

Germania: quel surplus di bilancio che non piace a nessuno

di **Marcello Minenna, Direttore dell'Agazia delle Dogane e dei Monopoli**
Il Sole 24 Ore, 28 maggio 2019

Dalla lettura dei dati più recenti rilasciati dall'istituto di statistica tedesco, emerge come nel 2018 la Germania abbia centrato 2 risultati notevoli: un surplus di bilancio da parte del governo dell'1,7% del PIL (58 miliardi di €, il più alto degli ultimi 30 anni) ed un surplus delle partite correnti pari al 7,3%, di poco inferiore ai massimi del 2016. Questi surplus gemelli rendono la macchina industriale/finanziaria tedesca il più grande esportatore di merci e capitali al mondo, in un momento in cui anche l'export cinese sta subendo un rallentamento evidente per via delle tensioni commerciali con gli USA.

Complice anche il clima politico in Europa, sembra che a nessuno piaccia la permanente austerità tedesca. Alle fondate critiche del Fondo Monetario Internazionale (FMI), che nell'ultimo report auspica un reimpiego del surplus di bilancio tedesco in un programma esteso di investimenti pubblici, si sono aggiunte le critiche della Commissione Europea per il tramite del Commissario uscente agli Affari Finanziari Moscovici, del ministro delle Finanze olandese e financo del Presidente della Bundesbank Weidmann. Tutti appaiono all'assalto del "tesoretto" di bilancio tedesco, che al momento pare resistere egregiamente, grazie anche all'impalcatura normativa blindata dall'ex-ministro Schäuble che impone il pareggio di bilancio a livello costituzionale (il famigerato "Schwarze Null").

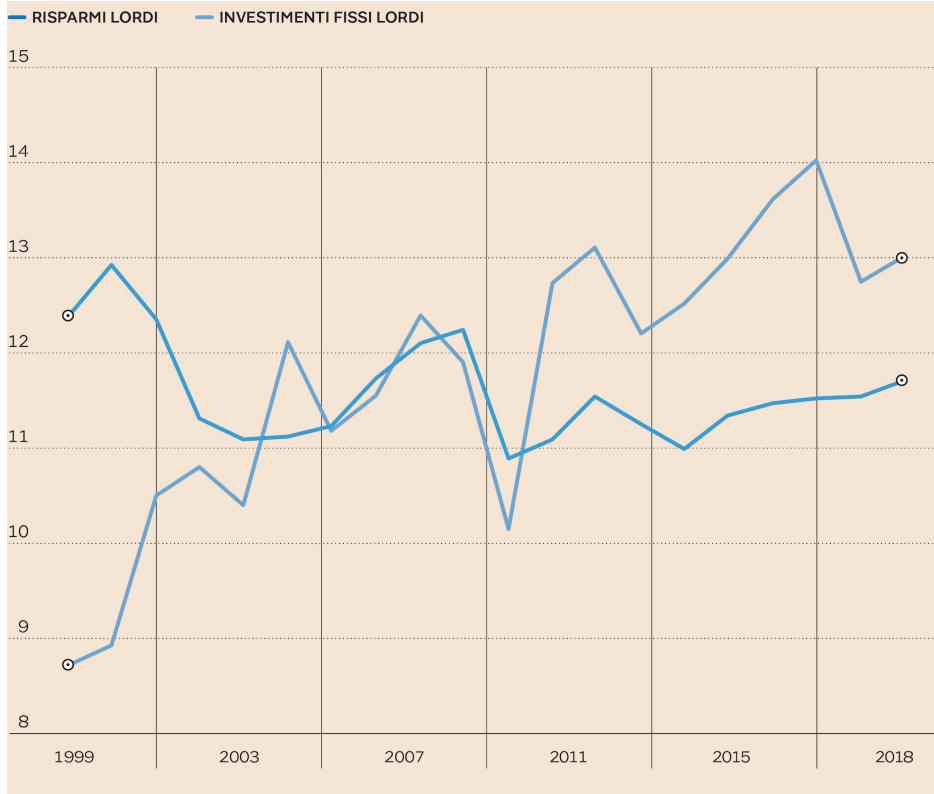
Inoltre la struttura decentrata del bilancio federale tedesco costringe il governo e gli enti locali a perseguire i propri obiettivi di rigore in maniera indipendente e questo favorisce un raggiungimento complessivo di risparmi costantemente superiore alle attese.

