



Banca del Fucino

1923 | 2023

FOCUS

**Locomotiva d'Europa o Sick Man of Europe?
Le prospettive dell'economia tedesca**



GIUGNO 2024

INDICE

INTRODUZIONE	2
LA CONGIUNTURA PRESENTE.....	2
LA MANIFATTURA TEDESCA	4
I COSTI DELL'ENERGIA.....	6
IL COMMERCIO INTERNAZIONALE	8
LA CINA: UN PARTNER PROBLEMATICO.....	9
PERDITA DI COMPETITIVITÀ.....	11
CONCLUSIONI.....	14

Il presente lavoro è stato realizzato dalla Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale della Banca del Fucino.

Autori della ricerca: Vladimiro Giacché, Michele Tonoletti.

Dati disponibili al 22 maggio 2024.

Le informazioni contenute in questa presentazione sono riservate e confidenziali e di proprietà esclusiva di Banca del Fucino S.p.A. È pertanto vietata la diffusione non autorizzata della presentazione e qualsiasi altro uso non preventivamente autorizzato dal proprietario.

INTRODUZIONE

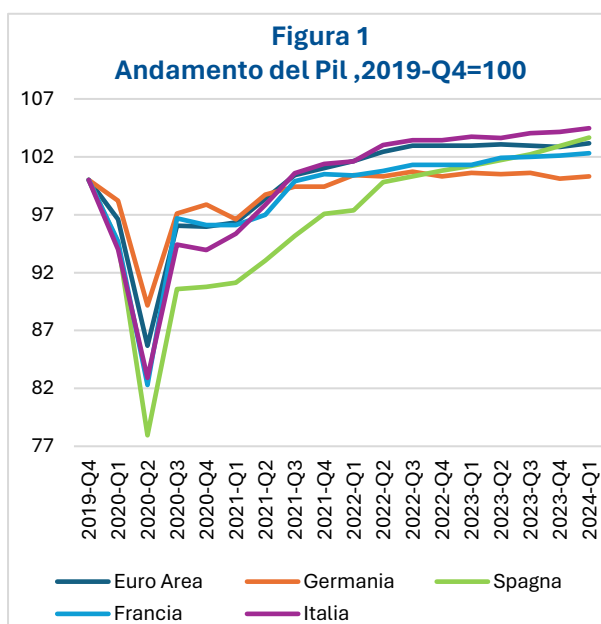
Il presente approfondimento ha per oggetto la situazione di stallo che sembra caratterizzare l'economia tedesca negli anni post-pandemici.

Tale situazione è stata spesso addebitata a fattori di natura congiunturale, legati in particolare alle conseguenze dello scoppio della guerra in Ucraina, e quindi considerata risolvibile nel breve termine. Si tratta di un giudizio a nostro parere azzardato, poco attento alla traiettoria dell'economia tedesca negli ultimi vent'anni: è infatti precisamente sugli elementi costitutivi del "modello tedesco", quale si è andato configurando dai primi anni 2000 in avanti, che si possono a nostro giudizio ravvisare le radici di molte delle difficoltà che oggi la Germania si trova a dover affrontare.

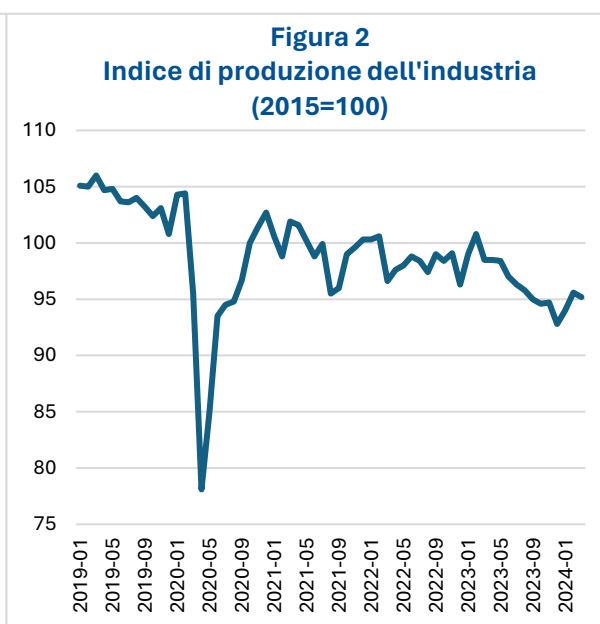
Quanto sopra ci spinge a ritenere probabile che, nel medio termine, la Germania registri una performance economica particolarmente debole nel confronto storico.

LA CONGIUNTURA PRESENTE

La performance economica della Germania nel contesto dell'Europa post-pandemica è stata particolarmente deludente: all'altezza del primo trimestre 2024 il pil tedesco risultava superiore del solo 0,3% rispetto ai livelli del 2019, contro una media dei paesi dell'area euro di circa 3,2% (Figura 1). Sotto diversi punti di vista, inoltre, gli attuali livelli di attività dell'economia tedesca sono ancora inferiori a quanto si registrava prima della pandemia: è il caso, per esempio, del valore aggiunto nel settore manifatturiero, che secondo gli ultimi dati disponibili risulta ancora inferiore di 1,7 punti percentuali rispetto al livello medio del 2019 (+7,1% la media dell'area euro);¹ similmente, la produzione industriale a marzo 2024 risulta ancora di circa 10 punti percentuali al di sotto del livello di marzo 2019 (Figura 2).



Fonte: elaborazione Banca del Fucino su dati Eurostat



Fonte: elaborazione Banca del Fucino su dati Destatis

¹ Jens Eisenschmidt, Claire A Thuerwaechter, Jean-Francois Ouyard, Marina Zavolock, Regiane Yamanari, Chelsea E Tabe, *A Structurally Challenged Growth Model*, Morgan Stanley Research, March 13th, 2024, p. 5.

È in virtù di questi risultati che, nel corso del 2023, la Germania si è guadagnata il titolo di nuovo "Sick man of Europe" (per la seconda volta) da parte dell'*Economist*.²

Nel fare la differenza tra la performance tedesca e quella degli altri paesi dell'area euro un ruolo di rilievo è stato certamente giocato dalla particolare importanza del gas russo per l'industria nazionale: nel 2021, dunque prima dell'invasione russa dell'Ucraina, la Russia forniva il 77% del gas naturale utilizzato dall'economia tedesca, per la quale esso costituiva la seconda fonte energetica (27%) dopo il petrolio. È dunque comprensibile che lo shock dell'offerta dei beni energetici nel biennio 2022-2023 abbia impattato pesantemente la Germania, specie nella sua componente manifatturiera, la cui centralità per l'economia nazionale è ben nota.

Per rispondere a tale shock, la maggioranza dei paesi europei, e la Germania tra questi, si è rivolta a nuovi fornitori, il che ha permesso, assieme alla stretta monetaria della BCE, il lento rientro dell'inflazione al quale si sta oggi assistendo. Si può quindi essere tentati di pensare che la crisi tedesca costituisca solamente un episodio passeggero, destinato a lasciare spazio al ritorno in grande stile della Locomotiva d'Europa sulla scena internazionale.

È in questa direzione che si sono mossi alcuni dei più importanti istituti internazionali di ricerca economica: secondo l'ultimo *Economic Outlook* dell'OCSE, pubblicato a maggio 2024, la Germania dovrebbe registrare una crescita ancora modesta (0,2%) nel 2024, per poi accelerare all'1,1% nel 2025 (Figura 3). Un rafforzamento progressivo, dunque, della performance economica, che dovrebbe conoscere una significativa ripresa sulla quasi totalità delle componenti del pil: i consumi dovrebbero beneficiare degli aumenti salariali e del recupero di potere d'acquisto conseguente alla discesa dell'inflazione; gli investimenti dovrebbero risentire positivamente della spinta pubblica, a livello nazionale ed europeo, verso la transizione ecologica; le esportazioni, infine, sono attese in ripresa, in conseguenza del previsto rafforzamento della crescita del commercio internazionale, soprattutto per quanto riguarda il 2025.

