differenziali dei tassi d'interesse. Ma, di fatto, il principale motivo per prendere in prestito denaro all'estero era dato dalla domanda di dollari per effettuare pagamenti in valuta. Se fossero stati liberalizzati completamente i movimenti internazionali dei capitali, i differenziali nei tassi d'interesse sarebbero stati uguali a quelli pronti contro termine delle rispettive divise, e il costo dell'indebitamento sarebbe stato lo stesso sia sul mercato interno sia su quelli internazionali. In effetti, a causa dei controlli sui capitali, la parità dei tassi d'interesse non venne rispettata, e questi rimasero più alti che all'estero fino quasi alla metà degli anni '60. Mentre i differenziali dei tassi d'interesse incentivavano le importazioni di capitali, l'indebitamento all'estero era regolamentato, causando distorsioni nei movimenti dei capitali a breve, come diremo in seguito nel paragrafo 3.

Nel 1984, quando aumentò rapidamente l'attivo delle partite correnti giapponesi e gli altri paesi cominciarono a considerarlo un fattore di squilibrio mondiale, i Libri bianchi del Ministero del Commercio Internazionale e dell'Industria (MITI) e dell'Agenzia per la Pianificazione Economica (EPA) si rifecero alla teoria degli stadi della bilancia dei pagamenti.<sup>6</sup> La tabella 2 mostra come i quattro principali paesi avessero imboccato una strada simile a quella prevista

---

<sup>5</sup> Compresa la voce "altri" nel contesto del "saldo dei movimenti monetari" come per esempio il cambiamento della posizione netta a breve delle banche autorizzate a operare in valuta.

<sup>6</sup> L'implicazione di politica economica era che l'avanzo delle partite correnti era storicamente inevitabile e il Giappone non doveva cercare inutilmente di ridurlo, ma doveva riconoscere il proprio ruolo come paese creditore.

CAMBIAMENTI STORICI NELLA STRUTTURA DELLE PARTITE CORRENTI  
E DEI MOVIMENTI DI CAPITALE A LUNGO TERMINE  
(U.K., USA, Germania e Giappone: media annuale, %)

	1900-13	1920-29	1930-39	1950-60	1960-70	1970-85
<i>Gran Bretagna</i>						
Saldo corrente	4,97	2,58	-0,93*	0,99	0,07	0,24
Saldo dei capitali a lungo termine	-5,49	-2,35	-0,26*	-0,59	-0,37	-1,45
Movimenti lordi dei capitali	5,49	3,30	2,75*	-	3,03	6,09
<i>Stati Uniti</i>						
Saldo corrente	1,14	1,65	0,74	-0,68	0,76	-0,14
Saldo dei capitali a lungo termine	-0,14	-0,71	0,31	-0,45	-0,24	-0,12
Movimenti lordi dei capitali	0,85	1,09	0,42	0,61	1,01	1,85
<i>Germania</i>						
Saldo corrente	-3,80**	-1,41***		1,83	0,65	0,75
Saldo dei capitali a lungo termine	-0,94	-0,77***		-0,27	-0,68	-0,07
Movimenti lordi dei capitali	-	0,99***		0,61	2,09	3,26
<i>Giappone</i>						
Saldo corrente	-1,88	-1,52	-0,12	0,68	0,16	0,90
Saldo dei capitali a lungo termine	2,71	-0,68	-2,37	-0,18	-0,18	-1,28
Movimenti lordi dei capitali	3,51	1,21	3,14	0,71	1,13	2,43

Note: Movimenti lordi dei capitali = esportazioni di capitali a lungo termine + importazioni di capitali a lungo termine.

\* 1930-1938.

\*\* Solo saldo commerciale.

\*\*\* 1925-1935.

Fonte: Britain - C.H. FEINSTEIN, 1972, *Statistical Tables of National Income, Expenditure and Output of the U.K. 1985-1965*; CENTRAL STATISTICAL OFFICE, *Economic Trends*; M. SIMON, 1968, "The pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914", in A.R. HALL (ed.), *The Export of Capital from Britain 1870-1914*; R.S. SAYERS, 1976, *The Bank of England*; CENTRAL STATISTICAL OFFICE, *Economic Trends, United Kingdom Balance of Payments*.

Dopo il '60, escludendo i cambiamenti delle attività e passività delle banche.

U.S. - U.S. DEPARTMENT OF COMMERCE, 1975, *Historical Statistics of the United States, Colonia Times to 1970, Survey of Current Business*.

Dopo il '71 escludendo i cambiamenti delle attività e passività delle banche.

Germany - DEUTSCHE BUNDESBANK, 1976, *Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975. 40 Jahre Deutsche Mark, Monetäre Statistiken 1948-1987*, 1988.

Japan - OHKAWA et al. (1974); YAMAZAWA/YAMAMOTO (1979); BOJ, *Keizai Tokkei Nenpo (Economic Statistics Annual)*, various issues.

dalla suddetta teoria. Il Giappone, in particolare, è un chiaro esempio di come il disavanzo delle partite correnti fosse diminuito gradualmente per poi trasformarsi in attivo.<sup>7</sup> Gli Stati Uniti raggiunsero il picco negli anni '20 e la Germania negli anni '50. La Gran Bretagna, dal canto suo, presentava un attivo abnorme negli anni '50, ma possiamo interpretarne i movimenti come se si trattasse di un'onda con un picco nei primi anni del secolo e un minimo negli anni '30. La questione dell'effettiva validità della teoria degli stadi dovrebbe essere affrontata, nei suoi aspetti sia teorici sia empirici, in un altro lavoro. Tuttavia, sarebbe opportuno ricordare che l'assunto teorico del libero movimento dei capitali non sempre trova un riscontro storico. La fase più liberale fu quella degli anni in cui vigeva il sistema aureo classico. Poi la Gran Bretagna nel periodo tra le due guerre,<sup>8</sup> e la maggior parte dei paesi industrializzati all'interno del sistema di Bretton Woods, imposero in misura maggiore o minore controlli sui capitali. Persino il Giappone importò moltissimi capitali, circa il 3% del PNL come media annua nel primo '900, per finanziare la guerra russo-giapponese. Negli anni '30, esportò capitali per un importo corrispondente al 2% del PNL soprattutto in Manciuria.<sup>9</sup> La figura 1 riporta i dati annuali delle partite correnti e dei movimenti dei capitali a lungo termine, che mostrano rapporti eccezionalmente elevati rispetto al PNL nel periodo precedente la prima guerra mondiale e negli anni '30.

Un altro punto interessante è che, negli anni '50 e '60, i movimenti dei capitali a lungo termine sia degli Stati Uniti sia del Giappone furono più o meno della stessa entità, misurata in termini di somma dei flussi in uscita e in entrata rispetto al PNL.<sup>10</sup> Sebbene gli Stati Uniti avessero introdotto una serie di controlli sull'esporta-

---

<sup>7</sup> Dobbiamo ricordare che, a causa degli aiuti statunitensi e della guerra di Corea, l'avanzo delle partite correnti crebbe di più negli anni '50 piuttosto che negli anni '60.

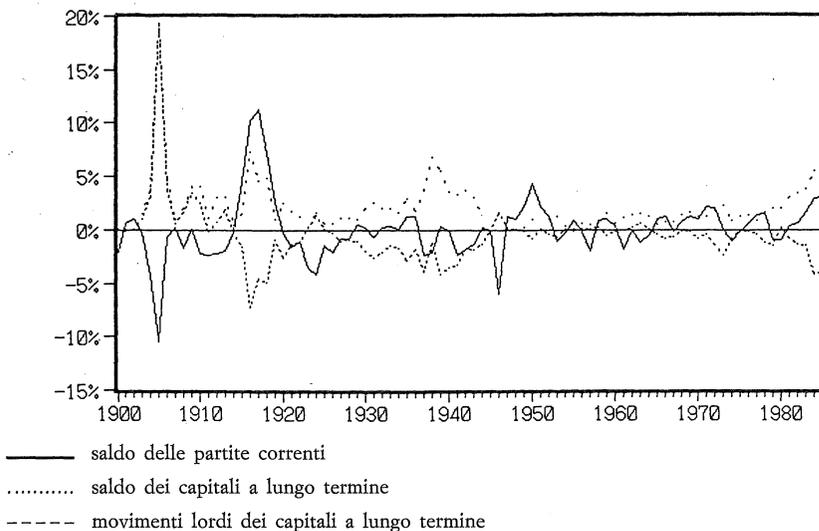
<sup>8</sup> La Gran Bretagna limitò le esportazioni di capitali a lungo termine negli anni '20 e rafforzò ulteriormente i controlli negli anni '30. Si veda per esempio ATKIN (1977, pp. 17 e segg.).

<sup>9</sup> Del passivo di capitale esterno nel 1910, più dell'80% era costituito da obbligazioni nazionali denominate in valuta estera (TERANISHI, 1982, p. 213, tabella 3-22). Per i movimenti dei capitali a lungo termine negli anni '30, vedi TERANISHI (1989, p. 216). Il fatto che la congiuntura economica giapponese fosse sincronizzata con quella di altri paesi prima della seconda guerra mondiale e che ciò si verificò nuovamente solo negli anni '70 (FUJINO, 1991, pp. 290, 519-521) potrebbe essere il riflesso della differenza della regolamentazione in materia tra i due periodi.

<sup>10</sup> Inoltre, la somma delle attività e passività con l'estero, che corrisponde alla massa lorda dei movimenti di capitale, è, rispetto al PNL, il 30% per gli Stati Uniti e il 24% per il Giappone nel 1972 (BRYANT 1987, tabelle 3-6, 3-11).

FIGURA 1

SALDO DELLE PARTITE CORRENTI E DEI CAPITALI A LUNGO TERMINE (1900-1985)  
(quota sul PNL)



Fonti: YAMAZAWA/YAMAMOTO (1979); OHKAWA *et al.* (1974); BoJ, *Keizai Tokei Nempo (Economic Statistics Annual)*.

zione dei capitali sul finire degli anni '60, le loro transazioni finanziarie rimasero generalmente più libere di quelle giapponesi. Il fatto che i flussi fossero di entità simile in entrambi i paesi dovrebbero quindi essere attribuito a fattori diversi dai controlli sui capitali. D'altra parte, le differenze tra il Giappone e la Germania potrebbero essere dovute alla diversa entità dei controlli, dato che la Germania aveva liberalizzato non solo le partite correnti ma anche le transazioni in conto capitale quando il marco tedesco tornò a essere convertibile nel 1958.<sup>11</sup>

## 2.2 Controlli sui capitali

I rapporti economici internazionali del Giappone nel periodo post-bellico furono caratterizzati principalmente dai controlli sui ca-

<sup>11</sup> DEUTSCHE BUNDESBANK, (1985, p. 16).

pitali e dal tasso di cambio fisso. L'abolizione dei cambi multipli e l'ancoraggio dello yen a 360 dollari nel 1949 fu la svolta che portò il Giappone a partecipare all'economia mondiale. Nel 1950 venne privatizzato il commercio con l'estero.