Nonostante bassi livelli di disoccupazione e anni di continua espansione economica alimentati dall'export, in Germania i surplus gemelli hanno avuto importanti conseguenze negative: come accade nei casi di eccessivo risparmio, a farne le spese è stata in primis la spesa per investimenti, sia pubblica che privata.

Dopo il rialzo improvviso degli anni '90 connesso con lo sforzo di riunificazione, gli investimenti in rapporto al prodotto interno lordo sono stati in tendenziale ristagno (vedi Figura 1), mentre è cresciuto molto velocemente il risparmio.

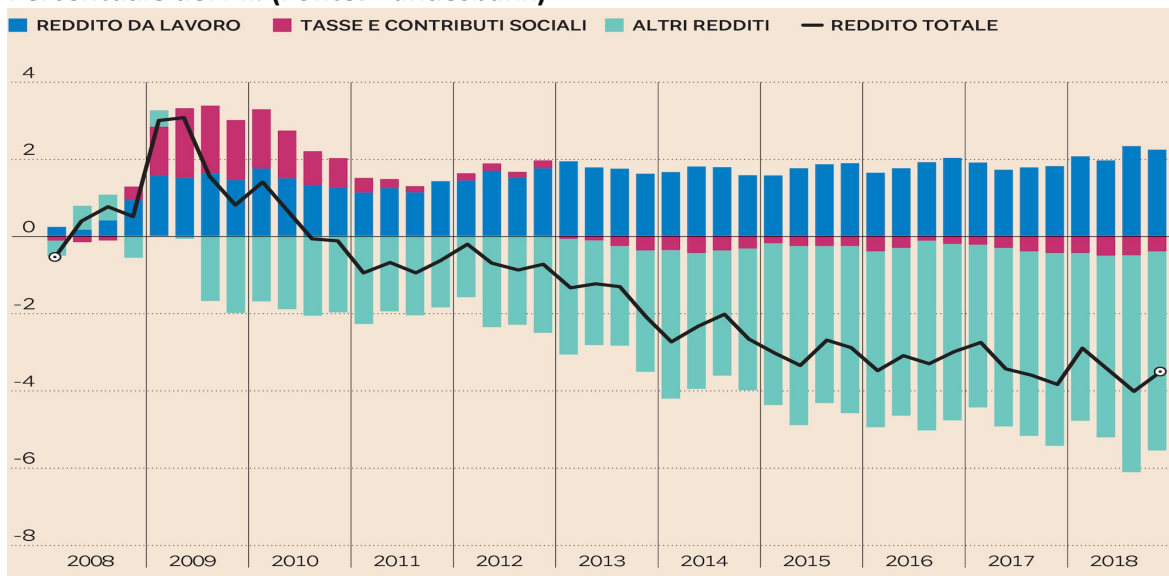
Soprattutto dal lato delle infrastrutture (anche digitali), la Germania vive di investimenti passati e non spende abbastanza per garantire un'adeguata manutenzione e rimpiazzo. Le imprese tedesche, come osservato da Weidmann, nonostante i profitti in crescita investono in misura ridotta e restituiscono meno dividendi (nel 2018 – 5 punti di PIL in dividendi rispetto al 2007); il risultato è una crescita della liquidità infruttifera depositata nel sistema bancario.

Risparmi e investimenti fissi lordi del settore privato non finanziario. (Fonte: Eurostat)



Anche dal lato del reddito disponibile delle famiglie, si osservano impatti evidenti (cfr. Figura 2). Dal 2008, il reddito disponibile – anche se cresciuto in termini nominali – si è ridotto costantemente rispetto al PIL, per via di una discesa dei redditi da capitale ed interesse di oltre 5 punti di PIL (barre verdi). Un contributo negativo anche se secondario è attribuibile ad una maggiore pressione fiscale (barre rosse - le entrate ora sfiorano il 40% del PIL, in aumento dal 35% del 2008). Dato che mediamente l'80% del reddito disponibile delle famiglie viene consumato in Germania e che questa percentuale è rimasta costante nel periodo di analisi, la compressione del reddito disponibile si è riflessa in una riduzione dei consumi privati rispetto al PIL dal 56% del 2011 al 51% del 2018.