Nei primi mesi del 2024, in effetti, diversi indicatori economici sembrano segnalare che la Germania abbia superato il picco della crisi: a febbraio, infatti, la produzione industriale è cresciuta (del 2,1% sul mese precedente) per la seconda volta consecutiva; l'indice di

Figura 3
Germany: demand, output and prices

Germany	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
GDP at market prices	3 396.7	3.1	1.9	-0.1	0.2	1.1
Private consumption	1 706.6	1.5	3.9	-0.6	1.0	1.2
Government consumption	749.6	3.1	1.6	-1.5	1.0	0.6
Gross fixed capital formation	730.4	-0.3	0.2	-0.2	-1.8	1.5
Final domestic demand	3 186.6	1.5	2.5	-0.7	0.3	1.1
Stockbuilding ¹	14.5	0.9	0.7	-0.1	-0.2	0.0
Total domestic demand	3 201.2	2.5	3.4	-0.7	0.1	1.1
Exports of goods and services	1 473.3	9.5	3.4	-1.7	-0.6	2.7
Imports of goods and services	1 277.7	8.8	6.8	-3.0	-0.8	2.8
Net exports ¹	195.6	0.8	-1.2	0.6	0.1	0.1
<i>Memorandum items</i>						
GDP without working day adjustments	3403.7	3.2	1.8	-0.3	0.2	1.0
GDP deflator	-	3.0	5.3	6.6	3.5	1.7
Harmonised index of consumer prices	-	3.2	8.7	6.0	2.4	2.2
Harmonised index of core inflation ²	-	2.2	3.9	5.1	2.8	2.2
Unemployment rate (% of labour force)	-	3.6	3.1	3.0	3.1	3.0
Household saving ratio, net (% of disposable income)	-	14.9	11.1	11.4	11.3	11.2
General government financial balance (% of GDP)	-	-3.6	-2.5	-2.1	-1.5	-0.9
General government gross debt (% of GDP)	-	79.3	65.5	65.3	65.8	65.9
General government debt, Maastricht definition ³ (% of GDP)	-	69.2	66.2	63.6	64.2	64.3
Current account balance (% of GDP)	-	7.8	4.4	6.7	6.4	6.4

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

3. The Maastricht definition of general government debt includes only loans, debt securities, and currency and deposits, with debt at face value rather than market value.

Source: OECD Economic Outlook 115 database.

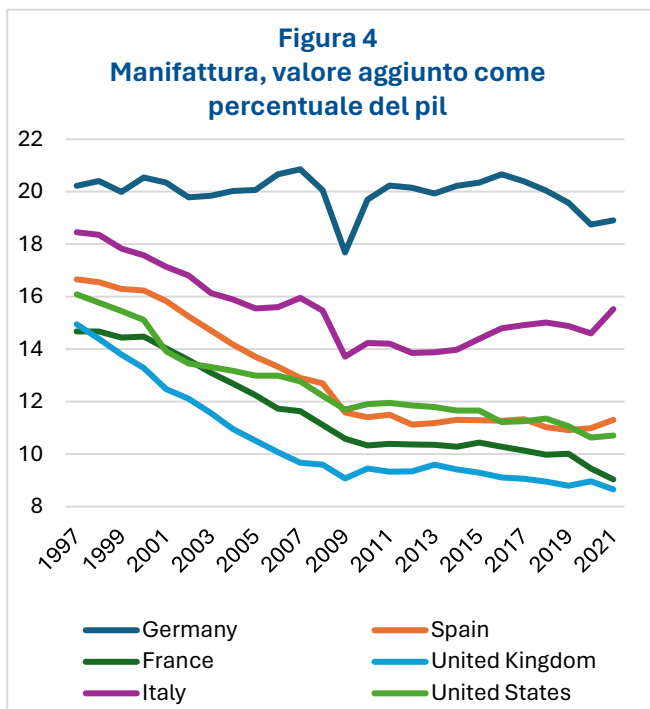
² "Is Germany Once Again the Sick Man of Europe?" *The Economist*, August 17, 2023.

fiducia dei consumatori, pur rimanendo in territorio negativo, ad aprile ha registrato il livello più alto nell'arco degli ultimi due anni; l'indice IFO, che misura il livello di fiducia delle imprese, è aumentato ad aprile per il terzo mese consecutivo; infine, nel primo trimestre 2024 l'economia tedesca è tornata ad espandersi, registrando una crescita dello 0,2% sul trimestre precedente.

Sono quindi diversi i segnali dell'uscita della Germania dalla fase recessiva vissuta tra 2022 e 2023. Tuttavia, è bene non cantar vittoria prima del dovuto, se con "vittoria" si intende un ritorno a sostenuti livelli di crescita. È significativo in questo senso che le previsioni di crescita della Germania del FMI siano state riviste più volte al ribasso tra ottobre 2023 e aprile 2024, passando, per il 2024, da +0,9% a +0,2% e, per il 2025, da +2,0% a +1,3%. L'idea che la crisi che al momento l'economia tedesca sta attraversando sia di natura puramente congiunturale, e che sia dunque destinata a non lasciare grandi tracce nella vita economica della Germania, si limita ad uno sguardo di breve periodo, trascurando diverse dinamiche e tendenze rilevanti che avevano cominciato a palesarsi già prima dello scoppio della pandemia e che oggi emergono con maggiore chiarezza. Riteniamo che tali dinamiche e tendenze possano costituire, anche nel medio termine, un importante freno all'espansione dell'economia tedesca.

LA MANIFATTURA TEDESCA

Il periodo compreso tra il 2021 e oggi ha costituito una fase particolarmente difficile per il settore manifatturiero, messo in grave difficoltà dall'inflazione, dal rialzo dei tassi di interesse e, più in generale, dalla debolezza della domanda di beni manifatturieri a livello globale.



Fonte: elaborazione Banca del Fucino su dati World Bank

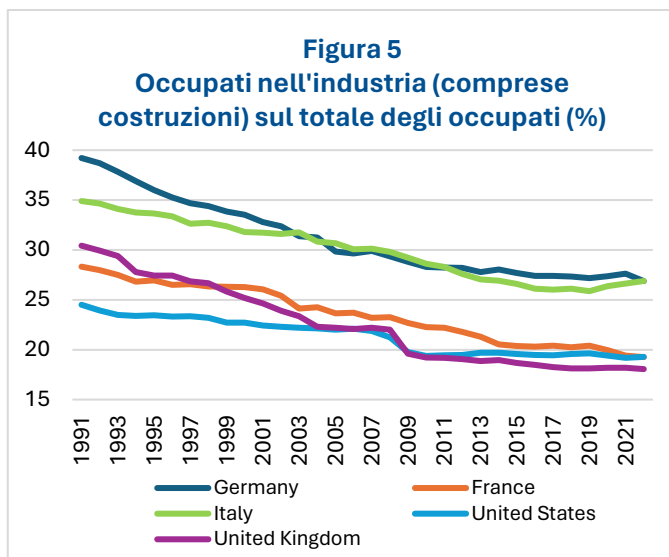
In tale contesto è chiaro che un paese come la Germania, nella cui economia l'industria riveste un ruolo di particolare rilievo per gli standard di un'economia avanzata, abbia registrato una performance economica peggiore rispetto a gran parte delle principali economie europee. Per comprendere le difficoltà che la Germania sta oggi attraversando e le sue prospettive di crescita futura nel medio termine è dunque opportuno aver ben presenti il peso e le caratteristiche del settore manifatturiero nell'economia tedesca.

