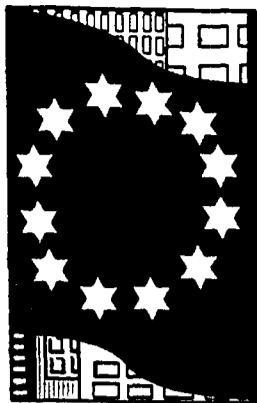


# 1° luglio falso avvio

Tutti in campo per spartire la torta delle nuove rendite finanziarie  
Le innovazioni positive non si diffondono ed i rischi restano elevati

## Il risparmio è rimasto a casa



L'economista Franco Modigliani è intervenuto al convegno sul risparmio dell'Università di Tor Vergata (Roma) per lanciare un nuovo allarme sulla riduzione del risparmio. Nello stesso giorno il Censis pubblicava uno studio in cui si esalta la «finanziarizzazione» delle famiglie i cui redditi da capitale sono saliti dal 12,3% al 16,8% fra il 1981 e il 1989. Purtroppo ha ragione Modigliani.

RENZO STEFANELLI

Se le cifre hanno un senso, si può dire che gli anni della liberalizzazione hanno profitto solo alle imprese e che la redistribuzione dei profitti dalle imprese alle famiglie è perlomeno modesta. Il reddito finanziario delle famiglie aumenta in larga misura in modo simbolico - il rendimento figurativo dell'abitazione i cui prezzi salgono a ruota libera - ed in parte per gli interessi elevati sui titoli pubblici. Le famiglie che si sono indebitate nel frattempo con mutui e credito al consumo hanno pagato interessi ancora più alti di quelli pagati sui titoli pubblici: di qui la riduzione del risparmio effettivo in una situazione di crescenti rendite finanziarie.

La possibilità che il mercato europeo dei capitali modifi-



Guido Carli



Franco Modigliani

ca la situazione a favore dei risparmiatori dipendeva non tanto dalla liberalizzazione quanto dalla introduzione di nuove regole nel mercato. L'idea che la famiglia italiana possa servirsi di intermediari tedeschi, inglesi o francesi per migliorare la propria gestione finanziaria è a dir poco ridicola. Chi risparmia per acquistare una casa, ampliarla o ristrutturarla può utilizzare in Francia un «libretto blu» delle casse di risparmio (interessi esentasse, mutuo agevolato), in Germania il conto-assicurazione della baukassen, in Inghilterra il prestito diretto della building societies. E dovrebbe farlo davvero visto che in Italia il conto di risparmio è spesso a rimessa rispetto all'inflazione, l'interesse corrispettivo tassato

e il mutuo discrezionale tanto nella concessione che nel tasso d'interesse. Però non c'è alcuna possibilità di fare una operazione di credito all'estero fra quelle indicate per investire nella propria casa in Italia.

In che senso, allora, il mercato unico dei capitali ha aperto la via alla concorrenza ed all'innovazione? Passato il pri-

mo luglio ed il relativo battage oggi si tende a rimettere l'inizio della «vera» concorrenza al 1993. Si rinvia alla adozione delle direttive sulle banche, le assicurazioni ed il mercato dei capitali. L'applicazione in Italia delle direttive della Cee è certo importante ma deve essere sembrato del tutto insufficiente anche a quel gruppo di universitari che, su iniziativa del commissario Consob prof. Mario Bessone, ha preso l'iniziativa di una serie di seminari il cui scopo è di far emergere uno «statuto dei diritti del risparmiatore», cioè di un nuovo insieme di regole, normative, leggi la cui introduzione nel mercato dipende tanto dal Parlamento italiano quanto dagli organi di vigilanza, dagli ordinamenti societari, dagli ordinamenti delle borse valori. Nel primo seminario all'università di Napoli è stato ripreso in mano l'insieme degli articoli della Costituzione italiana che parlano di tutela e promozione del risparmio - inteso come parte del reddito non consumata, certo, non come rendita finanziaria da reinvestire - in un senso attuale. Occorre il mercato europeo dei capitali e la liberalizzazione per scoprire che l'arretta-

tezza del mercato finanziario italiano dipende dalla mancata attuazione delle disposizioni costituzionali?

