

# Il Sole 24 ORE COMMENTI

LA FORZA COMMERCIALE

## L'eurozona rallenta, ma resta il primato tedesco

—di **Marcello Minenna\*** | 11 febbraio 2019

**L'**ultima fotografia Eurostat sulla forza commerciale dell'Eurozona rispetto al resto del mondo mostra un consolidamento del sentiero discendente intrapreso negli ultimi anni. Già nel 2017 l'avanzo nello scambio di beni con i paesi di altre aree valutarie aveva registrato una flessione di oltre il 10% rispetto al 2016 a causa del progressivo rafforzamento dell'Euro, delle tensioni legate al neo-protezionismo USA e delle difficoltà di alcuni settori.

Nei primi 11 mesi del 2018 la correzione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente ha raggiunto il 16,7% raffreddando le prospettive di crescita di Eurolandia. Tra gennaio e novembre l'unione monetaria ha comunque conservato un avanzo commerciale di €175,2 miliardi sui paesi no-euro, merito soprattutto della Germania che vanta un saldo commerciale di oltre €210 miliardi (senza contare il suo surplus rispetto al resto dell'Eurozona).

Tutti gli altri paesi vengono dopo. Non solo quelli in deficit (come la Spagna), che ovviamente impattano negativamente sulla performance complessiva del blocco euro, ma anche quelli a saldo positivo. A partire da Italia e Francia che – pur occupando

rispettivamente la seconda e la terza posizione nel podio – viaggiano su livelli decisamente inferiori a quelli tedeschi: tra gennaio e novembre 2018 il nostro surplus nel commercio di beni col mondo no-euro è stato di 71,2 miliardi, quello francese di appena 23,2.

Non v'è dubbio che anche la Germania risenta del rallentamento dell'economia globale come indicano vari segnali, compreso l'ultimo dato sugli ordini all'industria in calo del 7% su base annua. Tra i dossier più importanti c'è quello sull'industria automobilistica: fra pochi giorni il dipartimento del commercio USA dichiarerà se le

importazioni di auto costituiscano una minaccia per gli interessi nazionali (nel qual caso Trump potrebbe introdurre dazi a protezione del settore).

Eppure, nonostante le avversità, il primato tedesco nel commercio con l'estero rimane ancora indiscusso. L'ultima conferma viene dal dato sull'export per il mese di dicembre 2018 in crescita dell'1,5% su base mensile, ben oltre le attese degli analisti. E non è escluso che per il 2018 la Germania possa vincere per il terzo anno di fila la medaglia d'oro per dimensioni del surplus corrente, battendo ancora una volta giganti come Giappone, Cina e Corea del Sud.

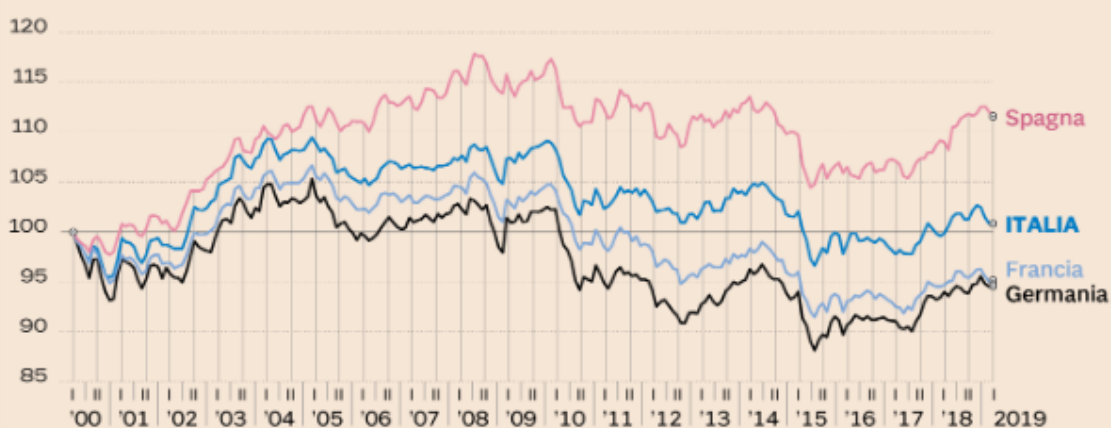
Le origini di questo successo sono lontane nel tempo. In un paper recente, Martin Höpner, un economista del famoso Max Planck Institute con sede a Monaco di Baviera, ha sostenuto che risalgono addirittura all'epoca di Bretton Woods. Storia economica a parte,

non sfugge che la spinta propulsiva mostrata nell'ultimo ventennio è legata anche alla moneta unica. Insieme alla germanizzazione dei tassi di interesse (cioè la convergenza dei tassi dei vari paesi membri verso quelli tedeschi), l'euro ha portato anche un'italianizzazione dei tassi di cambio per l'economia tedesca in quanto la commistione con valute deboli – come appunto la lira – le ha permesso di beneficiare di una nuova valuta sensibilmente deprezzata rispetto al marco.