Era opinione comune che la prima caratteristica dipendesse dalla seconda; infatti, prima la Legge sui cambi del 1949 e poi la Legge sui capitali esteri del 1950 diedero al Giappone il quadro normativo di riferimento in materia. La loro contropartita interna, cioè la regolamentazione del mercato finanziario nazionale, fu accompagnata da una politica di allocazione di fondi per le industrie strategiche, secondo una lista di priorità finanziarie prevista dalla Keisha Seisan Hohsiki (sistema di produzione fondato sulle priorità). Tuttavia, ancora non è stato chiarito come i controlli sui capitali abbiano contribuito al programma di ripresa economica.

Se i controlli sui capitali miravano a risolvere i problemi della bilancia dei pagamenti, le importazioni dei capitali potevano, almeno nel breve periodo, aumentare il surplus (ridurre il disavanzo) sopra la linea dei movimenti delle riserve ufficiali. Di conseguenza, la liberalizzazione avrebbe potuto rappresentare una scelta politica razionale. La teoria degli stadi della bilancia dei pagamenti prevede che, nella fase iniziale, quando le occasioni d'investimento superano i potenziali risparmi, un tasso atteso di rendimento più elevato induce un afflusso netto di capitali, così come avvenne in maniera esemplare negli Stati Uniti, in Canada e in Australia nell'800. A partire dalla metà degli anni '60, un altro esempio tipico è dato dalla Corea. Perché allora il Giappone non adottò una politica di apertura verso i movimenti internazionali dei capitali?<sup>12</sup>

Facciamo un'ipotesi: un paese meno sviluppato esita a farsi coinvolgere in pieno nel sistema economico internazionale generato dai paesi industrializzati. Sebbene riconosca quanto sia cruciale importare capitali per lo sviluppo interno, tende ad avere paura della dipendenza economica e politica dagli altri paesi.<sup>13</sup> A meno che un paese non viva in un regime autarchico, il commercio con l'estero è indispensabile e dunque i crediti commerciali diventano uno dei pilastri delle transazioni internazionali di capitali. Tuttavia, poiché il

---

<sup>12</sup> COLLINS (1988) mette in evidenza queste differenze tra il Giappone e la Corea, nonostante le caratteristiche comuni di una rapida crescita economica.

<sup>13</sup> Il dibattito giapponese sulla deregolamentazione delle importazioni di capitali esprimeva questa preoccupazione (TSURUTA 1982, pp. 128-130). Una severa critica di questa filosofia è stata fatta da KOMIYA (1967).

Giappone importava capitali su vasta scala anche precedentemente alla prima guerra mondiale, i controlli sui capitali nel secondo periodo post-bellico non possono essere attribuiti alla generale tendenza in questo senso dei paesi in via di sviluppo.

Facciamo un'altra ipotesi: il risparmio interno è insufficiente e lo strumento necessario per convogliare capitali alle industrie chiave è la regolamentazione del mercato finanziario. Se i tassi d'interesse sono troppo bassi, allora la domanda di capitali supera l'offerta. L'allocazione di fondi limiti è un altro aspetto della politica dei bassi tassi d'interesse. La regolamentazione delle esportazioni dei capitali è razionale quando il tasso d'interesse determinato in maniera artificiale è minore del livello di equilibrio che vige in un regime di libertà dei movimenti dei capitali. Tale spiegazione si ricollega alla questione della regolamentazione finanziaria del dopoguerra che consisteva nella segmentazione delle attività industriali e in una normativa sui tassi d'interesse, che viene a volte considerata come "la politica dei tassi d'interesse artificialmente bassi". La questione da porsi è come questa regolamentazione abbia contribuito alla rapida crescita economica, e se la politica di allocazione di fondi su base prioritaria sia stata il risultato dell'azione del governo.<sup>14</sup>

Ai fini della trattazione che segue, è opportuno domandarsi se sia corretto il concetto di "politica dei bassi tassi d'interesse". Ho-

<sup>14</sup> TERANISHI (1982, capitolo 8 in particolare), considerando la regolamentazione finanziaria come una componente della politica per stimolare la crescita economica, ha sottolineato il significato della trasformazione delle scadenze operate dalle banche di credito a lungo termine che acquistavano la maggior parte dei propri fondi dalle istituzioni finanziarie di credito a breve termine (banche locali) per finanziare le industrie chiave. Queste banche, dal canto loro, dipendevano dalla liquidità che veniva loro offerta dalla Banca del Giappone a tassi più bassi di quelli vigenti sul mercato monetario non regolamentato, ottenendo così una sorta di sovvenzione.

HORIUCHI (1984) e HORIUCHI-OTAKI (1978), pur abbastanza scettici sull'argomento sopra illustrato, ammettevano che l'intervento del governo aveva avuto una grande influenza sull'allocazione dei fondi per la ricostruzione nel periodo del dopoguerra. Persino durante il periodo di grande crescita, le emissioni obbligazionarie erano soggette alla gestione discrezionale del Consiglio per le emissioni obbligazionarie, che favoriva quelle garantite dal governo ed emesse dalle istituzioni finanziarie. Tra le imprese non finanziarie, gli emittenti più importanti erano soprattutto le industrie siderurgiche, dei trasporti, dell'elettricità e quelle meccaniche. In tal senso, l'allocazione dei fondi veniva attuata secondo un meccanismo non di mercato.

Tuttavia, il maggiore strumento finanziario a beneficio delle industrie in crescita, cioè i prestiti bancari, venivano apparentemente gestiti dalle banche stesse indipendentemente dal Governo, mentre non vanno sottovalutati i contributi ufficiosi, ancorché marginali, della Banca del Giappone per le esportazioni e quelli della Export-Import Bank of Japan per la cantieristica.

riuchi (1984, pp. 3-5) sostiene che, siccome in quegli anni i tassi d'interesse sia nominali sia reali rimasero più alti in Giappone che nei principali paesi industrializzati, i supposti "bassi tassi d'interesse" in realtà non esistevano. È abbastanza naturale che i tassi d'interesse in paesi in rapida crescita come il Giappone rimanessero elevati e rispecchiassero le aspettative di rendimenti elevati e di una forte domanda di fondi.

In effetti, il raffronto internazionale dei tassi d'interesse non è così semplice, poiché attività finanziarie perfettamente sostituibili tra le diverse nazioni non esistono a causa del rischio paese. Anche per i tassi standard come il *prime rate*, i prenditori di fondi stranieri devono generalmente pagare di più a causa del premio di rischio. In questo modo, nonostante tassi d'interesse interni più alti, le imprese giapponesi non riuscivano a ridurre il costo del proprio indebitamento nella misura permessa dai differenziali dei tassi, pur se avrebbero potuto ottenere finanziamenti più convenienti sui mercati esteri che su quelli nazionali.

La regolamentazione dei movimenti dei capitali non fu comunque concepita dopo un'attenta analisi dei suoi costi e dei suoi benefici. Oltre alla preoccupazione relativa all'"effetto di squilibrio" dei movimenti dei capitali a breve, il mercato internazionale dei capitali a lungo termine non si era ancora ripreso in maniera adeguata dai fallimenti degli anni '30. In quelle circostanze, i controlli sui capitali sembrarono una scelta naturale per il governo giapponese, anche se il loro risultato imprevisto fu la sottovalutazione dello yen. Tuttavia alla fine degli anni '60, come vedremo nel prossimo paragrafo, i tassi d'interesse a breve in Giappone diminuirono più che all'estero, e l'avanzo delle partite correnti generò un potenziale di crescita delle esportazioni di capitali.

### 3. Funzioni di un sistema finanziario chiuso

Dopo la metà degli anni '60, quando cominciò la cosiddetta liberalizzazione dei capitali (o, più precisamente, la deregolamentazione degli investimenti diretti dall'estero), il nuovo punto di svolta fu rappresentato dalla fine del sistema dei cambi fissi. Da allora in poi, vennero sistematicamente allentati i controlli sui capitali fino al-

l'emendamento della Legge sui cambi nel 1980 e alla modifica del Comitato Yen-Dollaro nel 1984, il che facilitò significativamente la crescita delle transazioni finanziarie internazionali a Tokio. Nel paragrafo seguente analizziamo come funzionasse effettivamente questo sistema finanziario chiuso, prendendo in considerazione anche le sue graduali modifiche.

### 3.1 *Leggi sui cambi e sui capitali esteri*

La Legge sui cambi (1949) e la Legge sui capitali esteri (1950) proibivano, in via di principio, le transazioni finanziarie internazionali; solo gradualmente decreti governativi autorizzarono le operazioni necessarie. Queste procedure furono abolite solo nel 1980 con l'emendamento della Legge sui cambi; fino ad allora, il governo interveniva in modo discrezionale nelle transazioni con l'estero, a seconda della situazione economica. Inoltre, non solo a breve, ma anche in vista di un effetto a lungo termine sulla bilancia dei pagamenti, il Governo fece uso di questa legge per proteggere l'industria nazionale. Ai sensi di tale normativa, l'allocazione di limitate risorse valutarie consentiva di limitare l'importazione di beni manifatturieri e di favorire invece le industrie chiave nell'importazione di materie prime e di tecnologie. Per esempio, beneficiarono di tali misure le industrie siderurgica e informatica.<sup>15</sup>

Dal canto suo, la Legge sui capitali esteri mirava formalmente a promuovere l'importazione di capitali purché questa contribuisse all'indipendenza economica e allo sviluppo del Giappone. Ma di fatto, per paura che il servizio del debito e la fuoriuscita di capitali potessero deteriorare la bilancia dei pagamenti, vennero adottate solo misure molto restrittive. Un esempio simbolico è quello degli "Investimenti denominati in yen" del 1956-1963, che permettevano investimenti diretti dall'estero quasi senza alcun controllo, a condizione che i non residenti non rimettessero all'estero gli oneri del servizio del debito (Tsuruta, 1982, pp. 116ss). Quando il Giappone accettò l'Articolo 8 dell'Accordo con il FMI, furono finalmente aboliti gli "Investimenti denominati in yen", ma alcuni non residenti si lamentarono del fatto che, anche successivamente, la rigida applicazione della Legge sui capitali esteri rendesse più difficili gli investimenti in Giappone.

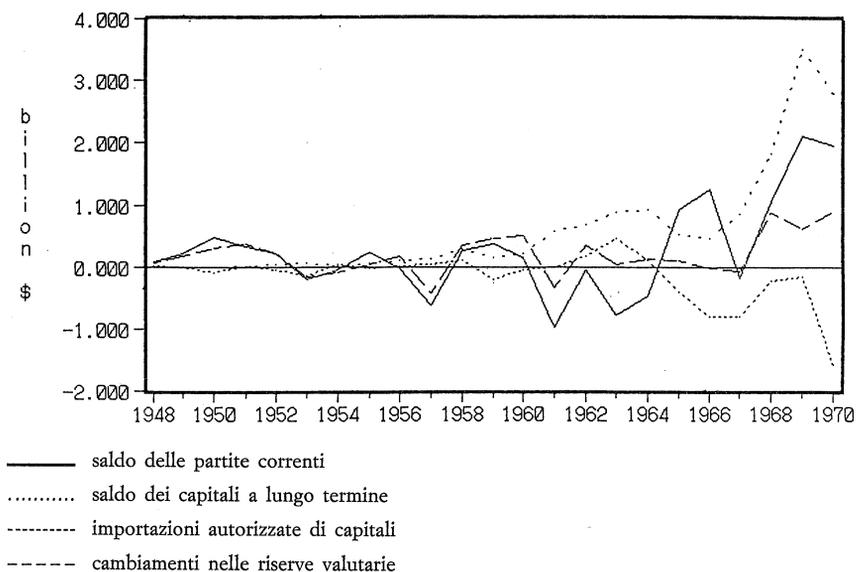
---

<sup>15</sup> Vedi KOMIYA *et al.*, eds. (1988, pp. 158, 289-290, 356).

