

## MONETA E MERCATI

## LE MODIFICHE DEL TASSO DI SCONTO

Paesi	1995	1996	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Tasso
Usa	-	-0,25	-0,25	-	-	-	-	-	-	5,00
Giappone	-1,25	-	-	-	-	-	-	-	-	0,50
Germania	-1,50	-0,50	-	-	-	-0,50	-	-	-	2,50
Francia	-0,55	-0,95	-0,25	-	-0,10	-0,60	-	-	-	3,35
Italia	1,50	-0,75	-	-	-	-	-	-	-0,75	8,25
Regno Unito	0,25	-0,75	-0,25	-	-0,25	-	-	-0,25	-	5,75
Spagna	1,65	-1,75	-0,25	-	-0,50	-0,50	-0,25	-0,25	-	7,25
Olanda	-1,75	-0,75	-	-	-0,25	-0,50	-	-	-	2,00
Belgio	-1,10	-0,55	-0,35	-0,10	-	-	-0,10	-	-	3,20
Danimarca	-0,90	-0,90	0,25	-0,10	-0,25	-0,20	-	-0,10	-	3,70
Irlanda	0,25	-0,25	-	-	-	-0,25	-	-	-	6,25
Portogallo	-0,70	-0,95	-	-	-0,25	-0,70	-	-	-	6,80
Austria	-1,50	-0,50	-	-	-	-0,50	-	-	-	2,50
Finlandia	-1,30	-0,75	-	-	-0,50	-	-	-0,15	-0,10	3,50
Svezia	1,31	-3,21	-0,46	-0,40	-0,65	-0,50	-0,40	-0,40	-0,40	5,70

## I TAGLI SUI TASSI DI MERCATO

GERMANIA	0,30%
CANADA	0,25%
FRANCIA	0,20%
BELGIO	0,20%
OLANDA	0,20%
AUSTRIA	0,20%



Hans Tietmeyer  
presidente della Bundesbank  
Kammerer/Ap

# La Bundesbank taglia i tassi

## Effetto catena in Europa. Le Borse in rialzo

La banca centrale tedesca, imitata immediatamente dalle autorità monetarie di Francia, Canada, Olanda, Belgio e Austria, ha deciso il taglio di 30 centesimi del tasso di finanziamento dei pronti contro termine. Un allentamento delle briglie al costo del denaro salutato con un generale movimento al rialzo delle Borse internazionali. Lira in ripresa sul marco, titoli di stato in grande spolvero. Nessun segnale, per ora, dalla Banca d'Italia.

## DARIO VENEGONI

MILANO. Il consiglio centrale della Bundesbank, riunito a Francoforte per la prima volta dopo la pausa estiva, ha inviato ai mercati un segnale cauto di ottimismo, allentando i lacci attorno al marco. Il consiglio ha infatti deciso di abbassare di 30 centesimi i tassi dei finanziamenti pronti contro termine, che scendono così in Germania dal 3,3 al 3%. Il denaro costerà dunque meno per gli istituti di credito che abbiano bisogno di finanziamenti a breve: è un incentivo che la banca centrale tedesca offre alla ripresa (di cui, peraltro, si hanno già inequivocabili segnali). Famosi per la rigidità delle proprie posizioni in difesa del marco i componenti del consiglio hanno dato questa volta prova di coraggio, ritoccano il costo del denaro in un momento in cui già esso è ai minimi storici: il tasso ufficiale di sconto è al

2,5% e quello Lombard al 4,5. Il mercato dava per scontato che la Bundesbank non sarebbe intervenuta su questi due tassi, ma che avrebbe dato comunque un segnale di allentamento della stretta finanziaria. Ed è precisamente quanto è avvenuto. Semmai è stata l'ampiezza della riduzione del tasso di finanziamento dei pronti contro termine a prendere in contropiede gli osservatori, superando decisamente le più ottimistiche previsioni.

## Scelta di «continuità»

La decisione della Bundesbank, ha spiegato il presidente dell'istituto, Hans Tietmeyer in una teleconferenza seguita all'annuncio da parte dell'istituto, riflette la «continuità» della politica monetaria della banca centrale tedesca. Tietmeyer ha definito il fattore «decisivo» per la decisione del consiglio di tagliare i tassi, il rallenta-

mento registrato dalla massa monetaria tedesca al luglio.

Lo spauracchio dei «difensori del marco», come sono definiti i componenti del consiglio, che si riuniscono puntualmente ogni giovedì mattina, rimane infatti l'inflazione. Scongiurato il pericolo di una ripresa inflattiva, la Bundesbank ha allentato le briglie: il denaro in Germania costerà un po' meno caro, con buona soddisfazione degli industriali e del governo (il quale conta su una ripresa degli investimenti per alleggerire la pressione dei disoccupati sul mercato del lavoro).

