

23 febbraio 2020

Il Sole **24 ORE**

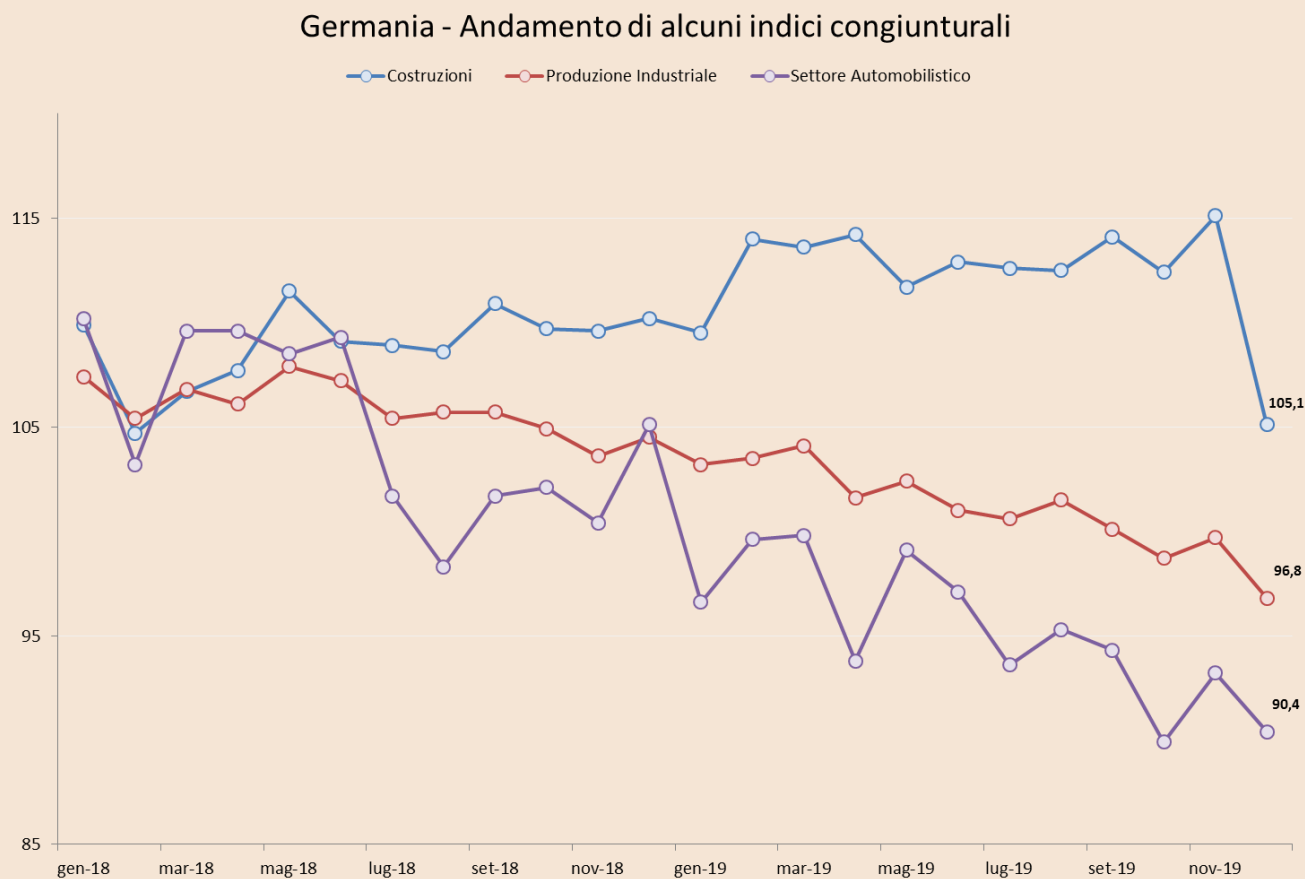
SERVIZIO | L'ANALISI

# EURO SEMPRE PIÙ DEBOLE: È LA RECESSIONE?

di Marcello Minenna

Si stanno moltiplicando i campanelli di allarme per un'imminente recessione nell'area Euro. I dati di dicembre relativi alla produzione industriale, che non ancora scontano gli effetti dello *shock* provocato dal *coronavirus*, sono realmente pessimi: -4,14% anno su anno per l'intera Eurozona, -4,3% per l'Italia ed addirittura -6,78% per l'economia tedesca. Al di là della manifattura che arranca da mesi, a preoccupare è soprattutto il fatto che nell'ultimo mese abbia mostrato una contrazione intensa anche l'indice relativo all'edilizia, uno degli ultimi settori ancora solidi in Germania (cfr. Figura 1).