L'iniziativa delle università che andrà avanti per otto semestri, nel corso di due anni, ha lo scopo di riesaminare alle radici - nelle forme giuridiche piuttosto che in quelle organizzative - la posizione dei risparmiatori in una economia caratterizzata dal risparmio di massa. L'obiettivo è creare le condizioni perché le persone fisiche possano restare attive in un mercato azionario dominato dagli intermediari, dove si trattano titoli dalla consistenza patrimoniale invariabile. Non tutti condividono questo obiettivo. In Inghilterra il crollo del risparmio delle famiglie è bilanciato da una ingente espansione degli intermediari. Anche in Italia non solo il ministro del Tesoro ma anche molti banchieri e assicuratori preferirebbero che gli italiani affidassero il risparmio a polizze o fondi pensionati da fare gestire agli intermediari. C'è solo un ostacolo: quelli stessi che fanno la proposta, si sono ben guardati finora dall'offrire le garanzie minime indispensabili.

(precedente articolo il 14 luglio)

In Usa si attende un calo dei tassi ma il debito continua a lievitare

## Wall Street alle stelle: è vera gloria?

CLAUDIO PICOZZA

ROMA. Nella settimana dedicata al vertice di Houston, cambisti ed operatori finanziari hanno ribadito che la loro attività è influenzata essenzialmente dai fatti del giorno e dalle prospettive di brevissimo periodo su una singola valuta piuttosto che dalle strategie di medio e lungo termine dei mercati valutari. I motivi di questo comportamento discendono in larga parte dalla struttura del mercato finanziario internazionale caratterizzato da ingenti disponibilità detenute sotto forma di investimenti a breve termine, per loro natura particolarmente sensibili alle attese di variazione dei cambi e dei tassi di interesse. Le contrattazioni avvengono all'interno di equilibri precari messi sovente in discussione da semplici dichiarazioni o generali aspettative. Una conferma di ciò sta venendo dall'andamento del dollaro che, dopo una fase di sostanziale equilibrio, è stato recentemente oggetto di quotazioni tendenzialmente al ribasso. La questione di fondo che spinge gli operatori in questo periodo a disfarsi di dollari resta quella relativa al livello dei tassi di interesse in America. Un problema che ormai da molti mesi è al centro del dibattito degli ambienti finanziari internazionali, divenuto a tratti quasi noioso. Al cuore del problema vi è la prospettiva di sviluppo dell'economia americana che sta segnando un sensibile rallentamento dello sviluppo, dopo avere allontanato i periodi di recessione che erano stati paventati verso la fine dello scorso anno.

Per ridare fiato all'economia i tassi dovrebbero quindi scendere, ma il governatore della Federal Reserve, Greenspan, che da sempre ha mostrato cautela su questo punto, non è stato finora disponibile a cedere alle pressioni esterne. Motivato per restare cauto non gli mancano: la bilancia dei pagamenti, i segni continui di inflazione pur mantenendosi a livelli sopportabili non da segnali di discesa mentre resta da risolvere il problema più serio del finanziamento del deficit pubblico americano che viaggia algebramente per quest'anno verso i 160 miliardi di dollari. Trovare chi è disponibile a sostenere tutto questo squilibrio non è poi tanto semplice, tenuto conto peraltro che gli americani non sono certo un popolo di risparmiatori. L'unica soluzione diviene quindi quella di mantenere i tassi di interesse a livelli internazionali, allineati soprattutto a quelli tedeschi che, con una inflazione più bassa in Germania di quella americana, si mantengono per le scadenze superiori ai sei mesi a livelli più alti di quelli statunitensi. Nelle ultime settimane si stanno tuttavia manifestando alcuni segnali di cambiamento. L'Amministrazione Bush ha dichiarato apertamente che il deficit pubblico va contenuto attraverso l'introduzione di nuove tasse. Esistono quindi le condizioni per un minor ricorso ai mercati internazionali per finanziare il deficit e quindi, di conseguenza, per procedere ad una riduzione dei tassi. Greenspan d'altro canto, forse per dare un segnale di buona disponibilità, ha ribassato i tassi sulle operazioni a breve e brevissimo termine di un quarto di punto, dopo aver detto pubblicamente che le banche ordinarie hanno di recente stretto il credito oltre le stesse intenzioni della Banca Centrale.

