



Aprile 2009

1. Materie prime: la speranza di un miglioramento della congiuntura spinge in su i prezzi

I prezzi delle materie prime sono rimbalzati in marzo e in aprile. I primi indicatori incoraggianti negli Stati Uniti e in Europa e le misure annunciate dal G20 hanno in effetti ravvivato la speranza di un miglioramento della congiuntura e quindi di un aumento della domanda di materie prime. Gli investitori sono tornati massicciamente a investimenti che comportano rischi maggiori, come le azioni e le materie prime.

I prezzi del petrolio greggio hanno anch'essi approfittato di questo aumento di ottimismo. Tuttavia, anche alcuni fattori specifici hanno spinto al rincaro i prezzi petroliferi.

L'OPEC ha infatti ridotto la produzione al fine di sostenere le quotazioni dell'oro nero. Questa organizzazione non ha certo modificato le quote di produzione nella riunione del 15 marzo, ma ha chiamato i suoi membri a rispettare più scrupolosamente le riduzioni di produzione convenute precedentemente (4,2 milioni di barili al giorno dal settembre 2008). Nella pratica, questa decisione equivale quasi a una nuova diminuzione della produzione.

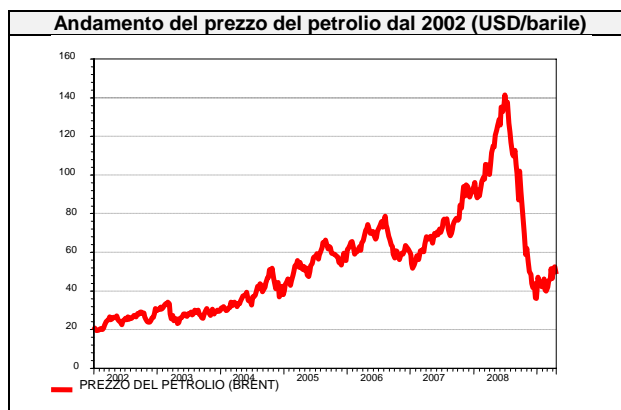
L'OPEC è quindi pervenuta a fare meglio coincidere la sua offerta con il calo della domanda. Così facendo ha fortemente consolidato il meccanismo di fissazione dei prezzi del petrolio.

Tuttavia, per il momento le importanti scorte di petrolio e la debolezza della domanda dei Paesi consumatori sono altrettanti freni a un aumento accelerato dei prezzi del barile.

L'Agenzia Internazionale dell'energia (AIE) stima che nel febbraio 2009 le scorte di petrolio nei Paesi dell'OCSE erano aumentate del 7,2% rispetto al febbraio 2008. Le scorte di petrolio americane si trovavano il 17 aprile al loro livello massimo dal settembre 1990.

L'AIE si aspetta per il 2009 una riduzione del 2,8% della domanda mondiale di petrolio greggio rispetto al 2008. Nel 2008 questa domanda era già calata dello 0,4% rispetto al 2007. Dovrebbe aumentare solo a partire dal 2010.

Secondo le nostre stime, i prezzi del barile aumenteranno a partire dal 2010. Non pensiamo però di rivivere l'aumento spettacolare al quale avevamo assistito nel primo semestre del 2008, poiché da una parte la ripresa economica sarà lenta e, d'altra parte, la capacità di produzione di riserve dell'OPEC è schizzata all'insù a seguito del presente calo della produzione. Il cartello petrolifero potrà allora assorbire agevolmente brusche variazioni dell'offerta o un aumento inatteso della domanda.



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

23/04/09	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010
49,8	52	56	62	63

Finito di redigere il 23.04.09.

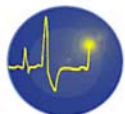
Redazione: Jacques De Pover, Stefan Farkas e il Servizio linguistico.

Maggiori informazioni possono essere ottenute al numero di telefono 02/222 44 71 (J. De Pover), 02/222 31 20 (S. Farkas) o 02/222 48 12 (O. Lohest).

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 indicandone la fonte. Le informazioni che vi figurano sono date a titolo puramente documentario e non possiamo assumerci responsabilità in merito.



