

gli STATIGENERALI



12 gennaio 2017

Se le ultime stime relative al mese di dicembre 2016 verranno confermate ufficialmente, il surplus commerciale tedesco per l'anno appena passato raggiungerà il valore stratosferico del 9,2% del PIL, circa 255 miliardi di € (cfr. Figura 1).

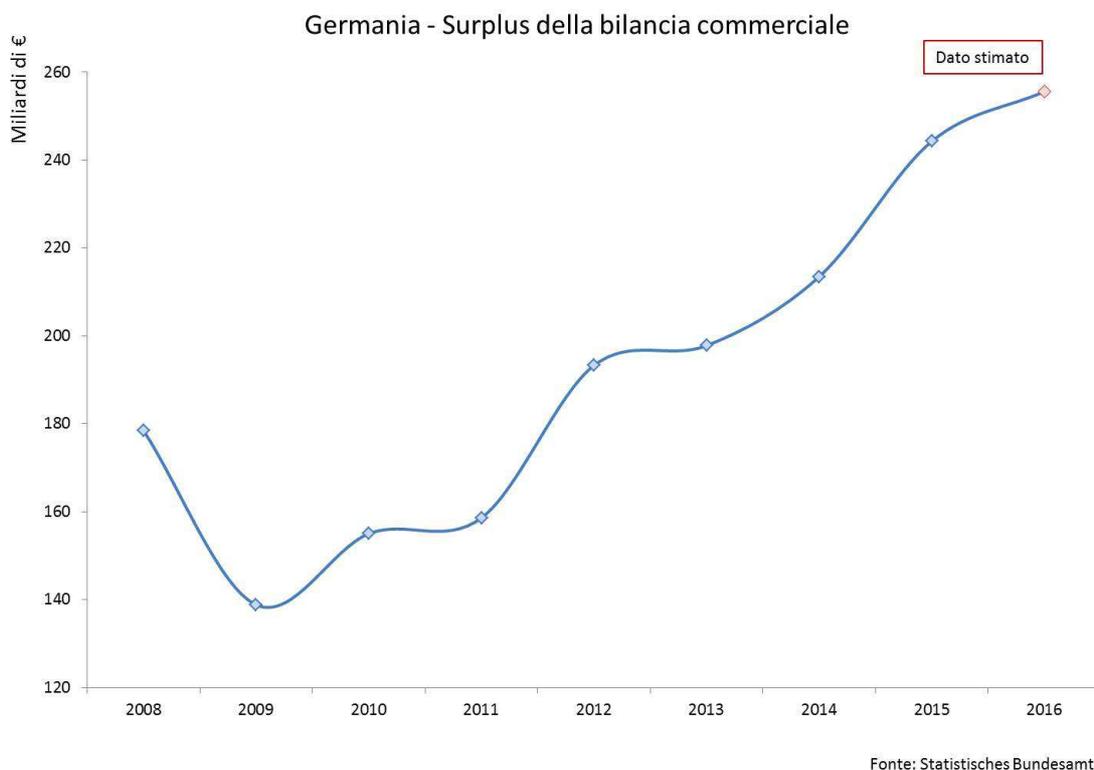


Figura 1

Si tratta del valore più alto del mondo, superiore a quello della Cina. E soprattutto si tratta del surplus più elevato di

sempre nonostante 3 anni in fortissima crescita (dal 6% del PIL nel 2011, circa 160 miliardi, all' 8,8% del 2015 per un controvalore di oltre 240 miliardi).

La Germania dunque da oltre 16 anni continua ad esportare più di quanto importa, accumulando crediti finanziari nei confronti dell'Europa e del resto del mondo; in pratica da quando è nata l'Unione monetaria nel 1999. E non si tratta certo di una coincidenza.

