



Gennaio 2010

1. Materie prime: dopo l'offensiva invernale, il prezzo dell'oro nero è in ribasso

L'anno scorso i prezzi delle materie prime sono aumentati; il progresso del 34,6% dell'indice CRB ha compensato largamente la caduta (del 24%) registrata nel 2008.

Il prezzo del petrolio non è sfuggito all'aumento osservato sui mercati delle materie prime. Sottolineiamo tuttavia, che il rimbalzo dei prezzi del petrolio registrato fino all'inizio del gennaio non era correlato in alcun modo a un'eventuale penuria di greggio. A livello mondiale l'offerta può seguire senza problemi la domanda di oro nero, e le scorte di petrolio restano allo stesso livello.

Secondo le statistiche settimanali del Ministero Americano dell'energia, gli americani continuano a disporre di scorte di petrolio greggio e di prodotti petroliferi che sono ben più cospicue di quelle dell'inizio del 2009.

Al termine della riunione del 22 dicembre, l'OPEC non ha modificato le quote di produzione e rivedrà nuovamente la propria politica in marzo.

Provvisoriamente la domanda elevata di combustibile durante l'inverno sosterrà i prezzi petroliferi. Abituamente questa domanda comincia a diminuire a partire dalla primavera, fenomeno che dovrebbe teoricamente trascinare al ribasso i prezzi a partire dal secondo trimestre.

Nondimeno, non è certo che questo scenario si concretizzerà. I mercati finanziari continueranno ad anticipare un miglioramento della congiuntura mondiale, il che riduce le possibilità di calo durevole dei prezzi del greggio.

D'altra parte, non ci si attende neanche un aumento esagerato dei prezzi dell'oro nero nell'anno a venire. In effetti, la domanda globale di petrolio greggio non dovrebbe aumentare in modo spettacolare, perché la crescita dell'economia mondiale resterà moderata e i prezzi petroliferi – attualmente già elevati – spingeranno a un consumo più parsimonioso. Per quest'anno l'Agenzia internazionale dell'energia prevede che la domanda mondiale di petrolio greggio aumenti dell'1,7% (dopo avere registrato una caduta dell'1,5% nel 2009). Invece l'OPEC ritiene che nel 2010 questa domanda aumenterà solo dell'1%. Inoltre, l'OPEC dispone di capacità di produzione non utilizzate sufficienti per estrarre più oro nero, nel caso in cui la domanda di petrolio aumentasse più del previsto.



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

26/01/10	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011
73,0	71	75	80	86

Finito di redigere il 26 gennaio 2010.

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).

Editore 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: la disoccupazione, un ostacolo sulla strada dei consumi

Per la prima volta dal 1° trimestre 2008, il PIL ha ritoccato i livelli di crescita del terzo trimestre dell'anno scorso (precisamente, +0,4% su base trimestrale) e ha proseguito sul proprio slancio nel trimestre seguente.

In tal modo, in novembre la produzione industriale ha più che compensato il calo di ottobre. Gli indici dei direttori degli acquisti, che avevano raggiunto il proprio livello più basso nel febbraio del 2009, sono da allora cresciuti, annunciando un'espansione sostenuta dell'attività.

In questi ultimi mesi la fiducia dei consumatori e quella dei dirigenti d'impresa continuano a risalire la china, il che ha permesso all'indicatore del sentimento economico, che dà una buona immagine dell'evoluzione economica, di raggiungere in dicembre il livello più elevato dal giugno del 2008.

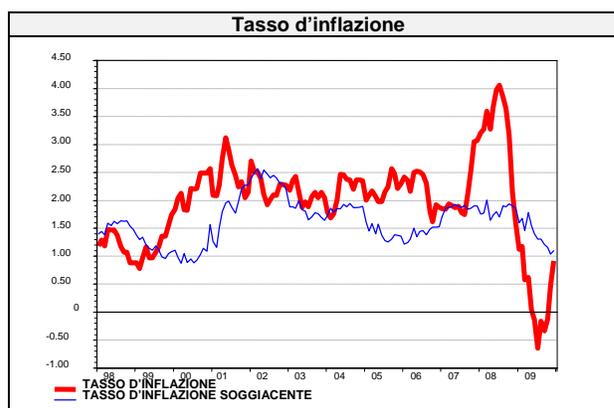
Tuttavia, la ripresa economica non sarà sempre facile. Malgrado il loro ottimismo crescente, i consumatori non gettano il denaro dalla finestra. Le vendite al dettaglio sono precipitate in novembre. Fortunatamente le vendite di autovetture (che in un certo numero di Paesi della zona euro sono ancora stimolate dagli incentivi alla rottamazione) sono riuscite a limitare un po' i danni.