L'esempio tedesco è stato prontamente seguito dai paesi che fanno direttamente riferimento alla cosiddetta area del marco: l'Olanda ha annunciato il taglio di 20 centesimi (dal 2,70 al 2,50) del tasso sulle anticipazioni speciali; il Belgio ha ridotto di 20 centesimi i tassi a breve; la Francia ha ridotto in ugual misura il tasso di intervento. In rapida successione, poi, anche l'Austria e il Canada hanno fatto altrettanto mentre sui mercati di tutta Europa i titoli di stato facevano registrare un deciso rialzo.

Dalla Banca d'Italia, al contrario, nessun segnale. Dopo che i dati delle città campione hanno confermato la caduta dell'inflazione, e dopo che da più parti è venuto un appello al sistema creditizio per una riduzione del costo del denaro che segua il raffreddamento della corsa dei prezzi,

qualcuno ha ipotizzato un analogo segnale anche da via Nazionale. Ma la giornata è trascorsa senza che questo segnale arrivasse. Fonti della Banca centrale non hanno neppure confermato che vi sia già una riunione al vertice fissata per oggi, come qualcuno ha anticipato.

## Appuntamento a stasera

L'attenzione è rivolta dunque a questa sera, quando chiuderanno i mercati per il fine settimana.

La Borsa milanese non è però rimasta a guardare. Dopo un avvio in sordina, sugli stessi livelli della vigilia, è cominciata una lenta ma sicura risalita.

Alla fine della giornata l'indice Mibtel ha messo a segno un rialzo dell'1,21%, sia pure in un contesto di scambi assai modesti (non molto oltre i 300 miliardi di controvalore). I titoli di stato italiani hanno messo a segno un vistoso rialzo; il future del Btp decennale ha recuperato in poche ore quasi un punto in percentuale rispetto alle quotazioni della vigilia, superando quota 116, a riprova di una diffusa aspettativa di una limitazione dei tassi italiani.

Sui mercati dei cambi, nel frattempo, la lira si è decisamente rafforzata rispetto al marco (sceso dalle 1.023 lire della mattinata alle 1.016 del primo pomeriggio), mentre ha dovuto cedere qualcosa alla prepotente avanzata del dollaro, salito in serata

a 1.518 lire.

Le Borse di Londra e di New York hanno salutato le novità provenienti dalla Germania con importanti rialzi: i prezzi nella City hanno fatto segnare nuovi record storici, con l'indice Financial Times dei 100 maggiori titoli che ha segnato un massimo assoluto a quota 3.891,1 punti. A Wall Street a metà seduta l'incremento è stato di oltre 43 punti, con gli indici a ridosso delle quote record.

## La reazione a Piazza Affari

A Milano, come si è detto, gli scambi sul mercato azionario si sono mantenuti su livelli decisamente bassi, complice il clima decisamente estivo che si è instaurato tra gli intermediari. La fine dell'operazione di sganciamento degli scalatori della Montedison, che hanno ormai ceduto la quota rastrellata nei mesi scorsi, ha contribuito a dare fiato al listino: la Montedison hanno recuperato il 2,66%, tornando a superare le 1.000 lire. Ma protagonista assoluta della seduta sono state le Stet: il mercato, che soppesa con il bilancino del farmacia le dichiarazioni estive dei vari schieramenti politici, crede di aver colto sui giornali di ieri segnali di un raffreddamento della polemica sulla privatizzazione. I titoli della finanziaria telefonica sono stati comprati massicciamente, schizzando verso l'alto di oltre il 3%, oltre le 4.800 lire.

## IL COMMENTO

## Un buon segnale per i mercati

SILVANO ANDRIANI

LA DECISIONE della Bundesbank di ridurre il tasso pronto termini è stata seguita in giornata da altre importanti banche centrali europee. Ed è stata interpretata dai mercati come segno della volontà delle banche centrali di proseguire nella tendenza ad un allentamento delle politiche monetarie in corso da circa un anno, e di assecondare così lo sforzo di rigore intrapreso dai principali governi europei nella parte cruciale per la realizzazione del trattato di Maastricht.

Ma perché è così importante la riduzione dei tassi? Non perché si possa pensare che essa provochi di per sé una ripresa degli investimenti e dei consumi, e tantomeno nel breve periodo.

Da questo punto di vista hanno ragione coloro che sostengono che la politica monetaria non è tutto e che essa opera in tempi non brevi.

