

8 Maggio 2023

## **IL MES PUÒ SANARE I DERIVATI DELLE BANCHE TEDESCHE SENZA CONDIZIONALITÀ?**

di Marcello Minenna

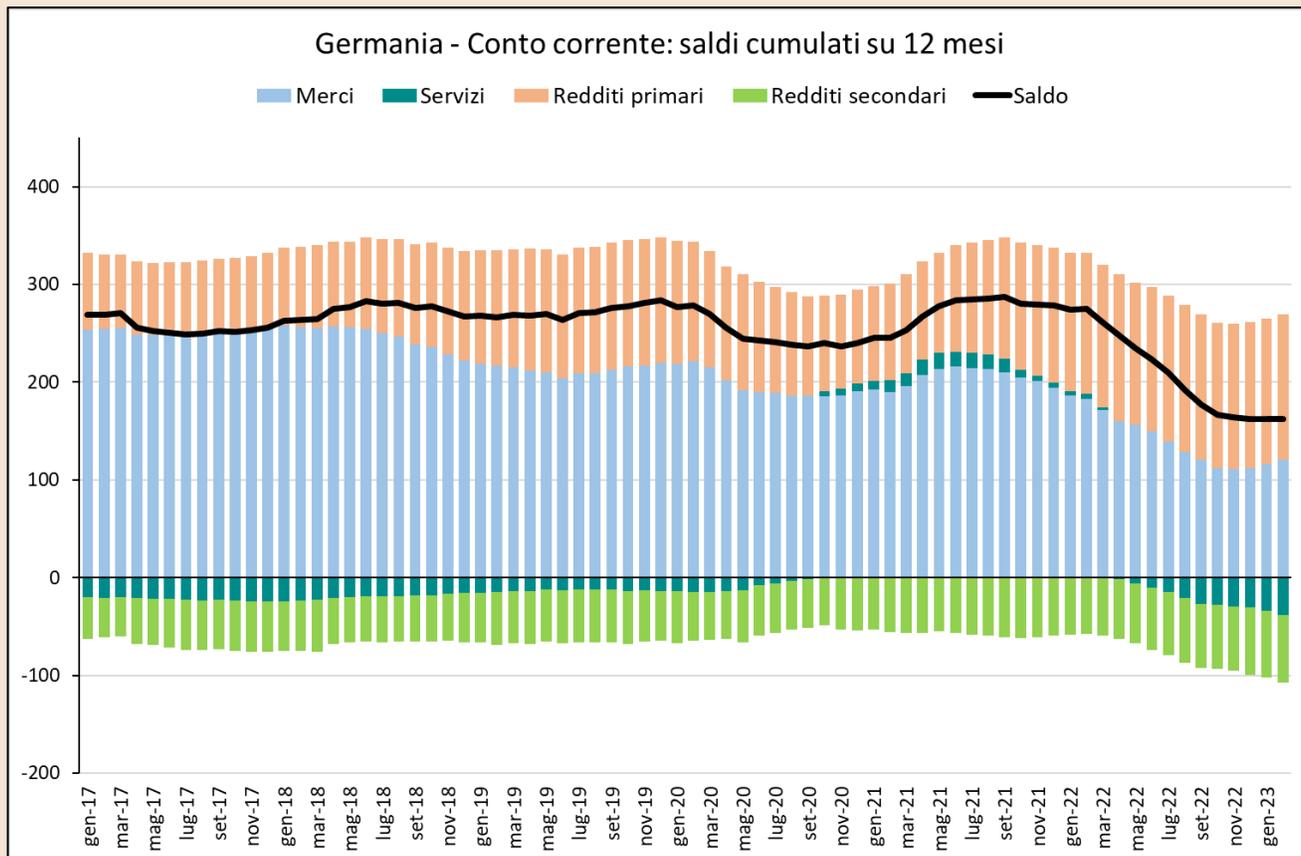
Il 2023 con buona probabilità sarà l'anno in cui la Germania per la prima volta dopo anni mostrerà un contestuale deficit di bilancio e media triennale del surplus di conto corrente sotto la soglia del 6% rispetto al PIL.

