



L'ultimo editoriale di Guido Salerno Aletta

La Bce si è spaccata: sulle nuove misure accomodanti, ed in particolare sul nuovo Qe deciso nell'ultima riunione del Board, il Governatore della Bundesbank Jens Weidmann è andato giù duro. Rilasciando una intervista di fuoco alla testata tedesca Bild, ha detto che la Bce "è andata troppo avanti" e che farà di tutto affinché l'incremento dei tassi di interesse non venga escluso più a lungo del necessario. Dal suo punto di vista, la situazione economica non va affatto male: i salari dei lavoratori tedeschi sono in forte crescita e da nessuna parte aleggia lo spettro della deflazione. L'unico spettro che si è già materializzato è invece quello dei tassi negativi, su cui il Bild con pessimo gusto ha titolato: " Il Conte Draghila succhia i risparmi tedeschi".

Secondo indiscrezioni, anche i rappresentanti di Francia, Olanda ed Austria si sarebbero dichiarati contrari alla ripresa del Qe, che consisterà nell'acquisto mensile di titoli per 20 miliardi di euro a partire dal prossimo novembre, senza prevedere nessuna data conclusiva. In comune, Germania, Olanda, Austria e Francia hanno, nell'ordine, i più rendimenti più gravosi per gli investitori: per i titoli tedeschi ed olandesi i tassi sono negativi per tutte le scadenze, anche trentennali; per l'Austria lo sono fino ai quindicennali e per la Francia ai decennali. In Italia, sul versante opposto, i rendimenti sono già positivi sui titoli a quattro anni. Null'altro però accomuna Germania e Francia, le due principali economie dell'Eurozona: la prima sta entrando in recessione, ha da anni un saldo attivo del bilancio della Pa, un debito pubblico in calo, una bilancia dei pagamenti correnti strutturalmente in avanzo, una posizione finanziaria internazionale netta positiva, una inflazione sostenuta e salari in forte crescita. Il quadro macroeconomico francese gira in molti casi all'inverso.

Mentre l'Eurozona si presenta assai frastagliata sia dal punto di vista economico che finanziario, la politica monetaria e quella fiscale tendono ad essere omogenee. La Bce, con l'acquisto dei titoli pubblici che riprenderà con il prossimo Qe, andrà a sottrarre al mercato altri

safe asset, oltre a quelli che ha già in portafoglio: i tassi già negativi non potranno, di conseguenza, che scendere ulteriormente. La politica monetaria della Bce entra dunque in conflitto con la politica fiscale stabilita dal Fiscal Compact, già impegnata a ridurre i deficit ed i debiti pubblici.

Tutto l'impianto mercantilista su cui si fonda l'economia, la finanza e la società tedesca viene messo in discussione dai tassi di interesse negativi: distruggono l'obiettivo per cui si vive, che non è rappresentato dal benessere presente bensì dalla sicurezza del futuro.

La Germania deve affrontare tre contraddizioni: innanzitutto, un eccesso di risparmio derivante dall'avanzo strutturale della bilancia dei pagamenti correnti a fronte di una carenza di investimenti fissi lordi; in secondo luogo, una progressiva carenza di safe asset, determinata dalla convergenza tra la politica fiscale che riduce deficit e debito pubblico, e la politica monetaria della Bce che con il APP (Asset Purchase Program) assorbe sia titoli di Stato sia altri bond dei privati che offrono elevate garanzie; infine, una grande liquidità, stagnante e penalizzata, che deriva dall'acquisto di titoli da parte della Bce e dai tassi di interesse irrisori o negativi. Non è un caso che siano le banche tedesche e francesi quelle che detengono presso la Bce i più elevati depositi ulteriori rispetto alla riserva obbligatoria. La loro penalizzazione, pari allo 0,50% annuo, è stata ora limitata agli importi che eccedono di sei volte la riserva obbligatoria.

A causa del deterioramento delle relazioni commerciali internazionali e delle nuove decisioni di politica monetaria della Bce, senza un intervento esogeno di politica fiscale espansiva per investimenti, queste contraddizioni sono destinate ad aggravarsi. L'appello rivolto in proposito da Mario Draghi agli Stati che hanno "spazio fiscale", e dunque alla Germania, non poteva essere più chiaro.