Il ribasso dei tassi di questi giorni è in verità alquanto modesto e non può certamente rappresentare il segnale di una effettiva inversione di tendenza. Tuttavia qualcosa si sta muovendo e nei prossimi giorni potremmo assistere ad una nuova fase di dollaro debole sui mercati dei cambi. Proprio in vista di questa prospettiva le contrattazioni si sono orientate al ribasso. In Italia la divisa americana dopo avere aperto in settimana a 1.207,50 lire, ha stata quotata a 1.204,80. Ha quindi ripreso quota fino a toccare le 1.216,4 lire, per chiudere definitivamente a 1.204,95 lire. Contro marco il cambio è variato tra 1,64 ed 1,6520. Nei confronti della sterlina fra 1,80 ed 1,8210.

Il tema dei tassi di interesse non riguarda ovviamente solo gli Stati Uniti. Basti pensare a quanto sta accadendo in Inghilterra, Germania, Giappone ed Italia. Nel Regno Unito un tasso del 15% viene considerato compatibile con gli obiettivi di sviluppo economico, mentre l'inflazione si mantiene senza sosta intorno al 10% su base annua. La sterlina, pur tra alterne vicende, continua a crescere ma solo in vista di una sua adesione allo Sme. Il tasso di interesse alto va garantito da un cambio stabile e l'adesione ad un regime di cambi con margini di oscillazione ridotti risponde a questa esigenza. In Germania l'unione monetaria sta superando brillantemente la prova, ma la Bundesbank viaggia con molta attenzione e non esiterebbe un attimo ad alzare i tassi in caso di necessità. In Giappone l'ipotesi di una crescita dei tassi è ormai nell'aria. Lo yen deve continuare a rafforzarsi per contenere i pericoli di inflazione e per riequilibrare un saldo di bilancia ed un tasso più alto si muove in questa direzione. Infine l'Italia. La lira si mantiene ai massimi livelli di apprezzamento nei confronti di tutte le principali valute dello Sme per il forte afflusso di capitali dall'estero che trovano nel nostro paese alti tassi di rendimento e stabilità del cambio. Anche qui deficit di bilancia e debito pubblico inducono alla cautela nella riduzione dei tassi.

La manovra sui tassi di interesse viene quindi effettuata in campi internazionali per motivazioni diverse. L'obiettivo di fondo dovrebbe essere quello di un effettivo governo dei flussi finanziari a livello mondiale, ma esso appare assai lontano. In assenza di ciò la battaglia diviene quotidiana e vince chi riesce a cogliere prima di altri le nuove tendenze del mercato in un sempre più ristretto lasso di tempo.

Promessa di importare prodotti americani, intanto l'invasione continua

## Passati gli accordi di facciata del G7 negli Usa resta la psicosi giapponese

Il vertice dei Sette grandi di Houston ed i precedenti accordi bilaterali tra Bush e il premier giapponese Kaifu che prevedono maggiori esportazioni verso oriente sono riusciti soltanto a mitigare la psicosi nipponica negli Usa. Espansione commerciale e finanziaria malgrado quella che a Tokio considerano una guerra ideologica: è un altro degli aspetti degli scontri sul commercio mondiale.

ATTILIO MORO

NEW YORK. Il premier giapponese Kaifu è arrivato a Houston il giorno prima dell'inizio del vertice dei sette paesi industrializzati (G7) per annunciare al presidente americano che il suo governo aveva già deciso - quali che fossero le reazioni degli altri sei - di riaprire il credito alla Cina: 5,2 miliardi di dollari, tanto per cominciare. E Bush - che, malgrado le sue simpatie per la Cina, deve però riprendere i dinnanzi ad un Congresso al quale aveva già fatto ingoiare il rinnovo a quel paese della clausola di nazione più favorita - non ha potuto fare altro che raccomandare al leader giapponese gradualità e prudenza.