Questa soglia, come noto, rappresenta uno dei parametri europei meno noti introdotti dal *six packs* nel 2011 ma che comunque negli anni passati sono stati più volte oggetto di richiamo di attenzione tanto del Fondo Monetario Internazionale che della Commissione Europea.

La pandemia prima e la crisi energetica poi sembrano aver mandato in soffitta le epoche in cui il famigerato "Schwarze Null" (i.e.: il pareggio di bilancio) portava la Germania ad essere l'unico grande Stato membro dell'Unione Europea ad operare in regime di double surplus e cioè con contestuali avanzi di bilancio e commerciale.

Per meglio comprendere l'andamento del saldo commerciale è opportuno mettere a fuoco i dati del conto corrente della bilancia dei pagamenti che nel tempo si è ridimensionato di circa 100 miliardi di euro (figura 1).

Figura 1

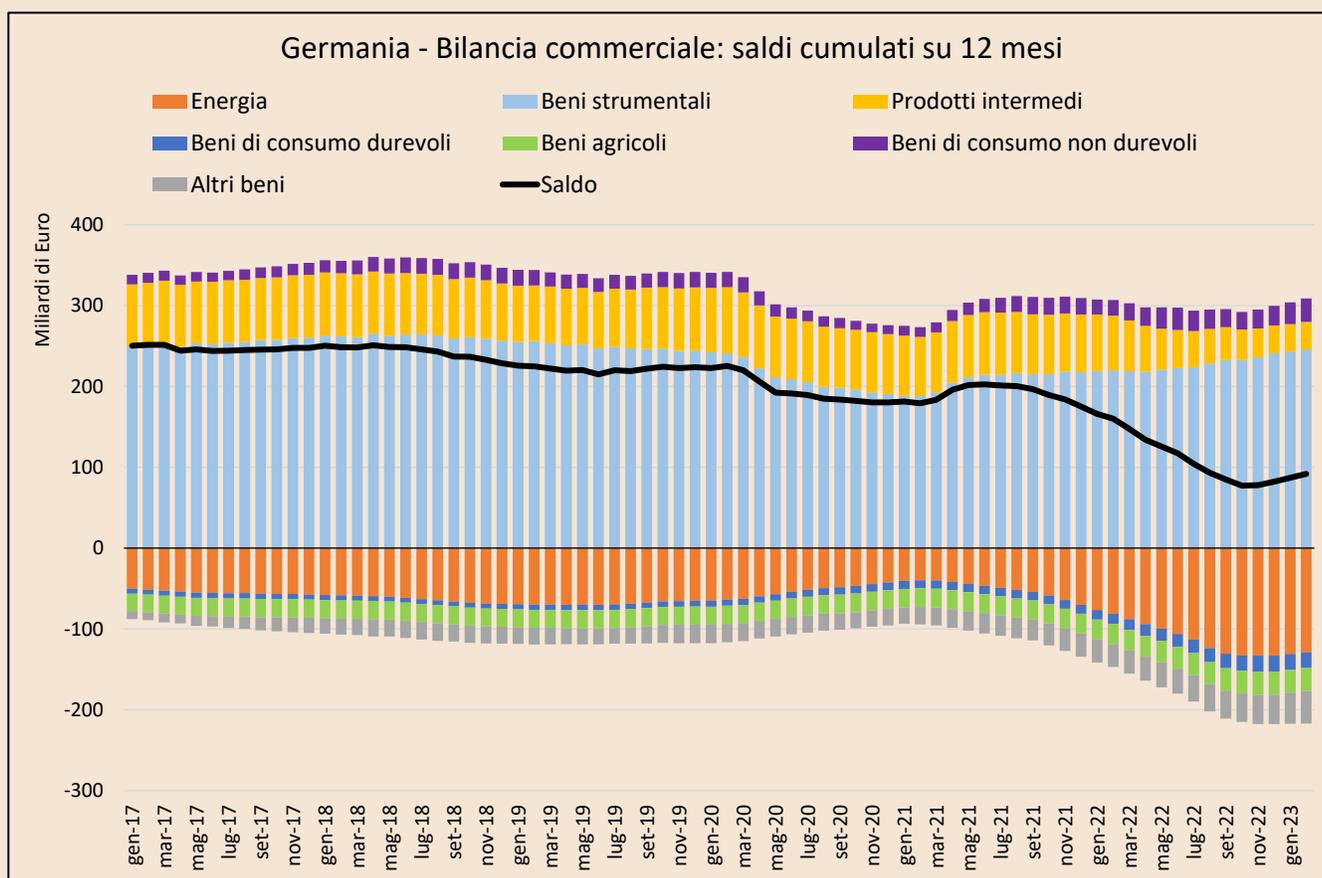