Forse il governo aveva applicato i controlli sui capitali a fini protezionistici piuttosto che per i presunti problemi di bilancia dei pagamenti. Dal 1967, il primo anno in cui vennero liberalizzati gli investimenti esteri nel paese, ci volle molto tempo prima che entrasse pienamente in vigore la politica di apertura, fino alla liberalizzazione completa del 1973. La liberalizzazione per i singoli settori industriali venne attuata come segue: nel 1971 per l'industria automobilistica, nel 1974 per quella dei circuiti integrati, e nel 1975 per quella informatica.<sup>16</sup> La figura 2 mostra l'ammontare autorizzato per le importazioni di capitali con riferimento alle principali componenti della bilancia dei pagamenti. I cambiamenti delle riserve valutarie risultano significativamente correlati con il saldo corrente fino al 1962-63, il che appare indicativo della modestia delle transazioni internazionali dei capitali. Le serie temporali delle importazioni autorizzate di capitali, d'altra parte, mostrano una crescita continua, a

FIGURA 2

BILANCIA DEI PAGAMENTI (1948-1970)  
milioni di dollari



Fonte: BoJ, *The Economic Statistics Annual*, vari numeri, *Gaisbi Donyu Nenkan*.

<sup>16</sup> KOMIYA *et al.*, eds. (1988, pp. 163-166). Per la liberalizzazione degli investimenti esteri diretti in Giappone, vedi anche TSURUTA (1982, pp. 115ss).

TABELLA 3

IMPORTAZIONI DI CAPITALI DEI DIVERSI SETTORI INDUSTRIALI  
(Esercizio finanziario 1950-1967, in milioni di dollari)

Settore	Indebita- mento	Partecipazioni azionarie	Emissioni obbligaz.	DAR	Totale	%
Meccanico	588	81	117	53	839	15,9
Metallurgico	590	23	13	-	626	11,9
Chimico	366	87	31	-	484	9,2
Raffinazione del petrolio	567	94	-	-	661	12,5
Tessile	101	2	38	-	141	2,7
Costruzioni	483	1	-	-	484	9,2
Gas/elettricità	658	-	-	22	680	12,9
Trasporti/comunicazioni	582	1	121	-	704	13,3
Commercio	9	13	23	2	47	0,9
Finanziario	28	-	100	12	140	2,7
Altri	129	41	306	-	476	9,0
Totale	4.102	344	748	89	5.282	100,0

Fonte: *Gaishi Doryu Nenkan (Annual Report of Foreign Capital Import)*, 1968-69, p. 16.

eccezione del declino temporaneo del 1965-66. La bilancia dei pagamenti sembra aver avuto poca o nessuna influenza sulla gestione effettiva delle autorizzazioni a importare capitali.

La Legge sui capitali esteri non era solamente volta a limitare le importazioni dei capitali. La tabella 3 mostra quali settori industriali importavano capitali. Non è chiaro se il maggior ricorso all'indebitamento piuttosto che a partecipazioni azionarie rispecchiasse la politica protezionistica del governo volta a impedire le acquisizioni da parte dei non residenti. È assodato che la "liberalizzazione dei capitali" abbia stimolato le partecipazioni incrociate tra imprese nazionali. L'analisi per sottogruppi industriali fa pensare all'esistenza di una politica delle priorità a favore: della meccanica (15,9%), dei trasporti e comunicazioni (13,3%), dell'elettricità e del gas (12,9%), della raffinazione del petrolio (12,5%), della metallurgia (11,9%). Il se-

TABELLA 3

IMPORTAZIONI DI CAPITALI DEI DIVERSI SETTORI INDUSTRIALI  
(Esercizio finanziario 1950-1967, in milioni di dollari)

Settore	Indebita- mento	Partecipazioni azionarie	Emissioni obbligaz.	DAR	Totale	%
Meccanico	588	81	117	53	839	15,9
Metallurgico	590	23	13	-	626	11,9
Chimico	366	87	31	-	484	9,2
Raffinazione del petrolio	567	94	-	-	661	12,5
Tessile	101	2	38	-	141	2,7
Costruzioni	483	1	-	-	484	9,2
Gas/elettricità	658	-	-	22	680	12,9
Trasporti/comunicazioni	582	1	121	-	704	13,3
Commercio	9	13	23	2	47	0,9
Finanziario	28	-	100	12	140	2,7
Altri	129	41	306	-	476	9,0
Totale	4.102	344	748	89	5.282	100,0

Fonte: *Gaisbi Donyu Nenkan (Annual Report of Foreign Capital Import)*, 1968-69, p. 16.

eccezione del declino temporaneo del 1965-66. La bilancia dei pagamenti sembra aver avuto poca o nessuna influenza sulla gestione effettiva delle autorizzazioni a importare capitali.

La Legge sui capitali esteri non era solamente volta a limitare le importazioni dei capitali. La tabella 3 mostra quali settori industriali importavano capitali. Non è chiaro se il maggior ricorso all'indebitamento piuttosto che a partecipazioni azionarie rispecchiasse la politica protezionistica del governo volta a impedire le acquisizioni da parte dei non residenti. È assodato che la "liberalizzazione dei capitali" abbia stimolato le partecipazioni incrociate tra imprese nazionali. L'analisi per sottogruppi industriali fa pensare all'esistenza di una politica delle priorità a favore: della meccanica (15,9%), dei trasporti e comunicazioni (13,3%), dell'elettricità e del gas (12,9%), della raffinazione del petrolio (12,5%), della metallurgia (11,9%). Il se-

condo e terzo gruppo costituiscono le infrastrutture industriali; gli altri tre hanno rappresentato gli obiettivi prioritari della politica industriale del dopoguerra. Poiché i tassi d'interesse rimanevano più bassi all'estero che nel paese, le importazioni di capitali furono senza dubbio utilissime per le industrie beneficiarie. L'effettiva gestione della Legge sui capitali esteri contribuiva così a erogare fondi meno cari ai settori chiave, in combinazione con varie forme di "controllo sulle imprese private".<sup>17</sup>

### 3.2 I crediti commerciali

Dopo l'introduzione di un unico tasso di cambio, la Legge bancaria sui cambi del 1954 pose le basi per lo sviluppo della finanza internazionale, soprattutto di quella commerciale, sulle linee di quella che esisteva prima della guerra. La ex Yokohama Specie Bank venne trasformata in una banca specializzata a operare in valuta (Bank of Tokyo), e altre banche che si occupavano di affari internazionali ricevettero anch'esse lo *status* di banche autorizzate a operare in valuta. Questo sistema durò per tutto il periodo di crescita elevata e fu principalmente caratterizzato dalla dipendenza dai finanziamenti della Banca del Giappone sul fronte delle esportazioni, e dal mercato statunitense delle accettazioni bancarie sul fronte delle importazioni. La Banca del Giappone erogava prestiti a fronte di titoli di credito denominati in valuta estera (1953); questi prestiti vennero poi sostituiti (1961) da linee di credito (*Loan Facilities of Foreign Exchange Funds*) e, più tardi (1965), da un sistema di compensazione (*Foreign Exchange Purchase System*); nonostante venissero usati raramente, esistevano anche altri sistemi per finanziare le importazioni: lo *Stamp Bill System* e l'*Import Bill System* (1950).<sup>18</sup>

I prestiti a fronte dei titoli in valuta estera e, successivamente, le linee di credito, rappresentavano uno strumento attraverso il quale la Banca del Giappone erogava finanziamenti in yen a fronte di un titolo di credito in valuta estera che le banche autorizzate a operare in

<sup>17</sup> Negli anni '60, il MITI si oppose agli emendamenti delle Leggi sui cambi e sui capitali esteri, poiché i burocrati temevano di perdere il controllo sulle imprese interessate, secondo la testimonianza dell'ex direttore del Dipartimento finanza internazionale del Ministero delle Finanze (EKONOMISUTO, ed. 1984, pp. 380, 386).

<sup>18</sup> Per il sistema dei crediti commerciali, e in particolare la finanza istituzionale, e per il rapporto con il mercato delle accettazioni bancarie, vedi OKUDA (1986), OHSÁ (1989) e BoJ (1985, pp. 588-595).

valuta avevano acquistato a tassi più bassi rispetto a quelli praticati sul mercato interno. Siccome tali banche avevano più attività che passività in valuta estera, il sistema di compensazione creato successivamente consentì loro di scontare i loro titoli presso la Banca del Giappone, al fine di coprirsi dal rischio di cambio. Sebbene esse, dal canto loro, avrebbero potuto anche operare sui mercati a termine, i differenziali pronti contro termine tipici di quegli anni (lo sconto sullo yen) avrebbero causato loro delle perdite. La politica istituzionale dei crediti alle importazioni serviva a erogare prestiti in valuta estera a un tasso favorevole che corrispondeva a finanziamenti-ponte, dato che, negli anni '50, le importazioni giapponesi venivano pagate senza dilazioni. Tuttavia, il governo spesso interveniva per limitare le importazioni al fine di salvaguardare la bilancia dei pagamenti; di conseguenza, il sistema dei crediti all'importazione venne poco utilizzato. Negli anni '60, invece, le importazioni giapponesi passarono al sistema degli *usance bills*, titoli negoziabili, che venivano in larga misura riscontati sul mercato delle accettazioni bancarie di New York; alla fine del decennio, dato che i differenziali dei tassi d'interesse tra gli Stati Uniti e il Giappone si erano ridotti e, a volte, erano diventati favorevoli per il Giappone, la politica istituzionale delle importazioni non ebbe quasi più importanza.

I finanziamenti a medio e lungo termine divennero competenza della Export-Import Bank of Japan, la quale erogava fondi principalmente alle industrie cantieristiche e delle costruzioni di impianti (tabella 4). Tra il 1954 e il 1967, ai prestiti alle esportazioni veniva praticato il tasso minimo del 4% previsto dalla legge. La Banca stessa prendeva fondi a un tasso medio del 6,5%, erogando così sussidi corrispondenti a oltre il 2% annuo (Export-Import Bank, p. 128). La cantieristica costituiva il 10% del totale delle esportazioni alla fine degli anni '50, e il 7-8% negli anni '60, e costituiva la voce più rappresentativa delle esportazioni delle "industrie chimica e pesante" nel periodo di grande crescita (vedi tabella 5).