D'altra parte l'apertura delle porte del mercato cinese ai capitali ed ai prodotti giapponesi può avere l'effetto di alleggerire in qualche modo la loro pressione su quello americano: mercati sicuramente incompensabili, ma certo una accentuazione degli interessi asiatici dei giapponesi non può che risultare gradita agli americani. Ma quando i sette si sono incontrati, la Houston dei giapponesi e americani c'era già stata: tre settimane prima, a Washington, dove gli Usa erano riusciti a spingere il governo giapponese alla firma degli accordi per la riduzione degli «impedimenti strutturali» dovrebbero riequilibrare la bilancia commerciale e tentare di spegnere i risentimenti che in questi anni si sono accumulati. A Washington i giapponesi si sono impegnati a spendere in dieci anni quasi tremila miliardi di dollari in infrastrutture civili, e c'è da scommettere che ci sarà la corsa all'elddorado. In una congiuntura di persistente stagnazione per il mercato americano delle costruzioni. I prodotti americani, inoltre, verranno esposti in bella mostra sui banchi dei nuovi grandi supermercati che i giapponesi si sono impegnati a costruire per incoraggiare - così come gli americani con forza avevano chiesto in una lunga, estenuante trattativa - la scarsa propensione dei nipponici al consumo. Sarà inoltre più facile per le compagnie americane investire in Giappone, mercato finora protetto dagli investimenti di capitali stranieri da norme e procedure antitrust che ora verranno riviste.

Questi in sostanza i termini dell'accordo. Dal punto di vista contabile esso si prefigge

l'obiettivo della riduzione del deficit americano della bilancia bilaterale che era cresciuto fino a 55 miliardi di dollari per scendere alla cifra comunque enorme di 49 miliardi di dollari nell'89. Ma quel che più conta è che esso prescrive alle due economie, gergativi che - se attuati - sono destinati a mutare comportamenti ed abitudini profondamente radicati nei due paesi. Gli americani dovrebbero in sostanza rivedere la filosofia del «deficit spending», così profondamente penetrata nelle attitudini dei consumatori e nella politica economica dei governi, da quelli cittadini a quello federale. I giapponesi - per parte loro - devono invece correggere una inclinazione eccessiva al risparmio (17% del loro reddito familiare, a fronte di uno striminzito 5% degli americani), che frena l'import e dà forza alla capacità di penetrazione nel mercato statunitense. Insomma è una svolta di portata storica nelle relazioni economiche tra i due paesi ed una occasione per ciascuno di migliorare la propria immagine allo specchio del modello antagonista. Un antagonismo che ha conosciuto negli ultimi anni tutte le asprezze del nazionalismo economico fino a sfiorare il razzismo. In una recente inchiesta del *Wall Street Journal*, 186 degli americani - che non hanno ancora smaltito l'affronto dell'acquisto da parte della Mitsubishi di un loro monumento nazionale, il Rockefeller Center - ha detto di preferire un periodo di stagnazione economica in entrambi i paesi ad uno di crescita, se questo dovesse portare ad una egemonia giapponese. Nella stessa inchiesta il 63% degli intervistati ritiene «molto importante» che siano gli Stati Uniti a mantenere la leadership economica mondiale, ed il 69% si lamenta del fatto che le aziende giapponesi hanno investito «troppo» negli Usa. A Detroit si è arrivati al punto di negare un posto in garage alle auto di marca giapponese, mentre la stessa industria pubblicitaria muove all'attacco dei prodotti giapponesi con una sistematica denigrazione certamente



Toshiaki Kaifu

oltre il limite della legge e del buon gusto. L'accordo non ha naturalmente cancellato l'antagonismo, anzi semmai ha accentuato l'insolferenza giapponese per quel che viene percepito come una sorta di violazione della propria indipendenza nazionale. Gli Usa hanno assunto in questi ultimi tempi il ruolo di un partito di opposizione - ha scritto un famoso editorialista di Tokio - e questo è intollerabile, mentre i giapponesi americani, come bollettini di guerra, pubblicano giorno dopo giorno le cifre del sorpasso. Molti economisti americani vedono nella capacità di risparmio e nella grande

disponibilità di capitali l'artiglieria pesante che deciderà le sorti della battaglia e non si stancano di chiamare a raccolta contro il primato giapponese nell'uno e nell'altro campo. E malgrado l'accordo c'è da aspettarsi che nei prossimi anni la tensione aumenti, dal momento che nel breve periodo l'export dei prodotti giapponesi sul mercato americano sembra destinato ad aumentare ancora mentre gli effetti dell'accordo si faranno aspettare certamente per alcuni anni, lasciando ai giapponesi tutto il tempo per riconquistare posizioni per ora solo sulla carta perdute.