Il valore aggiunto del settore manifatturiero tedesco (Figura 4) vale il 20% del pil (15% in Italia), un valore che è complessivamente rimasto stabile tra gli

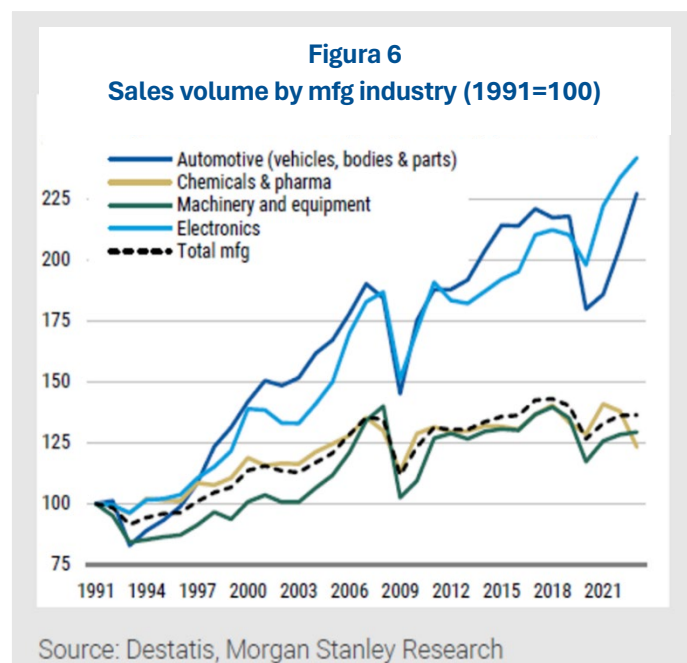
anni 90 e oggi, in piena controtendenza rispetto alla maggior parte delle economie avanzate.

L'industria riveste inoltre una posizione di particolare importanza nella struttura occupazionale della Germania (Figura 5): la quota di forza lavoro impiegata nell'industria nel 2022 è stata pari circa al 28%, una percentuale elevata nel confronto con diverse delle principali economie avanzate a livello globale.

Più della metà delle vendite della manifattura tedesca è realizzata da soli quattro sottosectori: sventa su tutti quello automobilistico, con un 25% delle vendite totali, seguito da quello dei macchinari, quello dell'elettronica e quello chimico-farmaceutico, tutti e tre con una percentuale compresa tra il 10 e il 12% ciascuno.³



Fonte: elaborazione Banca del Fucino su dati World Bank



Osservando inoltre l'andamento delle vendite (Figura 6) di questi sottosectori tra gli anni '90 e oggi si evince come l'industria automobilistica e quella dei macchinari abbiano conosciuto una crescita ben maggiore degli altri due sottosectori principali, anch'essi comunque cresciuti. Un'espansione delle vendite che, come si vedrà meglio in seguito, ha molto a che vedere con il pieno ingresso della Cina nel mercato globale all'inizio degli anni 2000.

La maggioranza delle vendite realizzate dal settore manifatturiero tedesco è infatti diretta all'estero, con percentuali che vanno dal 58% nell'elettronica, al 70% nel comparto automobilistico, fino addirittura all'86% per quanto riguarda l'industria chimico-farmaceutica.

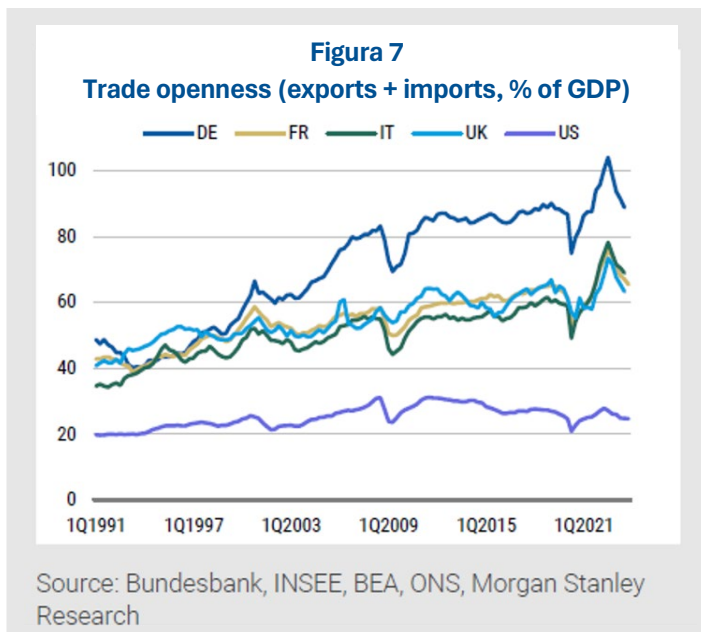
È dunque corretto affermare che parte integrante del modello di crescita perseguito dalla Germania tra gli anni '90 e oggi sia stato rappresentato dal mercato affidamento alla domanda estera, e dunque all'andamento del commercio internazionale. Significativo in

³ A *Structurally Challenged Growth Model*, cit., p. 7. Anche per gli ulteriori dati contenuti in questo capitolo si è fatto riferimento a questa ricerca.

questo senso come negli ultimi dieci anni il valore complessivo della somma di importazioni e esportazioni sia stata quasi senza soluzione di continuità superiore all'80% del pil (Figura 7); per un confronto, l'Italia, altro paese in cui notoriamente l'export gioca un ruolo cardine, tale percentuale si attesta attorno al 60%.

Un ultimo aspetto di grande importanza da tenere in considerazione riguarda la centralità che il settore manifatturiero tedesco riveste nell'ambito degli investimenti in ricerca e sviluppo, e dunque,

indirettamente, per la crescita della produttività: circa l'85% degli investimenti in R&D del settore privato in Germania sono realizzati dalle aziende manifatturiere. È quindi ragionevole ritenere che un andamento debole dell'industria possa avere effetti deleteri per la produttività dell'economia tedesca nel suo complesso.



I COSTI DELL'ENERGIA

Il ruolo della crisi energetica innescata dalla guerra in Ucraina nel determinare l'attuale congiuntura negativa dell'economia tedesca è cosa ben nota. L'innalzamento dei prezzi delle materie prime energetiche, e del gas naturale in particolar modo, ha indubbiamente esercitato una pressione notevole sulla produzione industriale della Germania, specie nei settori più energivori.

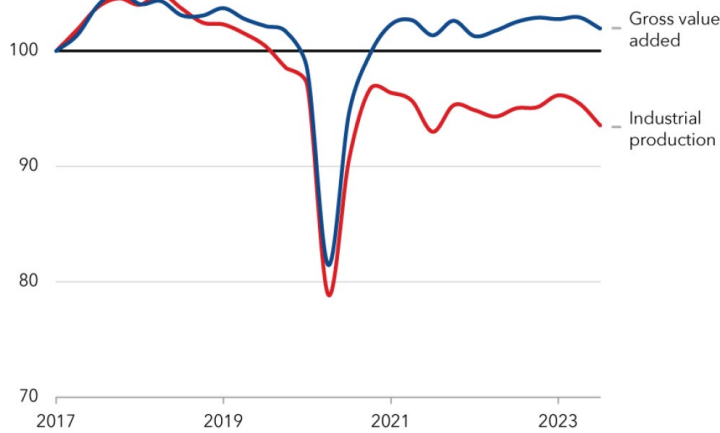
Tuttavia, in conseguenza della ristrutturazione delle catene di approvvigionamento dell'energia e della stretta monetaria della BCE, il tasso di inflazione è progressivamente sceso, benché il livello target del 2% non sia ancora stato raggiunto. Secondo le ultime rilevazioni, infatti, il tasso di inflazione ad aprile 2024 in Germania è stato pari al 2,4%.

