

26 Gennaio 2018

## NON TUTTE LE CRISI VENGONO PER NUOCERE. PER LA GERMANIA UN "ASSEGNO" DA 280 MILIARDI DI EURO

### Autore

Carlo Milani

+39 068081304 (ext. 325)

c.milani@centroeuroparicerche.it

Centro Europa Ricerche

Via G. Carissimi, 41

00198 ROMA

+39 068081304

+39 0680687280

info@centroeuroparicerche.it

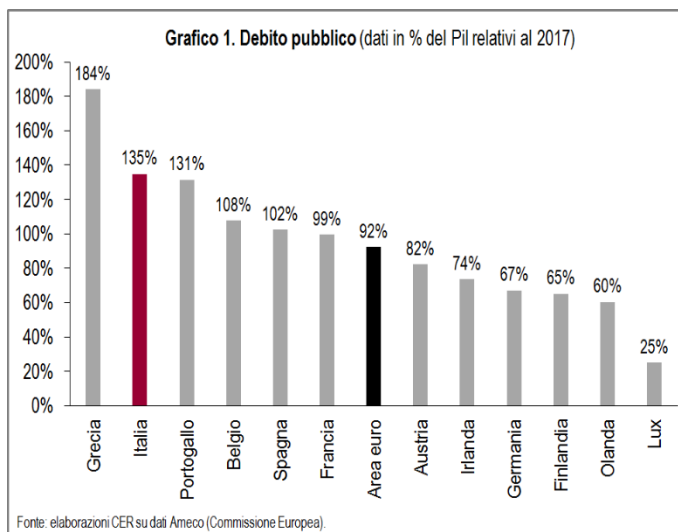
www.centroeuroparicerche.it

### Executive summary

*La contrapposizione tra i paesi membri dell'Area euro torna periodicamente ad affacciarsi nel dibattito comunitario. Esaminando bene i numeri della finanza pubblica si nota che la crisi ha portato un beneficio maggiore, in termini di spesa per interessi, a quei governi meno colpiti dalle difficoltà finanziarie. Questo "bonus" andrebbe tenuto in considerazione nella fase di valutazione del costo-opportunità, a livello di singolo paese, delle future riforme della governance europea.*

**L'avvicinarsi delle elezioni politiche ha riaperto il dibattito sul debito pubblico italiano.** Le promesse elettorali di riduzione del carico fiscale avanzate da molti partiti politici hanno infatti fatto accendere qualche campanello di allarme in sede europea. È ad esempio il caso del commissario europeo agli affari economici. Pierre Moscovici ha definito "un controsenso" l'eventuale sfioramento della soglia del 3% del deficit annuo da parte dell'Italia, posto l'elevato peso del debito pubblico italiano (grafico 1). Il presidente della Bundesbank, Jens Weidmann, ha invece ribadito l'esigenza di ridurre l'incidenza dei titoli di Stato nei portafogli delle banche dei paesi periferici quale preconditione per avviare il terzo pilastro dell'Unione Bancaria, ovvero la garanzia unica sui depositi bancari.

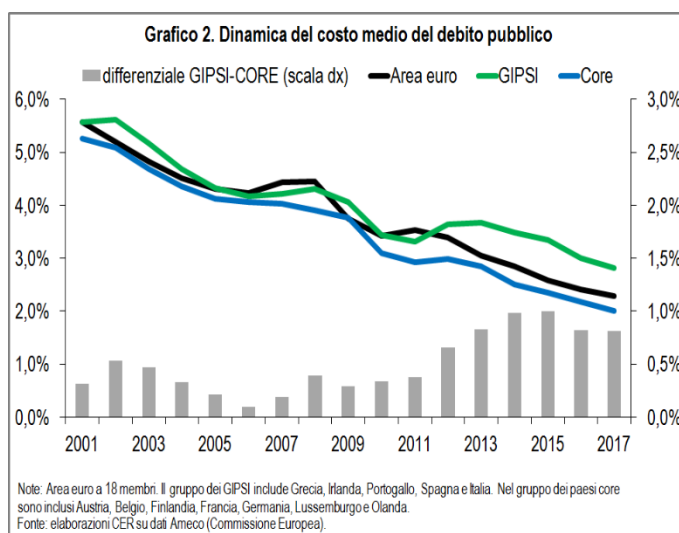
**Weidmann chiede, inoltre, e sempre con maggior insistenza, che il quantitative easing (QE) avviato nel 2015 dalla BCE venga concluso quanto prima.** Questo secondo obiettivo è funzionale alla tesi secondo cui le azioni messe in atto dalla BCE, in primis con il QE, avrebbero portato ingenti benefici in termini di risparmio da interessi sul debito pubblico per i paesi periferici.



