

TASSI E MONETA UNICA**LA GERMANIA
E QUELLA
FRASE
DI TRICHET**di **Marcello Minenna**

Un terzo del debito pubblico della Germania mostra rendimenti negativi: per investire in titoli di Stato tedeschi (Bund) si deve quindi pagare un tasso d'interesse anziché riceverlo. Un'anomalia connessa all'assenza di condivisione dei rischi (risk-sharing) nell'Eurozona: il Bund diviene infatti non solo bene rifugio ma anche l'unico titolo privo di rischio (risk-free) insufficiente per le esigenze del sistema finanziario dell'intera Unione monetaria. Non solo. Attraverso i tassi negativi il

mercato quota anche l'ipotesi di rottura dell'euro e conseguente rimborso del Bund in nuovi marchi con un valore superiore all'euro.

In questo fragile contesto si sono inseriti gli stimoli monetari varati dalla Bce che hanno aumentato ulteriormente la domanda di Bund, contribuendo ad abbassarne i rendimenti e che, con tutta probabilità, continueranno a farlo anche nel prossimo futuro. Grazie ai tassi negativi il debito pubblico tedesco si riduce da solo e la manifattura può finanziare la produzione a condizioni migliori dei suoi concorrenti – specie se della stessa

area valutaria – permettendo al Paese di portare avanti con successo il proprio modello di crescita export-driven.

—*Continua a pagina 8***TASSI E MONETA UNICA****LA GERMANIA E QUELLA FRASE DI TRICHET**di **Marcello Minenna**—*Continua da pagina 1*

Questo status finanziario privilegiato ha permesso alla Germania di approntare nel tempo un enorme apparato produttivo che oggi appare però sovradimensionato a fronte dell'indebolimento della domanda globale, come confermano il calo degli ordini all'industria, l'accumulazione delle scorte e il crollo del più importante indice dello stato di salute della manifattura (Markit Pmi), oggi al minimo degli ultimi sette anni.

Attualmente il principale sostegno alla produzione viene dagli investimenti in costruzioni, ma – complici i tassi negativi che rendono conveniente il ricorso all'indebitamento – il rischio di

una bolla immobiliare è dietro l'angolo: tra il 2010 e il 2018 in Germania i prezzi dell'edilizia residenziale sono aumentati del 25% in termini reali. La connessione tra i due fenomeni si apprezza confrontando i rendimenti impliciti sui Bund a 2 anni con i prezzi delle case esistenti.

I tassi negativi e l'abbondanza di liquidità sostengono anche i corsi delle azioni tedesche: negli ultimi cinque anni l'indice Dax della Borsa è aumentato del 30 per cento. Di converso viene compromessa la profittabilità di



banche, fondi pensione e assicurazioni. Problemi analoghi si pongono per il sistema pensionistico e sanitario pubblico e, più in generale, per una larga parte delle prestazioni future a carico dello Stato (il così detto "debito implicito") la cui sostenibilità prospettica dipende dalla capacità di accrescere o almeno preservare il capitale iniziale.

In conclusione: i tassi negativi a oltranza potrebbero diventare un problema per la Germania. Fortunatamente sono ipotizzabili dei rimedi. Il Governo tedesco dovrebbe avviare politiche fiscali di stimolo alla domanda interna, a partire dal rilancio degli investimenti pubblici. A livello europeo si potrebbero rivedere le regole d'ingaggio del Quantitative Easing,

concentrando gli acquisti sui titoli dei Paesi più indebitati e raffreddando la domanda di Bund.

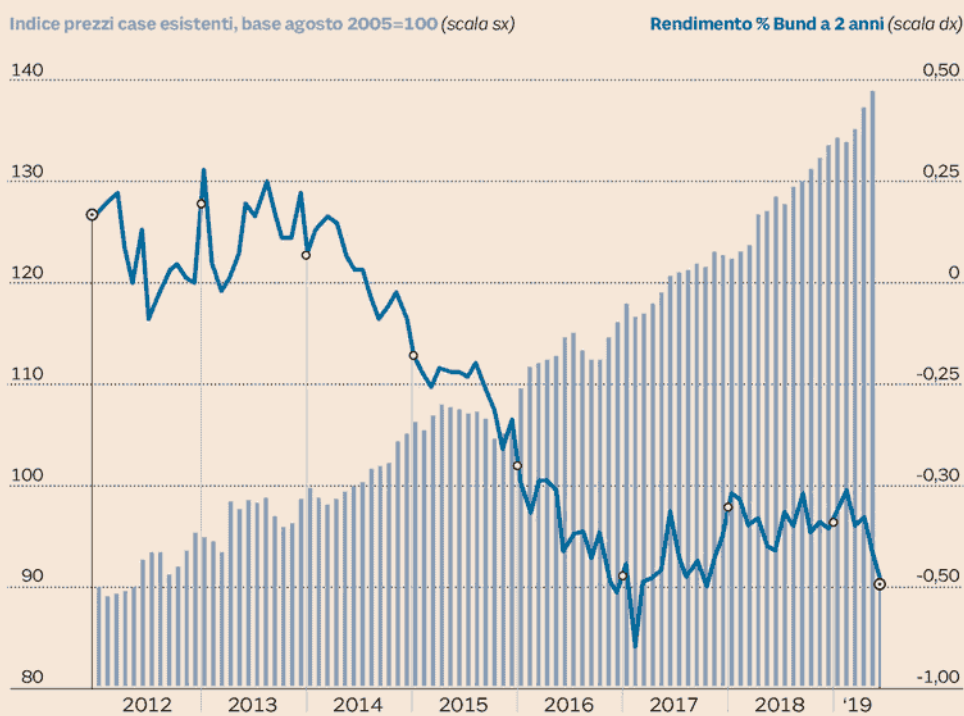
Una misura simile rappresenterebbe inoltre una prima forma implicita di risk-sharing dato che le Banche centrali nazionali potrebbero comprare una quantità di debito pubblico del proprio Stato superiore a quella consentita dai limiti di rischio attualmente in essere. Si riavvierebbe così una politica economica di condivisione dei rischi ed i mercati – come avvenne con la nascita dell'euro – opererebbero di conseguenza, favorendo il riallineamento delle curve dei rendimenti dei vari Paesi della nostra area valutaria, eliminando così lo spread e ripristinando il

principio che il presidente della Bce Jean-Claude Trichet ricordò all'indomani del fallimento di Lehman Brothers: un'unica valuta, un unico tasso d'interesse.
(Sui tassi negativi si veda l'inchiesta pubblicata a pagina 5)

Trichet ricordò all'indomani del fallimento di Lehman Brothers: un'unica valuta, un unico tasso di interesse

Il confronto

Germania: prezzi edilizia residenziale e rendimenti sul Bund a confronto



Fonte: Bloomberg