Se si prendono in considerazione i beneficiari, i crediti a medio e lungo termine venivano soprattutto erogati alle grandi industrie, mentre i finanziamenti istituzionali a breve andavano ad ampliare le possibilità delle piccole e medie imprese di ricorrere al credito (Oka, 1972, p. 171). Certamente, il ricorso a istituzioni pubbliche per erogare crediti commerciali non è una caratteristica tipicamente giapponese; tuttavia, tra i paesi industrializzati, il sostegno pubblico ai

TABELLA 4

COMPOSIZIONE DEI CREDITI EROGATI DALLA EXPORT-IMPORT  
BANK OF JAPAN

(100 milioni di yen, % tra parentesi)

	1950-1956	1957-1967	1968-1973
Crediti all'esportazione	1.908 (99)	13.163 (76)	19.173 (61)
Cantieristica	1.334 (69)	8.393 (48)	11.009 (35)
Costruzione di impianti	574 (30)	4.770 (28)	8.164 (26)
Tecnologia aiuti allo sviluppo	-	83 (0)	-
Crediti alle importazioni	1	165 (1)	3.749 (12)
Investimenti all'estero	19	1.035 (6)	4.728 (15)
Prestiti	-	2.874 (17)	3.937 (12)
Totale	1.928 (100)	17.320 (100)	31.585 (100)

Fonte: EIBJ (1983), Tabella 1-1, 2-2, 3-15.

crediti a breve termine è praticato solo dalla Francia e dal Giappone (Kinyu-Seido-Chosaki, 1970, pp. 292-293).

Le agevolazioni finanziarie di cui sopra corrispondono alla fase di disavanzo delle partite correnti, costituendo misure importanti per promuovere le esportazioni. Negli anni '50, anche con una politica monetaria restrittiva, furono erogati crediti agevolati all'esportazione; dopo il 1955, quando vennero aboliti i sussidi a favore dei titoli emessi sul mercato interno, questo sistema divenne il canale principale del credito agevolato.<sup>19</sup> Tuttavia negli anni '70 l'avanzo delle partite correnti cominciò a essere duramente criticato dagli altri paesi; nel 1972 furono aboliti anche i crediti agevolati all'esportazione, mentre nel 1970 erano stati reintrodotti i crediti all'importazione con i *Loans of Import Fund System*.

<sup>19</sup> I Prestiti del *Foreign Exchange Fund* ammontavano a più del 50% del totale dei prestiti della Banca del Giappone nel 1955, e rimasero su questi livelli anche nel 1969-70 (OHSÁ 1989, p. 428, tabella 62).

TABELLA 5

## COMPOSIZIONE DELL'INTERSCAMBIO COMMERCIALE GIAPPONESE (%)

<i>Esportazioni</i>	1950	1960	1970	1980
Tessili	48,6	30,2	12,5	4,8
Metallurgia	19,4	13,8	19,7	16,4
Siderurgia	8,8	9,6	14,7	11,9
Macchinari/apparecchiature	10,5	22,9	46,3	62,8
Prodotti per i trasporti	5,0	10,7	17,8	26,5
Automobili	–	2,6	6,9	17,9
Cantieristica	3,2	7,1	7,3	3,6
Macchine elettriche	1,4	6,8	14,8	17,5
<i>Importazioni</i>	1950	1960	1970	1980
Derrate alimentari	33,3	12,2	13,6	10,4
Materie prime	56,6	48,3	35,4	16,9
Combustibili fossili	5,5	16,5	20,7	49,8
Greggio	2,5	13,1	11,8	37,5
Prodotti manifatturieri	3,4	22,1	30,4	22,8
Prodotti chimici	2,6	5,9	5,3	4,4
Macchinari/apparecchiature	0,8	9,0	12,2	7,0
Altri	–	7,3	12,9	11,4

Fonte: MITI (1967) *White Papers of Foreign Trade*.

### 3.3 *Movimenti internazionali dei capitali a breve termine*

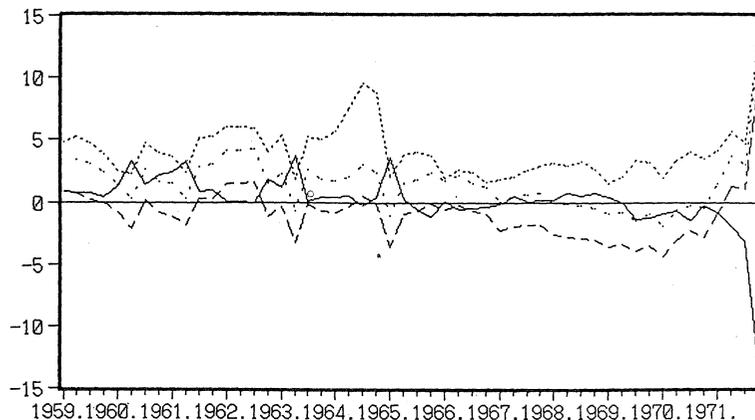
Ancor prima che il Giappone applicasse l'Articolo 8 degli accordi con il FMI, i controlli sulle transazioni in valuta estera erano stati resi meno restrittivi. Per esempio, i conti liberi in yen per i non residenti (autorizzati nel luglio 1960), permettevano la convertibilità dello yen a condizione che i non residenti avessero un conto corrente aperto presso una banca autorizzata a operare in valuta. Dopo l'aboli-

zione dei massimali sull'indebitamento estero senza ipoteca e quelli sulla detenzione di valuta estera a pronti, le transazioni di capitali esteri a breve furono facilitate.

Fino alla fine degli anni '60, le importazioni di capitali a breve avevano la forma di crediti commerciali (vedi tabella 1). Il cosiddetto sistema delle accettazioni serviva generalmente per riscontare sul mercato delle accettazioni bancarie di New York titoli acquistati dalle banche autorizzate a operare in valuta. Persino il principale tipo di strumento per il credito alle importazioni, il *Domestic Loan System*, presupponeva l'indebitamento all'estero a fronte del quale le banche operanti in valuta si rifinanziavano emettendo titoli poi collocati presso banche degli Stati Uniti. In questo modo, il credito commerciale del Giappone venne a dipendere in misura notevolissima dal mercato delle accettazioni bancarie degli Stati Uniti: circa la metà di quel mercato era rappresentato da titoli giapponesi (Okuda, 1986, pp. 93-96). Ricorrere al mercato delle accettazioni bancarie oppure al mercato interno ("spostamento sullo yen") dipende naturalmente dai differenziali di costo tra i due mercati. Se tuttavia le transazioni di capitali sono sottoposte a controlli, le banche che operano in valuta non possono decidere quale mercato scegliere solamente sulla base di tali differenziali. In altre parole, il grado di liberalizzazione può essere misurato verificando in quale misura trova riscontro nella realtà il teorema della parità dei tassi d'interesse.

La figura 3 mostra i differenziali coperti dei tassi a breve, rispetto a quelli pronti contro termine. Tra i tre differenziali, quello più adatto per le considerazioni sui crediti commerciali è il (3), che mette in evidenza la differenza tra il tasso (*usance rate*) per le importazioni e i tassi di sconto praticati sui titoli scontabili presso la Banca del Giappone. Il differenziale (2), d'altra parte, viene raffrontato con il tasso praticato sulle accettazioni bancarie di New York. I costi effettivi sostenuti dagli operatori giapponesi non erano tanto il tasso delle accettazioni bancarie, ma i tassi che le banche giapponesi operanti in valuta richiedevano e che accedevano quelli delle accettazioni bancarie stesse per un certo margine (dato dalle proprie commissioni e da quelle delle banche degli Stati Uniti: il 2% circa in tutto). Gli operatori giapponesi non avevano abitualmente alcun accesso diretto al mercato delle accettazioni bancarie. La (1) riporta i differenziali tra i tassi a breve sui depositi interbancari in Giappone e i tassi sui Buoni del Tesoro degli Stati Uniti.

DIFFERENZIALI COPERTI DEI TASSI D'INTERESSE A BREVE (1959/I-1971/IV)  
(in percentuale)



- differenziali pronti-termine
- ..... differenziale (1)
- differenziale (2)
- .-.-.- differenziale (3)

*Nota:* I differenziali pronti-termine sono calcolati a partire dai cambi a termine a tre mesi annualizzati. Il segno positivo indica uno sconto sullo yen a termine, il segno negativo un premio. Differenziale (1) = tassi interbancari (oltre il mese) - tassi sui Buoni del Tesoro degli USA (90 giorni); differenziale (2) = Tassi di sconto per i titoli scontabili presso la Banca del Giappone (importi superiori a 3 milioni di yen) - tassi sulle accettazioni bancarie (90 giorni); differenziale (3) = tassi applicati ai crediti alle importazioni (3 mesi, con L/C). I tassi d'interesse e i tassi di cambio sono quelli d'inizio trimestre.

*Fonti:* *Gaitame Nenkan (Foreign Exchange Annual)*, BoJ, *The Economic Statistics Annual*, vari numeri.

Chi importava raffrontava il tasso d'interesse interno dello yen e quello coperto del dollaro. I differenziali pronti contro termine restavano positivi (sconto a termine per lo yen) a volte fino al 3-4% su base annuale nei primi anni '60, mentre scesero rapidamente all'inizio degli anni '70 quando fu ampiamente anticipata la rivalutazione dello yen. I differenziali (3) divennero definitivamente negativi a partire dalla metà degli anni '60, il che portò allo "spostamento verso lo yen" nel campo del credito commerciale. Il governo e la Banca del Giappone limitarono "lo spostamento verso lo yen" dal 1965 agli inizi del 1966, sostenendo che le riserve valutarie fossero insufficienti. Sull'onda delle aspre critiche rivolte al Giappone in ambito internazionale per l'avanzo delle partite correnti e per la continua crescita

delle riserve valutarie, le autorità di questo paese assunsero finalmente un atteggiamento aperto nei confronti dello "spostamento verso lo yen" nel 1968 e 1969.<sup>20</sup>

Se fossero stati fatti arbitraggi sui tassi d'interesse su più larga scala, il differenziale dei tassi d'interesse sarebbe diventato vicino allo zero. Tuttavia, i differenziali (3) e (2), ma anche (1), non mostrano questa tendenza, il che fa pensare all'esistenza di controlli ancora rigidi sul fronte delle transazioni di capitali a breve. Per l'impiego di fondi a breve, il mercato giapponese divenne relativamente più redditizio dopo il 1969, come indica il movimento del differenziale (1). Siccome stava aumentando l'avanzo delle partite correnti e di pari passo la possibilità di una rivalutazione dello yen, il controllo delle transazioni finanziarie mise, di fatto, un freno all'aumento del tasso di cambio dello yen.

#### 4. Tasso di cambio fisso e "crescita ad alta velocità"

##### 4.1 La "sottovalutazione" dello yen

È certamente vero che l'ancoraggio del tasso di cambio era inevitabile nel sistema di Bretton Woods; in generale, anche i paesi in via di sviluppo hanno preferito le parità fisse, quale che fosse il sistema di cambio. Infatti, tali paesi preferiscono in genere ancorarsi alla divisa di un determinato paese, generalmente quello più importante dal punto di vista economico, senza necessariamente che quest'ultimo fissi il proprio tasso di cambio nei confronti di altre divise. Nell'attuale sistema di cambi flessibili, alcuni paesi tra i meno sviluppati si ancorano al dollaro. La parità fissa è sottovalutata o sopravvalutata, a seconda della tipologia delle transazioni economiche con il paese con cui ci si ancora. Se si è importatori di capitali su larga scala, si tende a resistere alla sottovalutazione per via dei costi del servizio del debito. Al contrario, un paese che controlla le importazioni di capitali preferisce evitare la sopravvalutazione al fine di stimolare le esportazioni. Quale via ha scelto il Giappone nel dopoguerra?