Figura 1



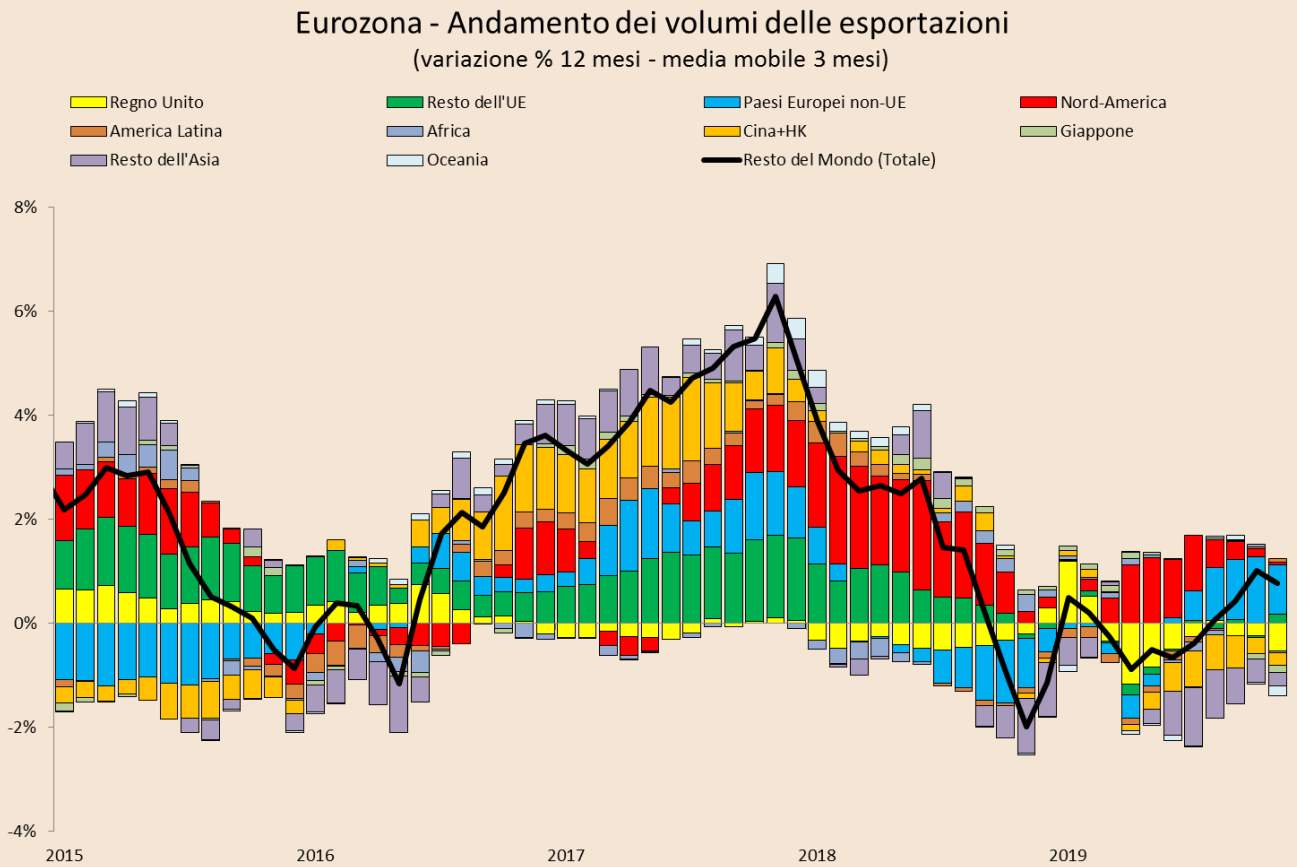
Fonte: Statistisches Bundesamt

Negli ultimi giorni anche la *Bundesbank* si è unita al coro di illustri istituzioni che stanno spingendo affinché il governo tedesco reindirizzi parte del suo significativo avanzo di bilancio (13,5 miliardi di € nel 2019) verso uno sostegno agli investimenti ed alla domanda; il nuovo quadro normativo che si sta delineando dopo il varo del *green deal* europeo con la definizione di una tassonomia degli investimenti *green* potrebbe essere un'ottima bussola di orientamento per un esecutivo determinato. Tuttavia l'aumento dell'incertezza politica in Germania non induce particolare ottimismo in un cambio di atteggiamento del governo teutonico.