Tali aiuti non dovrebbero permanere ancora per lungo tempo, in quanto costituirebbero un indebito vantaggio per i paesi periferici rispetto ai paesi “virtuosi” (cosiddetti core<sup>1</sup>).

**Ma sono stati proprio i paesi periferici a trarre maggior vantaggio dalle politiche espansive della BCE?** Per poter rispondere a questa domanda bisogna in primo luogo considerare il costo

medio del debito<sup>2</sup>. Si può rilevare come quest'ultimo sia andato tendenzialmente diminuendo nell'Area euro a partire dal 2000 (grafico 2). Osservando il costo medio del debito nei due principali gruppi di paesi che compongono l'eurozona – ovvero nazioni core e GIPSI (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia), il gruppo di paesi più colpito dalla crisi finanziaria del 2007-08 – si rileva che la riduzione ha riguardato di più i paesi core.



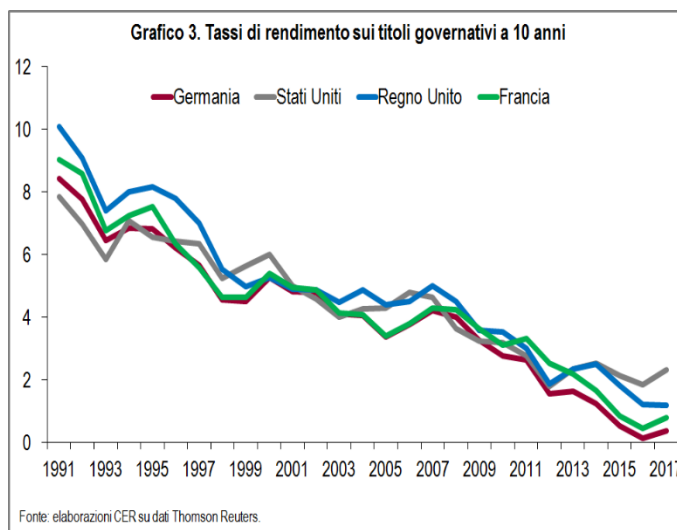
**Il differenziale tra il costo medio del debito nei paesi core e quello dei GIPSI è passato dai 10 basis point (bp) del 2006 agli 80 bp mediante osservati nel periodo 2012-2017.** Nonostante quindi l'azione calmierante della BCE i livelli dei tassi di interesse sui titoli governativi nei GIPSI sono ben più alti, rispetto al periodo pre-crisi, se paragonati a quelli dei paesi core.

<sup>1</sup> Tra questi paesi si possono comprendere Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Lussemburgo e Olanda.

<sup>2</sup> Calcolato come rapporto tra la spesa per interessi sul debito e il saldo medio del debito pubblico osservato alle fine dell'anno di riferimento e in quello precedente.

**Il maggior favore offerto dai mercati finanziari nei confronti dei paesi core dell'Area euro non sembra essere strettamente legato ad un fenomeno di flight-to-quality<sup>3</sup> su scala globale.**

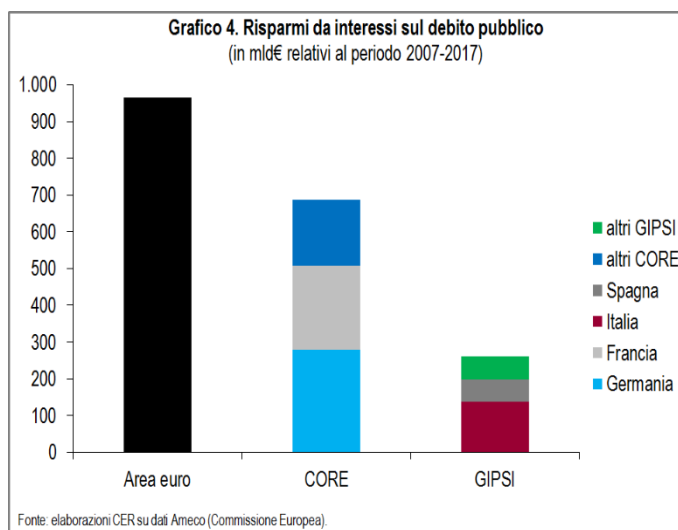
Osservando infatti la dinamica dei tassi d'interesse sui titoli governativi a 10 anni di Germania e Francia, da un lato, e di Usa e Gran Bretagna, dall'altro, si osserva che a partire dal



2012 ci sia stata una divaricazione (grafico 3). In particolare, il differenziale tra i titoli tedeschi e quelli statunitensi, che nei 20 anni precedenti la crisi era stato pari a circa 20 bp a favore della Germania, dopo l'intensificarsi delle difficoltà dei GIPSI ha toccato quota 200 bp.