Nell'economia tedesca, l'eccesso di risparmio rispetto agli investimenti fissi lordi è andato crescendo: mentre nel 2008 era stato pari al 5,6% del pil, ha toccato il culmine con il 9% nel 2015, per assestarsi quest'anno attorno al 7%. Tra il 2008 ed il 2019, l'avanzo cumulato della bilancia dei pagamenti correnti ha superato la stratosferica cifra di 3 trilioni di dollari. Il debito pubblico è dapprima cresciuto dai 1.669 miliardi di euro del 2008 al picco di 2.202 miliardi del 2012; da allora, è diminuito costantemente, fino ad arrivare ai 1.973 miliardi di quest'anno. Alla riduzione, pari a 229 miliardi, va aggiunta la quota di debito acquistato dalla Bce nell'ambito del Qe: tra il marzo 2015 ed il dicembre 2018, ha raggiunto i 519 miliardi di euro. Nel complesso, il mercato ha visto quindi diminuire di 748 miliardi la disponibilità di questo safe asset.

Sempre in Germania, l'andamento dei prezzi milita a sostegno delle tesi di Weidman circa la opportunità di tassi di interesse più elevati: ad agosto scorso, l'indice destagionalizzato di quelli al consumo è arrivato a quota 105,5 rispetto ai 104 punti di un anno prima. Anche i salari salgono: nel secondo trimestre di quest'anno l'indice (pari a 100 nel 2016) è arrivato a 116,9 rispetto ai 112,6 punti di un anno prima. L'incremento del 4,3% è stato dunque ben superiore al tasso di inflazione, che è stato dell'1,5%.

A fronte dei rendimenti progressivamente negativi sui safe asset tedeschi, il prezzo degli immobili residenziali è cresciuto assai velocemente: a marzo scorso, l'indice (pari a 100 nel

2010) è arrivato a quota 130,7. L'ultimo incremento annuale è stato del 5%. E' un paradosso per i tedeschi, che si sono sempre vantati di aver impiegato i propri risparmi in investimenti produttivi, mentre gli italiani li disperdevano per costruirsi non solo le prime case, ma finanche le seconde e le terze.

Non è in crisi solo il modello export-led della Germania, in cui gli investimenti industriali sono guidati dalle dinamiche internazionali e la quota del prodotto destinata all'export supera ampiamente il 40%, ma anche quello di accumulazione della ricchezza prodotta. Duplice, dunque, è la destabilizzazione, che riguarda sia il profilo economico che quello finanziario.

Per Weidman e per la stampa tedesca è facile, ora, criticare aspramente la politica monetaria accomodante della Bce, di cui tacciono quanto finora la Germania ne abbia ampiamente beneficiato, pur mostrandosi all'apparenza sempre riottosi. In questi anni, la spesa per gli interessi sul debito pubblico tedesco è crollata per via degli interessi sempre più bassi, fino a diventare ora tutti negativi. In termini monetari, l'onere è passato dal picco di 63 miliardi di euro del 2012, quando anche il debito tedesco aveva raggiunto il suo massimo livello con 2.202 miliardi, ai 30,9 miliardi del 2018 quando il debito era sceso a 2.023 miliardi. Il peso degli interessi monetari si è più che dimezzato. In rapporto sul pil, che nel frattempo à cresciuto, il risultato è stato ancor più eclatante, dacché la percentuale è scesa dal 2,3% allo 0,5%. Il risparmio per i contribuenti tedeschi è stato fantastico.

A fare le spese di questo risparmio, però, sono stati soprattutto gli investitori stranieri, attratti dall'impiego in Bund come safe asset: alla fine del 2017, detenevano infatti debito pubblico tedesco a lungo termine per 982 miliardi di euro (rispetto ai 1.091 del 2016) e per 49 miliardi in titoli a breve (rispetto ai 69 miliardi del 2016). Sui 1.573 miliardi di debito in circolazione a fine 2017, al netto dei 459 miliardi a quel tempo detenuti dalla Bce per via del Qe, i non residenti ne detenevano quindi il 63%. Rispetto al 2016, la penalizzazione dei tassi negativi aveva già cominciato a scoraggiare gli investitori stranieri, che infatti avevano cominciato a ridurre i propri acquisti in Bund.

Questa disaffezione degli investitori stranieri potrebbe ora accentuarsi. E chissà che anche le cattive acque in cui versano da tempo alcune grandi banche tedesche non possano aver già determinato un wind-back: più che essere un porto sicuro, in Germania è sicuro che con i tassi negativi il capitale viene in qualche modo tosato.

La politica monetaria, con la liquidità ed i tassi di interesse, non può risolvere le troppe contraddizioni che si sono accumulate, non solo nell'Eurozona. Anche in Germania, a casa propria, la ricchezza sfuma: dopo aver imparato con la Grade Crisi Finanziaria quanto sa di sale investire all'estero in titoli ad alto rendimento, è già una catastrofe.