Recentemente alcuni economisti del Dipartimento europeo del FMI hanno sostenuto in un articolo⁴ che per l'industria manifatturiera tedesca la crisi legata ai costi possa dirsi complessivamente superata; sarebbe quindi arrivato il momento di concentrarsi sugli altri problemi, più strutturali, che affliggono l'economia tedesca.

A sostegno della propria posizione, i ricercatori del FMI hanno evidenziato come i prezzi dell'energia (del gas naturale soprattutto) siano ormai ritornati sui livelli precedenti lo scoppio della pandemia. Inoltre, prosegue l'articolo, sebbene la produzione industriale tedesca non abbia ancora raggiunto nuovamente i valori pre-pandemici, il valore aggiunto della manifattura, secondo i dati disponibili a fine marzo 2024, ha

⁴ Fletcher, Kevin, Harri Kemp, and Galen Sher. "Germany's Real Challenges Are Aging, Underinvestment, and Too Much Red Tape." IMF, March 27, 2024.

Figura 8
German manufacturing activity (index, 2017-Q1=100)



Source: Federal Statistical Office and IMF staff calculations.

sostanzialmente recuperato dal calo subito con la pandemia (Figura 8).

Tale andamento sarebbe dovuto ad uno spostamento dell'industria tedesca nel biennio 2022-23 verso settori meno energivori ed a maggior valore aggiunto, al fine di compensare senza troppe perdite l'aumento dei prezzi dell'energia.

Tali argomenti si prestano tuttavia ad alcune obiezioni: per prima cosa, come già precedentemente ricordato, secondo gli ultimi dati disponibili il valore aggiunto nel settore manifatturiero tedesco

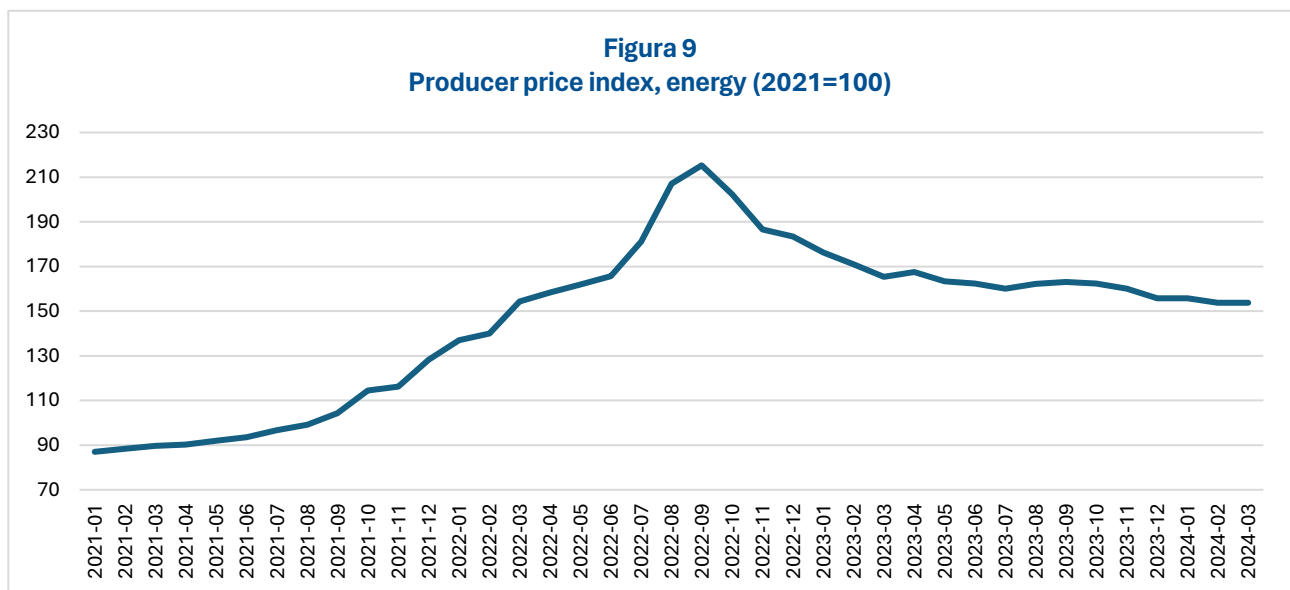
IMF

risultava ancora di 1,7 punti percentuali inferiore rispetto ai livelli del 2019; tale differenza può apparire modesta, ma non lo è se confrontata con il dato europeo alla stessa data di riferimento: nella media dei paesi dell'area euro, infatti, il valore aggiunto del settore era del 7,1% superiore rispetto al 2019, chiaro segno di difficoltà specifiche e persistenti dell'industria tedesca.

Inoltre, sebbene i prezzi dell'energia siano calati notevolmente rispetto ai picchi del 2022, rimangono nondimeno alti nel confronto storico, come mostrato dall'andamento del Producer Price Index tedesco relativo all'energia (Figura 9).

Si può quindi ragionevolmente ritenere che il permanere dei prezzi dell'energia su livelli relativamente elevati continuerà a costituire, nell'immediato futuro, un importante freno alla crescita della Germania.

Figura 9
Producer price index, energy (2021=100)

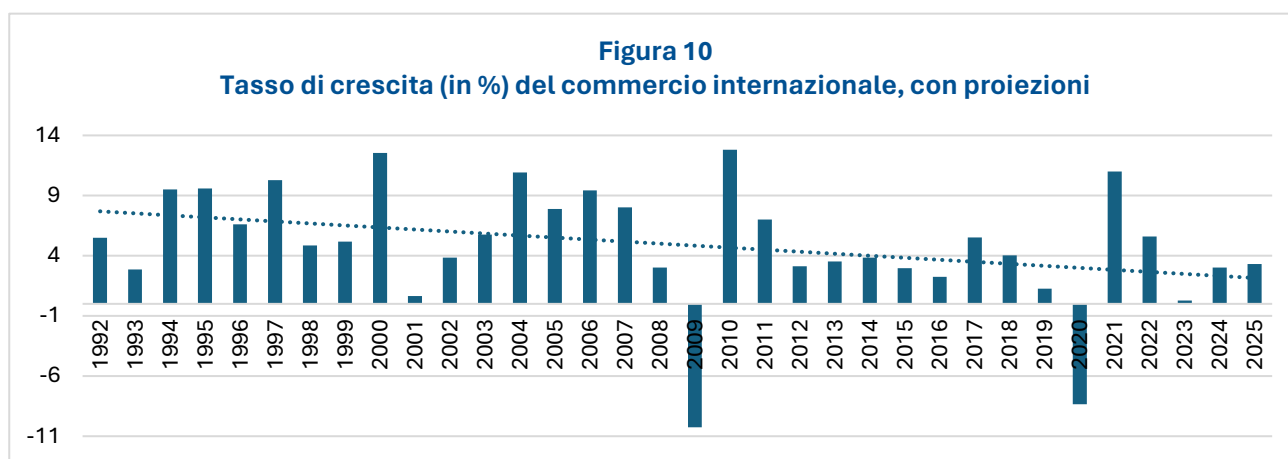


Fonte: elaborazione Banca del Fucino su dati Destatis

IL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Vi sono anche altre ragioni per credere che la Germania abbia di fronte, nel medio termine, anni di crescita sottotono. Tra queste è da annoverarsi la debolezza dell'andamento del commercio internazionale.