Il contesto economico in peggioramento spiega molto dell'attuale debolezza dell'Euro, non solo nei confronti del Dollaro, ma rispetto a tutte le principali valute internazionali. Negli ultimi 2 anni la moneta unica ha perso il 12,5% sul Dollaro, l'8% sul Franco Svizzero ed il 10% sullo Yen. Il calo si è determinato in sincronia con il progressivo

rallentamento della congiuntura economica globale e della produzione manifatturiera; nell'economia *export-led* dell'area Euro la prima vittima illustre sono state le esportazioni (cfr. Figura 2).

Figura 2



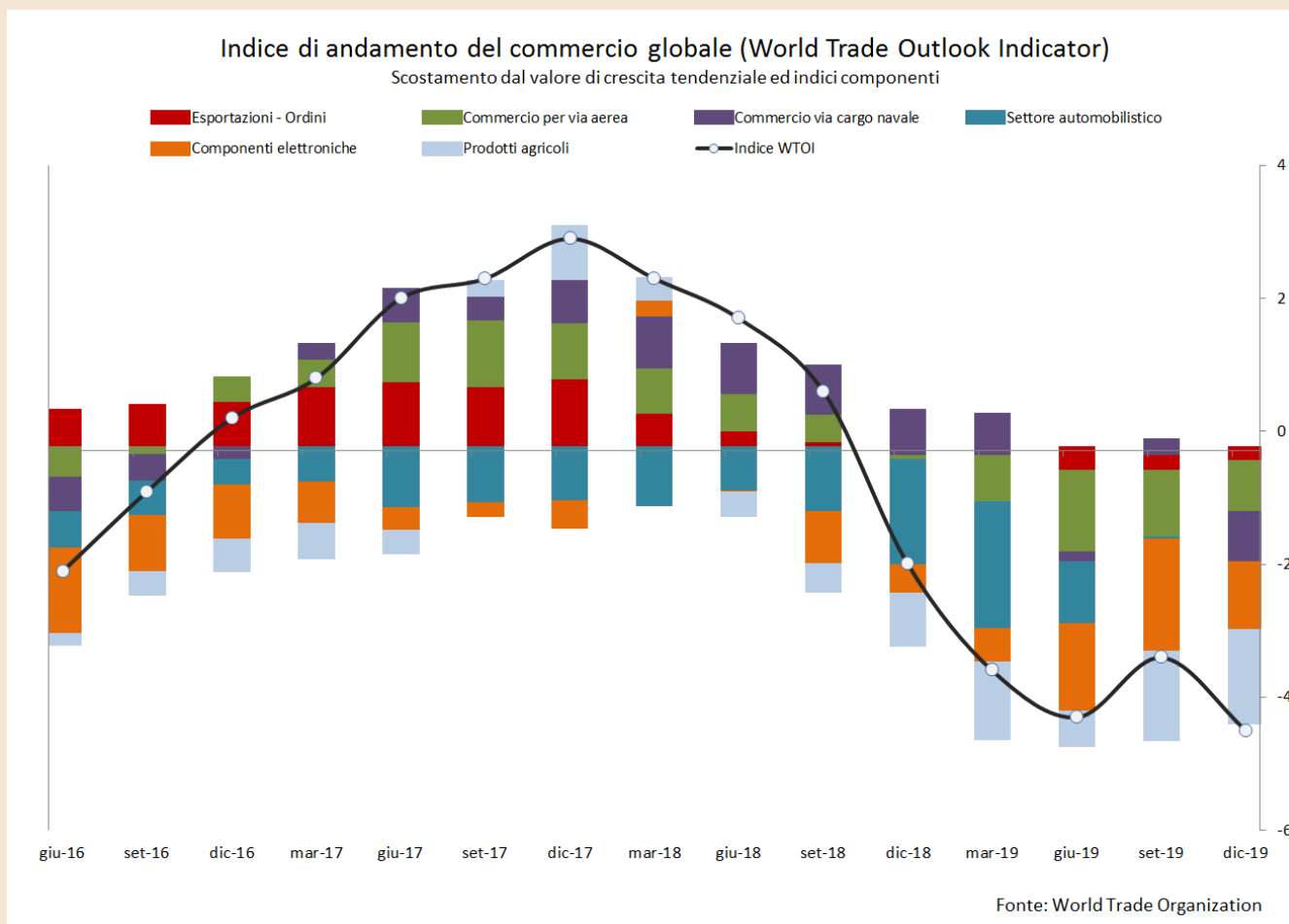
Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati Eurostat