Ma, nella situazione data, la riduzione dei tassi può avere effetti importanti ed immediati su due versanti. Intanto può ridurre gli interessi passivi sul debito pubblico, contribuendo così al conseguimento di uno dei parametri stabiliti dal trattato di Maastricht e in particolare quello che prevede di portare il deficit pubblico entro il 3% del prodotto interno lordo.

Inoltre, e soprattutto, la riduzione dei tassi influisce immediatamente sul livello dei cambi.

I principali paesi europei, impegnati in politiche di risanamento dei bilanci pubblici che implicano effetti restrittivi sulla domanda interna, puntano tutti, per la crescita della loro economia, sull'aumento delle esportazioni.

Quale che sia la valutazione che si dà sul realismo di questa ipotesi è certo che tutti sanno, a cominciare da quelli che la perseguono, che si può tentare di seguirlo solo a condizione che le monete europee, e quindi il marco, non si rivalutino - e anzi piuttosto si svalutino - rispetto al dollaro. Da questo punto di vista il livello dei tassi è di importanza cruciale.

TANTO PIÙ che la decisione di martedì della Federal Reserve di non aumentare i tassi ufficiali statunitensi esclude la possibilità che un rafforzamento del dollaro possa avvenire per questa via. E poiché la decisione della Federal Reserve dipende non solo dalla mancanza di segnali di ripresa dell'inflazione negli Usa, ma anche e soprattutto dal fatto che è iniziata la campagna presidenziale ed eventuali au-

menti dei tassi non sono prevedibili prima della fine dell'anno.

La decisione della Bundesbank può allentare anche la tensione tra franco e marco che era andata montando negli ultimi giorni, impedendo così una drammaticizzazione dei rapporti tra i governi tedesco e francese.

La situazione economica francese non dà neanche i modesti segnali di miglioramento che negli ultimi tempi sta dando quella tedesca. Il governo francese ha puntato tutto sulla riduzione dei tassi. Lo stesso presidente Chirac è sceso in campo con successive dichiarazioni, che sono state interpretate anche come critica verso la banca centrale di Francia, perché non fa abbastanza, nonostante che essa si sia spinta già oltre la Bundesbank sulla strada della riduzione dei tassi. In questa situazione la pressione speculativa sul franco avrebbe potuto, in mancanza di una decisione della Bundesbank di ridurre i tassi, trasformarsi in un attacco vero e proprio con conseguenze incalcolabili.

Per quanto riguarda l'Italia si può dire che, essendo l'inflazione dall'inizio dell'anno scesa di oltre due punti ed essendo, nello stesso periodo di tempo, il tasso di sconto, stato ridotto soltanto dello 0,75%, il tasso di sconto in termini reali è aumentato di circa un punto e mezzo (e tende a salire ancora visto che l'inflazione continua a ridursi).

Ed il differenziale fra tasso reale italiano e quello tedesco è salito, sempre dall'inizio dell'anno, da circa il 2% a circa il 4%.

Questo significa che per tornare alla situazione di inizio di anno esiste un margine di riduzione di tasso reale di sconto di circa due punti. E questa prospettiva non può essere considerata insensata dal momento che, con l'avvento del nuovo governo, l'inflazione appare decisamente sotto controllo e in via di rapida diminuzione mentre continua lo sforzo di risanamento del bilancio pubblico che può essere notevolmente assecondato proprio da una riduzione dei tassi di interesse.

INFINE la decisione della Bundesbank sarà tanto più importante in quanto possa essere interpretata come espressione di una volontà delle banche centrali che si proietta anche verso il 1997 - di proseguire con politiche monetarie sufficientemente espansive per controbilanciare gli effetti deflazionistici delle politiche di bilancio che i governi sono costretti ad adottare in ottemperanza alle regole stabilite dal trattato di Maastricht.



## IL CASO

La Banca di Francia taglia dello 0,20 i tassi. Il presidente Chirac soddisfatto

## Parigi si aggancia subito al carro tedesco

PARIGI. «Regalo di Natale» l'ha chiamato un commentatore, anche se più correttamente bisognerebbe forse definirlo regalo di dopo-Ferragosto. Gli analisti non si scommettevano. Se non era scontato che la Bundesbank si muovesse per alleggerire ancora i tassi di interesse, meno scontato ancora era che la Banca di Francia le andasse subito dietro. Il franco aveva scricchiolato per tutto agosto.