Il crollo avviato nella primavera dell'anno scorso ha una evidente componente energetica (figura 2). Il caro-energia ha colpito pesantemente la prima industria manifatturiera d'Europa e quindi si può ragionevolmente ipotizzare un recupero man mano che la crisi rientrerà.

Non solo; è apprezzabile una sostituzione tra beni strumentali (cioè beni a valenza pluriennale per le imprese) e beni intermedi (cioè beni utilizzati nella produzione di altri beni e che peraltro non rientrano nel PIL) sintomatica di

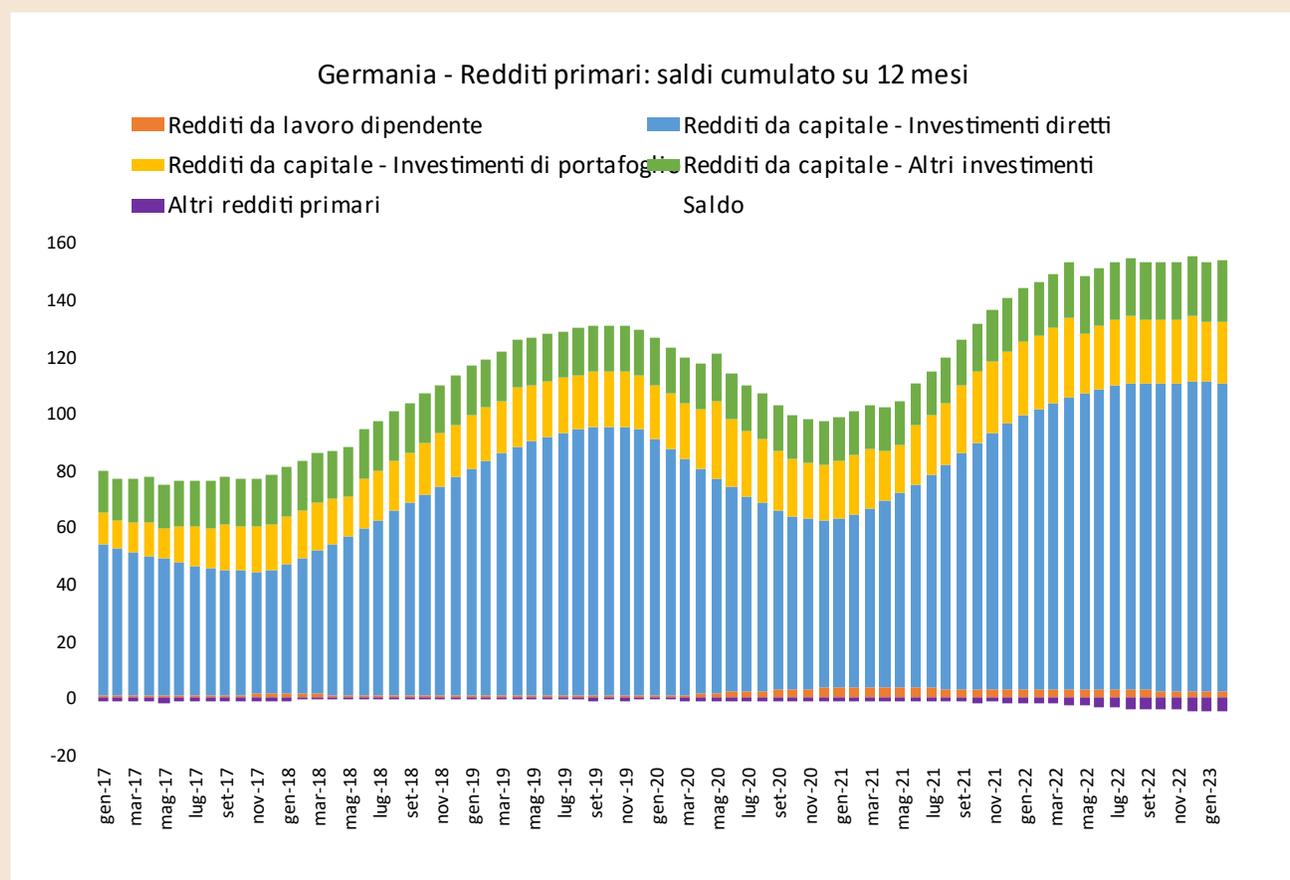
nuovi investimenti e modernizzazione del sistema produttivo. Una capacità di *export* su beni strumentali rappresenta infatti di per se stessa la disponibilità “in casa” di *know-how* e specificità tecnologiche di rilievo che verosimilmente vengono messe a disposizione anche dei propri insediamenti industriale oltre confine.