2. Zona euro: l'inflazione è al minimo storico

Dopo un quarto trimestre 2008 disastroso, gli indicatori congiunturali mostrano sempre un calo nella zona euro nel primo trimestre del 2009. L'indicatore del sentimento economico, che è un buon barometro dell'evoluzione del PIL, ha raggiunto in marzo un livello minimo storico.

I consumatori sono essenzialmente preoccupati dalla situazione economica e dagli sviluppi osservati sul mercato del lavoro. Tuttavia, in marzo la propensione a realizzare acquisti più importanti era in aumento rispetto a gennaio e in febbraio.

Questa constatazione va collegata all'aumento di ottimismo osservato presso i dettaglianti. Diversi elementi sono in effetti propizi al consumo delle famiglie. Gli stipendi reali aumentano e rafforzano il potere d'acquisto. I prezzi dei carburanti sono sempre nettamente inferiori a quelli registrati un anno fa. Infine, i tassi di interesse sono molto deboli.

Tuttavia, questi fattori non arrivano provvisoriamente a compensare l'evoluzione molto negativa del mercato del lavoro e pesano allora sulla fiducia dei consumatori, che non decolla. Tra l'aprile del 2008 e il febbraio 2009, il numero di disoccupati è aumentato ogni mese. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto in febbraio il suo livello più elevato dal maggio del 2006.

La fiducia dei consumatori, che ha raggiunto il suo livello minimo storico, pesa sulle vendite al dettaglio, che continuano a calare. L'immagine data dal consumo delle famiglie è però più sfumata. Le vendite di autovetture nel primo trimestre di quest'anno erano nettamente meno negative che non nel quarto trimestre del 2008; questo dato si spiega principalmente con gli incentivi alla rottamazione in vigore in diversi Paesi della zona euro.

Il pessimismo dei dirigenti d'azienda nell'industria, nel settore della costruzione e nel settore terziario si è nuovamente rinvigorito in marzo, principalmente a causa del nuovo calo degli ordinativi (tanto di quelli all'esportazione e della costruzione che di quelli complessivi dell'industria).

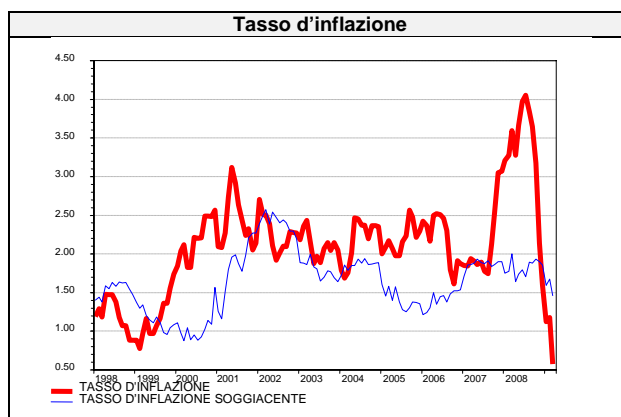
Un miglioramento è però in vista: in marzo e in aprile gli indici dei responsabili degli acquisti dell'industria manifatturiera e del settore terziario hanno certo ancora indicato una contrazione dell'attività, ma a un ritmo meno sostenuto che in febbraio.

Nell'intervallo, l'accrescimento del numero di mutui concessi alle famiglie e alle imprese continua a decrescere, anche se non si può ancora parlare di un crollo del numero di mutui accordati quale quello avvenuto nel Regno Unito.

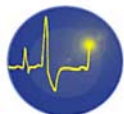
L'inflazione è in calo, allo 0,58% nel marzo del 2009; con un tale tasso, l'inflazione non era mai stata così debole nella zona euro.

I prezzi delle materie prime sempre così bassi e la debolezza della domanda domestica avranno per effetto di contenere l'inflazione nel corso dei prossimi mesi.

Non prevediamo comunque un periodo di deflazione. Un'eventuale inflazione negativa nel corso dei prossimi mesi sarà solo un fenomeno temporaneo, in quanto la diminuzione brutale e rapida delle quotazioni petrolifere nel secondo semestre del 2008 indurrà un effetto di base sfavorevole nella seconda metà del 2009; quindi, durante quest'ultimo periodo, il ritmo annuale di aumento dei prezzi al consumo si accelererà.