Il comportamento esitante dei consumatori è spiegabile con l'aumento della disoccupazione e con l'importanza del disavanzo di bilancio.

Nei prossimi mesi la produzione industriale e le esportazioni accelereranno a un ritmo accresciuto. Secondo l'inchiesta mensile della Commissione Europea, per il sesto mese consecutivo le imprese hanno registrato in dicembre più ordini all'esportazione e più ordini totali. Inoltre, le imprese dovranno ricostituire le proprie scorte per poter rispondere all'aumento della domanda.

Nel 2010 l'aumento della produzione e il miglioramento delle prospettive congiunturali spingeranno le imprese a riprendere gli investimenti. Anche in questo settore, però, il ritmo della crescita sarà misurato, dato il tasso di utilizzo ancora estremamente basso delle capacità di produzione.

L'inflazione è passata dallo 0,47% in novembre allo 0,92% in dicembre. Quest'anno l'inflazione media dovrebbe aumentare, spinta dall'incremento dei prezzi delle materie prime (principalmente dell'energia) e dalle prospettive di deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro. Tuttavia, alcuni fattori tempereranno anche la pressione sui prezzi: in particolare, il volume delle capacità di produzione non utilizzate e l'evoluzione salariale estremamente moderata.



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	0,5	-3,9	1,5
Consumo privato	0,4	-0,9	0,8
Investimenti	-0,7	-10,6	1,1
Esportazioni	0,8	-13,5	4,0
Importazioni	0,9	-11,4	4,0
Tasso d'inflazione	3,3	0,3	1,3
Saldo oper. correnti (% PIL)	-1,5	-0,7	-0,6



3. Tassi a breve termine

Mentre i segnali di ripresa dell'economia si moltiplicano e l'inflazione ha nettamente superato la barra dello 0% che separa la deflazione dall'inflazione, ci si può chiedere se la Fed potrebbe mettere fine alla politica di iniezioni massicce e rialzare il tasso guida, che si attesta ora a un livello molto modesto.

Basandosi sul passato, non avrà fretta e agirà molto gradualmente. Inoltre, la macchina dei crediti, ingranaggio essenziale dell'economia che esamina attentamente, è in un cattivo stato malgrado dei segnali di miglioramento. Infine, è cosciente che la riduzione dell'importante deficit delle finanze pubbliche potrebbe pesare sull'economia nel 2011.

Prima di alzare il tasso guida, si trova davanti al compito delicato di ridurre le enormi iniezioni di liquidità. Ha già cominciato a ridurre o persino a sopprimere alcuni dei programmi di iniezioni di liquidità. In seguito rialzerà il tasso guida verso un livello più normale. Porterà questo tasso allo 0,5% nel settembre 2010, all'1% nel dicembre 2010 e all'1,25% nel marzo del 2011, ossia a un livello ancora estremamente basso.

Nella sua riunione di inizio dicembre, la BCE ha ritenuto che tutte le misure eccezionali di sostegno massiccio al sistema finanziario non siano più necessarie. Ha così preso le prime decisioni in questo senso.

Un rialzo del tasso guida non è però all'ordine del giorno. Nella sua strategia per uscire dalla crisi, agirà prudentemente al fine di evitare un nuovo accesso di febbre del sistema finanziario e una ricaduta nella recessione. Per questo ridurrà innanzitutto gli apporti massicci di liquidità alle banche. In seguito spingerà i tassi interbancari (l'EONIA e l'euribor) al di sopra del tasso guida. Infine, quando sarà certa che l'economia è uscita dal tunnel, alzerà il proprio tasso guida (tasso Repo).

Un primo rialzo interverrebbe alla fine dell'estate, un secondo alla fine dell'anno e un terzo nella primavera del 2011. Il tasso Repo andrà così dall'1% attuale all'1,25% nel settembre del 2010, all'1,5% nel dicembre 2010 e all'1,75% nel marzo del 2011.

Tassi a 3 mesi (%)

	26/01/10	T2 2010	T1 2011
Stati Uniti	0,3	0,5	1,5
Zona euro	0,7	1,1	2,0
Regno Unito	0,7	0,8	1,4
Polonia	4,2	4,3	4,6

Tassi a 10 anni (IRS) (%)

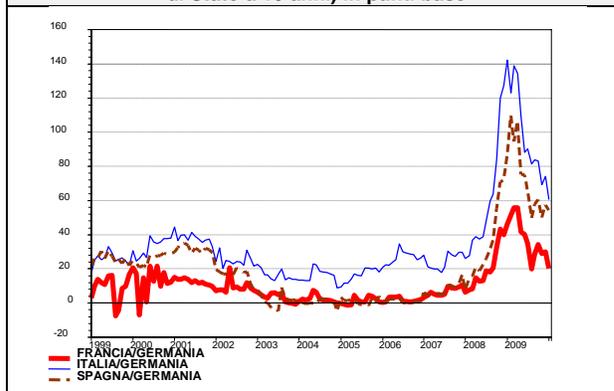
	26/01/10	T2 2010	T1 2011
Stati Uniti	3,7	3,2/4,4	3,4/4,8
Zona euro	3,4	3,4/3,9	3,4/4,4
Regno Unito	4,0	4,1	4,8
Polonia	5,7	5,9	6,2

