

## Dalla Bce, tassi invariati e moderato ottimismo

La zona Euro potrebbe dover fronteggiare un prolungato periodo di bassa inflazione, ma Draghi ha comunque escluso tendenze deflazionistiche

/ Stefano PIGNATELLI

Si muovono al rialzo i rendimenti europei dopo la riunione Bce di ieri, nonostante i tassi siano rimasti immutati ai minimi storici (P/T 0,25%; depo zero; rifinanziamento marginale 0,75%). Il rialzo è di circa cinque centesimi su tutte le scadenze Bund, Irs e Btp a medio lungo termine. A condurre verso l'alto i tassi la revisione al rialzo delle stime Bce per il 2014 e la parziale delusione e relative ricoperture di chi aveva scommesso su una qualche forma di intervento in senso espansivo della banca centrale. Leggermente meno mosse le scadenze a breve dove l'influenza della politica monetaria è maggiore (seguì tassi, rendimenti governativi, costo del *funding*, *spread* su finanziamenti su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

Secondo la Bce, le aspettative inflazionistiche rimangono ben ancorate nel medio lungo termine ma con pressioni sottostanti sui prezzi che dovrebbero confermarsi sotto tono e in questo contesto la zona Euro potrebbe dover fronteggiare un prolungato periodo di **bassa inflazione**. Draghi ha comunque escluso l'esistenza di **tendenze deflazionistiche**, nonostante la limatura verso il basso delle proiezioni dell'istituto centrale sia per quest'anno sia per il prossimo. Per il 2013 l'inflazione è attesa attestarsi all'1,4% dall'1,5% della precedente stima di settembre, nel 2014 all'1,1% dall'1,3% e nel 2015 all'1,3%.

Per quanto riguarda la **crescita**, sono mancati i ricorrenti termini di legati alla "fragilità" utilizzati durante le ultime riunioni: la crescita rimane soggetta a molti **rischi**, ma la Bce sembra più convinta che si sia giunti al **punto di svolta**. Guardando avanti al 2014 e al 2015, l'**output** è previsto in **lento miglioramento**, in particolare nella domanda domestica, supportata dall'impostazione accomodante della politica monetaria. Le previsioni sono state leggermente riviste: PIL 2013 a -0,4% come da stime di settembre, migliora il PIL atteso nel 2014 a 1,1% da +1,0% e il 2015 potrebbe vedere una crescita dell'1,5%.

Oltre all'export, quindi, anche la domanda domestica potrebbe iniziare a fornire il suo contributo in un'**economia** che comunque rimarrà fortemente **polarizzata**, con i settori che vanno bene e andranno sempre meglio e con quelli che vanno male e difficilmente invertiranno tendenza.

Il problema rimane quello di far giungere la **liquidità** all'**economia reale**, con il settore creditizio che dovrà essere in grado di sostenere questa crescita (probabilmente lo sarà solo in parte). Su questo fronte, Draghi ha affermato che

la Bce è pronta a **nuove operazioni** simili alla "Ltro" (operazioni di finanziamento a medio lungo termine), ma vuole **garanzie** che i nuovi fondi raggiungano l'economia reale. Alcune stime indicano che le aziende italiane nei prossimi tre anni avranno bisogno di circa 150 mld e il sistema bancario è in grado di fornirne 30 mld.

### Il problema resta quello di far giungere la liquidità all'economia reale

La Bce infine è tecnicamente pronta ad intervenire con altri strumenti convenzionali e non ed eventualmente a portare in negativo i tassi sui depositi. L'**ipotesi** che rimane **più accreditata** è quella di un **nuovo "Ltro"** con garanzia che i fondi tirati dalle banche trovino effettivo impiego nell'economia reale. I tassi negativi sui depositi Bce potrebbero essere una minaccia ma non trovare applicazione, anche perché gli esiti di una tale decisione sono incerti (in Svizzera e Danimarca tale decisione portò ad un rialzo degli spread sui finanziamenti con le banche che quindi ribaltarono il costo sui clienti).

I **tassi** rimarranno **bassissimi ancora a lungo**: stando all'analisi dei **tassi Ois prospettici**, l'attuale P/T allo 0,25% rimarrà tale fino alla tarda primavera 2015.

L'**Euribor 3 mesi** (*fixing* allo 0,24%) è atteso, secondo l'analisi dei contratti *Future*, rimanere sostanzialmente fermo fino a giugno 2014 per poi portarsi allo **0,35%** tra un anno, allo **0,5%** in estate 2015 e allo **0,75%** per febbraio 2016. I detentori di finanziamenti a tasso variabile godranno ancora di un lungo periodo di condizioni di assoluto favore.

Non deve allarmare il recente rialzo dell'**Euribor 1 mese**, salito di due centesimi in una settimana e di "ben" cinque centesimi da inizio novembre. Il rialzo dell'Euribor 1 mese è da imputarsi in parte allo "scavallo" di fine anno, in parte alla **riduzione** della **liquidità** che sta avvenendo con i rimborsi dei fondi "Ltro" da parte delle banche; inoltre hanno influito i riversamenti fiscali (si stimano circa 50 mld in uscita per pagamenti all'Erario).

Ora gli occhi degli operatori sono tutti puntati sugli **Usa**, dove il 18 dicembre la Fed potrebbe annunciare l'**inizio** del **ta-*pering*** (diminuirà gli acquisti di *Treasury*). Se così fosse, l'effetto sarebbe di un moderato rialzo dei rendimenti e dei tassi a medio lungo termine.