Variazione cumulata del reddito disponibile delle famiglie tedesche. Decomposizione per fonte. Percentuale del Pil. (Fonte: Bundesbank)



Non c'è dubbio che l'influenza della Germania sull'economia dell'Eurozona e la rete commerciale globale rende questi trend significativi e non ignorabili ancora lungo dalla classe politica tedesca, sempre tentata dall'arrocco in isolamento sui meriti della virtù fiscale. Ad onore del vero, negli ultimi 2 anni si intravedono timidi segnali di cambiamento: le somme destinate ad investimenti pubblici sono state incrementate (150 miliardi da spendere nei prossimi 4 anni) mentre già nel 2019 uno stimolo fiscale pari allo 0,4% del PIL dovrebbe arrivare all'economia reale attraverso una rimodulazione della tassazione e dei contributi sociali.

Sul tema, anche i liberisti più convinti come Weidmann o il direttore dell'istituto di ricerca IFO Clemens Fuest vedrebbero con favore un taglio delle tasse in misura tale da riallineare in pareggio il bilancio. Secondo Fuest, un taglio della corporate tax di 5 punti percentuali dal 30% al 25% favorirebbe una crescita degli investimenti del 14% mentre l'abolizione della tassa di solidarietà varata per coprire i costi di riunificazione – che colpisce maggiormente i redditi elevati – rilancerebbe in grande stile i consumi. Nota di colore, il FMI invece consiglierebbe di ridurre il carico fiscale per i redditi più bassi e le categorie svantaggiate.

Sembra dunque che il salvadanaio tedesco verrà rotto in parte, anche se non nella misura che il resto del mondo si attende. L'impatto della manovra espansiva inciderà sul rapporto debito/PIL per poco più di 1 punto, una misura contenuta se comparata con l'entità della manovra varata in tutta fretta da Macron in Francia a seguito dei disordini sociali di fine 2018, che porterà il deficit per il 2019 almeno al 3,4% del PIL.

C'è il rischio concreto di sopravvalutare l'impatto dell'espansione fiscale tedesca in termini di stimolo per l'economia europea e di riequilibrio del surplus commerciale. Nel 2017 ci fu una simile pressione sul governo tedesco per favorire la crescita dei salari al fine di stimolare l'inflazione europea verso l'obiettivo del 2%. Grazie al rinnovo generalizzato degli accordi contrattuali, i salari hanno ricominciato a crescere a ritmo sostenuto (circa il 3% annuo), ma l'auspicata spinta sull'inflazione dell'area Euro si è dimostrata effimera.

Inoltre la ripresa degli investimenti in Germania non è una panacea che possa eliminare gli squilibri strutturali dell'area Euro. Sempre secondo il report FMI, il tasso di cambio reale effettivo (Real Effective Exchange Rate - REER) in Germania continua ad essere sottovalutato in un intervallo tra il 10 ed il 20% rispetto al suo valore teorico di equilibrio; in altri termini se esistesse ancora il marco tedesco, esso sarebbe una valuta molto più forte che renderebbe le esportazioni tedesche meno convenienti e favorirebbe le importazioni, riportando naturalmente in equilibrio la bilancia commerciale. L'Euro insomma resta un sussidio implicito formidabile all'industria manifatturiera tedesca e dirige lo sviluppo tedesco verso un modello export-oriented.

I tassi di interesse negativi indotti dallo stato di safe haven (o bene rifugio) dei titoli governativi tedeschi accentuano il gap di competitività con il resto dei Paesi dell'area Euro, favorendo il finanziamento a costi nulli dell'industria tedesca. L'effetto combinato del cambio sottovalutato e dei tassi negativi sulla competitività relativa dei membri dell'eurozona è riassumibile in un nuovo indicatore – che ho chiamato Tasso di Cambio Finanziario Effettivo Reale (F-REER) – che corregge il tasso reale effettivo includendo dell'effetto degli spread. Considerando anche l'effetto spread insomma, lo squilibrio registrato dal REER per l'economia tedesca diventa ben più elevato.