Nel 2023 il suo tasso di crescita è stato pari solamente allo 0,3%, in ulteriore diminuzione rispetto al già modesto dato del 2022 (2,3%). Si tratta indubbiamente di risultati che hanno molto a che fare con la congiuntura degli anni post-pandemici, caratterizzati da una generalizzata debolezza della crescita a livello globale e da una progressiva riduzione degli inventari, cresciuti tra 2020 e 2021 per far fronte alle frequenti interruzioni delle catene di approvvigionamento.

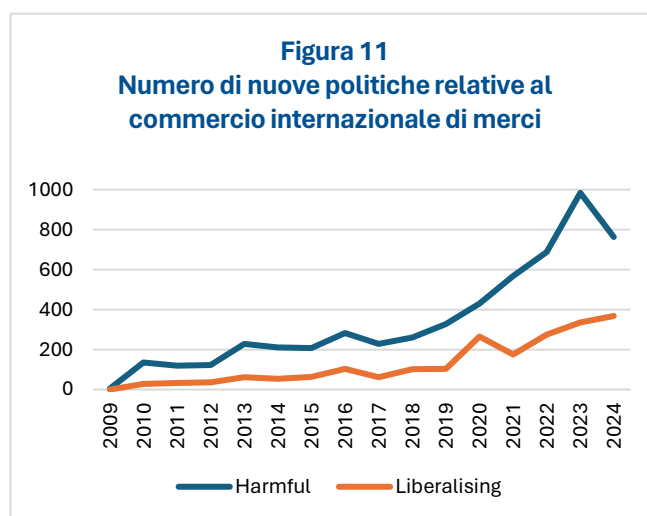


Fonte: elaborazione Banca del Fucino su dati IMF

Al contempo, uno sguardo più di lungo periodo (Figura 10) è in grado di evidenziare come il tasso di crescita del commercio internazionale abbia avuto un andamento complessivamente decrescente tra gli anni '90 e oggi: secondo i dati del World Trade Organization, tra il 1992 e il 2007 il tasso di crescita medio del volume del commercio globale è stato del 7,2%; è poi sceso al 3,3% tra 2008 e 2019, raggiungendo infine il record negativo dell'2,3% tra il 2020 e oggi.

Non si può non notare, inoltre, l'aumento delle restrizioni al commercio tra i paesi avvenuto nell'ultimo decennio (Figura 11), specialmente in presenza di interessi geopolitici divergenti.

Negli ultimi anni si sono moltiplicati gli studi sugli effetti delle tensioni geopolitiche sui traffici commerciali, da ultimo il Bollettino economico 2/2024 della BCE, che presenta una sezione dedicata all'impatto della "distanza geopolitica" sul commercio bilaterale tra Stati. Come evidenziato dallo studio, l'effetto di tali tensioni rimane incerto;



Fonte: elaborazione Banca del Fucino su dati Global Trade Alert

indubitabili sono tuttavia il rallentamento del commercio internazionale, l'aumento delle restrizioni commerciali, nonché l'accresciuto rischio, palesato dalla guerra in Ucraina e dal conflitto in Medio Oriente, di significative ripercussioni delle tensioni geopolitiche sull'andamento degli scambi economici internazionali.

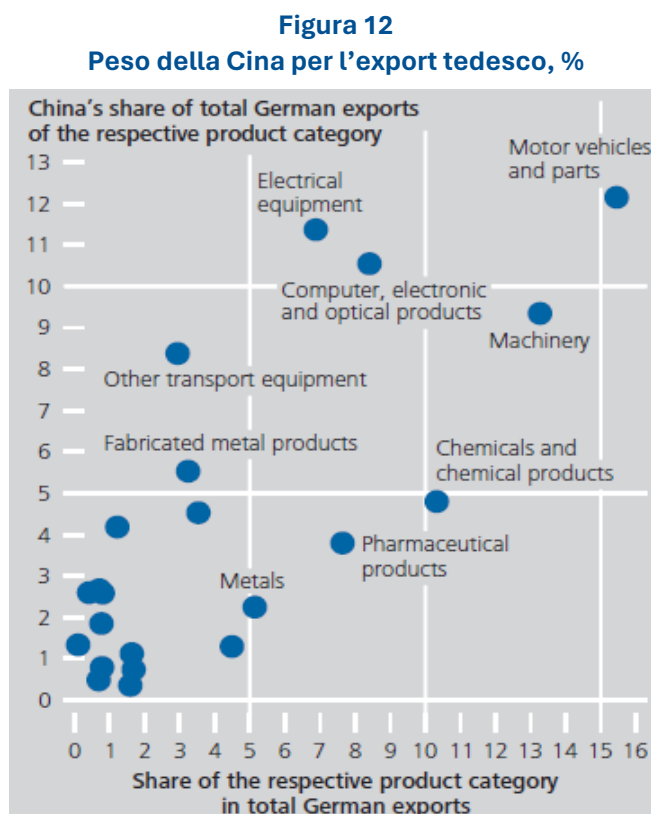
La speranza di un ritorno della Germania sui livelli di crescita medi pre-pandemici si fonda anche sulla previsione di una robusta ripresa del commercio internazionale. Si tratta di un assunto sul quale è lecito nutrire qualche dubbio, anche alla luce delle dinamiche geopolitiche in atto.

LA CINA: UN PARTNER PROBLEMATICO

Nell'ambito del commercio estero della Germania, un discorso a parte va fatto per quanto riguarda il rapporto con la Cina, suo maggiore partner commerciale nel 2023 per l'ottavo anno consecutivo. La forte esposizione dell'economia tedesca verso quella cinese costituisce un importante fattore di rischio per la sua crescita futura, anche a prescindere da un eventuale deterioramento ulteriore dei rapporti tra Cina e Stati Uniti.

Negli ultimi vent'anni la Germania ha notevolmente beneficiato dello sviluppo economico cinese, che ha fornito all'economia tedesca, da un lato, un enorme mercato di destinazione per il proprio export e, dall'altro, un fondamentale fornitore di beni intermedi e materie prime. Questa situazione rischia di essere profondamente alterata dai mutamenti che l'economia cinese sta attraversando nel tentativo di chiudere il processo di *catching-up* con le economie avanzate. Le attuali difficoltà della Cina sono certo in parte il prodotto congiunturale di uno scenario geoeconomico particolarmente difficile, ma sono anche in parte la manifestazione delle problematiche insite nel passaggio dallo stato di paese *middle-income* a quello di economia avanzata.

Per avere un'idea più chiara delle difficoltà che si prospettano per l'economia tedesca di fronte a queste trasformazioni, è opportuno passare in rassegna alcuni dati relativi ai profondi rapporti economici intessuti tra Cina e Germania negli ultimi vent'anni. Come appena ricordato, la Cina è tra le maggiori destinazioni dell'export tedesco, con una quota pari al 7% del totale esportato e un valore che, nel 2022, si è attestato al 3,5% del pil. L'esposizione alla domanda cinese varia a seconda dei settori considerati (Figura 12), risultando particolarmente elevata in alcuni dei settori di punta dell'export tedesco: 12% per il settore automobilistico, tra l'11 e il 12% per quello dell'elettronica, tra il 9 e il 10% per il comparto dei macchinari.