4. Tassi a lungo termine

Negli USA, il tasso degli IRS a 10 anni è rimbalsato, passando dal 3,27% del 30 novembre al 3,72% del 26 gennaio. Gli indicatori relativi all'attività economica continuano a sorprendere positivamente ed è riapparsa l'inflazione, fenomeno che ha forse spinto gli investitori alla prudenza. Questo aumento avrebbe potuto essere anche più ampio, ma i mercati sono stati assicurati dalle dichiarazioni della Fed, che suggeriscono che la banca manterrà ancora per un po' di tempo i tassi a breve termine a un livello molto basso.

Durante i prossimi 12 mesi è prevedibile un aumento moderato dei tassi obbligazionari. In effetti il mercato obbligazionario potrebbe anticipare il rialzo del tasso guida. La diffidenza degli investitori internazionali (tra le quali le banche centrali asiatiche) rispetto agli USA potrebbe anche influenzare i tassi. Infine, il finanziamento dell'importante deficit di bilancio potrebbe entrare in concorrenza con la ripresa della domanda di mutui di investimento e di mutui ipotecari, ripresa che potrebbe arrivare nella seconda parte dell'anno. Conseguentemente, il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,72% attuale al 4,4% nel gennaio 2011.

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



Il tasso degli IRS europei a 10 anni non ha veramente seguito la crescita del suo corrispondente americano. I segni di ripresa dell'economia europea sono meno numerosi che negli USA. Inoltre, l'inflazione vi è riapparsa meno forte.

Il tasso europeo è poco volatile. Fluttua dalla metà di marzo all'interno di una forchetta stretta (3,38% / 3,85%).

Nei prossimi 12 mesi, questo tasso sarà oggetto di una leggera tendenza al rialzo, seguendo in parte l'apprezzamento dei tassi americani. Due altri elementi contribuiranno a questo movimento: 1° l'aumento dei deficit di bilancio; 2° la politica, che diventerà meno iper-generosa della BCE, specialmente per quel che riguarda l'apporto dei fondi a più lungo termine. Questa tendenza all'aumento dei tassi sarà però temperata dall'indebolimento dell'inflazione, dalla crescita persistente della disoccupazione e dalla forza dell'euro, che riduce il margine di manovra della BCE.

Il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,43% attuale al 3,6% in aprile 2010 e al 4% in gennaio 2011.

Gli spread tra, da un lato, i tassi obbligazionari tedeschi e, dall'altro, i tassi greci, sono recentemente aumentati. L'aumento del debito pubblico greco, entrato in un meccanismo a palla di neve, sarà difficile da arrestare. Anche lo spread spagnolo è stato influenzato in una certa misura (aumento di circa 20 pb). Queste tensioni si sono propagate agli spread dell'Italia e leggermente a quello del Belgio.



5. Stati Uniti: ripresa poco entusiasmante ma durevole

La ripresa dell'attività economica si è ancora rafforzata alla fine dell'anno scorso: i consumi sono in ripresa e hanno raggiunto un ritmo di crescita di circa il 2% nel secondo semestre. L'attenuazione della crisi finanziaria ha comportato una ripresa dei consumi; in effetti, nel settore delle vendite di autovetture, molto sensibili al credito, le vendite sono chiaramente aumentate, malgrado la fine degli incentivi alla rottamazione. Anche le esportazioni sono rimbaltate, specialmente verso l'Asia. Infine, l'effetto dell'importante riduzione delle scorte si sta attenuando e il mercato immobiliare residenziale sta riducendo gli eccessi del passato e si sta riequilibrando.

Questo rilancio dell'economia comincia già a influenzare positivamente il mercato del lavoro, il che dovrebbe fornire una base più solida all'aumento dei consumi. Notiamo che il programma di sviluppo dei lavori infrastrutturali, deciso nel quadro del piano di rilancio, è solo agli inizi.

Vi sono segnali sempre più numerosi che l'economia ha preso la strada di una ripresa durevole (nessuna ricaduta in recessione). La ripresa sarà però moderata, aspetto peraltro deludente, poiché tradizionalmente una recessione è seguita da una forte ripresa dell'economia. Diversi elementi freneranno in effetti l'attività: non bisogna aspettarsi troppo dal consumatore, duramente scosso dalla crisi; la Fed non lascerà indefinitamente il tasso guida a un livello vicino allo 0%; infine, il governo dovrà affrontare l'enorme deficit di bilancio.