I tassi sui Bund così bassi hanno un ulteriore, pericoloso effetto sull'economia tedesca: in presenza di inflazione positiva determinano dei tassi di interesse reali profondamente negativi, favorendo lo sviluppo di bolle immobiliari. Infatti il valore degli immobili è al riparo dall'inflazione ed i rendimenti

sono slegati dai tassi di interesse prevalenti; anzi, tassi di interesse bassi favoriscono l'indebitamento e l'acquisto di immobili, accrescendone il valore nel tempo. Dal 2008 i prezzi del settore immobiliare crescono ad un tasso più alto del reddito disponibile ed in alcune città (tra cui Berlino) la crescita ha accelerato negli ultimi anni.

In definitiva, la Germania può allentare i cordoni della borsa a beneficio dei propri cittadini e del resto del mondo; tuttavia sarebbe opportuno che ai livelli più alti delle istituzioni si desse la stessa attenzione a temi ben più determinanti per il futuro dell'area Euro.

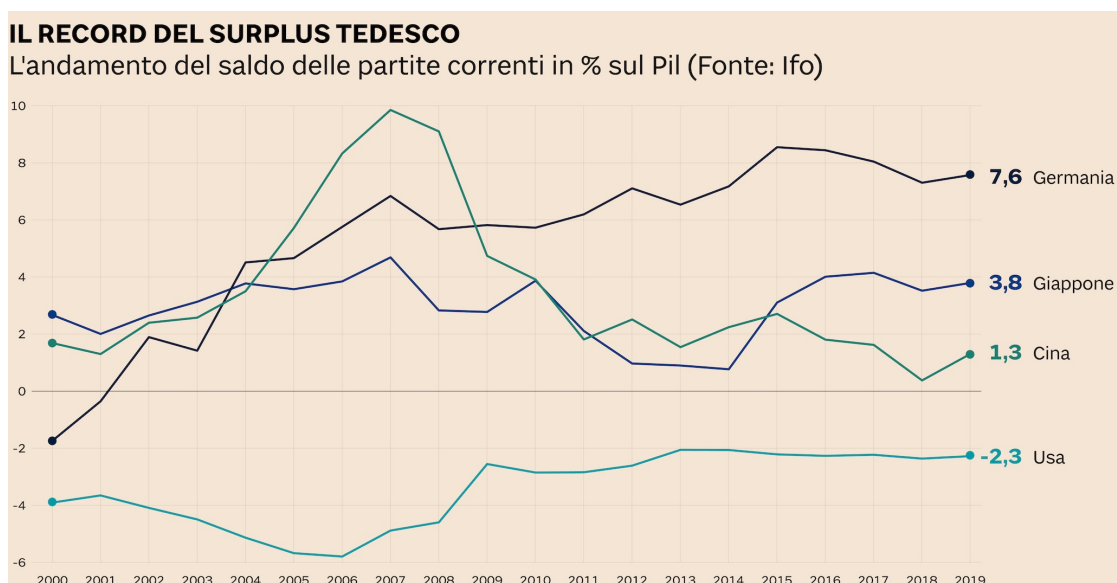
Nell'anno dei dazi il surplus della Germania batte tutti

di Vito Lops, Il Sole 24 Ore, 4 febbraio 2020

Nel 2019 la Germania ha sperimentato un trimestre (il secondo) in recessione sfiorando di capitombolare anche nel terzo (a quel punto si sarebbe trattato di recessione tecnica). E ha sperimentato gli effetti collaterali delle tensioni tra Usa e Cina sul fronte dazi (che hanno creato non poche difficoltà ai titoli dell'auto tedesca, fortemente esposti in Cina). Ma nonostante questo la Germania ha registrato per il quarto anno di fila il più grande surplus mondiale in termini nominali, con un saldo positivo delle partite correnti (flusso di beni, servizi e investimenti) pari a 293 miliardi di dollari (circa 262 miliardi di euro). I dati – comunicati in anteprima da Reuters sulla base dei calcoli dell'istituto di statistiche tedesco Ifo – vedono al secondo posto il Giappone (con un saldo positivo di 194 miliardi) e al terzo la Cina (183 miliardi).