Negli ultimi mesi si sono rinfocolate vecchie polemiche: per i tedeschi il successo nel commercio internazionale è un indice di alta competitività dell'industria nei settori più avanzati ed un chiaro segnale di una popolazione che invecchia e che tende a risparmiare di più e consumare meno. Lo ha ribadito il Presidente della Bundesbank Weidmann solo qualche giorno fa, rintuzzando le accuse di economisti che ritengono questi squilibri persistenti nei flussi commerciali un danno per la struttura stessa dell'Unione monetaria e per la crescita futura. Secondo queste scuole di pensiero che rappresentano la visione largamente dominante, la Germania dovrebbe consumare ed investire ciò che incassa dal commercio estero per favorire la crescita di tutta l'economia europea e dell'inflazione oggi, non in un indeterminato futuro. D'altra parte Weidmann ha ribattuto che i consumi tedeschi sono in decisa crescita (+1,2% nel 2016) anche per via della gestione della questione migranti, il PIL è in accelerazione (+1,9% per il 2016 superiore alle attese degli operatori di un buon +0,1%) e l'inflazione tedesca (+1,7%, cfr. Figura 2) è già la più alta d'Europa e vicina agli obiettivi di lungo termine della Banca Centrale Europea. Questo non ha minimamente fermato il boom dell'export.

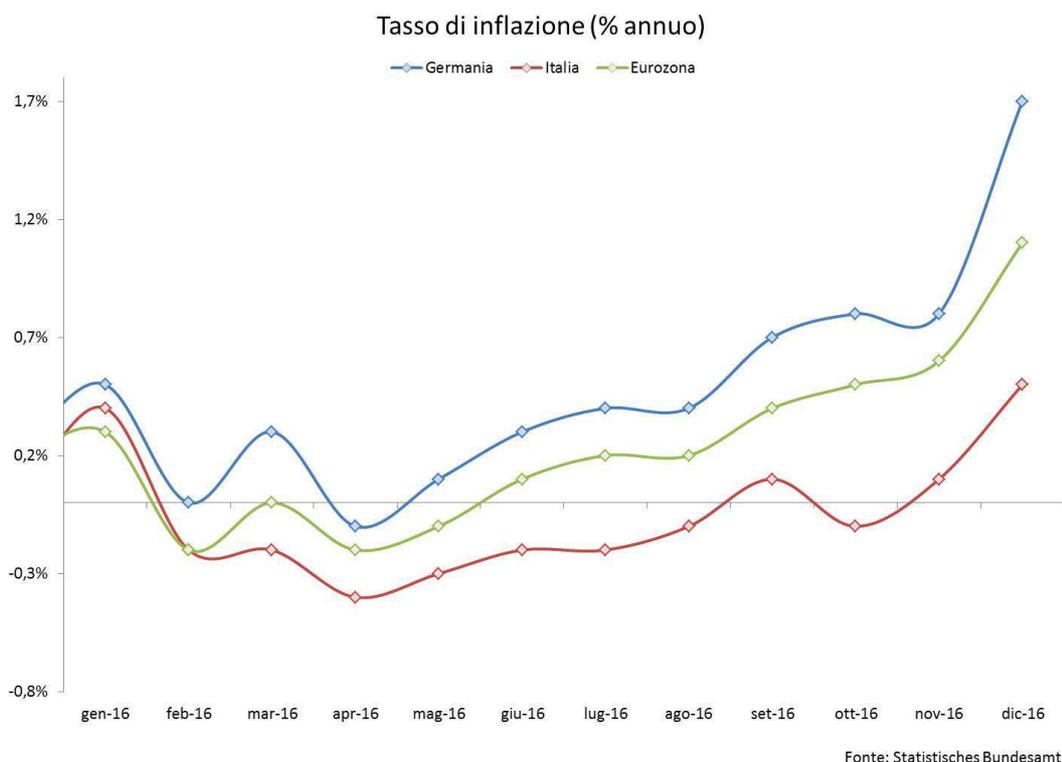


Figura 2

Per carità, entrambe le posizioni si basano su dati oggettivi ma evitano accuratamente l'elefante nella stanza, cioè il fattore fondamentale che determina il surplus commerciale tedesco: l'Euro.