Figura 2



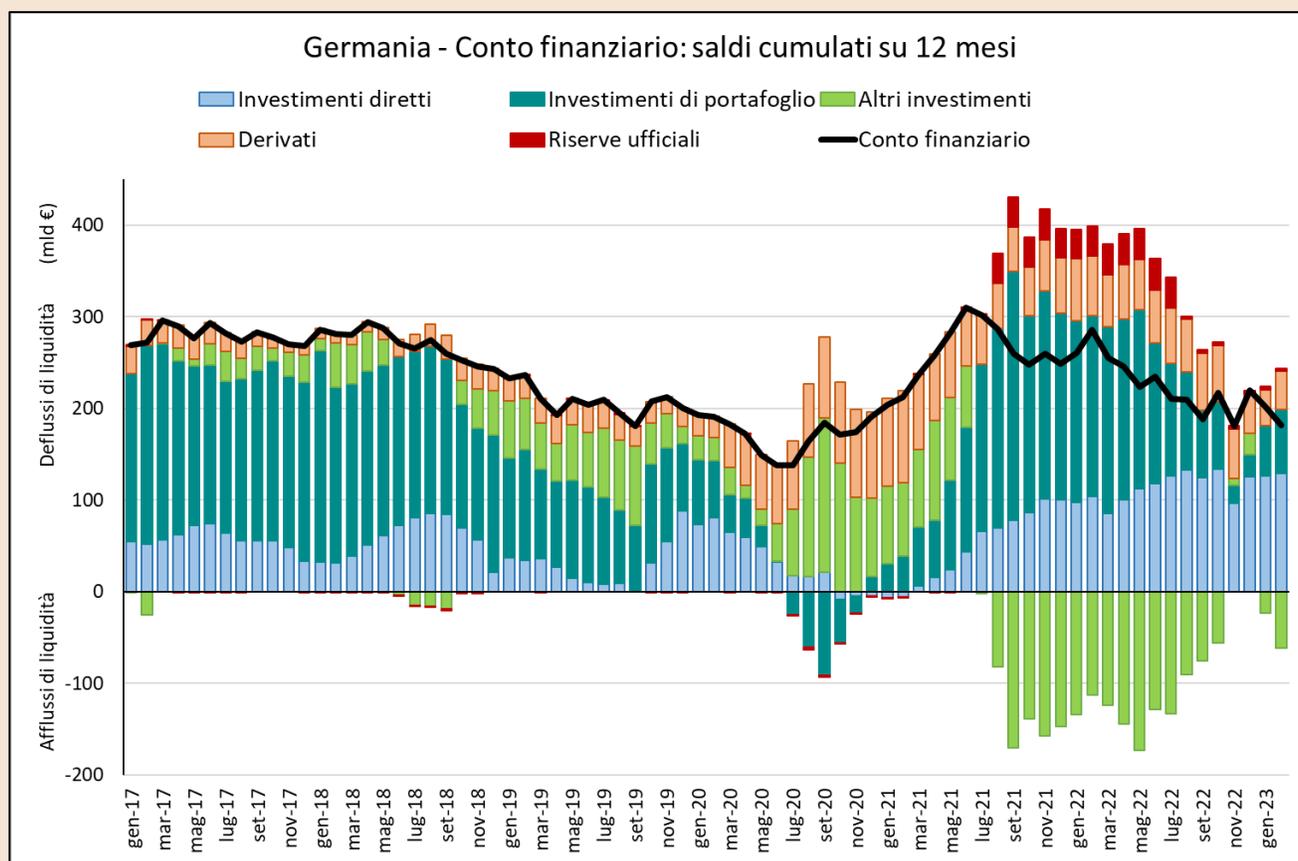
Emerge, inoltre, una evoluzione nella decomposizione del conto corrente che prevede un maggiore ruolo dei redditi primari rispetto alle merci con un ruolo di rilievo per i redditi da capitale (figura 3). L'avanzo è oramai parimenti determinato dalla redditività di investimenti imprenditoriali fuori dai confini nazionali oltre che dall'originario modello *export-driven*.