La classifica in rapporto al Pil

Se in termini assoluti la Germania guida questa classifica da quattro anni, in rapporto al Pil il primato ha una vita ancora più lunga. Come evidenzia il grafico è dal 2009 che la Germania ha superato la Cina. Allo stesso tempo non va dimenticato che a partire dal 2011 il saldo delle partite correnti tedesco è superiore al 6% del prodotto interno lordo. Da allora non è mai sceso sotto questa soglia. Tra il 2015 e il 2017 si è attestato sopra l'8% per confermarsi lo scorso anno in area 7,6%.



Secondo Christian Grimme, economista dell'Ifo, al risultato – in crescita rispetto al 7,3% del 2018 – hanno contribuito «le maggiori esportazioni verso gli Stati Uniti a causa del deprezzamento dell'euro e il brusco aumento nella seconda metà dell'anno delle esportazioni verso il Regno Unito». Al contrario il calo del Pil tedesco nel secondo trimestre spiega la «forte riduzione delle importazioni di beni intermedi».

Le regole europee

Va tenuto conto che l'Unione europea a partire dal 2011 ha introdotto la *Macroeconomic imbalance procedure* (Mip), un griglia di 28 indicatori a cui i Paesi dovrebbero attenersi tanto per far quadrare meglio i conti interni, tanto nel rispetto degli altri Paesi che appartengono alla stessa area economica. Tra questi rientrano anche delle soglie sul saldo delle partite correnti (*current account balance*): stando alla Mip un Paese Ue non dovrebbe avere un saldo superiore al 6% del Pil nella media a tre anni. Vale anche l'opposto, ovvero per quei Paesi che si indebitano troppo con l'estero (sostanzialmente importano molto più di quanto esportano). La soglia massima di deficit in questo caso è fissata al 4% (sempre nella media a tre anni).

Le critiche alla “locomotiva” tedesca

Il Fondo monetario internazionale – istituito nel 1945 con, tra gli obiettivi statuari, quello di impedire che si creino squilibri commerciali nel mondo considerando che, per quanto grande, il pianeta resta un'economia chiusa – e la Commissione europea hanno sollecitato per anni la Germania, la più grande economia europea, a fare di più per sollevare la domanda interna e le importazioni come un modo per ridurre gli squilibri economici globali e stimolare la crescita altrove. Dalla sua elezione, anche il presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha più volte criticato la forza delle esportazioni tedesche.

A questi livelli di surplus, e peraltro così reiterato, continuare a definire l'economia tedesca una “locomotiva” rischia di essere profondamente inesatto. È vero che un'economia forte è in grado di creare e – *trainare*, quello che appunto fanno le locomotive – un certo indotto e quindi le economie satelliti. Ma considerando i dati in tutta la loro ampiezza e nella spietata logica dell'algebra, un Paese che ogni anno esporta (ovvero assorbe ricchezza da altri che si indebitano acquistando i suoi prodotti e servizi) molto più di quanto importi (ovvero restituisca ricchezza agli altri indebitandosi attraverso l'acquisto dei loro beni e servizi) nel gioco a somma zero del saldo delle partite correnti globale si profila all'opposto della funzione che dovrebbe svolgere una locomotiva. Perché tecnicamente sottrae più ricchezza di quanta difatti ne elargisce.

Seguendo questa logica la vera locomotiva del pianeta sono gli Stati Uniti che hanno chiuso l'ennesimo anno (il 2019) in deficit delle partite correnti: 490 miliardi di dollari, ovvero il 2,9% del Pil. Seguiti da Regno Unito (117 miliardi, il 4,2% del Pil) e Brasile (51 miliardi che rappresentano il 2,9% del reddito verdeoro).