La popolarità del nuovo presidente Fernando Collor scende con una velocità pari al risalire dell'inflazione  
Il drastico piano lanciato per affrontare un'economia disastrosa è fermo mentre si allarga la fascia della povertà

## Nuovo Brasile, un sogno durato novanta giorni

Inflazione di nuovo oltre il 10% mensile, disoccupazione in aumento, una gravissima recessione dietro l'angolo. Sono bastati solo cento giorni per far fallire il piano di risanamento economico lanciato il 15 marzo scorso dal nuovo presidente brasiliano Fernando Collor, la cui popolarità sta rapidamente diminuendo. Il governo ha proposto un «patto sociale», subito rifiutato.

GIANCARLO SUMMA

SAN PAOLO. «Collor è soltanto una settimana fa il più importante giornale brasiliano, la *Folha de S. Paulo*, commentando i risultati di un sondaggio sulla popolarità del nuovo presidente dopo i primi cento giorni di governo. I numeri - una caduta dell'indice di approvazione dal 71% al 36% nel giro di appena un mese - non hanno fatto altro che confermare un'impressione su cui tutti gli analisti politici concordavano già da tempo: la «luna di miele» tra il Brasile e Collor è finita, e per il governo ora si fa tutto più difficile. A determinare la caduta di popolarità di Collor è stato, soprattutto, il fallimento del piano di risanamento economico lanciato il giorno stesso del suo insediamento, il 15 marzo scorso, e su cui il nuovo presidente aveva giocato, per sua stessa ammissione, tutte le sue carte. La situazione ereditata dal precedente governo di José Sarney era, infatti, quella di un paese sull'orlo del collasso sociale ed economico: inflazione a oltre l'80% mensile, riserve valutarie del Banco centrale ridotte quasi a zero, più di quattro miliardi di dollari di interessi non pagati sul colossale debito estero (circa 114 miliardi di dollari), il 70% della popolazione in stato di povertà o miseria assoluta, servizi sociali - principalmente assistenza sanitaria e istruzione - allo sfascio. Non a caso, le possibili strategie per bloccare l'inflazione e modernizzare l'econo-

mia del paese sono state, lo scorso anno, il punto centrale della campagna per le elezioni presidenziali, in cui Collor ha superato di stretta misura nel ballottaggio finale il candidato di sinistra Lula.

Sulla carta, il «piano Brazil novo» lanciato da Collor è uno strano misto di ricette care al liberalismo «classico» e di misure meno ortodosse, come la confisca per diciotto mesi di depositi bancari, investimenti finanziari e libretti di risparmio oltre l'equivalente di un milione di lire, o la tassazione delle rendite finanziarie e dei guadagni di Borsa. Malgrado diverse forzature giuridiche autoritarie e chiaramente incostituzionali - come il divieto alla magistratura di impugnare i provvedimenti economici del governo - ed un sistematico ricorso ai decreti legge, il nuovo governo non è però riuscito ad attuare le misure più importanti e politicamente controverse del piano. Sono rimasti sulla carta, ad esempio, i tanto pubblicizzati progetti di privatizzazione delle imprese statali in deficit, di riforma della «macchina» amministrativa (sarebbero dovuti essere licenziati al-

meno 360.000 funzionari pubblici assunti clientelamente negli anni precedenti, ma i veti incrociati dei vari ministri non hanno fatto superare la soglia dei 33.000), di rapida abolizione delle rigide barriere doganali (per ora è stata permessa l'importazione di automobili e di alcuni articoli di lusso ma per i computer, ad esempio, è tutto rinvio al 1994). Di fronte alle pressioni dei grandi imprenditori e delle gerarchie militari - cioè dei «grandi elettori» di Collor - il nuovo governo ha preferito seguire una strada già ben conosciuta in tutta l'America Latina, quella di una dura recessione a spese della classe media e dei ceti popolari che non tocchi gli interessi delle oligarchie tradizionali (in Brasile, ottava economia del blocco occidentale per prodotto interno lordo, l'1% della popolazione - un milione e mezzo di persone - concentra un reddito pari a quello ottenuto dal 50% più povero, cioè 70 milioni di persone). Da qui, la scelta di abolire la scala mobile lasciando spazio alla «libera negoziazione» salariale in un paese però praticamente privo di dotti sindacali (martedì scorso il Congresso ha appro-