La decomposizione dei volumi delle esportazioni per area geografica mostra come la riduzione di 8 punti percentuali dei tassi di crescita dei volumi dal picco di fine 2017 ai minimi (negativi) di inizio 2019 è chiaramente attribuibile allo stop progressivo dell'espansione dell'*export* verso gli USA (barre rosse) e la Cina (barre arancioni) ed alla contrazione verso il resto dell'Unione Europea (UE – barre verdi). La debole ripresa nella seconda parte del 2019 è principalmente attribuibile al traino dell'*export* verso Paesi europei extra-UE (Turchia, Svizzera e Russia – barre azzurre) e da un temporaneo rimbalzo degli scambi con gli USA; a dicembre 2019 entrambi i contributi sembrano già

in rapido declino. Costantemente negativo l'interscambio con il Regno Unito (barre gialle), che ha risentito della complessa evoluzione dei negoziati sulla *Brexit*.

L'analisi dell'indice WTOI (*World Trade Organization Index*) nelle sue componenti (cfr. Figura 3) permette di osservare quali siano stati i fattori chiave che hanno determinato la fase di contrazione e successiva stagnazione del commercio globale che ha impattato negativamente sulle esportazioni dell'area Euro.

Figura 3

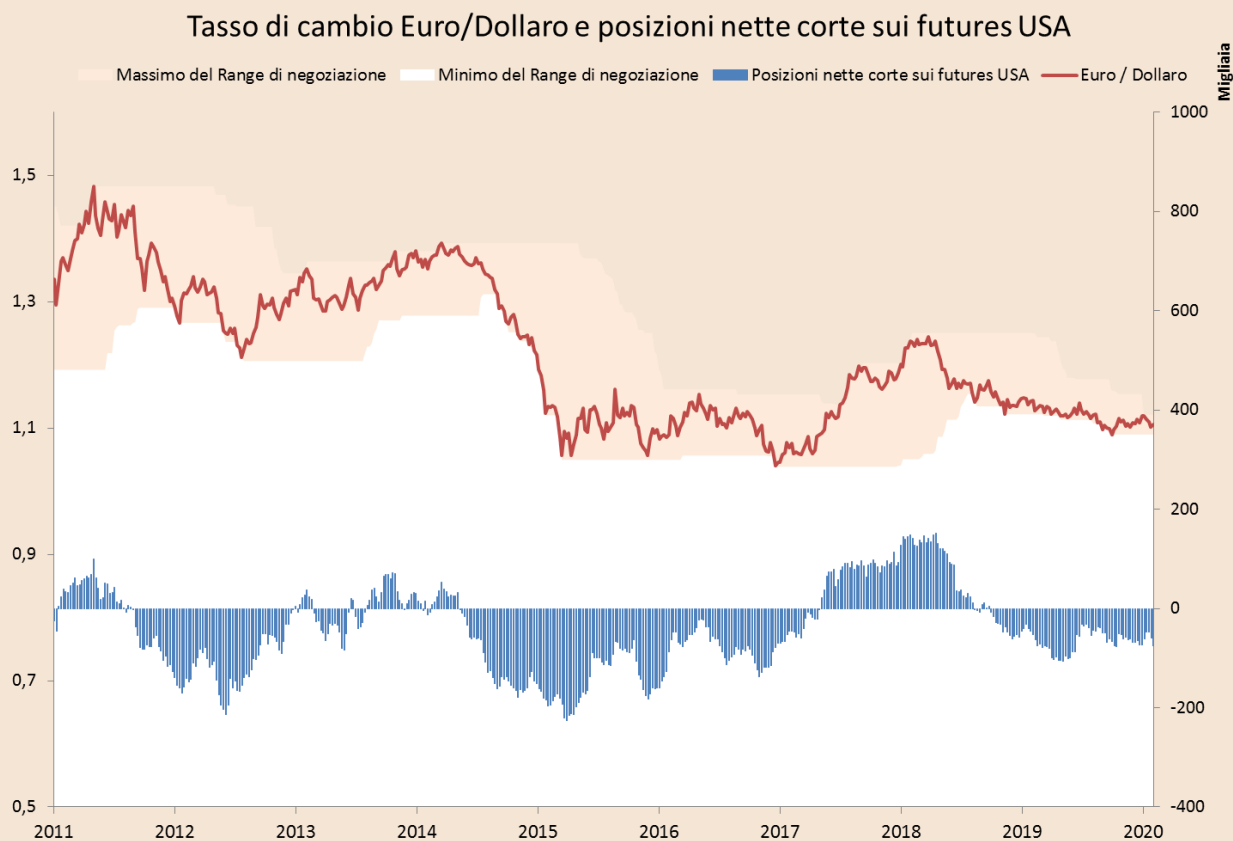


Balza subito all'occhio la debolezza persistente del settore *automotive* (barre celesti) che mostra una crescita molto al di sotto del *trend* anche nella fase ascendente del ciclo, e subisce un vero e proprio tracollo nel terzo trimestre 2018 dopo il varo della nuova normativa europea anti-inquinamento sui motori diesel fino ai minimi raggiunti nel marzo 2019; poi si osserva una timida ripresa che sembra già avere esaurito la sua spinta a fine 2019. È superfluo aggiungere come gli impatti di questo calo si siano riverberati soprattutto sull'industria automobilistica tedesca e sull'indotto manifatturiero nei Paesi

satelliti ed in Italia. Molto male anche l'industria elettronica a trazione cinese (barre arancioni), che ha registrato tassi di espansione sempre molto deboli, ed ha subito in maggiore misura gli effetti depressivi dei dazi USA sulla manifattura. Non sorride peraltro nemmeno il comparto agricolo (barre grigie), danneggiato dalle ritorsioni cinesi sulla produzione agricola USA, e che hanno lasciato sul campo come vittime collaterali altri Paesi esportatori come il Canada e l'Argentina.

Tuttavia ci sono altre ragioni - di natura finanziaria - che stanno favorendo la speculazione al ribasso sulla moneta unica. Negli ultimi 2 anni si è infatti manifestato un calo sensibile della volatilità dell'Euro (cfr. Figura 4), con una riduzione del *range* di variazione dei tassi di cambio con le altre principali valute ai minimi da 10 anni (area arancione).

Figura 4