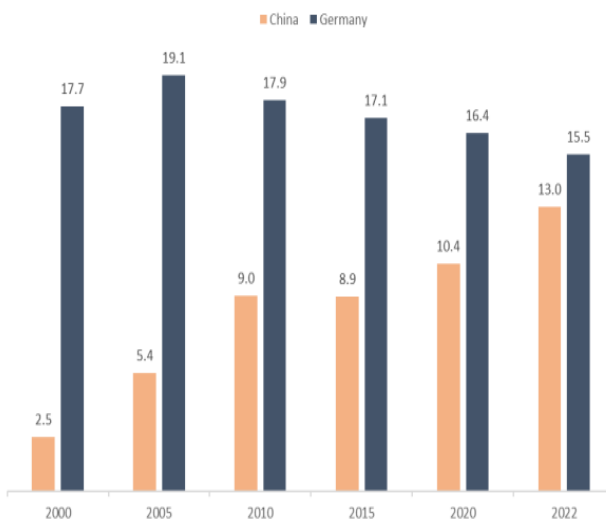


Fonte: Bundesbank

Sul lato delle importazioni l'esposizione della Germania verso la Cina è ancora maggiore, con una quota pari al 13% dell'import tedesco complessivo. L'insieme dei settori interessati è vasto, e raggruppa al suo interno diversi input essenziali per la manifattura tedesca; tra questi, la quota di mercato della Cina è particolarmente elevata per quanto riguarda la fornitura delle cosiddette "terre rare", fondamentali per la produzione di diversi prodotti ad alto contenuto tecnologico. In uno studio di gennaio 2024 della Bundesbank,⁵ dedicato ai rischi insiti nello stretto rapporto commerciale tra Germania e Cina, vengono riportati i risultati di un sondaggio tra le imprese manifatturiere tedesche, dal quale risulta che l'80% delle aziende interessate da rapporti di fornitura con la Cina (il 50% circa del totale) troverebbe difficile trovare un sostituto alle imprese cinesi fornitrici.

I rischi che emergono da tale situazione per la Germania sono diversi. Innanzitutto è da menzionare la crescente competizione tra prodotti tedeschi e prodotti cinesi sul mercato europeo, con le quote di mercato dei secondi in significativa crescita da diversi anni

Figura 13
EU-Imports of sophisticated manufacturing goods from China and Germany



Note: Selection of product groups included: CPA-Classification on 2-digit level: Chemicals and chemical products (Classification no. 20), Basic pharmaceutical products and pharmaceutical preparations (21), Fabricated metal products, except machinery and equipment (25), Computer, electronic and optical products (26), Electrical equipment (27), Machinery and equipment n.e.c. (28), Motor vehicles, trailers and semi-trailers (29), Other transport equipment (30).
Sources: Eurostat, 2023; German Economic Institute (Institut der deutschen Wirtschaft).

rischio per l'export tedesco, vale a dire il calo della domanda di prodotti esteri (e di beni strumentali in particolar modo) in Cina. Tale sviluppo potrebbe derivare dal prolungarsi delle attuali difficoltà dell'economia cinese, che già nel 2023 hanno portato ad un calo dell'export tedesco verso la Cina del 15,2% su base annua, ma gli sviluppi problematici non sono limitati a questo scenario.⁷

(Figura 13). Tale sviluppo riguarda anche alcuni dei settori di punta della manifattura tedesca: è il caso, per esempio, dei prodotti di elettronica, per i quali la *market share* cinese è aumentata dal 5 al 27% tra 2000 e 2022; preoccupante è poi lo scenario per quanto riguarda l'industria automobilistica, in particolare relativamente al segmento delle auto elettriche, nel quale la Cina è in grado di offrire prezzi notevolmente più bassi rispetto alle controparti europee e americane.⁶

Alla competizione con le aziende cinesi va poi aggiunto un ulteriore elemento di forte

⁵ "Risks facing Germany as a result of its economic ties with China", Deutsche Bundesbank, January 24, 2024.

⁶ Jürgen Matthes (Institut der deutschen Wirtschaft), *Competition from China in the EU market for Germany's manufacturing sector*, SUERF Policy Brief, No. 775, 18 January 2024.

⁷ Katharina Viklenko, *Ist China bald nicht mehr Deutschlands größter Handelspartner?*, GTAI, Bonn January 27, 2024.

È infatti opinione largamente diffusa tra gli analisti che, per continuare a crescere in maniera sostenuta e lasciarsi alle spalle le difficoltà degli ultimi anni, l'economia cinese farebbe bene a rafforzare i consumi nazionali, spostandosi da un modello di crescita *investment- ed export-led* ad uno maggiormente incentrato sui consumi interni. Tale spostamento, che da circa un decennio la dirigenza cinese sta cercando di mettere in atto, potrebbe comportare tanto sfide quanto opportunità per l'economia tedesca: da un lato una rilevante crescita dei consumi in Cina coinciderebbe verosimilmente con un aumento altrettanto significativo del volume delle importazioni, un'importante occasione per l'export della Germania. D'altra parte, è lecito attendersi che le imprese cinesi, spostando la propria attenzione dai mercati internazionali a quello interno, andrebbero a costituire una fonte di accresciuta competizione per le aziende esportatrici tedesche.

Infine, se l'UE dovesse decidere di seguire la politica protezionistica assunta dagli USA e imporre dazi crescenti contro le imprese cinesi, è verosimile che la Cina possa rispondere con un innalzamento delle tariffe sulle merci europee in entrata nel proprio mercato: si tratta di un esito che finirebbe per impattare pesantemente l'export della Germania, e con esso la sua economia intera.

PERDITA DI COMPETITIVITÀ

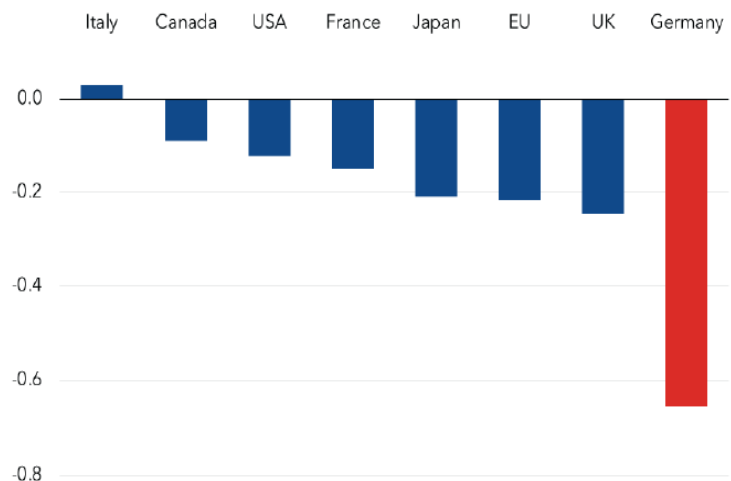
Diversi sono poi gli elementi che inducono a prevedere un indebolimento della competitività tedesca sui mercati internazionali negli anni a venire.

Tra questi, il primo ha a che fare con l'andamento demografico della Germania: secondo le proiezioni di Eurostat, la popolazione in età lavorativa tra 2025 e 2040 subirà una riduzione di circa il 7%; inoltre, sin dal prossimo quinquennio, secondo il già citato articolo del FMI, la Germania registrerà il calo più marcato tra i paesi del G7 nel tasso di crescita della popolazione tra i 15 e i 64 anni (Figura 14).

Tale andamento demografico avrà molto probabilmente un impatto significativo su diversi aspetti dell'economia tedesca, tra cui *in primis* il costo del lavoro: già nel 2023, per far fronte all'inflazione, i salari nominali sono cresciuti del 6,3% su base annua, una tendenza che facilmente andrà rafforzandosi negli anni a venire e che comporterà un calo della competitività delle merci tedesche sui mercati internazionali.