Prima della crisi, il binomio moneta comune - bassa inflazione ha fatto un assist di competitività straordinario alla manifattura tedesca. La conferma viene dall'analisi comparata dei tassi di cambio reali effettivi: quello della Germania si è deprezzato nei primi anni di vita dell'euro (in linea col trend iniziato già negli anni immediatamente precedenti) e, nel frattempo, quello dei suoi principali concorrenti – specie nella periferia dell'Eurozona – si rafforzava alimentando i gap di competitività.

#### TASSO DI CAMBIO REALE EFFETTIVO

Gennaio 2000 = 100 (Fonte: elaborazioni su dati BIS)



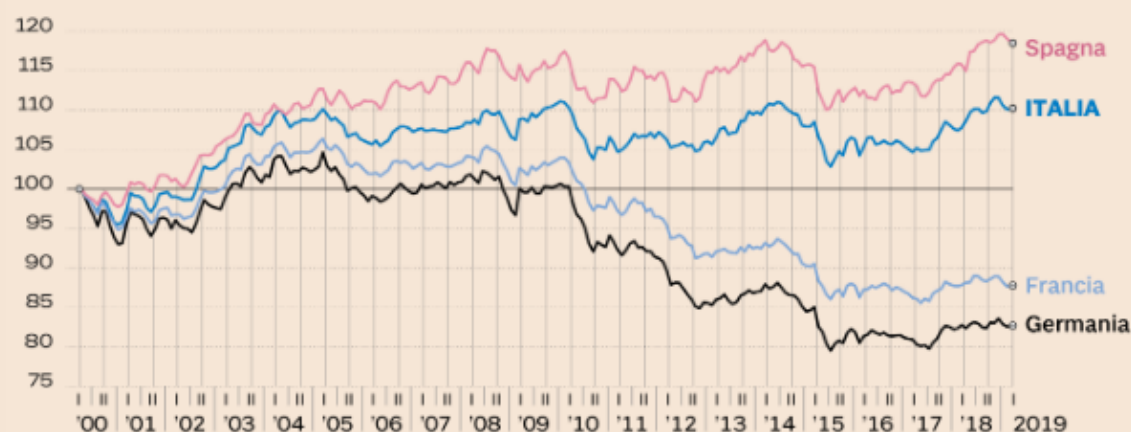
Da metà 2012 lo scarto tra i cambi reali si è stabilizzato ma la

leadership tedesca non ne ha affatto risentito. Questo perché, nonostante la deflazione più forte nei paesi periferici abbia ridotto i differenziali d'inflazione rispetto alla Germania (financo a cambiarne il segno), la locomotiva tedesca ha potuto beneficiare di costi di funding particolarmente bassi e, più in generale, di condizioni di credito particolarmente vantaggiose. Di contro, nella periferia, l'industria ha incontrato crescenti difficoltà nell'accesso ai finanziamenti: aumento degli oneri finanziari e massiccio razionamento del credito (credit crunch). Negli ultimi 7 anni i prestiti totali alle imprese italiane sono scesi del 14%, quelli alle imprese tedesche invece sono saliti del 18,7%: uno scarto di oltre il 32% che difficilmente si supera solo svalutando il lavoro.

Queste dinamiche divergenti – arginate solo in parte dal quantitative easing – hanno un ruolo determinante nella competitività relativa dei sistemi-paese. I tassi di cambio reali non sono più una metrica esaustiva e dovrebbero essere aggiustati per riflettere gli aspetti finanziari sopra descritti (costo e disponibilità del credito alle imprese). In questa prospettiva una buona proxy è offerta dagli spread tra i rendimenti dei titoli di Stato: gli spread esprimono infatti la differente rischiosità dei paesi e, quindi, si riflettono sull'intera economia di una nazione, incluse le condizioni di funding per il settore corporate. Inserendo opportunamente la variabile spread nei cambi reali, si ottiene un indicatore (una sorta di tasso di cambio reale finanziario) che fotografa molto bene lo scenario attuale. Dall'inizio della crisi questo indicatore si è deprezzato di circa il 20% per la Germania e del 10% per la Francia, mentre Italia e Spagna registrano rispettivamente un apprezzamento nell'ordine del 10% e del 20%.

### TASSO DI CAMBIO REALE FINANZIARIO

Gennaio 2000 = 100 (Fonte: elaborazioni su dati BIS, Bloomberg e Eurostat)



Difficile competere quando i divari sono così ampi. Specie se si condivide la stessa moneta. L'ennesima buona ragione per concludere che l'Eurozona non può convivere con squilibri così macroscopici. Servono soluzioni improntate alla condivisione dei rischi e alla transizione ad un assetto federale, capaci di azzerare gli spread tra titoli governativi, omogeneizzare l'inflazione e ripristinare un autentico clima di leale concorrenza tra i paesi membri come previsto dai Trattati.

*\*Economista*

*@MarcelloMinenna*