<sup>20</sup> Vedi OHSa (1989, pp. 86-87) e BoJ (1986, pp. 267-270).

L'opposizione alla "sottovalutazione" appariva indebolita dai controlli sui capitali. Inoltre, dato che i prezzi delle materie prime e dei combustibili, che costituivano il grosso delle importazioni giapponesi, mostravano una tendenza continua al ribasso relativamente ai prodotti manifatturieri,<sup>21</sup> uno yen "sottovalutato" non avrebbe costituito un peso per la bilancia dei pagamenti, ma piuttosto uno strumento per stimolare le esportazioni. Occorre anche chiedersi perché il dollaro fosse diventato la principale divisa utilizzata dal Giappone per le transazioni internazionali. Gli scambi con i paesi asiatici, e in particolare con quelli del Commonwealth, venivano generalmente effettuati in sterline; alla fine degli anni '50,<sup>22</sup> la quota delle esportazioni in sterline era pressoché pari a quella in dollari. Tuttavia gli aiuti degli Stati Uniti durante il periodo della ricostruzione, così come l'effetto domanda esercitato dalla guerra di Corea, avevano promosso le transazioni in dollari, quando la sterlina aveva lo svantaggio della non convertibilità.

Il principale problema in materia di pagamenti in quegli anni è bene illustrato dal caso dell'industria cotoniera, che importava materie prime dall'area del dollaro ed esportava manufatti nell'area della sterlina, o nelle altre. Fino alla metà degli anni '50, il problema tipico della gestione finanziaria internazionale fu come trattare i saldi in sterline.<sup>23</sup> Dopo il 1958, quando le divise dell'Europa occidentale, compresa la sterlina, ritornarono a essere convertibili, gli scambi con quella che era stata l'area della sterlina diventarono simili a quelli in dollari, poiché chi acquisiva sterline poteva liberamente convertirle in dollari. Successivamente, man mano che cresceva la quota in dollari anche delle transazioni effettuate nella regione asiatica, crebbe il ruolo del finanziamento degli scambi internazionali sul mercato monetario newyorkese e il dollaro consolidò la propria posizione come divisa-chiave del Giappone.

<sup>21</sup> NAKAMURA (1981, p. 63). Il miglior esempio è quello del greggio il cui prezzo all'importazione è diminuito da 14,9/Kl nel 1960 a 11,3 nel 1970. *The Economic Statistics Annual of 1974*, p. 205.

<sup>22</sup> Nel 1950 il 47% del totale delle esportazioni era diretto all'area del dollaro, il 29% all'area della sterlina e il 24% alle altre. Il 44% del totale delle importazioni proveniva dall'area del dollaro, il 31% dall'area della sterlina, il 25% dalle altre. Nel 1957, d'altra parte, il 46% del totale delle esportazioni era indirizzato all'area del dollaro, il 44% a quella della sterlina, il 10% alle altre. Il 56% delle importazioni proveniva dall'area del dollaro, il 37% da quella della sterlina, il 7% dalle altre. MOF, *Monthly Report of the Public Finance and Banking Statistics*, 1952, n. 28, pp. 58-59, 1957, n. 88, p. 23.

<sup>23</sup> ECONOMIC PLANNING AGENCY (1972, p. 78), BoJ (1985, pp. 414 ss.).

La questione più importante è se la parità 1 dollaro=360 yen costituisca una sottovalutazione o una sopravvalutazione dello yen. Un altro aspetto significativo riguarda la scelta dell'anno base per misurare il tasso di cambio reale. La parità definita nell'aprile del 1949<sup>24</sup> fu mantenuta fino all'agosto 1971. Poiché nel frattempo si erano venuti a creare tassi d'inflazione molto diversi da paese a paese, il tasso di cambio reale venne modificato, anche se quello nominale rimase fisso. La tabella 6 mostra che, tra il 1960 e il 1970, tra i paesi industrializzati il Giappone registrò il più alto tasso medio d'inflazione, misurato in termini dell'indice dei prezzi al consumo. Mentre l'elevato tasso di crescita faceva aumentare le retribuzioni e i prezzi degli immobili, i prezzi dei beni non scambiati sui mercati internazionali (come i servizi) aumentarono più degli altri in quanto per essi era più difficile realizzare incrementi di produttività. La teoria dell'inflazione da differenziali di crescita della produttività, *productivity (growth) gap inflation*,<sup>25</sup> è una ben nota spiegazione del differenziale d'inflazione tra prezzi all'ingrosso e prezzi al consumo in quegli anni ed è fondamentalmente equivalente alla spiegazione precedente. Vale tuttavia la pena rilevare che la bassa produttività, e quindi i prezzi più elevati di un bene scambiabile sui mercati internazionali che fa parte del paniere dell'indice dei prezzi al consumo, comporterebbe un incremento delle importazioni e quindi una riduzione dei prezzi del bene stesso. È notevole il fatto che, contrariamente a quanto avvenuto per l'indice dei prezzi al consumo, il Giappone ebbe, tra il 1960 e il 1970, il più basso tasso d'incremento dell'indice dei prezzi all'esportazione e il più basso dopo l'Italia negli anni '50. Il Giappone registrò anche il più basso tasso di aumento dei prezzi all'ingrosso negli anni '60, ma il differenziale inflazionistico con altri paesi era più ampio a causa dell'indice dei prezzi alle esportazioni.

---

<sup>24</sup> Poco prima di fissare la parità, il governo giapponese aveva fissato a 130 yen il tasso di cambio per le importazioni e a 330 yen quello per le esportazioni (ECONOMIC PLANNING AGENCY, 1960, p. 198). Secondo questi tassi, la parità di 360 avrebbe certamente rappresentato una sottovalutazione. Ciononostante, a causa dei numerosi controlli sui prezzi vigenti in quel periodo, il concetto di parità di potere di acquisto non vale in senso teorico. Il governo giapponese aveva applicato tassi di cambio artificialmente alti per le importazioni, al fine di vendere a prezzi più bassi i beni alimentari e le materie prime sul mercato interno, fornendo così dei sussidi. Si veda anche la nota 26.

<sup>25</sup> Il miglior riferimento è TAKASUGA (1972). Questa teoria ipotizza, esplicitamente o implicitamente, che le importazioni fossero controllate, mentre la tesi classica di BALASSA (1964) si basa sui cambiamenti dei tassi reali di cambio a partire dai differenziali d'inflazione tra beni scambiati e beni non scambiati sui mercati internazionali.

TABELLA 6

DIFFERENZIALI INTERNAZIONALI DEI TASSI D'INFLAZIONE  
(media annuale %)

Indice dei prezzi al consumo	1950-1960	1960-1970	1950-1970	1970-1980
Stati Uniti	2,09	2,75	2,42	7,82
Giappone	4,01	5,74	4,87	8,97
Germania	1,88	2,59	2,23	5,08
Francia	5,58	4,04	4,81	9,63
Gran Bretagna	3,33	4,05	3,69	13,09
Italia	3,15	3,64	3,39	13,97
Canada	2,20	2,72	2,46	8,04
Deflatore del PIL	1950-1960	1960-1970	1950-1970	1970-1980
Stati Uniti	2,61	3,10	2,86	7,39
Giappone	3,67*	4,30	4,09**	7,62
Germania	2,84	3,71	3,27	5,31
Francia	6,03	4,35	5,18	9,49
Gran Bretagna	4,08	4,23	4,16	13,95
Italia	3,19	4,50	3,84	16,40
Canada	3,43	3,01	3,22	8,76
Indice dei prezzi all'ingrosso	1950-1960	1960-1970	1950-1970	1970-1980
Stati Uniti	1,50	1,52	1,51	9,31
Giappone	2,21	1,28	1,75	7,53
Germania	2,03	1,32	1,68	5,10
Francia	5,00	2,86	3,92	8,07
Gran Bretagna	2,87	3,08	2,98	13,57
Italia	0,54	2,49	1,51	15,42
Canada	-	1,77	-	9,68
Indice dei prezzi alle esportazioni	1950-1960	1960-1970	1950-1970	1970-1980
Stati Uniti	1,26	1,52	1,39	14,55
Giappone	0,29	0,28	0,28	3,69
Germania	3,89	0,76	2,31	5,15
Francia	4,80	2,49	3,64	9,14
Gran Bretagna	2,60	3,11	2,85	14,51
Italia	-0,55	0,55	0,00	16,14
Canada	1,28	2,16	1,72	11,29

Note: Il tasso d'inflazione è calcolato come  $(1+p) = (\log Pt - \log Po) / t$ . p: tasso medio d'inflazione, Pt: indice dei prezzi dell'anno t-esimo. Po: Indice dei prezzi dell'anno base.

\* 1955-1960.

\*\* 1955-1970.

Fonte: *International Financial Statistics*, Supplemento 1987.

Se i tassi d'inflazione in Giappone fossero risultati bassi per ogni indice preso in considerazione, il merito sarebbe stato della politica macroeconomica anti-inflazionistica, guidata dal "vincolo sulla bilancia dei pagamenti" (discusso più avanti). Ma il più alto tasso d'inflazione del deflatore del prodotto interno lordo fa pensare piuttosto il contrario. Questo bassissimo tasso di aumento dei prezzi all'ingrosso fu dovuto alla crescita della produttività,<sup>26</sup> mentre il livello ancora più basso del tasso d'inflazione dell'indice dei prezzi all'esportazione fu raggiunto per un duplice motivo: in primo luogo, la composizione delle esportazioni cambiò a favore di beni con un maggiore tasso d'incremento dalla produttività;<sup>27</sup> in secondo luogo, gli esportatori ridussero i prezzi all'esportazione, per guadagnare maggiori quote di mercato all'estero al costo di margini più ridotti.<sup>28</sup> Gli ampi differenziali tra i tassi d'inflazione fanno sì che la scelta dell'indice dei prezzi sia cruciale nel calcolo del tasso reale di cambio dello yen. Dal punto di vista della competitività delle esportazioni, l'indice dei prezzi alle esportazioni è il più indicato. Per valutare in maniera più precisa la competitività e stimare il tasso di cambio effettivo, dobbiamo prendere in considerazione la composizione regionale delle esportazioni. Ma la figura 4 si riferisce, come la maggior parte delle ricerche svolte fino a oggi, ai prezzi relativi agli Stati Uniti. Il tasso reale di cambio, valutato sulla base dell'indice dei prezzi all'esportazione, diminuì continuamente fino a metà degli anni '60, e quello valutato sulla base dell'indice dei prezzi all'ingrosso rimase pressoché invariato tra il 1958 e il 1970, mentre il tasso calcolato sulla base dell'indice dei prezzi al consumo registrò, al contrario, un *trend* ascendente. (Dato che il tasso di cambio è espresso in termini di yen/dollaro, il *trend* ascendente della figura 4 corrisponde a un deprezzamento dello yen.)