Sempre per quanto riguarda il costo del lavoro, è da tenere in considerazione il processo di ribilanciamento che, a partire dalla crisi del debito sovrano, ha portato i paesi

Figura 14
G7, Five-year projected change in working-age population



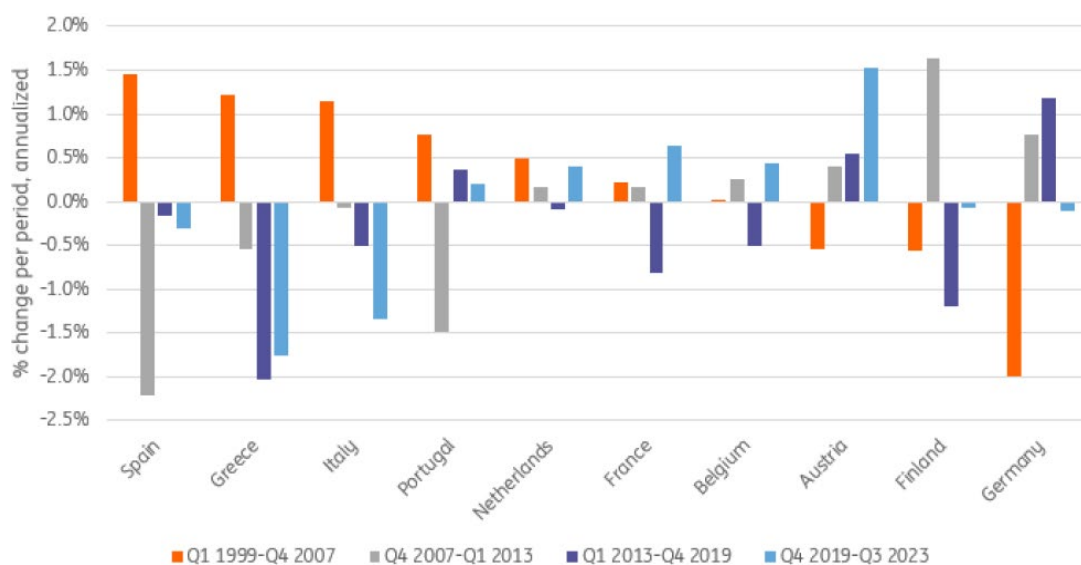
Source: OECD and IMF staff calculations.

Note: The chart shows the difference between the average projected growth rate of the working-age population (age 15-64) during 2025-29 and the actual average growth rate of the working-age population during 2019-23.

IMF

“periferici” dell’area euro a recuperare terreno in termini di competitività di costo rispetto ai paesi del Nord Europa. Tale processo, come segnalato da un articolo di ING di marzo 2024, è ben visibile nella variazione del tasso di cambio effettivo calcolato in base al costo per unità di lavoro (Figura 15);⁸ la moderazione salariale degli anni della crisi, ma anche di quelli post-pandemia, ha condotto i paesi periferici, Italia tra questi, ad ottenere una maggior competitività rispetto alle economie nordeuropee (sebbene in merito si possa legittimamente parlare, come sottolinea l’articolo citato, di una “corsa al ribasso in termini di performance strutturale”: sarebbe per molti versi stato maggiormente auspicabile un aggiustamento degli squilibri interni all’Eurozona tramite una robusta crescita della produttività delle economie periferiche).

Figura 15
Change in REER based on ULC vis-à-vis eurozone countries



Source: European Commission DG ECFIN, ING Research calculations

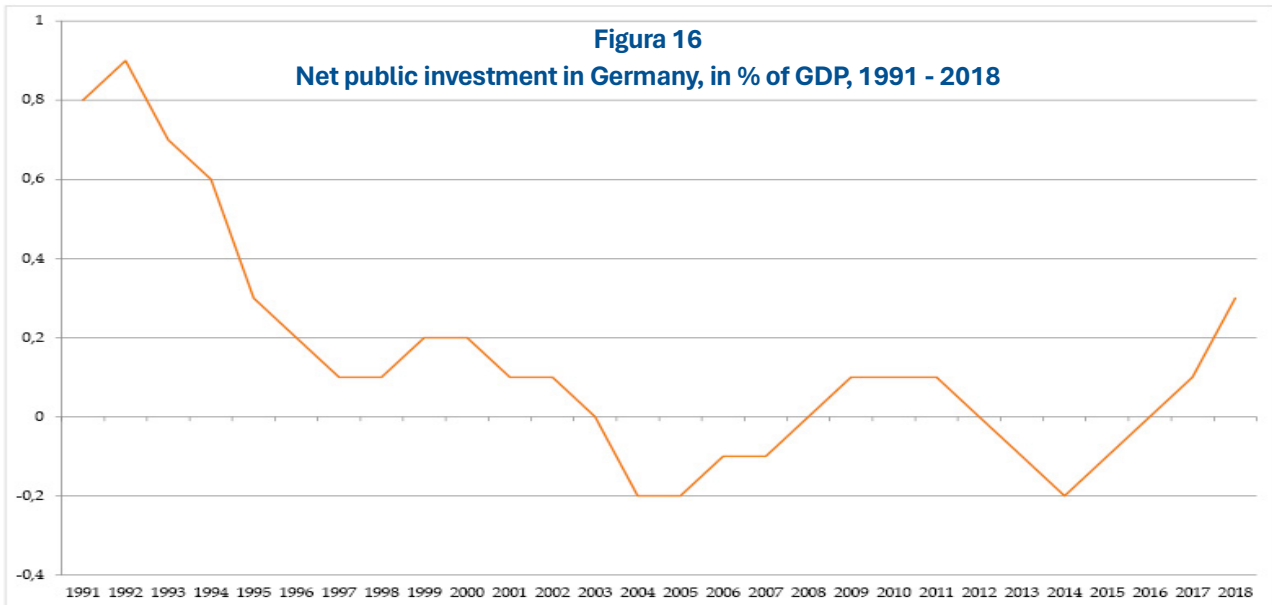
Il terzo elemento che è opportuno menzionare in quanto fattore di indebolimento della competitività nazionale tedesca è costituito dall’andamento degli investimenti pubblici tra l’inizio degli anni 2000 e oggi.

Secondo uno studio del 2019,⁹ la Germania avrebbe bisogno di un totale di 450 miliardi di investimenti pubblici per permettere alla propria economia di crescere in maniera sostenuta negli anni a venire, specie per quanto riguarda la componente della produttività. Le politiche di austerità fiscale a lungo portate avanti dalla Germania, con una breve interruzione dovuta alla pandemia, hanno portato allo sviluppo di carenze profonde a diversi riguardi: ingenti investimenti sarebbero necessari in particolare nell’ambito delle infrastrutture di trasporto (ferrovie e autostrade), la cui costruzione risale agli anni '70 per i territori della ex-Germania Ovest e agli anni '90 per l'ex-Germania Est;

⁸ Bert Colijn, Carsten Brzeski, "How northern Europe quietly lost its labour competitiveness", ING Think, March 21, 2024.