Eppure si tratta di un fatto empiricamente incontestato. Rispetto al vecchio marco tedesco l'Euro nasce infatti come una moneta debole, e non poteva essere altrimenti dato che ha "inglobato" tutte le altre divise, come la Lira italiana o la Peseta spagnola, molto più deboli. Pertanto la moneta unica ha offerto un vantaggio strutturale alle esportazioni tedesche, che la grande industria ha sfruttato molto bene per espandersi sui mercati degli altri Paesi europei negli primi anni dell'Unione monetaria fino alla crisi finanziaria del 2008. Tra il 1999 ed il 2008 il surplus commerciale tedesco verso la Spagna è triplicato da 8 a 24 miliardi, quello verso la Francia è raddoppiato da 15 a 30 miliardi mentre nei confronti dell'Italia l'industria teutonica è passata da appena 5 a quasi 19 miliardi di maggiori esportazioni (Figura 3).

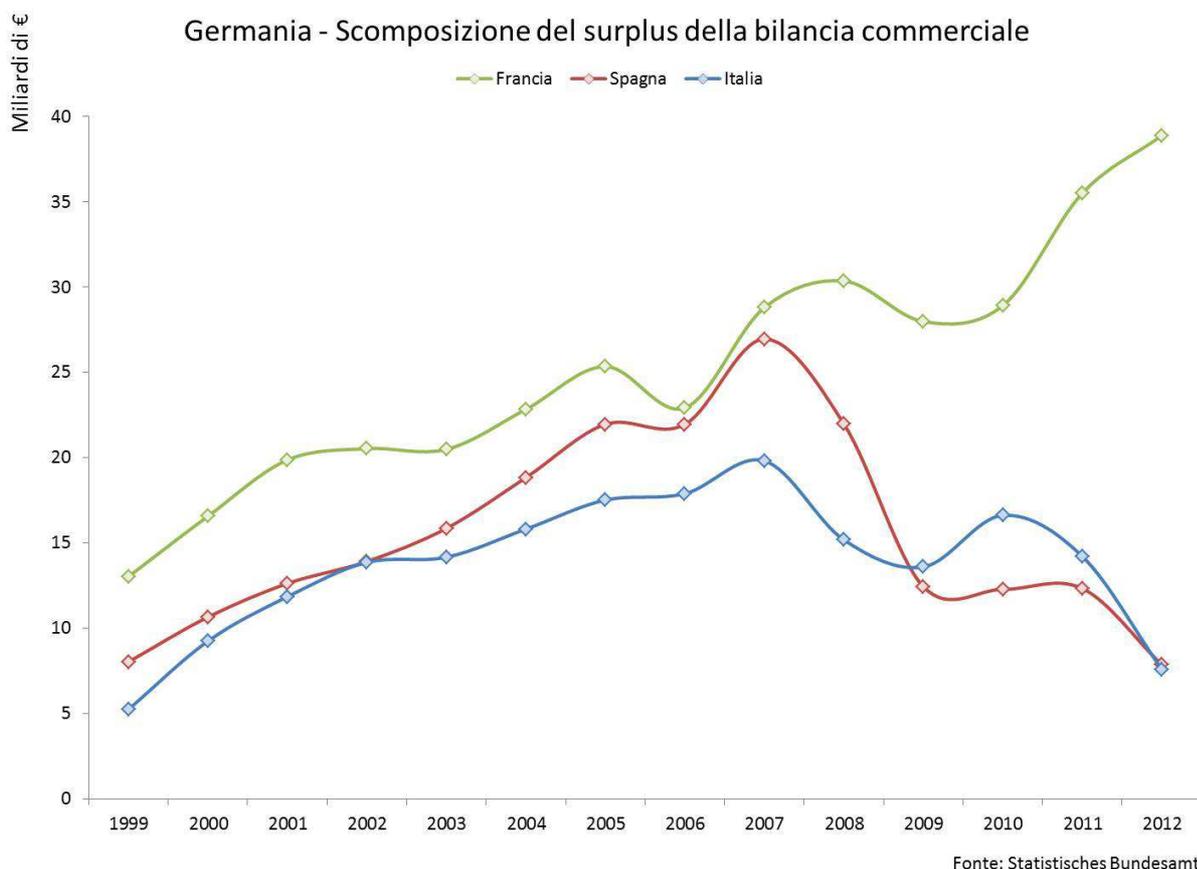
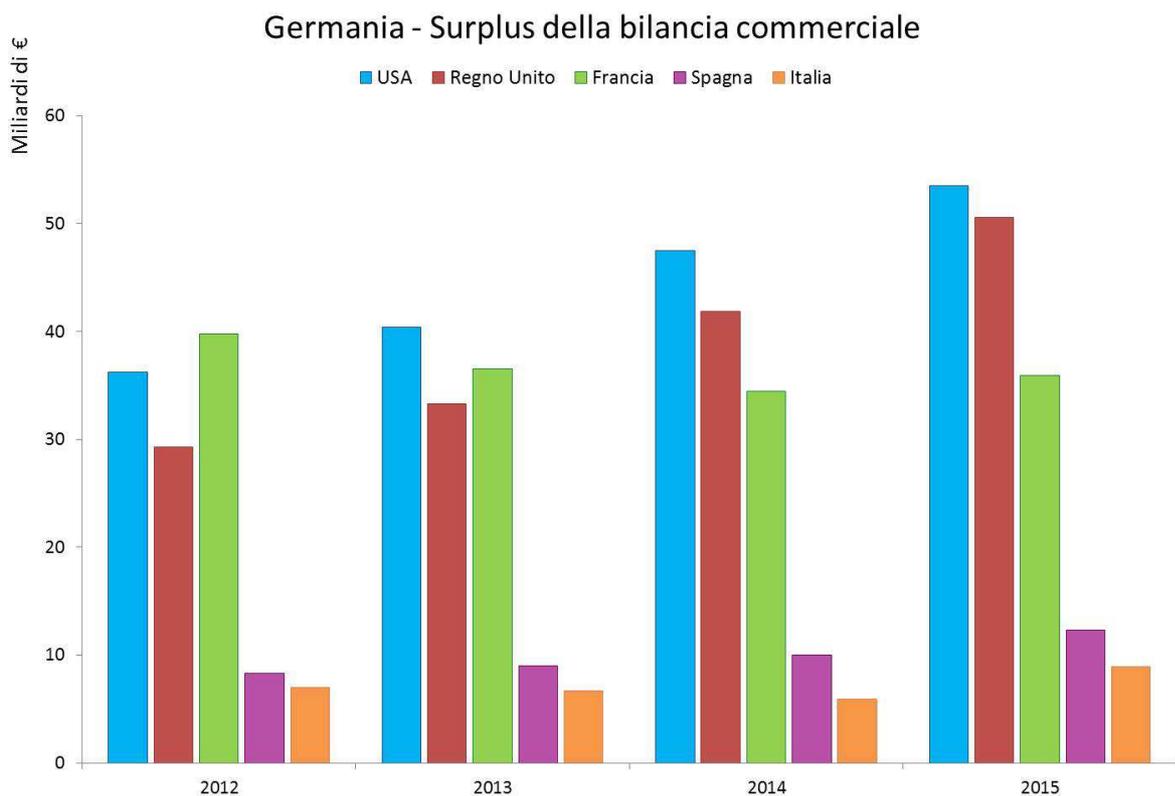


Figura 3

La crescita delle importazioni era finanziata da credito "facile" a basso costo erogato dalle banche tedesche; si tratta del noto meccanismo del c.d. "*vendor financing*", che si è interrotto bruscamente con la crisi internazionale e quella del debito sovrano italiano del 2011. Dal 2008 le banche tedesche hanno iniziato un processo di "recupero" dei crediti concessi, riducendo allo stesso tempo

l'erogazione di nuovo credito commerciale. Ovviamente il congelamento dei finanziamenti unitamente al collasso delle importazioni dalla Germania non ha riguardato tutta l'Europa ma esclusivamente il blocco periferico. Dalla Figura 3 emerge in maniera netta come l'export verso la Spagna e l'Italia sia declinato rapidamente ai livelli del 1999 in soli 4 anni. Nel frattempo, il surplus verso la Francia è stato colpito solo marginalmente dalla crisi finanziaria del 2008 ed ha proseguito nel suo percorso di crescita a ritmi sostanzialmente inalterati fino al 2012.

Di conseguenza, è facile osservare come il collasso dei consumi nei Paesi Periferici abbia rallentato l'ascesa dell'export tedesco ma non fermato. Progressivamente dal 2012 la macchina manifatturiera della Germania ha mutato direzione verso i mercati extra-Euro: Cina, Stati Uniti e Regno Unito, mentre è declinato il peso della Francia, storicamente primo partner commerciale dei tedeschi. È diventato marginale l'interscambio con Italia e Spagna, alle cui imprese è stato chiesto più che altro di proseguire nella manovra di rientro dai debiti pregressi (cfr. Figura 4).



Fonte: Statistisches Bundesamt

Figura 4

I dati in Figura 4 sono inequivocabili. Dal 2013 gli USA sono diventati il partner con cui la Germania riesce a produrre i surplus commerciali più elevati. I tassi di crescita delle esportazioni sono costantemente a doppia cifra e con l'attuale rafforzamento del Dollaro a fine 2016 connesso con l'avvio della presidenza Trump

è ragionevole immaginare un'ulteriore accelerazione delle esportazioni. Anche la dinamica del surplus con il Regno Unito ha subito notevoli modifiche: nonostante sia minore in valore assoluto rispetto a quello verso gli USA, i tassi di crescita sono di molto superiori nonché il peso delle importazioni dalla Germania rispetto al PIL britannico. Ad una scala di grandezza inferiore, anche il commercio verso la Cina ed i Paesi del *Far East* asiatico ha sperimentato un'espansione notevole, sebbene i tassi di incremento si siano ridotti dopo il disancoramento dello Yuan dal Dollaro del luglio 2015 e la successione svalutazione della divisa cinese. Come si spiega questa rimodulazione strutturale dell'export tedesco?

Presto detto: l'espansione extra-EU è stata agevolata con un "piccolo" aiuto della BCE. Nel 2014, la svalutazione dell'Euro pianificata a tavolino da Draghi con il *Quantitative Easing* ha dato ulteriore gas alla macchina manifatturiera teutonica, accrescendo il surplus di quasi il 30%. Certo l'espansione monetaria ed i tassi di interesse a zero non sono piaciuti ai risparmiatori tedeschi, ma i risultati positivi del QE sulla manifattura non si sono fatti mica attendere: nel 2015 il Regno Unito garantiva oramai il 20,7% del surplus commerciale e gli USA il 22% (erano rispettivamente il 15% e il 18% nel 2012, cfr. Figura 5). Non male per un programma che secondo la *Bundesbank* doveva essere esclusivamente a favore dei Paesi Periferici! In contemporanea, il peso dei Paesi core strettamente ancorati all'economia tedesca si è ridotto notevolmente: il peso della Francia è sceso dal 21 al 14% mentre quello dell'Austria dall'11 all'8%.

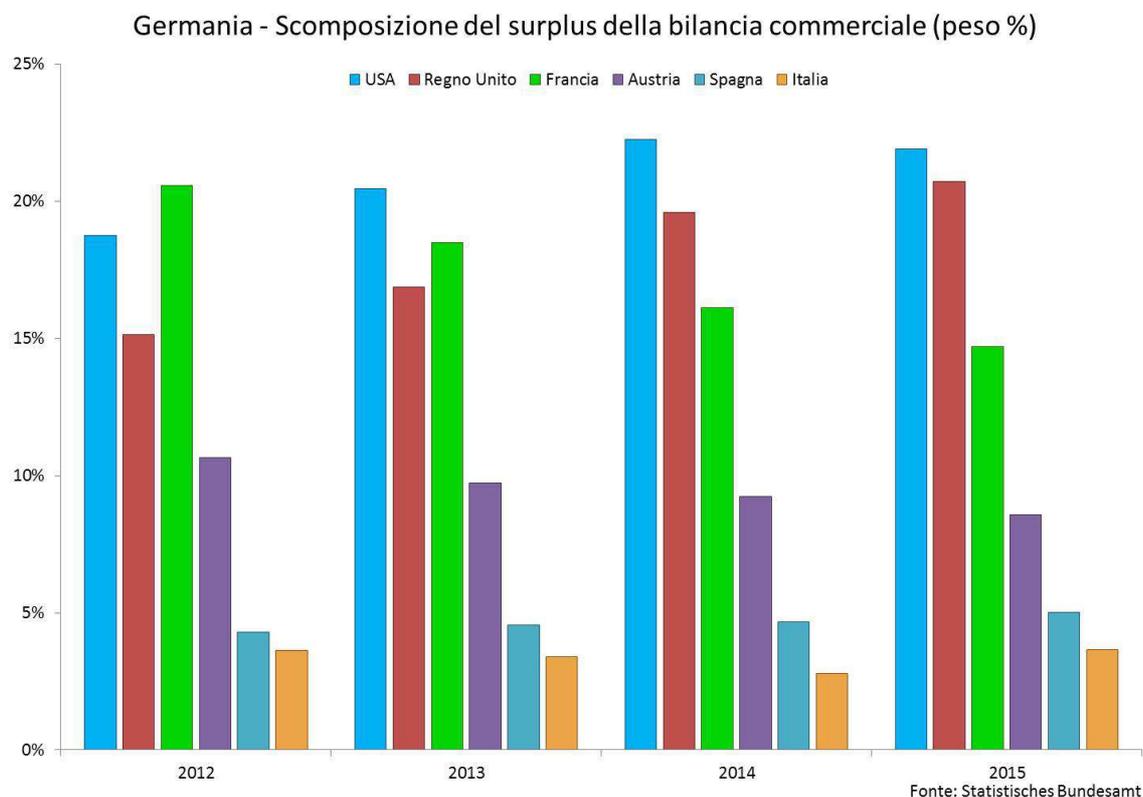


Figura 5

Le più recenti ricerche del Fondo Monetario Internazionale stimano che per l'economia tedesca l'Euro sia da considerare sottovalutato di circa il 20% rispetto al valore di equilibrio teorico. In altre parole, per riportare i conti tedeschi con l'estero in parità l'Euro dovrebbe rivalutarsi almeno di questa entità. Non giriamoci intorno: le soluzioni politicamente più "comode" da chiedere (e che puntualmente vengono riproposte come una panacea) che non danneggiano gli interessi di nessun altro Paese, cioè spingere su consumi ed investimenti, difficilmente sarebbero sufficienti come l'esperienza del 2016 insegna.

Ovviamente, è solo interrompendo il *Quantitative Easing* che si potrebbero ottenere movimenti significativi del cambio al rialzo, al costo di una forte risalita dei tassi di interesse che sarebbe oltremodo nociva per i Paesi ad alto debito come l'Italia. Fortunatamente per noi, non dovrebbe accadere nei prossimi mesi, anche se oramai il QE è stata impressa una data di scadenza che verosimilmente corrisponderà alla fine del 2017 o ai primi mesi del 2018. Insomma, è abbastanza semplice prevedere che nel breve termine il surplus commerciale tedesco continuerà a crescere e le banche tedesche continueranno ad accumulare crediti (ed influenza) verso l'Europa ed il resto del mondo, nonostante i loro non trascurabili problemi di bilancio.