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	0,7	-2,4	1,3
Consumo privato	0,4	-1,0	0,8
Investimenti	-0,1	-6,4	0,8
Esportazioni	1,1	-9,6	1,6
Importazioni	1,2	-7,2	2,1
Tasso d'inflazione	3,3	0,6	1,3
Saldo oper. correnti (% PIL)	-0,7	-0,5	-0,4



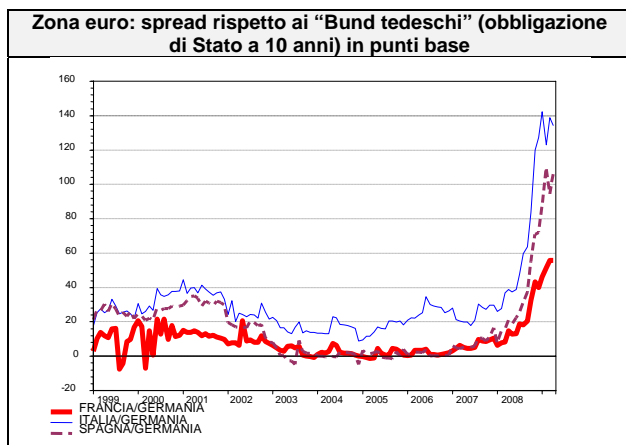
3. Tassi a breve termine

La pubblicazione dei primi risultati finanziari delle banche americane relativi al 1° trimestre ha riservato buone sorprese. Inoltre, i dati provenienti dall'economia hanno permesso di ridurre la probabilità che sussistesse uno scenario catastrofico con numerosi fallimenti e nuove riserve importanti sul credito.

Il pessimismo, che era davvero nero, si è quindi recentemente attenuato, il che si riflette nel guizzo delle azioni del settore bancario in Borsa e il calo degli spread dei tassi a breve termine. La fiducia verso il settore bancario, che era al minimo, sembra riprendersi.

E' però largamente prematuro prevedere una fine rapida della crisi. I "credit-default swaps" (CDS), che permettono di coprirsi in particolare contro il rischio di default di una banca, restano a un livello elevato, anche se si sono allontanati dal loro apice. Sono peraltro possibili nuovi sussulti, in particolare a seguito dell'eventuale fallimento di General Motors, delle possibili reticenze del Congresso americano a lanciarsi in un 3° giro eventuale di aiuto pubblico, dell'aumento atteso dei fallimenti nella scia della dura recessione.

La Fed ha dichiarato che manterrà il tasso guida (attualmente allo 0% / 0,25%) a un livello eccezionalmente basso per un certo tempo. La pubblicazione delle statistiche più recenti non dovrebbe rimettere in causa questa decisione. Il presidente della Fed ha anche segnalato che rialzerà i tassi quando l'economia inizierà un nuovo decollo. Questo rialzo potrebbe avvenire alla fine del 1° semestre 2010.



All'inizio di aprile, la BCE ha sorpreso i mercati abbassando solo dello 0,25% il tasso base all'1,25%. Ricordiamo che in passato ha deluso diverse volte la speranza di calo dei tassi. Un tasso dell'1% potrebbe essere raggiunto in maggio e segnare la fine del movimento di riduzione. Una riduzione oltre questo periodo non è però esclusa se il marasma dell'economia si prolungherà e si amplificherà.

Tassi a 3 mesi (%)

	23/04/09	T3 2009	T2 2010
Stati Uniti	1,1	1,0	1,4
Zona euro	1,4	1,4	1,9
Regno Unito	1,5	1,4	1,5
Polonia	4,1	3,9	4,0

4. Tassi a lungo termine

Negli Stati Uniti, il 18 marzo il mercato obbligazionario era stato scosso dall'annuncio che la Fed avrebbe acquisito obbligazioni del Tesoro nei 6 mesi a venire. Dopo questa sorpresa, il tasso degli IRS a 10 anni era sceso di 38 pb, al 2,78%. L'effetto di questo annuncio è stato però temporaneo e il tasso è risalito. Diversi elementi spiegano questo recupero: statistiche meno negative sull'evoluzione dell'economia, il rimbalzo delle Borse e l'importante volume delle emissioni obbligazionarie al fine di finanziare l'enorme deficit di bilancio.

Per quanto riguarda l'avvenire, i tassi obbligazionari resteranno a un livello misurato per un certo tempo. In effetti la Fed non ha interesse a fare in modo che i tassi obbligazionari salgano troppo. Inoltre, l'inflazione è inesistente e il tasso guida è vicino allo 0. A medio termine, il tasso degli IRS a 10 anni potrebbe crescere quando l'economia risalirà la china. Conseguentemente, il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,08% odierno al 3,4% in aprile 2010. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 2,6% e il 3,9% nell'aprile del 2010.

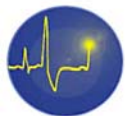
Nella zona euro, il tasso degli IRS a 10 anni è cresciuto dopo l'ultima riunione della BCE. Il mercato obbligazionario ha digerito male la decisione di ridurre il tasso guida solo di 25 pb. Si allontana anche la speranza di nuovi cali sensibili di questo tasso. Altri fattori hanno contribuito all'aumento del tasso degli IRS: le esperienze di acquisto, da parte delle banche centrali americana e britannica, di obbligazioni del proprio Tesoro, non hanno prodotto un vero calo dei tassi delle obbligazioni. Inoltre, dei segni suggeriscono che il peggio della recessione mondiale è dietro di noi. Vi è stato anche il recupero delle Borse.

Durante i prossimi mesi, il tasso degli IRS resterà poco elevato, poiché la congiuntura europea resterà negativa nei prossimi mesi. A medio termine, scommettiamo su un leggero irrigidimento dei tassi, quando la crisi finanziaria si allontanerà. Il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,48% attuale al 3,4% nel luglio 2009 e al 3,7% nell'aprile 2010. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 3,1% e il 3,8% nel luglio 2009 e tra il 3,2% e il 4,1% nell'aprile 2010.

Gli spread tra i tassi obbligazionari dei diversi Paesi della zona euro, che avevano raggiunto un livello esagerato, sono scesi nettamente nel corso delle ultime settimane.

Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	23/04/09	T3 2009	T2 2010
Stati Uniti	3,1	2,5/3,4	2,6/3,9
Zona euro	3,5	3,1/3,8	3,2/4,1
Regno Unito	3,8	3,5	3,6
Polonia	5,1	5,0	4,8



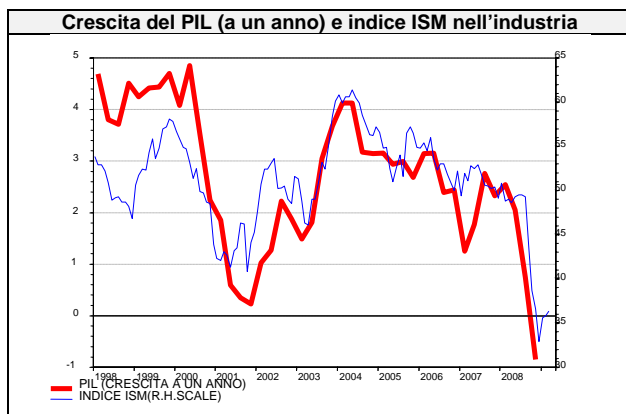
5. Stati Uniti: le statistiche smentiscono fino ad oggi gli scenari catastrofici

Smentendo le previsioni più negative sull'evoluzione dell'economia, diverse statistiche continuano a sorprendere positivamente. Certo sono lungi dall'essere brillanti, ma non coincidono con gli scenari catastrofici previsti da certe istituzioni. In primo luogo, vi è l'evoluzione dei consumi, largamente la componente principale del PIL. Vi è anche il rimbalzo impressionante degli ordinativi in marzo. E' un buon presagio per il 2° trimestre. Diversi indicatori, relativi agli immobiliari, mostrano segni di stabilizzazione in questo settore in profonda recessione. E' vero che la caduta del tasso dei mutui ipotecari e dei prezzi immobiliari offre opportunità agli investitori.