Figura 3



Senza perdite di generalità si può concludere che negli anni il modello di sviluppo tedesco ha previsto l'investimento dei rilevanti surplus commerciali fuori dai confini nazionali al fine di rilevare il controllo di imprese in grado di rafforzare la capacità produttiva teutonica. Questa strategia viene plasticamente fotografata dai deflussi di liquidità conseguenti agli investimenti diretti registrati nel Conto Finanziario della Bilancia dei Pagamenti (figura 4) che sta infatti generando redditività importanti in Germania.

Figura 4



Il dato medio degli investimenti di portafoglio stabilmente nell'ordine dei 100 miliardi di euro annui (ad eccezione del periodo pandemico) non stupisce in quanto fotografa gli effetti della redditività negativa per il debito pubblico tedesco che hanno portato i tedeschi a ricercare fuori dai confini nazionali maggiori redditività, ma anche lo spostamento delle preferenze degli investitori stranieri oltre oceano man mano che i tassi di interesse aumentavano.

Da questa disamina emerge abbastanza chiaramente come la Germania abbia contrastato le criticità economiche-finanziarie degli ultimi anni con importanti interventi di politica fiscale mirati e generali sotto forma di investimenti e di supporto all'imprenditoria ed al sistema bancario e sociale; insomma un *mix* di stimoli all'economia che ha sempre trovato come *partner* finanziario lo Stato anche tramite la Kreditanstalt für Wiederaufbau (Istituto di Credito per la Ricostruzione, ente simile alla CDP ma interamente pubblico e con maggiori capacità di fuoco soprattutto nella struttura a termine dei finanziamenti) e la Finanzagentur (l'Agenzia governativa per la gestione del debito pubblico e della sua liquidità).

Dall'esame della bilancia dei pagamenti emerge però anche un altro dato di interesse: deflussi di liquidità ben sopra i 50 miliardi di euro annui della voce "derivati". Questo dato è evidentemente coerente con il grande impegno del sistema bancario tedesco in titoli illiquidi (prodotti derivati e strutturati) di livello 3 e 4 e conseguente allo "smontaggio" di posizioni da parte delle controparti finanziarie per via prima della crisi pandemica e poi di quella energetica ed all'imprevedibile rialzo dei tassi di interesse.

Il tema dei titoli illiquidi nei bilanci del sistema bancario tedesco è da tempo un tema attenzionato dai regolatori che però hanno sempre preferito rinviare il *redde rationem* sulla loro valorizzazione, preferendo una focalizzazione delle questioni contabili sui crediti deteriorati.

In questi giorni è di grande attualità il tema della ratifica del Meccanismo Europeo di Stabilità da parte dell'Italia; come noto il MES prevede due linee di credito precauzionali, una "semplice" per i Paesi che rispettano le prescrizioni del Patto di stabilità e crescita (e che quindi non sono soggetti a procedure per disavanzo o per squilibri macroeconomici eccessivi e prevede apposite statistiche di controllo in materia di finanza pubblica) e una a "a condizionalità rafforzata" per gli altri Paesi ai quali vengono pertanto richieste misure correttive sulla finanza pubblica e non solo.

Tutto sommato che il MES possa consentire alla Germania di affrontare una volta per tutte il tema della grande mole di titoli illiquidi presenti nel proprio sistema bancario non ci sarebbe niente di male. Basta saperlo.

*Marcello Minenna, Economista*

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*