vato una legge che reintroduce la indicizzazione dei salari più bassi, ma la sua applicazione sarà con ogni probabilità bloccata da un veto presidenziale), di congelare solo i prezzi degli alimenti base - che già incominciano a scarseggiare nei supermercati - e di non varare nessuna riforma strutturale (agricola, fiscale, eccetera). E in pratica l'azione di risanamento economico del governo Collor si è limitata finora alla parziale riduzione del denaro in circolazione nel paese, ottenuta con la confisca dei depositi bancari. Gli effetti sono stati controproducenti. Da un lato i grandi gruppi economici brasiliani, tutti ampiamente in attivo, non hanno accettato di vedere ridotti i propri utili a causa della caduta del consumo interno e hanno iniziato a licenziare in massa i propri dipendenti senza che il governo intervenisse per impedirlo. Dall'altro, si è rotta la fiducia nel risparmio pubblico, con una conseguente crescente ricerca di oro e dollari come investimenti sicuri, aprendo la strada ad una «dollarizzazione» dell'economia simile a quella venificata in Argentina - dove

persino i prezzi nei negozi sono ormai in valuta americana - impedita sinora dal governo con l'immissione sul mercato di decine di milioni di dollari al solo scopo di tenere artificiale il valore della nuova moneta nazionale, il cruzeiro. Soprattutto, in mancanza di provvedimenti strutturali, l'inflazione - che già a fine marzo era stata frettolosamente data da Collor per «liquidata» - è tornata velocemente a salire, superando a fine giugno il 10% mensile e a luglio, in proiezione, il 15%.

I problemi di Collor stanno aumentando anche sul piano internazionale. Il credito iniziale accordato al nuovo governo dal Banco mondiale e dall'Amministrazione statunitense sembra essersi già esaurito. Solo così può essere spiegato tanto l'esito dei vertici di Houston dei sette paesi più industrializzati, dove si è parlato di Brasile solo in riferimento agli investimenti per la protezione dell'Amazzonia chiesti insistentemente dal cancelliere tedesco Helmut Kohl, che la decisione presa mercoledì scorso dal governo nordamericano di considerare il Brasile un paese «sub-standard» per le linee di credito commerciale a breve termine. Come dire che il Brasile è un creditore in stato pre-fallimentare. A seguito del mutato quadro internazionale, il governo Collor ha annunciato che in breve tempo riprenderanno i pagamenti di parte degli interessi sul debito estero, bloccati da circa un anno e che ammontano ormai ad oltre tre miliardi di dollari.

Ad ottobre in Brasile si tornerà a votare per il rinnovo del Congresso e di tutti i governatori dei ventisei Stati della federazione. Per poter governare nei prossimi quattro anni con relativa tranquillità, Collor avrebbe bisogno di una solida maggioranza parlamentare, che oggi non ha. Per cercare di guadagnare tempo, Collor ha quindi invitato sindacati ed organizzazioni padronali ad accettare una «pace sociale» basata sul volontario blocco dei prezzi e degli aumenti salariali. Una proposta respinta, sia pure per ragioni opposte, tanto dalla principale centrale sindacale, la Cut, legata al partito dei lavoratori di Lula, che dalla potente federazione degli industriali di San Paolo.

**ENEL**  
ENTE NAZIONALE PER L'ENERGIA ELETTRICA  
VIA G.B. MARTINI, 3 - 00198 ROMA

**AVVISO AGLI OBBLIGAZIONISTI**

PRESTITI OBBLIGAZIONARI CON INTERESSI SEMESTRALI INDICIZZATI E MAGGIORAZIONI SUL CAPITALE

Si rende noto che, a norma dei regolamenti dei sottindicati prestiti, il valore delle cedole e quello delle maggiorazioni sul capitale da rimborsare risultano i seguenti:

Prestiti	Cedole	Maggiorazioni sul capitale
pagabili il 1° 2.1991	semestre 1.8.1990	Valore cumulato al 1° 2.1991
1984-1992 indicizzato I em. (Crookes)	6,50%	- 1,176% - 8,920%
1984-1993 indicizzato III em. (Orsted)	5,30%	+ 0,90 % - 12,240%
1989-1999 indicizzato II em. (Morse)	6,15%*	+ 0,615%* + 1,910%*
pagabili il 16.2.1991	semestre 16.8.1990	Valore cumulato al 16.2.1991
1986-1994-2001 ind. I em. (Newton)	5,30%	+ 0,530% + 5,290%

\* al lordo della ritenuta fiscale alla fonte del 12,50%.

Le specifiche riguardanti la determinazione dei valori di cui sopra vengono pubblicate sulla Gazzetta Ufficiale.