

Gli interessi dei Fondi pensione tedeschi

Assicurazioni e fondi pensione tedeschi lamentano il livello troppo basso dei tassi di interesse. Una situazione che però consegue all'eccesso di risparmio che la Germania contribuisce a generare, non alla politica della BCE, che al contrario punta a rafforzare le aspettative di inflazione e per questa via ad aumentare i tassi a lungo termine.

Assicurazioni e fondi pensione tedeschi lamentano il basso livello dei tassi di interesse e denunciano l'impossibilità di offrire adeguati rendimenti al risparmio da loro raccolto. Di questa situazione viene accusata la BCE, per la sua politica di espansione monetaria. L'accusa è però un *nonsense* economico. La teoria chiarisce infatti che, in tempi normali, la banca centrale può intervenire sui tassi di breve termine, ma non può determinare il livello dei rendimenti di lungo termine, sui quali si concentra l'attività degli investitori istituzionali. Anche nelle attuali circostanze eccezionali, che prevedono l'acquisto diretto di titoli di debito pubblico, l'influenza sui rendimenti a lunga può essere solo temporanea.

In realtà il movimento discendente dei tassi di interesse è in corso da molto tempo. Come si illustra nella tavola, già nella media 2000-2007, i rendimenti reali a lungo termine erano diminuiti in Germania di oltre un punto rispetto al periodo 1990-99 e andamenti analoghi avevano interessato gli altri paesi. La riduzione si è accentuata tra il 2008 e il 2014, dopo la crisi finanziaria, ma prima che la BCE avviasse il programma di QE, con una flessione che in Germania ha sfiorato i due punti. L'eccezione è rappresentata in questo caso dall'Italia che, colpita dalla crisi del debito sovrano, ha registrato negli anni 2008-14 un aumento del tasso medio al 2.5 per cento, rispetto al 2.2 per cento

del decennio precedente. Il QE della BCE ha infine favorito una divaricazione fra i rendimenti reali dei paesi europei, scesi ulteriormente, e quelli dei paesi anglosassoni, che sono invece risaliti al di sopra dell'1.5 per cento.

Tassi di interesse reali a lungo termine: medie di periodo

	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Stati Uniti	Giappone
1992-99	3,8	4,9	5,5	5,0	3,8	2,4
2000-07	2,7	2,6	2,2	3,2	1,9	1,8
2008-14	0,9	1,0	2,5	-0,1	0,6	0,0
2015-16	0,1	0,7	1,6	1,5	1,4	-0,3

Fonte: OCSE, Tassi deflazionati con i prezzi al consumo. Per il 2016, primi tre mesi.

Oltre che evidenziare una tendenza di lungo periodo alla discesa dei tassi, la tavola consente anche di osservare come gli investitori istituzionali tedeschi possano comunque spuntare rendimenti reali dignitosi, acquistando ad esempio titoli di stato anglosassoni. Il rialzo dei tassi di quest'area conferma tra l'altro come manovre monetarie di natura eccezionale si risolvano alla fine in un recupero dei tassi a lunga. Da questo punto di vista, le preoccupazioni espresse da fondi e assicurazioni tedeschi appaiono senz'altro eccessive. Una semplice ricomposizione temporanea dei portafogli consentirebbe di ottenere la remunerazione richiesta. Proprio questa maggiore libertà di scelta – che rende impossibile una *financial repression* domestica – è, del resto, la conseguenza della libertà di movimento dei capitali, da tempo acquisita.

Due considerazioni di carattere più ampio si impongono a questo punto. In primo luogo, dal punto di vista dei fondamentali economici, la tendenza cedente dei tassi è riconducibile alla presenza di un eccesso di risparmio, come messo in luce dai contributi ricompresi nel filone dell'ipotesi di stagnazione secolare. A questo eccesso di risparmio la Germania contribuisce in misura rilevante. Per definizione contabile, infatti, un paese che ha un avanzo di parte corrente pari al 7 per cento del Pil e, contestualmente, un pareggio di bilancio pubblico, genera uno squilibrio fra risparmi e investimenti anch'esso pari al 7 per cento del Pil. Dall'avvio dell'Unione monetaria a oggi, la Germania ha in sostanza immesso sul mercato risparmi

in eccesso per quasi 1500 miliardi di euro, dando in tal modo un consistente contributo in prima persona alla discesa tendenziale dei tassi.

Su questa tendenza legata ai fondamentali economici si sono innescate, e qui veniamo al secondo punto, le scelte compiute dalla politica economica tedesca a partire dal 2010. Se, di fronte alla crisi debitoria di un'economia piccola come la Grecia, si preferisce, piuttosto che trovare una soluzione condivisa, scatenare un'ordalia purificatrice contro l'insieme dei paesi debitori, la conseguenza inevitabile è l'innescarsi di un fenomeno di *flight to quality* che sospinge al ribasso i rendimenti dei paesi creditori (tra il 2010 e il 2012, i tassi reali a lunga tedeschi sono infatti passati dal +1.6 al -0.5 per cento). Se si ribadisce in ogni occasione l'esclusivo interesse per il proprio equilibrio interno, anche laddove questo dovesse minare gli equilibri del resto dell'Eurozona, il risultato sarà di generare incertezza e di continuare ad alimentare i fenomeni di *flight to quality*. Se si cade vittime di una coazione a ripetere, per cui si trovano sempre nuovi pretesti per affermare la presenza di un rischio sui titoli di debito pubblico, come oggi sta succedendo con la proposta di ponderazione del rischio dei *bond* presenti nei bilanci bancari, vi può essere conseguenza diversa da quella di indurre una discesa dei tassi del paese centro?

In conclusione, gli investitori istituzionali tedeschi dovrebbero indirizzare le critiche alle proprie autorità e al modello deflazionistico che esse impongono. Improprio è invece prendersela con la BCE, che con la propria politica fa di tutto per rafforzare le aspettative di inflazione e per sospingere in tal modo un aumento dei tassi a lunga, tutelando le prospettive dei risparmiatori, europei e tedeschi.

Questa pubblicazione è stata curata da Stefano Fantacone, s.fantacone@centroeuroparicerche.it