La diminuzione del tasso di cambio reale calcolato sulla base dell'indice dei prezzi all'esportazione fa pensare a una sottovalutazione dello yen. Secondo Shinohara (1961, cap. 14), in quanto

---

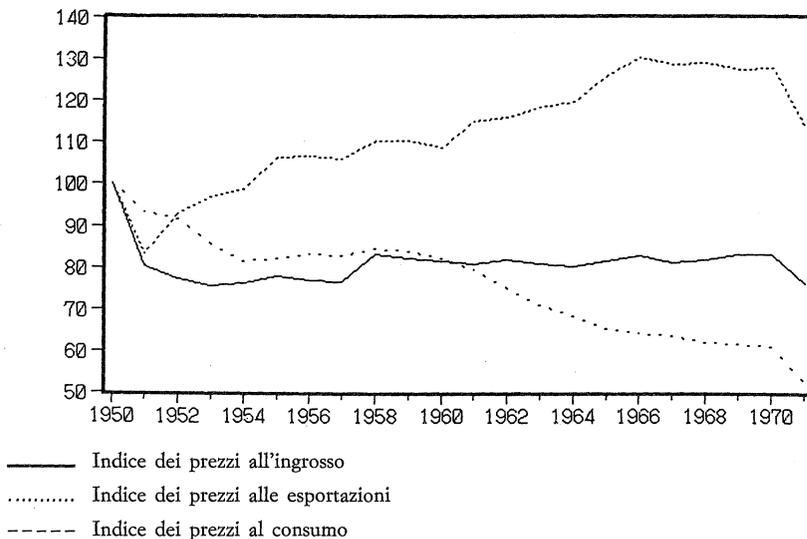
<sup>26</sup> Nell'anno base 1950, alla maggior parte dei prodotti dell'industria pesante venivano imposti prezzi bassi in contropartita dei sussidi ricevuti. Senza sussidi, i prezzi di quei beni sarebbero stati approssimativamente più elevati del 20% nei primi anni '50 (ECONOMIC PLANNING AGENCY 1972, p. 72). Per questo la tabella 6 sopravvaluta il tasso di aumento dei prezzi all'ingrosso e sottovaluta la crescita della produttività in Giappone.

<sup>27</sup> La produttività del lavoro era caratterizzata da ampi differenziali tra diversi gruppi d'industrie, con più alti tassi di crescita nella meccanica, nella siderurgia e nella chimica (MITI 1967, p. 39, tabella 21). I primi due settori registrarono anche i più alti tassi di crescita delle esportazioni.

<sup>28</sup> Questo comportamento era più diffuso all'epoca dei cambi flessibili.

FIGURA 4

TASSO REALE DI CAMBIO YEN/DOLLARO DEFLAZIONATO UTILIZZANDO L'INDICE DEI PREZZI ALL'INGROSSO, DEI PREZZI AL CONSUMO E DEI PREZZI ALLE ESPORTAZIONI  
1950=100



Fonte: IMF, *International Financial Statistics*, Supplemento 1987.

strumento importante della politica industriale, lo yen sottovalutato contribuì alla crescita delle esportazioni, e anche l'ancoraggio iniziale dello yen al tasso di 360 si rivelò un fattore di sottovalutazione.<sup>29</sup> Fujino (1990, cap. 12), d'altra parte, sulla base delle parità di potere di acquisto sia relative sia assolute calcolate a partire dall'indice dei prezzi al consumo, ha sostenuto che lo yen era rimasto sopravvalutato per un lungo periodo dopo la fine della guerra.

Come già accennato, le elaborazioni fondate sull'indice dei prezzi al consumo sono dubbie nel caso di confronti di competitività. Infatti, il regime di controllo dei prezzi in vigore negli anni del dopoguerra non ci consente di avere informazioni idonee per capire se l'ancoraggio iniziale del '49 rappresentasse o meno una sottovalutazione. Lo stesso Fujino ha tuttavia ammesso che sia le parità di potere di acquisto relative, sia le partite correnti avrebbero registrato

<sup>29</sup> SHINOHARA non considera i conti con l'estero un'adeguata misura del tasso di cambio di equilibrio, poiché molti paesi applicavano misure protezionistiche discriminatorie nei confronti delle esportazioni giapponesi (1961, pp. 379, 391-392).

un'inversione di tendenza nel senso di una sottovalutazione nei tardi anni '60. Indubbiamente, la continua discesa del tasso di cambio reale, misurato in termini d'indice dei prezzi all'esportazione, era destinata, a un certo punto, a portare a una sottovalutazione.

L'analisi dei fattori di stimolo alle esportazioni indica che l'effetto dell'elasticità del reddito (importazioni mondiali) era maggiore di quello dell'elasticità dei prezzi per il Giappone nel dopoguerra. Tuttavia queste ricerche non escludono i contributi positivi dei prezzi relativi. Secondo Nakamura (1981, pp. 54-59) gli effetti di reddito furono considerevoli, anche se le sue regressioni mostrano che, negli anni '60, l'elasticità dei prezzi era sufficientemente ampia da risultare statisticamente significativa. Il *Libro Bianco* del MITI (1970, pp. 162-169) mostra che, nel periodo 1960-1968, gli effetti della competitività ebbero un peso rilevantissimo per l'industria metallurgica, meccanica e chimica, benché quelli di reddito fossero in genere più importanti. Anche se non si trattava necessariamente di competitività solo in termini di prezzi, è comunque vero che il contributo dei prezzi relativi fu significativo all'inizio degli anni '60, pur se in seguito ebbe un brusco ridimensionamento.<sup>30</sup>

L'elasticità rispetto al reddito è la risultante dell'evoluzione delle componenti delle esportazioni. Ci si poteva aspettare una crescita delle esportazioni in quanto la loro composizione si trovò a essere caratterizzata da beni con i tassi di crescita più elevati sui mercati internazionali. Inoltre, i beni più importanti esportati dal Giappone (acciaio, macchinari, cantieristica e automobili) aumentarono rispetto al totale delle esportazioni mondiali. Questo fa pensare a una concorrenza aggressiva piuttosto che alla dipendenza passiva della crescita della domanda mondiale.

Degna di nota è anche la stazionarietà, per quasi un quinquennio, del tasso reale di cambio, misurato in termini d'indice dei prezzi all'esportazione, dopo una caduta continua dai primi anni '50 fino alla metà degli anni '60. Alla fine degli anni '60, il saldo delle partite correnti giapponesi ritornò in attivo e continuò a crescere. Come è noto, sul finire degli anni '60, a causa dell'accelerazione dell'inflazione, vi fu negli Stati Uniti un aumento considerevole delle importazioni dal resto del mondo; inoltre le spese per la guerra del Vietnam e gli aiuti economici ai paesi del sud-est asiatico stimolarono

<sup>30</sup> UEDA (1987, pp. 24-26) stimava che vi fosse una maggiore elasticità rispetto ai prezzi nel periodo 1958-85, includendo altri fattori di competitività e aggiungendo che, per il periodo tra la metà degli anni '60 e la metà degli anni '70, l'effetto prezzi fosse stato leggermente negativo per le partite correnti giapponesi.

le esportazioni dal Giappone. In questo senso, l'avanzo giapponese delle partite correnti fu il risultato sia diretto sia indiretto dell'inflazione statunitense (Ouchi, 1971, pp. 30, 52-53). Tuttavia, non sono stati ancora chiariti i nessi causali che portarono l'inflazione degli USA a influire sull'avanzo giapponese delle partite correnti in oggetto.

Il tasso reale (effettivo) di cambio del dollaro crebbe sul finire degli anni '60 sull'onda dell'inflazione interna americana, ma il suo livello era pressoché lo stesso, o addirittura inferiore a quello di cambio registrato all'inizio degli anni '60.<sup>31</sup> Se consideriamo anche che il tasso reale yen/dollaro era rimasto stabile durante questo periodo, l'avanzo giapponese non dovrebbe essere attribuito ai differenziali di prezzo. Nel corso dell'ultimo periodo del sistema di Bretton Woods, i livelli dei prezzi tendevano a essere ampiamente sincronizzati sul piano internazionale, a causa dell'inflazione importata. La politica inflazionistica degli Stati Uniti ebbe ripercussioni sulle esportazioni giapponesi che vennero maggiormente assorbite sia negli Stati Uniti sia nei paesi alleati del sud-est asiatico. Infine, ma non da meno importante, vi è la competitività dei prodotti giapponesi basata su fattori diversi dai prezzi (controllo di qualità, assistenza dopo la vendita, ecc.).

#### 4.2 *Il vincolo della bilancia dei pagamenti*<sup>32</sup>

Durante il periodo di elevata crescita, il barometro più importante della politica macroeconomica giapponese divenne il vincolo della bilancia dei pagamenti, e lo strumento più importante di politica economica fu quella monetaria. Il principio del bilancio in pareggio rendeva la spesa pubblica non flessibile, piuttosto che rendere più ampie le fluttuazioni economiche (Nakamura, 1981, p. 132). La politica monetaria restrittiva, indotta dalla diminuzione delle riserve valutarie, produsse una svolta nel ciclo economico. Ciò inizialmente provocò una caduta della domanda interna che, a sua volta, causò

---

<sup>31</sup> Per il tasso reale di cambio con il dollaro, si veda FMI (1984, p. 43, grafico 7) e MELTZER (1991, p. 77, figura 7). La prima è fondata sul costo unitario del lavoro, la seconda sull'indice dei prezzi al consumo.

<sup>32</sup> Nel corso del periodo di grande crescita, questa espressione è stata spesso usata con riferimento al vincolo della bilancia dei pagamenti. Il vincolo in questo caso comportava un limite superiore all'espansione monetaria.

prima un aumento involontario delle scorte e poi una diminuzione della formazione di capitale fisso. A partire dall'inizio degli anni '60, il rialzo del tasso di sconto cominciò a stimolare l'afflusso di capitali a breve, allentando il vincolo della bilancia dei pagamenti; anche la minor incidenza relativa delle scorte (materie prime) trasformò la natura del ciclo economico. Tuttavia il punto massimo di svolta del 1964 aveva alcune caratteristiche comuni con quelli precedenti: in primo luogo, il deficit nella bilancia dei pagamenti, la politica monetaria restrittiva e la recessione; in secondo luogo, la diminuzione delle scorte che indusse una caduta della domanda aggregata. Il deficit della bilancia dei pagamenti del 1967 provocò un cambiamento della politica monetaria, che venne ulteriormente modificata quando, per la prima volta nel 1969, vi fu una tendenza inflazionistica malgrado l'avanzo della bilancia dei pagamenti. Questi cambiamenti si tradussero in un avanzo del saldo corrente, crescente nel tempo, che causò squilibri globali nelle partite correnti.<sup>33</sup>

Il governo e la Banca del Giappone erano restii a liberalizzare i movimenti di capitali, con questa motivazione fornita dalla Banca:

«Le nostre preoccupazioni sono le seguenti: in primo luogo, si rischierebbe di non prestare sufficiente attenzione alla bilancia dei pagamenti, nel caso che un'elevata fiducia nello yen incentivasse gli afflussi di capitale e, di conseguenza, la politica monetaria diventasse eccessivamente espansiva. Nel caso di un deficit della bilancia dei pagamenti, la perdita di fiducia nello yen provocherebbe un'improvvisa fuga di capitali, causando una caduta nel livello delle riserve valutarie. In secondo luogo, una politica monetaria restrittiva sarebbe meno efficace, in quanto afflussi di capitale a breve termine aumenterebbero la liquidità interna senza che la Banca Centrale possa operare controlli diretti. D'altro canto, deflussi di capitale indurrebbero la Banca Centrale a espandere il credito. In terzo luogo, ci potrebbe essere un calo nella fiducia internazionale, qualora l'eccessivo indebitamento a breve delle banche giapponesi autorizzate a operare in valuta venisse considerato dagli stranieri come un mezzo per concedere prestiti a lungo termine» (BoJ, 1986, p. 248).

In sintesi: 1) i movimenti di capitale a breve termine amplificano le fluttuazioni della bilancia dei pagamenti; 2) sono fattori di disturbo per il mercato finanziario interno, perché in particolare riducono gli effetti di una politica monetaria restrittiva; 3) l'indebitarsi a breve e

<sup>33</sup> ECONOMIC PLANNING AGENCY (1972, pp. 187ss.), NAKAMURA (1981, pp. 52-54). Le caratteristiche di ogni punto di svolta sono illustrate da NAKAMURA (1981, pp. 146-150).

prestare a lungo" sui mercati internazionali può danneggiare la credibilità delle banche giapponesi che operano in valuta. Queste argomentazioni, tuttavia, presentano punti deboli. Espressioni come «non può imporre controlli diretti» o «induce la Banca Centrale a espandere il credito» portano a dubitare che la Banca del Giappone avesse seriamente l'intenzione di realizzare una politica monetaria indipendente. L'indebitarsi a breve delle suddette banche non costituisce in sé un fattore d'instabilità, dato che le banche del paese con valuta-chiave hanno passività a breve con i non residenti. In effetti, la libertà di movimento dei capitali ridurrebbe gli effetti di una politica monetaria restrittiva nel caso di una diminuzione delle riserve ufficiali. Visto che i tassi d'interesse giapponesi erano rimasti relativamente elevati, lo smantellamento dei controlli sui capitali avrebbe indotto afflussi di capitali, e spinto verso l'alto il cambio dello yen. La pressione per far affluire capitali venne rafforzata dalla riduzione del tasso di cambio dello yen in termini reali nel medio e lungo termine e in vista di una rivalutazione. D'altra parte, quando fuoriescono capitali, il vincolo della bilancia dei pagamenti risulta più stringente. Il mantenimento dei controlli sui capitali veniva giustificato, almeno inizialmente, dal desiderio di evitare quest'ultima eventualità piuttosto che la prima, dato che il governo tendeva a sottovalutare la competitività dei prodotti giapponesi. La politica monetaria restrittiva indotta dalla diminuzione delle riserve valutarie indubbiamente contribuì a prevenire un'accelerazione dell'inflazione e un rialzo del tasso di cambio reale. Tuttavia, nel periodo di elevata crescita, l'inflazione giapponese non era nell'insieme inferiore a quella degli altri paesi industrializzati. È importante rilevare il potente effetto della politica monetaria nel promuovere misure a favore della crescita della produttività e riduzione nei prezzi all'esportazione.

Il Giappone non fu l'unico paese il cui governo fosse tendenzialmente scettico riguardo all'effetto equilibratore dei movimenti dei capitali. Ma è in Giappone che una forte propensione verso una politica monetaria restrittiva fece calare il tasso di cambio reale e migliorò la competitività. Ciononostante, il governo giapponese ha raramente ammesso che questi risultati fossero imputabili alla propria politica.<sup>34</sup> La combinazione di una competitività in continua crescita

<sup>34</sup> Nei primi anni del dopoguerra, la politica economica in generale, e non solo quella estera, era largamente influenzata dai tradizionali controlli ereditati dal periodo pre-bellico e bellico (KOMIYA *et al.*, eds., 1988, p. 6). In particolare, i controlli sulle transazioni finanziarie furono rafforzati durante la guerra.

e di un tasso di cambio fisso era destinata a generare o uscite di capitali o crescita delle riserve. In effetti il Giappone optò per quest'ultima soluzione.

Dagli anni '50 e fino a tutti gli anni '70 la dipendenza giapponese dalle esportazioni (espressa dal rapporto esportazioni/PNL) fu leggermente inferiore a quella registrata nel periodo pre-bellico e nel periodo successivo agli anni '70. La stessa tendenza si manifestò negli Stati Uniti, anche se questa limitata dipendenza dalle esportazioni fu tanto più significativa in Giappone in quanto si verificò in un periodo di rapida crescita (si veda la tabella 7). Questo fatto ci deve portare a rifiutare il concetto di crescita trainata dalle esportazioni? Certamente il ritorno a una quota delle esportazioni paragonabile a quella del periodo pre-bellico si rivelò di per sé un fattore di crescita; ma l'ampia quota di domanda interna implica una crescita "trainata dall'assorbimento" della domanda stessa. Occorre tuttavia prendere nota di quanto segue.

In primo luogo, in un regime di tassi di cambio fissi associati a controlli sui movimenti di capitale, la crescita delle esportazioni stimolò quella delle importazioni. Dato che le importazioni giap-

TABELLA 7

## DIPENDENZA DAL COMMERCIO CON L'ESTERO DEI PRINCIPALI PAESI (%)

Esportazioni/PNL	1913	1929	1939	1950	1960	1970	1985
Gran Bretagna	23,4	16,9	7,9	17,0	14,4	15,6	22,2
Stati Uniti	6,6	5,2	3,5	3,8	3,9	4,4	5,4
Germania	19,3	17,0	5,4*	8,5	15,8	18,6	27,3
Giappone	13,8	16,0	11,9	7,5	9,2	9,8	12,8
Importazioni/PNL	1913	1929	1939	1950	1960	1970	1985
Gran Bretagna	28,3	24,6	14,5	19,6	17,7	17,5	22,8
Stati Uniti	4,6	4,3	6,6	3,2	2,9	4,1	8,5
Germania	20,5	16,8	5,6*	11,6	13,1	15,5	23,0
Giappone	16,5	16,9	9,5	8,8	8,6	9,6	8,7

Nota: \* 1938.

Fonte: Uguale alla tabella 2.

ponesi erano costituite essenzialmente da materie prime e combustibili (tabella 5), l'aumento delle esportazioni gettò le basi per la crescita ad alta velocità.<sup>35</sup>

In secondo luogo, la crescita delle esportazioni allentò, *ceteris paribus*, il vincolo della bilancia dei pagamenti, e quindi consentì una politica monetaria espansiva per un certo arco di tempo.

In terzo luogo, Stati Uniti a parte, i paesi industrializzati in generale osservarono le "regole del gioco" del sistema di Bretton Woods. Se confrontiamo le funzioni di offerta di moneta dei paesi industrializzati, il coefficiente giapponese sulle riserve valutarie è il più elevato, più alto di quello del Regno Unito, ben noto per le sue politiche di *stop and go* (Iwami, 1991, tabella 5b). L'effetto dell'incremento delle riserve valutarie sull'offerta di moneta, e conseguentemente sulla crescita economica, fu tanto più notevole in Giappone in quanto più elevati erano tali coefficienti. Mentre nel Regno Unito alla politica dello *stop and go* è stata attribuita la responsabilità di aver scoraggiato gli investimenti e di aver quindi prodotto risultati economici mediocri, in Giappone la stessa politica fece da stimolo alle esportazioni e alla crescita economica. Questa differenza viene attribuita alla possibilità che una stessa politica promuova, o meno, investimenti degli esportatori miranti ad aumentare la produttività e sforzi per ridurre i prezzi. La tabella 6 mostra come l'inflazione misurata dal deflatore del PIL fosse più elevata in Giappone che nel Regno Unito, mentre il tasso di aumento dei prezzi all'ingrosso fosse pressoché lo stesso nel periodo tra il 1950 al 1970 e il tasso di aumento dei prezzi alle esportazioni fosse molto più contenuto in Giappone. Un tale differenziale era destinato a generare risultati diversi per le esportazioni, al di là delle possibili differenze nella loro elasticità rispetto ai prezzi dei due paesi.

## 5. Considerazioni finali

Le principali caratteristiche dei controlli sui movimenti dei capitali nel Giappone nel dopoguerra possono essere riassunte nel modo seguente. L'indubbio svantaggio di tali controlli risiede nel

---

<sup>35</sup> SHINOHARA (1961, p. 17), NAKAMURA (1981, pp. 59-61).

ponesi erano costituite essenzialmente da materie prime e combustibili (tabella 5), l'aumento delle esportazioni gettò le basi per la crescita ad alta velocità.<sup>35</sup>

In secondo luogo, la crescita delle esportazioni allentò, *ceteris paribus*, il vincolo della bilancia dei pagamenti, e quindi consentì una politica monetaria espansiva per un certo arco di tempo.

In terzo luogo, Stati Uniti a parte, i paesi industrializzati in generale osservarono le "regole del gioco" del sistema di Bretton Woods. Se confrontiamo le funzioni di offerta di moneta dei paesi industrializzati, il coefficiente giapponese sulle riserve valutarie è il più elevato, più alto di quello del Regno Unito, ben noto per le sue politiche di *stop and go* (Iwami, 1991, tabella 5b). L'effetto dell'incremento delle riserve valutarie sull'offerta di moneta, e conseguentemente sulla crescita economica, fu tanto più notevole in Giappone in quanto più elevati erano tali coefficienti. Mentre nel Regno Unito alla politica dello *stop and go* è stata attribuita la responsabilità di aver scoraggiato gli investimenti e di aver quindi prodotto risultati economici mediocri, in Giappone la stessa politica fece da stimolo alle esportazioni e alla crescita economica. Questa differenza viene attribuita alla possibilità che una stessa politica promuova, o meno, investimenti degli esportatori miranti ad aumentare la produttività e sforzi per ridurre i prezzi. La tabella 6 mostra come l'inflazione misurata dal deflatore del PIL fosse più elevata in Giappone che nel Regno Unito, mentre il tasso di aumento dei prezzi all'ingrosso fosse pressoché lo stesso nel periodo tra il 1950 al 1970 e il tasso di aumento dei prezzi alle esportazioni fosse molto più contenuto in Giappone. Un tale differenziale era destinato a generare risultati diversi per le esportazioni, al di là delle possibili differenze nella loro elasticità rispetto ai prezzi dei due paesi.

## 5. Considerazioni finali

Le principali caratteristiche dei controlli sui movimenti dei capitali nel Giappone nel dopoguerra possono essere riassunte nel modo seguente. L'indubbio svantaggio di tali controlli risiede nel

---

<sup>35</sup> SHINOHARA (1961, p. 17), NAKAMURA (1981, pp. 59-61).

fatto che le importazioni di capitali avrebbero consentito di ridurre il costo degli interessi. La composizione delle industrie importatrici di capitali fa pensare all'esistenza di una politica discrezionale a favore delle industrie con più elevato potenziale di crescita. Tuttavia, queste stesse industrie avrebbero avuto un accesso privilegiato ai capitali esteri anche senza controlli sui capitali. Tali controlli hanno certamente protetto le industrie nazionali e promosso la crescita economica, ma non sono stati sufficientemente efficaci nel tagliare il costo degli interessi e nell'introdurre tecnologie estere. In via ufficiosa, la Banca del Giappone e l'Export-Import Bank of Japan hanno concesso fondi a tassi d'interesse più bassi per compensare i costi più elevati indotti dai controlli sui capitali.