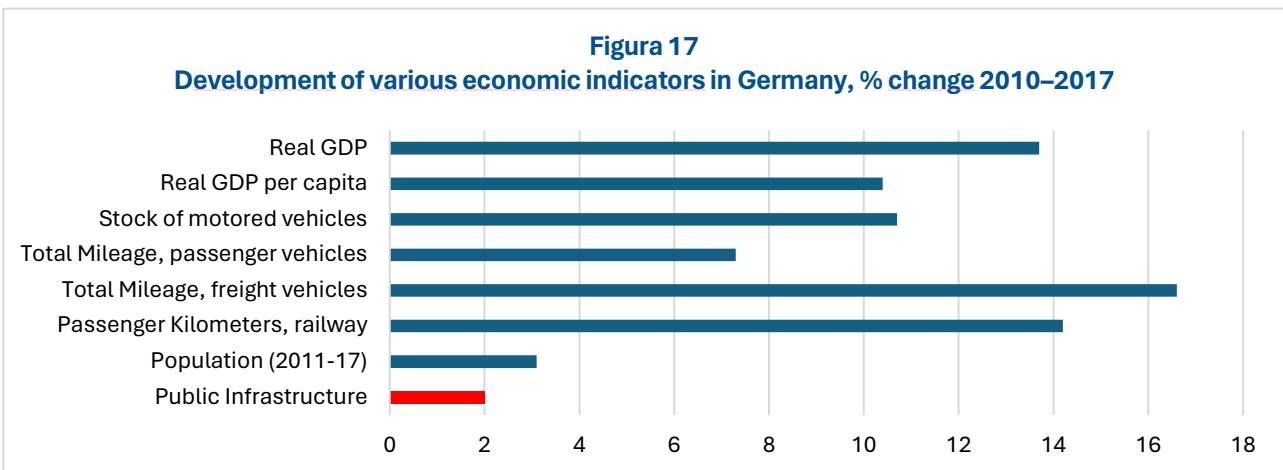
⁹ Sebastian Dullien, Ekaterina Jürgens, Sebastian Watzka, "Public investment in Germany. The need for a big push", in Francesco Saraceno and Floriana Cerniglia (eds), "A European Public Investment Outlook", Cambridge, UK: Open Book Publishers, 2020.

ulteriori spese sono poi richieste per quanto riguarda abitazioni, telecomunicazioni, università, welfare per le famiglie, per non parlare della transizione ecologica.



Fonte: Sebastian Dullien, Ekaterina Jürgens, Sebastian Watzka, "Public investment in Germany. The need for a big push", in Francesco Saraceno and Floriana Cerniglia (eds), "A European Public Investment Outlook", Cambridge, UK: Open Book Publishers, 2020.

Gli investimenti pubblici netti sono infatti rimasti attorno a una media dello 0% del pil dai primi anni 2000 (Figura 16), cioè su livelli evidentemente insufficienti tanto rispetto ai tassi di crescita dell'economia nazionale sotto altri riguardi (Figura 17) quanto rispetto al deprezzamento degli asset già presenti nell'economia.



Fonte: Rielaborazione Banca del Fucino su dati Sebastian Dullien, Ekaterina Jürgens, Sebastian Watzka, "Public investment in Germany. The need for a big push", in Francesco Saraceno and Floriana Cerniglia (eds), "A European Public Investment Outlook", Cambridge, UK: Open Book Publishers, 2020.

Tale carenza di investimenti pubblici si traduce in una debole crescita della produttività nazionale, e dunque della competitività sui mercati, anche e soprattutto alla luce dell'aumento dei costi del lavoro.

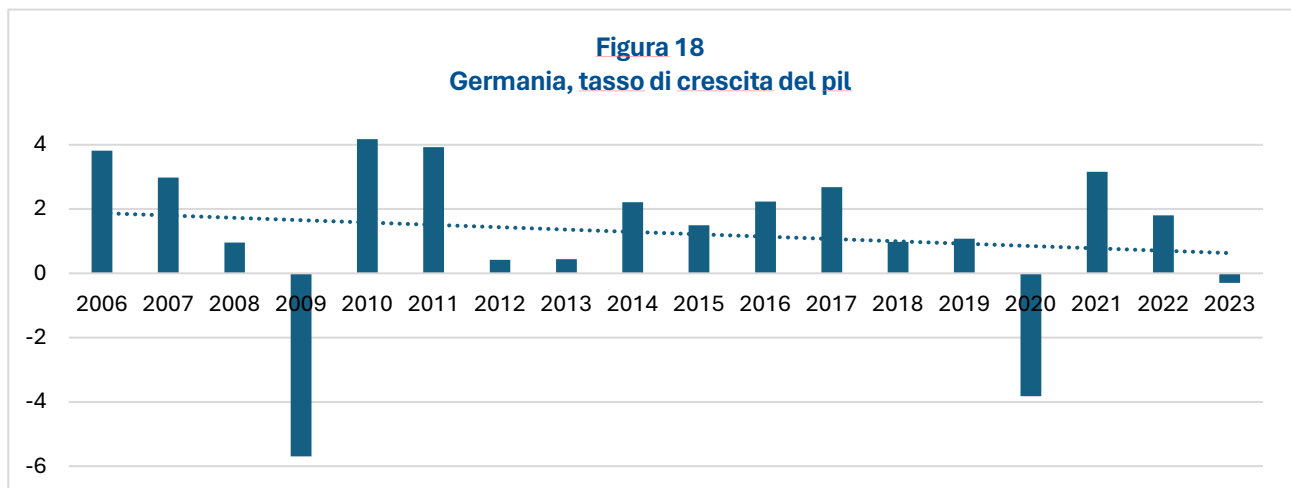
Fino a pochi anni fa la Germania avrebbe potuto far fronte a queste carenze a un costo relativamente basso, approfittando della politica monetaria fortemente espansiva della BCE, condizione che oggi non sussiste più. Si può quindi parlare di una vera e propria

occasione persa per l'economia tedesca.

Inoltre, vista la conferma del freno del debito (*Schuldenbremse*) dopo l'interruzione momentanea in concomitanza con l'impatto della pandemia, e alla luce delle differenti impostazioni di politica economica che si confrontano all'interno del governo tedesco, non sembrano oggi sussistere condizioni politiche adeguate per effettuare gli investimenti necessari a un significativo rilancio dell'economia tedesca nel medio termine.

CONCLUSIONI

La crisi che ha recentemente colpito l'economia tedesca costituisce una preziosa occasione per tornare a riflettere su un modello di crescita a lungo dipinto come un ideale virtuoso da seguire. Le problematiche sopra messe in luce evidenziano importanti criticità insite nel modello tedesco, tali da rendere probabile un significativo indebolimento della crescita della Germania nel medio termine. Questioni come la debolezza del commercio internazionale, gli stretti legami con la Cina, il calo della forza lavoro e il languire degli investimenti pubblici costituiscono problemi di lungo periodo, precedenti lo stesso scoppio della pandemia Covid-19 e la guerra in Ucraina, e quindi non di carattere meramente congiunturale. Sono queste le ragioni che inducono a pensare che nei prossimi anni la Germania possa continuare a registrare tassi di crescita modesti: all'orizzonte non si prospetta certamente uno scenario di recessione prolungata, ma una notevole moderazione del tasso di espansione dell'economia tedesca rispetto alla media degli ultimi due decenni (Figura 18).



Fonte: elaborazione Banca del Fucino su dati World Bank

Le dinamiche sopra descritte, peraltro, vanno comprese nella loro profonda interconnessione: la domanda estera e la capacità dei prodotti della manifattura tedesca di competere sui mercati internazionali hanno permesso alla Germania la crescita che ha fatto guadagnare al paese il titolo di "Locomotiva d'Europa". Entrambi i pilastri di questo modello sono oggi messi in difficoltà, e rischiano di rimanere in tale situazione nei prossimi anni. Inoltre, la relativa debolezza dei consumi interni, parte integrante del modello "neomercantilista" perseguito dalla Germania negli anni passati, non contribuisce alla ripresa di una crescita sostenuta. È infine da tenere a mente il ruolo



Locomotiva d'Europa o Sick man of Europe?

cardine svolto dalla manifattura negli investimenti in ricerca e sviluppo del settore privato: le difficoltà dell'industria comportano dunque anche, con tutta probabilità, un ulteriore fattore di indebolimento per la produttività nazionale, destinata a riflettersi a sua volta sulla competitività tedesca di medio-lungo termine.