L'image, donnée par l'inflation, a complètement évolué durant les derniers mois: il tasso d'inflazione è passato dal -2,1% in luglio 2009 al +2,8% in dicembre 2009. In poco tempo, la deflazione ha quindi lasciato il posto all'inflazione.

Quest'anno non bisogna però temere una vera ripresa dell'inflazione: le imprese esiteranno a rialzare i prezzi (vista l'importanza delle capacità di produzione inutilizzate) e i lavoratori hanno paura di perdere il posto di lavoro, il che limita le loro rivendicazioni salariali. In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dal 3,8% nel 2008 al -0,3% nel 2009 e al 2,2% nel 2010.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	0,4	-2,5	2,7
Consumo privato	-0,3	-0,6	1,6
Investimenti delle imprese	1,6	-18,2	-1,2
Costruzione residenziale	-22,9	-20,4	4,1
Esportazioni	5,4	-10,5	6,5
Importazioni	-3,2	-14,4	4,9
Tasso d'inflazione	3,8	-0,3	2,2
Saldo oper. correnti (% PIL)	-4,9	-3,0	-3,6
Saldo budgetario (% PIL)	-4,7	-10,1	-9,1
Tasso di risparmio delle famiglie	2,6	4,6	5,5

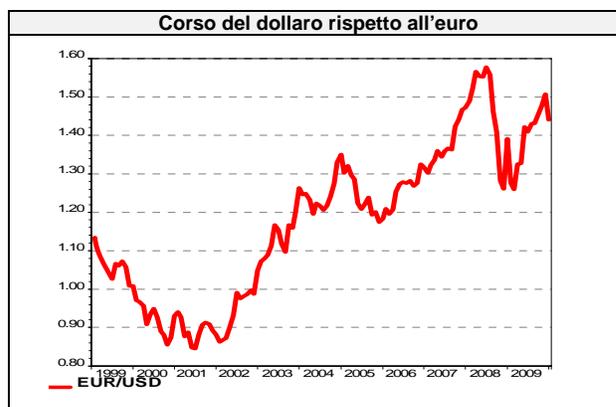
6. Mercati dei cambi: nella tempesta greca

Dall'inizio di dicembre l'euro ha perduto molto terreno rispetto al dollaro americano, in ragione dell'ottimismo crescente sulla congiuntura americana e del degrado del rating della Grecia.

A breve termine, il corso dell'euro potrebbe oscillare fortemente rispetto a quello del dollaro. La ripresa dell'economia mondiale ravviva l'appetito per gli investimenti più rischiosi, come le materie prime. In questi ultimi mesi è aumentata la diffidenza rispetto al dollaro (a causa delle multiple dichiarazioni cinesi e russe sul ruolo dominante del dollaro, come anche per gli acquisti d'oro effettuati dalle banche centrali). Il dollaro attira sempre meno in quanto divisa rifugio. Tutti questi elementi giocano a favore dell'euro. Ma un eventuale ritorno dell'incertezza (come lo scetticismo crescente rispetto alle finanze pubbliche greche, un nuovo deterioramento della qualità del credito di un altro Stato membro della zona euro, indicatori economici deludenti, ecc.) potrebbe nuovamente fare apprezzare il dollaro rispetto all'euro.

Sull'evoluzione dei tassi di cambio sarà decisiva l'influenza delle banche centrali. I mercati finanziari anticiperanno e terranno conto di una politica monetaria meno docile; modificheranno le proprie prospettive in materia, in funzione degli indicatori macroeconomici pubblicati.

Secondo il nostro scenario, la BCE seguirà il passo della Fed per quanto riguarda il rialzo del tasso guida: gli scarti tra i tassi a breve termine nella zona euro e negli Stati Uniti non dovrebbero variare molto e avranno quindi solo una minima influenza sui tassi di cambio. Ma altri fattori faranno in modo che il dollaro si apprezzerà in modo durevole rispetto all'euro, a partire dall'estate prossima. Principale elemento a favore del dollaro: il fatto che l'economia americana conoscerà quest'anno un'espansione molto più sostenuta di quella della zona euro. Tuttavia, l'apprezzamento del dollaro nel corso dell'anno a venire interverrà solo progressivamente, poiché gli Stati Uniti devono continuare a far fronte ai propri enormi deficit di bilancio e della bilancia commerciale.



Tassi di cambio

	26/01/10	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011
EUR/USD	1,41	1,43	1,41	1,39	1,36
USD/JPY	90	92	96	99	101
EUR/CHF	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47
EUR/GBP	0,87	0,90	0,88	0,86	0,85