Sottolineiamo che se pure vi sono barlumi di speranza, il PIL nel 1° trimestre sarà nettamente negativo a causa di un importante movimento di riduzione delle giacenze. Tuttavia, quando le scorte raggiungeranno il livello minimo, si avvierà una ripresa tecnica.

Tuttavia, la ripresa sarà lenta e modesta se c'è da tenere conto delle precedenti uscite dalla recessione, considerando in particolare le distruzioni massicce di posti di lavoro, la convalescenza della macchina dei crediti e l'assenza di una vera locomotiva dell'economia mondiale.

La caduta dell'**inflazione** è impressionante, in quanto il tasso di inflazione è ritornato da un massimo del 5,4% in luglio allo -0,4% in marzo. Il tasso d'inflazione negativo negli ultimi 6 mesi. Tuttavia, gli USA non andranno del tutto in deflazione.



6. Mercati dei cambi: l'euro non riesce a conservare quel che guadagna

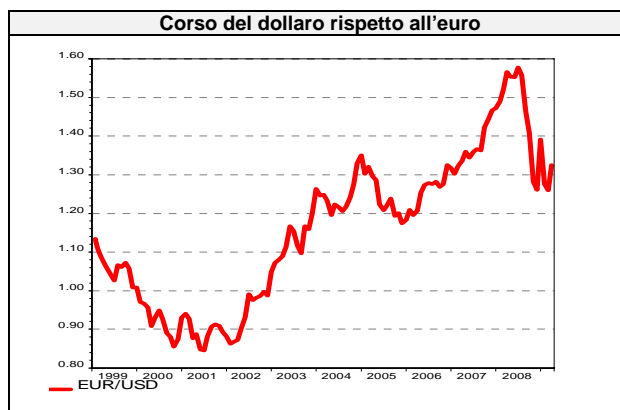
A breve termine, i mercati dei cambi resteranno molto volatili e le fluttuazioni dell'euro e del dollaro potrebbero essere molto marcate in reazione alla pubblicazione di indicatori economici, a seconda se saranno al di qua o al di là delle aspettative dei mercati finanziari.

Un ultimo calo dei tassi dalla BCE e l'adozione da parte della BCE di una politica "di ammorbidimento monetario quantitativo" potrebbero a breve termine spingere al ribasso l'euro.

A più lungo termine, tuttavia, pensiamo che l'euro si apprezzerà nuovamente rispetto al dollaro americano.

Parallelamente alla moltiplicazione di segnali che attestano che il picco della recessione mondiale è ormai alle spalle, gli investitori optano per investimenti più rischiosi, e l'utilità del dollaro in quanto valore rifugio si riduce. Inoltre, i tassi a lungo termine nella zona euro restano superiori a quelli in vigore negli Stati Uniti, il che rende l'euro relativamente più attraente. Il deficit di bilancio e dei conti correnti con l'estero della zona euro (in percentuale del PIL) è inferiore a quello degli Stati Uniti.

Infine, la Cina sembra meno incline a investire le proprie riserve in dollari; questo Paese desidera incoraggiare l'utilizzo dello yuan negli scambi commerciali con l'estero e ridurre quindi la sua dipendenza rispetto al dollaro americano. E' la ragione per la quale la Cina ha concluso questi ultimi mesi degli swap su divise con un certo numero di Paesi.



Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	1,1	-1,9	2,0
Consumo privato	0,2	-1,0	1,7
Investimenti delle imprese	1,6	-13,9	-1,5
Costruzione residenziale	-20,8	-17,1	-0,4
Esportazioni	6,2	-14,2	1,0
Importazioni	-3,5	-13,2	1,8
Tasso d'inflazione	3,8	-0,8	1,3
Saldo oper. correnti (% PIL)	-4,7	-3,2	-3,5
Saldo budgetario (% PIL)	-5,8	-11,5	-8,6
Tasso di risparmio delle famiglie	1,8	5,0	4,8

Tassi di cambio

	23/04/09	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010
EUR/USD	1,29	1,27	1,31	1,35	1,36
USD/JPY	99	98	100	102	105
EUR/CHF	1,51	1,51	1,50	1,50	1,49
EUR/GBP	0,89	0,90	0,88	0,86	0,84