

Rallentamento in Germania temporaneo, resta la dispersione della crescita nell'Ue

Dopo una settimana difficile sui mercati, malgrado il rimbalzo di ieri, si tratta di capire se i timori sulla crescita sono fondati

/ Stefano PIGNATELLI

Una settimana decisamente **pesante** per le **borse** e per i **titoli periferici**, nonostante il rimbalzo di ieri. Uno storno in parte annunciato dallo schizzare all'insù degli **indicatori di volatilità** nell'ultimo periodo e dai continui avvertimenti delle autorità monetarie, secondo cui il rischio non era correttamente prezzato su molte *asset class*.

Il pretesto che ha scatenato il ribasso è stata la **Grecia**, che fino a qualche tempo fa era presa come esempio di risanamento ben riuscito. In realtà ciò si è inserito in un contesto di **rallentamento dell'economia globale** certificata da alcuni dati tedeschi, statunitensi e cinesi.

Si tratta di **capire se i timori** sulla crescita sono **fondati**. Partiamo dagli **Usa**. Un fattore di delusione sono state le **vendite al dettaglio** di settembre (-0,3%) inferiori alle attese (-0,1%): il dato ha sofferto dell'exploit di quelle del mese di agosto salite di un robusto 0,6%: i consumatori Usa hanno semplicemente tirato il fiato, ma questo non mette in dubbio la solidità della crescita Usa e soprattutto della domanda interna. Prova della solidità della crescita statunitense sono stati i dati di giovedì, con la **produzione industriale** di settembre **salita dell'1%** mensile, maggior rialzo da novembre 2012, e un mercato del lavoro in continuo miglioramento.

Un altro fattore di preoccupazione è il **rafforzamento troppo repentino del dollaro**, che potrebbe comprimere l'inflazione allontanandola dal target Fed del 2%, ma è anche vero che il calo del tasso di disoccupazione favorisce un rialzo dei salari.

Sul fronte **europeo** c'è molta preoccupazione sulla **Germania** per il calo della produzione di agosto, su cui ha tuttavia pesato il calendario delle festività. L'indice **Zew** (indice di fiducia ottenuto intervistando le maggiori istituzioni finanziarie) è sceso in negativo per la prima volta dal novembre 2012. Anche la **produzione industriale Ue** delude: in agosto è scesa dell'1,8% (attese -1,6%) a livello mensile. Tuttavia, siamo propensi a ritenere che il rallentamento di questi mesi sia **temporaneo** in Germania.

A livello europeo permarrà un' **ampia dispersione della crescita** all'interno dell'area: un aiuto potrebbe giungere dal **deprezzamento dell'euro**, ma la crescita dovrà essere sostenuta dalla **domanda interna**, su cui purtroppo il contributo

della politica fiscale sarà molto modesto, visto che le regole comunitarie difficilmente subiranno deroghe. Il rallentamento europeo e della Germania non è comunque un elemento nuovo e la **revisione al ribasso delle stime di crescita** è già stata **incorporata nei prezzi** da alcune settimane.

L'attuale movimento legato al **"flight to quality"** potrebbe essere andato ad incorporare uno scenario **fin troppo pessimistico**: la **Fed** rimarrà molto prudente, ma la strada di uscita dal **Qe** (*quantitative easing*) e del rialzo dei tassi **non** dovrebbe subire **variazioni** (primo rialzo per metà 2015: ad ottobre finiscono gli acquisti di Bond e dopo il rialzo verranno interrotti i reinvestimenti di cedole e scadenze).

Qualche **dubbio** invece sulla possibilità di un **Qe Bce**: il **26 ottobre** verranno dati i risultati degli stress test, il **4 novembre** la vigilanza sulle banche Ue passa alla Bce e a **metà dicembre** vi sarà un secondo Tltro. In più potrebbe prendere il via il mercato degli **Abs** (*Asset backed securities*): prima di un **Qe**, quindi, la banca centrale vorrà verificare gli effetti di questi strumenti sull'economia reale.

La bufera sui mercati lascia un segno importante su Btp e spread

Per tali motivi i livelli minimi toccati in questi giorni dal **Bund 10** (0,75%) e dal **Bond Usa 10** (2%) non sono da condividere; prova ne sia il **rimbalzo** di ieri, con il decennale tedesco che sale insieme alle borse allo 0,85% (pochi centesimi in meno rispetto alla scorsa settimana) e quello Usa al 2,20% (10-15 centesimi in meno). L'**Irs 10** sceso in settimana sotto l'1% lo ritroviamo all'1,12%, cioè sui livelli di venerdì scorso.

La bufera sui mercati lascia invece un **segno importante sui Btp** (era salito al 2,7% il dieci anni, oggi sceso al 2,51%, 20 centesimi in più in una settimana), sullo spread che s'impegnava al 2% (oggi 1,66%, 25 cent. in più) e in generale sugli indicatori del costo di rischio interbancario (spread Bund-Irs) e degli **indicatori del costo del funding** per le **banche italiane**, che hanno sofferto il pessimo andamento del settore in borsa: i **Credit default swap** a 5 anni schizzano a 115 bps da 88 di venerdì scorso.