

PIL europeo superiore alle attese, ma preoccupano i deboli investimenti

Per il dato relativo al terzo trimestre, a livello di singoli Paesi crescono Germania e Francia, mentre l'Italia si contrae dello 0,1%

/ Stefano PIGNATELLI

I **rischi** per le prospettive economiche dell'**area Euro** emersi dalla lettura dell'**ultimo bollettino** della **Bce** hanno tenuto banco durante la settimana, anche se l'impatto su rendimenti, tassi e valute a ben vedere è stato decisamente contenuto, come se gli operatori dessero per scontata una **revisione al ribasso** delle prospettive di crescita e inflazione. La Bce ha rivisto al ribasso l'**inflazione** per il **2015 (1%)** e per il **2016 (1,4%)**. Secondo la nostra banca centrale i rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro rimangono orientati al ribasso e in particolare l'**indebolimento** della dinamica di **crescita** nell'area, unitamente all'**acuirsi dei rischi geopolitici**, potrebbe ripercuotersi sul clima di fiducia e soprattutto sugli investimenti privati.

È proprio la **debolezza** degli **investimenti** che preoccupa nonostante il dato sul Pil europeo relativo al terzo trimestre (0,2% trim.; 0,8% tend.) superiore alle attese. A livello di singoli Paesi, la **Germania** torna a **crescere** nel terzo trimestre, seppur di un modesto **0,1% trim.** (1,2% il dato tendenziale), sulla lieve spinta della domanda interna e delle esportazioni nonostante le sanzioni alla Russia. La **Francia** cresce dello **0,3% trim.** sorpendendo gli economisti, ma la spinta maggiore è arrivata dai consumi pubblici e dalle scorte; l'**Italia si contrae** dello **0,1%** rispetto al trimestre precedente. Ottimi i dati di Grecia e Spagna.

Le preoccupazioni della Bce contribuiscono a mantenere bassi i tassi. Il **Bund 10** si affaccia **sotto lo 0,8%** e l'**Irs 10** scende all'**1%**. Sul decennale tedesco siamo appena sopra il minimo storico di 0,76% di un mese fa: in quell'occasione l'Irs 10 scese allo 0,98%.

Siamo quindi sui **minimi**, ma con una differenza importante: a metà ottobre la causa trainante fu il "flight to quality", mentre oggi alla base vi è un **deterioramento delle prospettive macroeconomiche** di lungo termine. Questo, inoltre, potrebbe favorire nuove misure straordinarie da parte della Bce: la conseguente creazione di liquidità continuerà a favorire il mantenimento di rendimenti bassi.

I mercati sono decisamente titubanti sulla **direzione** da prendere sul Bund decennale e quindi sui tassi Irs a medio lungo: aprire una **nuova fase ribassistica** significherebbe credere in **ulteriore peggioramento** delle prospettive economiche e

che gli Usa non alzeranno i tassi proprio perché la frenata europea porterà incertezza sulla crescita globale.

Stante agli attuali elementi in possesso, riteniamo che la **Germania** abbia la **forza** (magari utilizzando più la leva della **spesa pubblica**) di tornare a **crescere** nell'ultima parte dell'anno e nel prossimo. In Germania l'inflazione è allo 0,7% tendenziale. Sul Bund 10, quindi, il rendimento reale puntuale è appena positivo (0,1%): se si considera l'inflazione attesa europea, secondo la Bce (quella attesa tedesca sarebbe ben maggiore e cioè pari all'1,5% per pressioni al rialzo sui salari) il **rendimento reale** risulta ampiamente **negativo** e non in linea con le serie storiche, né con le logiche della dottrina economica.

I Btp continuano a essere acquistati

Per questi motivi, tendiamo ad **escludere un ulteriore ribasso** del rendimento del Bund 10 (a meno di un pesante storno delle borse, ma che per ora sembrerebbe allontanarsi viste le politiche super espansive della BoJ).

Allo stesso tempo viene **momentaneamente meno** il presupposto di un **rialzo** a ruota dei **tassi Usa**: questi incontrano difficoltà a salire nonostante le ottime indicazioni congiunturali, la fine del QE della Fed e le pesanti aste (66 mld) della settimana.

Inoltre, se anche si muovessero al rialzo, cosa che effettivamente è avvenuta se consideriamo l'ultimo mese (il 15 ottobre il Bond Usa 10 era al **2,10%**, oggi è al **2,37%**; il Bund 10 era sui livelli odierni), il titolo tedesco potrebbe continuare a **non seguire il gemello Usa**. In effetti, anche la **correlazione** (misura statistica del legame tra i due titoli) è scesa molto negli ultimi mesi, denotando quindi una maggior autonomia degli andamenti.

I **Btp**, nonostante la performance della nostra economia sia la peggiore in Europa e si moltiplichino le preoccupazioni sui conti pubblici italiani, continuano ad essere acquistati e i **rendimenti non** accennano a **salire**. La tornata di aste è andata bene, con il Tesoro che ha raggiunto circa il **90%** del **funding** previsto per quest'anno.