Fonte: US Commodity Futures Trading Commission

In un contesto di tassi di interesse profondamente negativi come quello dell'area Euro, una bassa volatilità incoraggia gli operatori sul mercato FX a prendere in prestito Euro

per investire in altre aree valutarie dove si possono ottenere maggiori rendimenti (c.d. *carry trade*). In altri termini l'Euro è una valuta in cui tutti vogliono accendere prestiti ma pochi vogliono detenere attività finanziarie; questo disequilibrio strutturale incoraggia gli speculatori a scommettere su ulteriori ribassi del tasso di cambio. Non a caso il totale delle posizioni nette corte (barre blu in Figura 4) per i *traders* "non-commerciali" (o speculativi) sui mercati dei *futures* USA di Chicago e New York è cresciuto progressivamente da inizio 2018, indicando una prevalenza di scommesse su un Euro più debole nell'immediato futuro.

Nell'ultimo mese l'incertezza sull'evoluzione dell'economia globale è cresciuta drammaticamente con l'*escalation* della crisi sanitaria in Cina, che ha provocato il congelamento di 2/3 della seconda economia del mondo e la parziale interruzione delle catene di fornitura internazionali. Si tratta di uno *shock* simultaneo alla domanda ed all'offerta in Cina di enormi proporzioni, di cui è razionalmente impossibile prevedere le conseguenze in questo momento. Se la Cina dovesse riuscire a contenere l'epidemia da *coronavirus* come traspare dai più recenti dati ufficiali, l'emergenza più acuta dovrebbe esaurirsi in alcune settimane e provocare temporanei rallentamenti nelle catene di fornitura con un impatto evidente ma limitato sul PIL cinese (2-3 punti di crescita nel primo trimestre dell'anno, un 0,3% annuo sul PIL mondiale). Se invece si dovessero sviluppare altri focolai importanti in Giappone, Singapore o in un'economia occidentale si dovrebbe prendere purtroppo in considerazione un impatto molto più esteso, potenzialmente in grado di innescare una recessione globale difficilmente trattabile con i normali strumenti di politica fiscale e monetaria. Ci sarebbero conseguenze a lungo termine sul commercio globale che verosimilmente implicherebbero un accorciamento delle catene di fornitura ed un declino strutturale dei processi di delocalizzazione della produzione.

In una visione costruttiva, urgono sempre più soluzioni *out of the box* per rilanciare gli investimenti e la domanda domestica e ridurre simultaneamente lo squilibrio verso l'estero delle economie europee, come ad esempio un intervento di ingegneria finanziaria attraverso una società veicolo (SPV) a capitalizzazione mista pubblico/privata che punti ad ampliare al massimo il *pool* di investitori in investimenti *green*.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna