



Giugno 2009

1. Materie prime: gli speculatori disdegnano la realtà dei mercati

I **corsi delle materie prime** hanno ripreso a salire dal mese di marzo. La debolezza del dollaro, la presa di coscienza che il picco della recessione mondiale è ormai stato raggiunto e le aspettative sull'aumento dell'inflazione concorrono alla rinnovata appetibilità degli investimenti speculativi sulle materie prime. La tendenza al rialzo osservata sui mercati delle materie prime viene rafforzata ancora dalla domanda crescente di metalli non ferrosi provenienti dalla Cina e dalla diminuzione delle scorte di rame sul London Metal Exchange. Non vi è però penuria di metalli non ferrosi, dato che il livello delle scorte è ancora largamente superiore a quello dell'anno precedente.

Anche il **prezzo del petrolio** è risalito durante il mese passato e ha persino superato, nella seconda settimana di giugno, la soglia dei 70 dollari al barile.

Chi negozia in prodotti petroliferi punta su una ripresa della congiuntura mondiale, dopo la pubblicazione di indicatori economici migliori del previsto negli Stati Uniti, in Europa e in Cina. Disdegna però la situazione reale sui mercati (offerta, domanda e scorte), poiché in effetti non ci troviamo di fronte a una penuria di petrolio, né a problemi di approvvigionamento.

Le scorte di petrolio americane restano sempre rassicuranti a dispetto del calo registrato da maggio. Sono non solo superiori al livello del 2008, ma superano anche la media quinquennale.

A livello mondiale, le prospettive della domanda di petrolio greggio rimangono buie. L'Agenzia internazionale dell'Energia (AIE) scommette ancora per quest'anno su un calo marcato della domanda mondiale di petrolio (dell'ordine del 2,9%, che rappresenterebbe la diminuzione più sostenuta dal 1982). L'AIE afferma che le scorte di petrolio nei Paesi dell'OCSE nell'aprile del 2009 superano ancora del 7,5% il livello dell'aprile 2008.

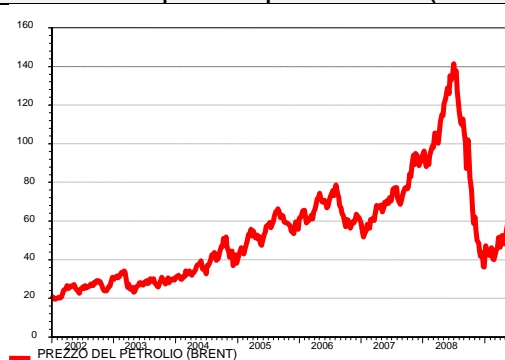
Il prossimo numero di Prospettive economiche sarà pubblicato alla fine di agosto.

L'OPEC, che a seguito delle precedenti riduzioni di petrolio aveva in gran parte sostenuto il corso del petrolio, non ha modificato le quote di produzione nella riunione del 28 maggio.

Dato che le quotazioni petrolifere sono salite e si avvicinano al livello desiderato dal cartello petrolifero, l'OPEC probabilmente non ridurrà più le quote di produzione.

Il recente aumento delle quotazioni dell'oro nero è manifestamente esagerato, vista l'attuale situazione della congiuntura mondiale, delle deboli prospettive di crescita economica per l'anno prossimo e delle scorte sempre elevate. Per questo non escludiamo una correzione dei corsi verso il basso nei prossimi mesi, a condizione che la stagione degli uragani nel Golfo del Messico (che dura fino alla fine di novembre) non provochi gravi danni alle infrastrutture petrolifere.

Solo nella misura in cui la congiuntura si riprenderà nel 2010, i corsi del petrolio aumenteranno in modo definitivo e più sostenuto.

Andamento del prezzo del petrolio dal 2002 (USD/barile)**Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)**

25/06/09	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010
68,3	60	70	75	72

Finito di scrivere il 25 giugno 2009.

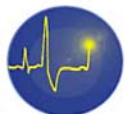
Redazione: Jacques De Pover, Stefan Farkas e il Servizio linguistico.

Maggiori informazioni possono essere ottenute al numero di telefono 02/222 44 71 (J. De Pover) o 02/222 31 20 (S. Farkas).

Direttore responsabile: Frank Lierman – Spaanse Kroonlaan, 27 – 3000 Lovanio.

Dexia Banque, Bd. Pachéco 44 – 1000 Bruxelles.

La riproduzione di elementi di questa pubblicazione è autorizzata se viene citata la fonte. Le informazioni che vi figurano sono date a titolo puramente documentario e non possiamo assumerci responsabilità in merito.



2. Zona euro: i segnali di ripresa si accumulano

Secondo una stima rivista, il PIL della zona euro è calato del 2,5% nel primo trimestre del 2009 rispetto al quarto trimestre del 2008.

E' possibile che l'economia della zona euro abbia raggiunto il livello minimo in questi tre primi mesi del 2009 e che i prossimi trimestri siano meno uggiosi.

L'indicatore del sentimento economico, che sintetizza la fiducia dei consumatori e dei dirigenti d'azienda e dà una buona indicazione sull'evoluzione del PIL, è aumentato in maggio per il secondo mese consecutivo e ha raggiunto il livello più basso dal novembre 2008.

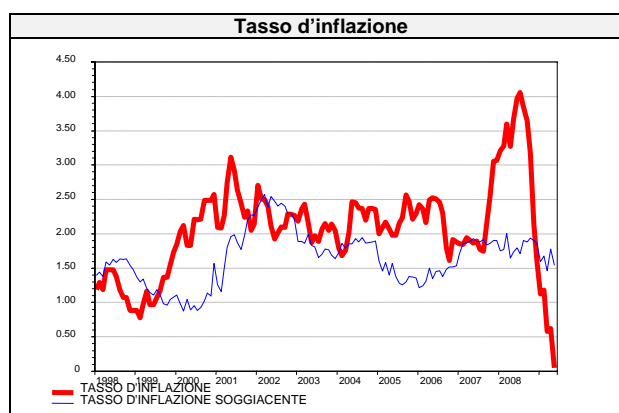
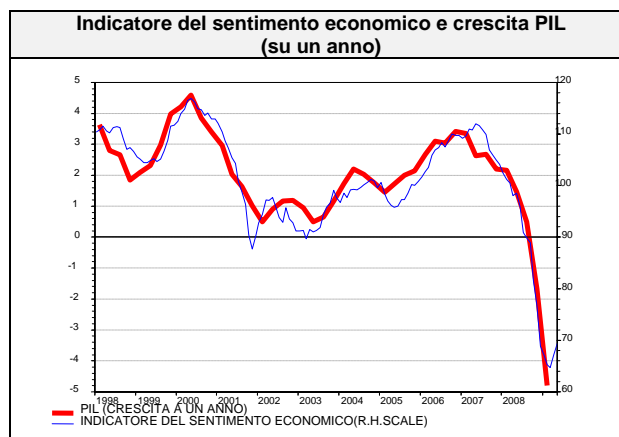
L'indice dei responsabili degli acquisti dell'industria manifatturiera e del settore terziario ha registrato un chiaro progresso in questi ultimi mesi rispetto al punto più basso raggiunto in febbraio. Certo, l'attività in questi due settori si contrae ancora, ma a un ritmo meno sostenuto.

La produzione industriale è nuovamente calata in aprile ed è probabile che questa tendenza si ribalti nei prossimi mesi in ragione della riduzione delle scorte delle imprese. Tuttavia, il debole tasso di utilizzo delle capacità di produzione, combinato alla contrazione degli ordinativi e alla crisi del credito sempre presentissimo, non avrà l'effetto di incitare le imprese a intensificare i propri investimenti a breve termine.

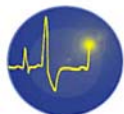
L'inflazione estremamente debole e il rafforzamento della fiducia dei consumatori da aprile sembrano ripercuotersi lentamente nelle spese delle famiglie. Quindi, nell'aprile del 2009, i dettaglianti attivi nella zona euro hanno venduto più che nel mese precedente per la prima volta dal settembre 2008. Il calo delle vendite al dettaglio su base annuale ha chiaramente rallentato. In maggio, nella zona euro, sono state vendute più autovetture che nel mese di maggio del 2008. E' inoltre probabile che questa tendenza al rialzo proseguirà nei prossimi mesi poiché dopo la Germania, la Francia e l'Italia, è la volta della Spagna di stabilire incentivi alla rottamazione.

La ripresa del consumo delle famiglie sarà progressiva, poiché il deterioramento del mercato del lavoro proseguirà nel corso dei prossimi mesi. Il tasso di disoccupazione è passato dal 7,3% dell'aprile 2008 al 9,2% dell'aprile 2009; bisogna risalire all'agosto del 1999 per ritrovare un tasso di disoccupazione ancora più alto nella zona euro.

Nel frattempo, l'inflazione continua a calare nella zona euro, passando dallo 0,62% in aprile allo 0,05% in maggio. Nel corso dei mesi estivi, l'inflazione sarà probabilmente negativo prima di tornare sopra allo 0%. I prezzi al consumo sono in effetti crollati nel secondo semestre del 2008 sulla scia del crollo vertiginoso dei corsi del petrolio. Quest'anno non assisteremo allo stesso scenario, dato che il corso delle materie prime (e in particolare del petrolio) è in crescita da marzo.



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	0,6	-4,0	1,3
Consumo privato	0,3	-0,8	0,9
Investimenti	-0,3	-9,1	1,0
Esportazioni	0,9	-14,3	1,8
Importazioni	1,0	-11,1	2,5
Tasso d'inflazione	3,3	0,5	1,2
Saldo oper. correnti (% PIL)	-1,0	-0,8	-0,6



3. Tassi a breve termine

L'ottimismo sulla **crisi finanziaria**, che ha avuto un'impennata dopo la pubblicazione dei test di solidità delle banche americane, si è amplificato ancora nelle ultime settimane. Tuttavia, nei prossimi mesi, sono possibili nuove fiammate. Inoltre, una grande onda di fallimenti sta toccando le imprese non finanziarie. La crisi finanziaria non è terminata, pur avendo abbandonato la fase più acuta.

I mercati hanno rivisto sensibilmente le proprie aspettative sull'evoluzione del tasso guida, dato che le prospettive congiunturali sono recentemente divenute più negative, che la crisi finanziaria è uscita dalla fase più acuta, che l'impennata dei prezzi petroliferi rifiuta gli scenari di deflazione e che la **Fed** potrebbe difendere il corso del dollaro se questo fosse rimesso in causa. Quindi, il tasso degli IRS a 2 anni è schizzato dall'1,2% del 20 maggio all'1,59% del 24 giugno, suggerendo che la Fed rialzerà i tassi verso lo 0,75% da qui al giugno del 2010 (venendo dallo 0,25% attuale). Certo la banca centrale americana probabilmente non desidererà ripetere l'errore che aveva commesso nel 2003/2004 quando aveva mantenuto il tasso guida per troppo tempo a un livello troppo basso. Ma un rialzo prematuro dei tassi rischierebbe di uccidere la ripresa che si annuncia. Conseguentemente, la Fed rialzerà i tassi quando l'economia avrà preso risolutamente la strada della ripresa. Ciò potrebbe accadere verosimilmente alla fine del 1° semestre 2010.

Nella riunione mensile dell'inizio di giugno la **BCE** ha mantenuto il proprio tasso guida all'1%, pur avendo fortemente ridotto le previsioni di crescita economica. Ha peraltro dichiarato che il livello di questo tasso era appropriato, indicando così di non prevedere di diminuire il tasso Repo durante i prossimi mesi.

La BCE è così rimasta reticente a seguire la via aperta dalla Fed (acquisto massiccio di obbligazioni). Ma dopo tutti questi acquisti da parte della Fed dissipano la sfiducia degli investitori internazionali.

Come per i tassi guida americani, i mercati hanno di recente rivisto le proprie aspettative sull'evoluzione del tasso principale della BCE. Alcuni attori del mercato, che scommettevano su nuove riduzioni di questo tasso, hanno rivisto le proprie anticipazioni, il che ha fatto risalire il tasso dell'IRS a 2 anni (dall'1,70% del 3 giugno all'1,84% attuale). Quest'ultimo tasso ha tendenza a prevedere l'evoluzione del tasso Repo. Sottolineiamo che sarà difficile per la BCE rialzare i tassi mentre la disoccupazione sale e continuerà a farlo. Inoltre, il tasso d'inflazione resterà notevolmente al di sotto del 2%. In questo contesto, una stabilità del tasso Repo all'1% ci sembra lo scenario più probabile.

Tassi a 3 mesi (%)

	25/06/09	T3 2009	T2 2010
Stati Uniti	0,6	0,6	1,3
Zona euro	1,2	1,3	1,6
Regno Unito	1,2	1,2	1,5
Polonia	4,5	4,0	4,1

Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	25/06/09	T3 2009	T2 2010
Stati Uniti	3,9	3,2/4,6	3,2/4,6
Zona euro	3,7	3,3/4,1	3,4/4,2
Regno Unito	4,2	3,7	3,9
Polonia	5,7	5,4	5,1

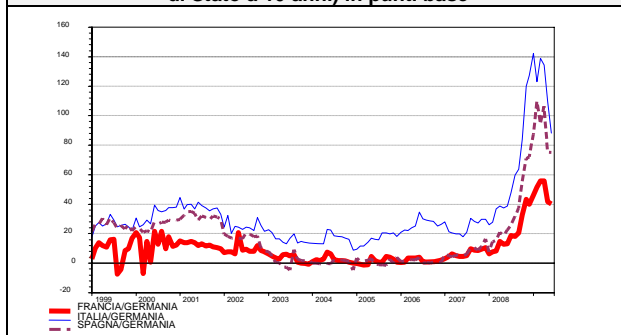
4. Tassi a lungo termine

Dopo essere salito dal 2,21% registrato il 17 dicembre al 4,32% raggiunto il 10 giugno, il tasso degli IRS **americani** a 10 anni ha invertito la rotta, riscendendo al 3,90% il 25 giugno. Una combinazione di diversi fattori spiega l'impennata osservata tra dicembre e l'inizio di giugno:

- Si sono allontanati i timori che si realizzino gli scenari di depressione degli anni '30 o di crisi alla giapponese che si temevano all'inizio dell'anno.
- La fase più acuta della crisi finanziaria sembra terminata, il che incita gli investitori ad acquisire attivi più rischiosi.
- Il finanziamento dell'importante deficit di bilancio (13% del PIL) preoccupa e spinge i tassi verso l'alto.
- La risalita del prezzo dell'oro nero scongiura gli scenari di vera deflazione.

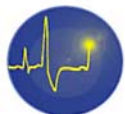
La portata della salita dei tassi obbligazionari era probabilmente esagerata, poiché la ripresa dell'economia sarà lenta e poco entusiasta. La ripresa sarà lenta, il che significa che accanto agli indicatori buoni se ne vedranno altri che saranno negativi. Sui mercati, le fasi di ottimismo e di pessimismo si succederanno, il che significa che i tassi fluttueranno ampiamente. Conseguentemente, il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,9% odierno al 4% nel giugno del 2010. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 3,2% e il 4,6% nel giugno del 2010.

Zona euro: spread rispetto ai "Bund tedeschi" (obbligazione di Stato a 10 anni) in punti base



Nella zona euro, il tasso degli IRS a 10 anni è più stabile del suo corrispondente americano. E' passato dal 3,54% del 15 maggio al 3,85% del 5 giugno e al 3,71% del 25 giugno. Siccome la zona non soffre di un importante deficit della bilancia commerciale come gli USA, è meno dipendente degli investitori internazionali per il finanziamento del deficit di bilancio. Il tasso degli IRS a 10 anni è così sceso al di sotto del suo corrispondente americano per la prima volta dal dicembre 2008. Ha in effetti seguito solo in parte l'ascesa dei tassi d'Oltreoceano. Malgrado ciò, il tasso degli IRS è in aumento in Europa. L'impennata dei deficit di bilancio e l'abbondanza di emissioni esercitano una pressione al rialzo sui tassi. Questa pressione è però temperata dall'inesistenza dell'inflazione e dalla profonda recessione.

Nei prossimi 12 mesi il tasso degli IRS dovrebbe fluttuare largamente secondo le onde di ottimismo e di pessimismo che si succederanno. Il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,71% odierno al 3,8% nel giugno del 2010. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 3,4% e il 4,2% nel giugno del 2010.



5. Stati Uniti: una ripresa a W possibile in un contesto di crescita lenta e modesta

La fase di calo rapido e accentuato dell'attività economica è terminata. Le imprese avevano reagito alla tempesta finanziaria di settembre riducendo drasticamente le scorte e la produzione. Visto che questo processo di riduzione delle scorte è in buona parte conclusa, si disegna all'orizzonte una ripresa tecnica.

Si possono peraltro scartare gli scenari più neri (depressione stile anni '30). Dallo scoppio della tempesta in settembre, i crediti al consumo sono diminuiti solo moderatamente e le famiglie hanno mantenuto il sangue freddo di fronte alla serie nera di cattive notizie.

Tradizionalmente, una recessione è seguita da un forte rilancio dell'economia. Continuiamo a escludere un tale scenario, prevedendo una ripresa lenta e modesta. In effetti le famiglie hanno probabilmente tratto lezioni dalla crisi, riducendo gradualmente il proprio indebitamento e aumentando il risparmio. In questi due settori sembra esserci un cambiamento di mentalità. Inoltre, le distruzioni di posti di lavoro sono massicce, il che frenerà il rilancio dei consumi. Peraltro, visto il basso livello di utilizzo delle capacità di produzione, insieme alle difficoltà nel reperire credito, gli investimenti delle imprese saranno limitati. Infine, vi sarà un altissimo numero di fallimenti, poiché la moda delle mega-acquisizioni e delle *private equities* ha resa fragile la struttura finanziaria di una serie di grandi imprese.

Una ripresa a W ci sembra la più probabile: pensiamo in effetti che la ripresa sarà lenta e modesta. L'evoluzione del PIL non è però lineare. In effetti vedremo uno o più trimestri largamente positivi (fase d'ottimismo) seguiti da uno o più trimestri vicini alla stagnazione o del tutto negativi (fase di pessimismo). Il profilo sarà quindi a forma di W, anche se appiattendolo le fluttuazioni trimestrali, si arriva a una ripresa lenta e modesta.

Prevediamo un andamento del PIL sul -2,5% nel 2009 e sul 2% nel 2010.

L'inflazione è entrata in territorio negativo da dicembre, con i prezzi al consumo in calo dell'1% tra maggio 2008 e maggio 2009. Tuttavia, due elementi si opporranno a una vera deflazione: il rimbalzo recente dei prezzi petroliferi e la progressione rapida dei salari. In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dal 3,8% nel 2008 al -0,8% nel 2009 e all'1,5% nel 2010.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	1,1	-2,5	2,0
Consumo privato	0,2	-0,7	1,7
Investimenti delle imprese	1,6	-20,3	-3,0
Costruzione residenziale	-20,8	-22,0	0,2
Esportazioni	6,2	-13,1	1,1
Importazioni	-3,5	-15,2	1,7
Tasso d'inflazione	3,8	-0,8	1,5
Saldo oper. correnti (% PIL)	-4,9	-3,4	-3,8
Saldo budgetario (% PIL)	-4,8	-13,0	-9,2
Tasso di risparmio delle famiglie	1,8	5,0	5,0

6. Mercati dei cambi: l'euro riprende il fiato dopo una bella ascesa

Tra l'inizio di maggio e l'inizio di giugno l'euro si è costantemente apprezzato per poi fluttuare entro un margine stretto. Ha tratto profitto dall'ottimismo sulla congiuntura mondiale, che ha indebolito l'appetibilità del dollaro come valore rifugio.

A breve termine, i mercati dei cambi saranno influenzati sensibilmente dalla pubblicazione degli indicatori macroeconomici negli Stati Uniti e nella zona euro. I corsi dei cambi resteranno conseguentemente molto volatili.

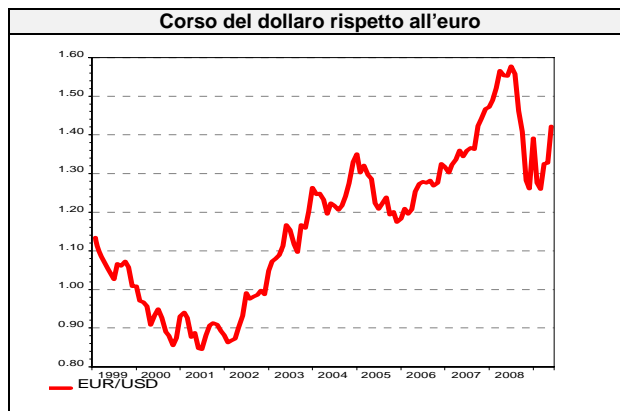
Dopo l'apprezzamento dell'euro in maggio, non è esclusa una correzione temporanea al ribasso della moneta unica europea. Tuttavia, passata questa eventuale correzione, l'euro si apprezzerà probabilmente l'anno prossimo rispetto al dollaro.

Man mano che l'economia mondiale proseguirà la sua ripresa, gli investitori cercheranno investimenti più rischiosi. Il tasso a breve termine nella zona euro resterà superiore a quello osservato negli Stati Uniti e il deficit della bilancia americana delle operazioni correnti con l'estero resterà superiore a quello della zona euro, malgrado il recente miglioramento.

Le misure non tradizionali della BCE (acquisto di obbligazioni) restano limitate rispetto a quelle decise dalla Riserva Federale.

L'inquietudine rispetto all'aumento del deficit di bilancio negli Stati Uniti costituisce un altro punto debole del biglietto verde.

In questi ultimi mesi la Cina, la Russia e il Brasile hanno annunciato che avrebbero utilizzato in modo sempre più frequente le proprie divise al posto del dollaro nel quadro degli scambi commerciali internazionali. Se questi Paesi passassero dalle parole ai fatti e dividessero maggiormente le loro gigantesche riserve in divisa, questa decisione avrebbe l'effetto di rafforzare la pressione che pesa sul dollaro americano. Questo scenario ci sembra però poco plausibile a breve o a medio termine, nel senso che ci aspettiamo sicuramente un deprezzamento del biglietto verde, ma non un suo crollo.



Tassi di cambio

	25/06/09	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010
EUR/USD	1,40	1,36	1,41	1,43	1,45
USD/JPY	96	98	100	102	105
EUR/CHF	1,52	1,50	1,50	1,50	1,49
EUR/GBP	0,85	0,87	0,86	0,84	0,82