## Tasso ridotto dello 0,20

Meno rende, meno una moneta attira acquirenti. I custodi della stabilità della valuta francese avrebbero avuto il coraggio di correre il rischio in questo momento? Ieri mattina, prima che arrivassero le notizie da Bonn, sui mercati valutari il franco continuava a calare. Ma si è consolidato ed è risalito non appena si è saputo che anche la Banca di Francia, seguendo immediatamente a ruota la Bundesbank, aveva deciso di abbassare uno dei suoi principali tassi diretti, quello che paga quando ra-

strella denaro dalla circolazione, corrispondente grosso modo al tasso di presa in deposito che era stato abbassato in Germania. Al 3,35%, con un calo di 0,20 punti. Un po' meno di quanto era stato ridotto a Bonn (al 3%, -0,30 punti), ma abbastanza da dare un segnale «forte» e far impennare nel giro di qualche minuto, di quasi il 2%, la Borsa di Parigi, poi attestata su un più modesto +0,80.

L'effetto a cascata dell'ultima decisione della Banca tedesca, che in

l'Europa unita.

I rapporti tra il governatore della Banca centrale Trichet e il Presidente non sono mai stati buoni. Già in campagna elettorale Chirac, al quale si attribuisce la battuta «ho fatto due grosse stupidaggini in vita mia: sopprimere l'autorizzazione amministrativa ai licenziamenti e approvare l'indipendenza della Banca di Francia», si era scagliato contro una politica monetaria troppo restrittiva che soffocava l'economia.

## Chirac e la Banca di Francia

La tensione era arrivata sull'orlo del punto di rottura, quando proprio in occasione della festa nazionale del 14 luglio Chirac aveva picchiato i pugni sul tavolo, una specie di requisitoria contro i tassi di interesse eccessivi, e le banche in generale.

C'era stato, tra i dietrologi, persino chi, nella ricerca di colpevoli da parte del governo al crack del Credit Lyonnais, aveva visto un «avvertimento al rischio», una spada di Damocle sulla testa di Trichet che è inamovibile fi-

no al 1999, quando scadrà il suo mandato. Qualcuno si era chiesto poi se, di fronte alla prospettiva di un autunno di fuoco e di ferro, Chirac non avesse avuto un ripensamento sul «franco forte» e se lo ritenesse valere la candela di una recessione senza sbocco.

Il gesto di ieri getta certo acqua sul fuoco. Svolta nel senso opposto la spirale infernale, il circolo vizioso per cui una ripresa è possibile solo se il denaro costa meno caro, e quindi viene incoraggiato chi ha bisogno di denaro per investire e consumare, ma al tempo stesso si può avere denaro meno caro solo se c'è fiducia nei mercati. E chi investe in una determinata moneta è sicuro che questa non sarà svalutata, dall'inflazione o sul piano dei cambi, più di quanto rende in interessi. Per questo, siccome uno dei criteri della fiducia in una moneta è la sua stabilità, i tassi di interesse salgono spontaneamente, pretendendo una sorta di «premio di rischio» anche indipendentemente dalle decisioni della

banca centrale. E quindi queste tendono a non diminuire i tassi di interesse se una valuta è sotto attacco, ma può anche capitare che più si stringono i cordoni, più i mercati si convincono che la moneta è a rischio.

La boccata d'ossigeno viene dal fatto che ieri, al contrario, si è alleggerito il tasso di interesse e al tempo stesso sembra essersi alleggerita la pressione in giù sul franco.

## «Il ribasso dei tassi non basta»

Ma c'è anche in Francia chi comincia sempre più a dubitare che un ribasso dei tassi di interesse possa essere da solo il toccasana. Osservano che cali ci sono già stati, ma il fatto di indebitarsi a meno non basta a convincere gli imprenditori a investire, né la gente a spendere. E se non si investe e non si consuma, non c'è crescita; e se non c'è crescita diminuiscono anche le entrate dello Stato e aumenta il deficit; e se aumenta il deficit vuol dire nuove «stangate» al contribuente e alla crescita.

A luglio aveva fatto sensazione che proprio il padre della «politica di rigore di sinistra» in Francia, Jacques Delors, lanciasse un allarme spiegando che il ribasso dei tassi di interesse non basta se non si fa qualcosa per rilanciare i consumi, in altre parole i salari. Altri, nell'opinione di sinistra non sospetta di estremismo, come Jean Francois Khan, mettono ora l'accento sul fatto che «a inquietare i mercati non è più il lassismo monetario ma al contrario, i segni sempre più tangibili di asfissia».

Persino nella maggioranza di governo c'è chi pensa, per il dopo-Juppé, ad un tandem Seguin-Madelin che potrebbe privilegiare una forte politica di rilancio anziché una difesa ad oltranza del franco. Ricordando, più o meno a mezza voce, che la svalutazione della lira non è stata un disastro in sé per l'economia italiana e che l'economia Usa va a gonfie vele malgrado, anzi grazie al fatto che da dieci anni il dollaro scende rispetto a yen e marco.