Un'altra questione è rappresentata dalle considerazioni relative alla bilancia dei pagamenti. L'importazione di capitali avrebbe indubbiamente avuto un effetto favorevole sulla bilancia dei pagamenti nel breve termine, ma avrebbe potuto produrre un deterioramento nel tempo a causa degli oneri del servizio del debito, a seconda del tipo di utilizzo del capitale importato. D'altra parte, l'allocazione dei fondi pubblici può promuovere l'efficienza solo se il governo ha la capacità di raccogliere e analizzare le informazioni necessarie meglio del settore privato. Visto che le varie divisioni del MITI controllavano i diversi gruppi industriali e raccoglievano senza ostacoli le informazioni di cui avevano bisogno, si potrebbe dedurre che il governo fosse in grado di prendere le decisioni più adeguate sugli investimenti. Ma a ciò si potrebbe ribattere che i conflitti tra le diverse divisioni dello stesso ministero erano tali da ostacolare tale processo decisionale. Questo punto merita ulteriori approfondimenti.

Quanto ai motori della crescita economica, vale la pena ricordare che una parità sottovalutata del cambio fu mantenuta per un lungo periodo, più lungo di quello della grande crescita. La politica macroeconomica era determinata in larga misura dal vincolo della bilancia dei pagamenti e dai controlli sui capitali, entrambi provocati dai problemi relativi alla bilancia dei pagamenti nel dopoguerra e improntati all'obbedienza alle "regole del gioco". Il Giappone, in questo senso, rappresenta l'esempio più tipico tra i paesi industrializzati. La politica monetaria restrittiva, indotta dalla diminuzione delle riserve valutarie, stimolò la crescita della produttività e la discesa dei prezzi relativi all'esportazione. La riduzione del tasso di crescita reale, in termini di indice dei prezzi all'esportazione, fece crescere le esportazioni fino alla metà degli anni '60.

Anche la politica finanziaria della Banca del Giappone e della Export-Import Bank of Japan contribuì alla crescita delle esportazioni, ma il suo peso fu meno significativo di quello dovuto alla diminuzione del tasso di cambio reale, visto che il costo degli interessi rappresentava una componente secondaria dei prezzi all'esportazione. Quanto alla politica dei crediti alle importazioni, essa cessò di fatto di funzionare a metà degli anni '60, così che il suo effetto fu ancora più modesto di quello dei crediti all'esportazione.

A partire dalla metà degli anni '60, contemporaneamente alla trasformazione dell'ambiente economico internazionale, aumentarono in Giappone le riserve ufficiali e vennero in parte ridotti i controlli sui movimenti dei capitali. Questo cambiamento era il risultato dell'accelerazione dell'inflazione negli Stati Uniti. In quel periodo, durante il quale la sottovalutazione dello yen veniva criticata dagli altri paesi, l'effetto dei prezzi sulla crescita delle esportazioni era in realtà piuttosto modesto. Infatti, la grande spinta alla crescita delle esportazioni venne dall'incremento del reddito mondiale provocato dall'inflazione negli Stati Uniti e dalla competitività dei prodotti giapponesi data da fattori diversi dai prezzi.

Il sistema finanziario chiuso del periodo della ricostruzione fu ampiamente trasformato all'inizio degli anni '70, dopo aver già subito una serie di parziali modifiche. La riforma definitiva di un sistema è talvolta procrastinata dall'esistenza di vecchie idee e d'interessi di parte. Il ritardo può ostacolare la crescita economica. Tuttavia, nel caso del Giappone, la resistenza a riforme radicali, sia diretta sia indiretta, portò a mantenere una parità del cambio sottovalutata, contribuendo quindi alla crescita economica. Ciò non implica necessariamente che il governo avrebbe potuto scegliere l'opzione migliore, considerando correttamente l'insieme degli effetti di una politica conservatrice.

*Tokyo*

TORU IWAMI

## BIBLIOGRAFIA

- ATKIN, J.M. (1977), *British Overseas Investment 1918-1931*, New York, Arno Press.
- BALASSA, BELA (1964), "The Purchasing-Power Doctrine: A Reappraisal", *The Journal of Political Economy*, Vol. 72, pp. 584-596.
- THE BANK OF JAPAN (1985, 1986), *Nippon Ginko Hyakunenshi* (Centennial History of the Bank of Japan), Tokyo.
- BRYANT, RALPH C. (1987), *International Financial Intermediation*, Washington D.C., Brookings Institution.
- COLLINS, SUZAN M. (1988), "Saving and Growth Experiences of Korea and Japan", *The Journal of the Japanese Economy and International Economics*, 2, pp. 328-350.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1985), "Freedom of Germany's capital transactions with foreign countries", *Monthly Report*, July, pp. 13-23.
- ECONOMIC PLANNING AGENCY (1960), *Sengo Keizaishi, Keizaiseisakuben* (Post-War Economic History: Economic Policy), Tokyo.
- ECONOMIC PLANNING AGENCY, RESEARCH DEPARTMENT (1972), *Shiryoh, Keizai Hakusho 25 nen* (Documents: 25 Years of the White Paper on Japanese Economy), Nihon Keizai Shimbun.
- EICHENGREEN, BARRY and MARC UZAN (1991), "The Economic Consequences of the Marshall Plan", manuscript.
- EKONOMISUTO, ed. (1984), *Shohgen Kobdo Seichobki no Nihon (ge)* (Evidence on Japan's High-Speed Growth), Mainichi Shimbun.
- THE EXPORT-IMPORT BANK OF JAPAN (1983), *30nen no Ayumi* (Thirty Years' Experience), Tokyo.
- FUJINO, SHOHZABURO (1990), *Kokusai Tsukataisei no Doyo to Nihon Keizai* (The Dynamics of International Monetary System and the Japanese Economy), Keiso Shobo.
- HAMADA, KOICHI *et al.*, eds. (1987), *Nihon Keizai no Makuro Bunseki* (Macroeconomic Analysis of Japan), University of Tokyo Press.
- HORIUCHI, AKIYOSHI (1984), "Economic Growth and Financial Allocations in Postwar-Japan", The University of Tokyo, Research Institute for the Japanese Economy, *Discussion Paper Series*, 84-F-3.
- HORIUCHI, AKIYOSHI, and MASAYUKI OHTAKI (1987), "Kinyu: Seifu kainyuh to Ginkokashidashi no Jyuhyohei", (Finance: Government Interventions and the Significance of Bank Loans), in Koichi Hamada *et al.*, eds. (1987) pp. 123-148.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1984), "Exchange Rate Volatility and World Trade", *Occasional Papers*, No. 28.
- IWAMI, TORU (1991), "The Bretton Woods System as a Gold Exchange Standard", The University of Tokyo, Research Institute for the Japanese Economy, *Discussion Paper Series*, 91-F-11.
- KANAMORI, HISAO, ed. (1970), *Bobeki to Kokusai Shushi* (Foreign Trade and Balance of Payments), Nihon Keizai Shimbun.
- KOMIYA, RYUTARO (1967), "Shihon Jiyuhka no Keizaigaku" (Economics of Capital Liberalization), "Ekonomisuto", in *Gendai Nihon Keizai Kenkyu* (Studies of the Contemporary Japanese Economy), University of Tokyo Press, 1975, pp. 195-223.

- KOMIYA, RYUTARO, MASAHIRO OKUNO, KOTARO SUZUMURA, eds. (1988), *Industrial Policy of Japan*, Orlando, FL, Academic Press.
- MELTZER, ALAN (1991), "U.S. Policy in the Bretton Woods Era", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 73, pp. 54-83.
- MINISTRY OF FINANCE, WORKING GROUP ON FINANCIAL INSTITUTIONS (1970), *Kinyu Seido Chosakai Shiryo Dai 4 Kan, Futsuginko, Boekikinyu* (Documents Vol. 4, Ordinary Banks and Trade Finance), Kinyu-Zaisei Jijo Kenkyukai.
- MINISTRY OF INTERNATIONAL TRADE AND INDUSTRY (1967), *Sengo Nihon Bobeki 20nenshi* (Twenty Years' History of Foreign Trade in Post-War Japan), Tsusho-Sangyo Chosakai.
- NAKAMURA, TAKAFUSA (1981), *The Postwar Japanese Economy: its Development and Structure*, University of Tokyo Press.
- OHKAWA, KAZUSHI *et al.*, eds. (1974), *Choki Kezai Tokei Kokumin Shotoku* (Long-Term Economic Statistics: National Income), Tokyo-Keizai Shimpo.
- OKA, MASANOBU (1972), "Yushutsunyu Kinyu" (Export-Import Finance), Kojima Kiyoshi and Komiya Ryutaro (eds.), *Nihon no Hikanzei Shobeki* (Japan's Non-Tariff Barriers), Nihon Keizai Shimbun, pp. 162-174.
- OKUDA, HIROSHI (1986-1987), "Sengo Nihon no Boeki Kinyu" (Foreign Trade Finance in Post-War Japan 1-3), Oita University, *Keizai Ronshub*, vol. 37. 4/5 - 38. 2/5, pp. 76-107, 28-60, 1-31.
- OHTA, MASAYUKI (1989), *Sangyo Boekishinko to Kinyuseisaku* (Encouraging Industry and Foreign Trade and Monetary Policy), Toyo-Keizai Shimpo.
- OUCHI, TSUTOMU, ed. (1971), *Gendai Nihon Keizairon* (The Modern Japanese Economy), University of Tokyo Press.
- SHINOHARA, MIYOHEI (1961), *Nihonkeizai no Seicho to Junkan* (Growth and Cycles of Japanese Economy) Sobunsha.
- TAKASUGA, YOSHIHIRO (1972), *Gendai Nihon no Bukka Mondai* (Price Problems in Contemporary Japan), Shinhyoron.
- TERANISHI, JURO (1982), *Nihon no Keizaihatten to Kinyu* (Finance and Economic Development in Japan), Iwanami Shoten.
- TERANISHI, JURO (1989), "Fukinkoseicho to Kinyu" (Disequilibrium Growth and Finance), in Nakamura and Odaka (eds.) *Nijuhkohzo* (Dual Economy), Iwanami Shoten, pp. 185-229.
- TSURUTA, TOSHIMASA (1982), *Sengo Nihon no Sangyoseisaku* (Industrial Policy of Post-War Japan), Nihonkeizai-Shimbun.
- UEDA, KAZUO (1987), "Kokusai Shushi, Keijoshushi no Chokihendo to Tankihendo" (Balance of Payments: the Long- and Short-Term Fluctuations of the Current Accounts), Hamada *et al.*, eds. (1987), pp. 13-34.
- YAMAZAWA, IPPEI AND YUZO YAMAMOTO (1979), *Choki Keizai Tokei, Boeki to Kokusai-shushi* (Long-Term Economic Statistics: Foreign Trade and the Balance of Payments), Toyo-Keizai Shimpo.