**Per valutare i benefici ottenuti dalla riduzione dei tassi d'interesse per i paesi dell'eurozona nel periodo post-crisi si può prendere a riferimento il dato del costo medio del debito pubblico osservato nel 2006,** pari al 4,2% in media nell'Area euro,

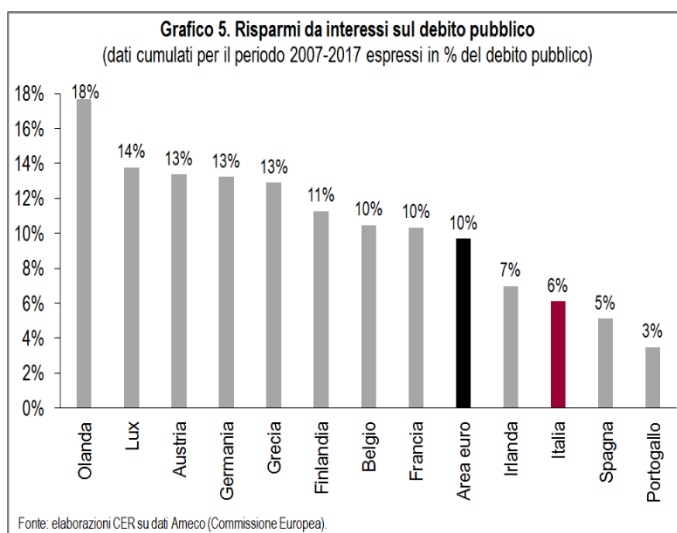
al 3,9 in Francia, al 4,1 in Germania, al 4,4 in Italia. Ipotizzando che questo tasso fosse rimasto stabile per tutto il periodo compreso tra il 2007 e il 2017, si può stimare la spesa da interessi nel caso in cui non si fosse verificata la crisi finanziaria e la BCE non fosse dovuta intervenire con le sue iniezioni di liquidità.



**Confrontando la spesa per interessi effettivamente sostenuta e quella ipotetica stimata ai tassi registrati nel 2006 si determina che l'eurozona ha registrato un risparmio di spesa di circa 950**

<sup>3</sup> Tale fenomeno consistente nella ricerca di investimenti più sicuri da parte degli operatori finanziari internazionali, che spinge quindi a privilegiare quei paesi con le migliori condizioni economico-finanziarie e la più alta probabilità di rimborsare i debiti contratti.

**miliardi di euro.** Oltre il 70% di queste risorse, pari a circa 690 miliardi di euro, è andato però a favore dei paesi con i conti in ordine, mentre ai GIPSI è andato meno del 30% (260 miliardi – grafico 4).



**In termini assoluti il paese che ha risparmiato di più nel capitolo di spesa relativo agli interessi è stata proprio la Germania, con circa 280 miliardi di euro** (13% dello stock di debito pubblico osservato nel 2017), un ammontare da solo superiore a quello cumulato dei GIPSI. Importante è stato anche il risparmio per la Francia, con circa 230 miliardi (10% del debito). L'Italia è riuscita a

risparmiare “appena” 140 miliardi, il 6% del suo stock di debito (grafico 5).

**Nel complesso i paesi core hanno evitato un aumento di oltre 12 punti percentuali del loro debito pubblico, mentre per i GIPSI il risparmio si è fermato a circa la metà.**

Nel periodo post-crisi i paesi core hanno quindi accumulato un extra-risparmio rispetto a quelli periferici stimabile in circa 430 miliardi di euro.

In altri termini, **con la crisi finanziaria internazionale del 2007-2008 è avvenuto anche a livello macro qualcosa che si è osservato in modo diffuso su base micro: chi aveva di più è riuscito a trarre vantaggio dalla crisi accrescendo il divario rispetto a chi aveva di meno, che invece si è impoverito ulteriormente.** Francia e Germania, nel fare i conti dei potenziali costi legati alla revisione della governance europea e all'istituzione di meccanismi per tutelare la stabilità finanziaria, come ad esempio l'assicurazione unica sui depositi bancari o il Fondo Monetario Europeo, dovrebbero quindi tener conto anche dei vantaggi che hanno tratto finora dall'essere membri, in una posizione di forza, dell'eurozona. Questi vantaggi, accentuando il divario tra le economie e le finanze pubbliche dei paesi membri, rappresentano uno dei fattori d'instabilità dell'eurozona. Il ristabilimento di un'equa redistribuzione delle risorse è un presupposto essenziale per avviare una più duratura e consistente crescita economica in Europa.