



Febbraio 2010

1. Materie prime: l'arresto della fiammata dei prezzi era solo temporaneo

Nella scia delle altre materie prime, i prezzi del petrolio greggio si erano orientati al ribasso tra la seconda settimana di gennaio e la prima settimana di febbraio. Questo calo, che è stato temporaneo, non è spiegabile unicamente con l'incertezza che regna sui mercati finanziari rispetto alla situazione delle finanze pubbliche. Le statistiche settimanali sulle scorte americane di petrolio hanno avuto un ruolo importante da questo punto di vista.

A partire dalla seconda settimana di febbraio, il prezzo del barile è nuovamente aumentato, con gli speculatori incoraggiati dai dati eccellenti, che mostrano il vigore della ripresa negli USA e in Asia.

Negli Stati Uniti le scorte commerciali di petrolio hanno registrato un progresso del 3,3% tra il 22 gennaio e il 19 febbraio, malgrado le rigide condizioni meteorologiche dell'inverno. Rimangono quindi superiori alle previsioni fatte dai mercati finanziari. Le scorte di petrolio strategiche, 2,2 volte più elevate delle scorte commerciali, si mantengono a un livello record.

Bisogna constatare la debole capacità utilizzata dalle raffinerie di petrolio americane. Questa situazione è stata in parte dovuta a lavori di manutenzione periodici, ma anche alla domanda limitata dei consumatori. Per questo motivo le scorte di prodotti raffinati (diesel e nafta) sono ancora abbondanti, malgrado il loro calo durante i mesi precedenti. Gli Stati Uniti non sono i soli a non mancare di greggio. Accade lo stesso su scala mondiale. Secondo le statistiche di Bloomberg, l'offerta mondiale di greggio è stata superiore alla domanda in gennaio, il che permette alle scorte di mantenersi a un livello elevato.

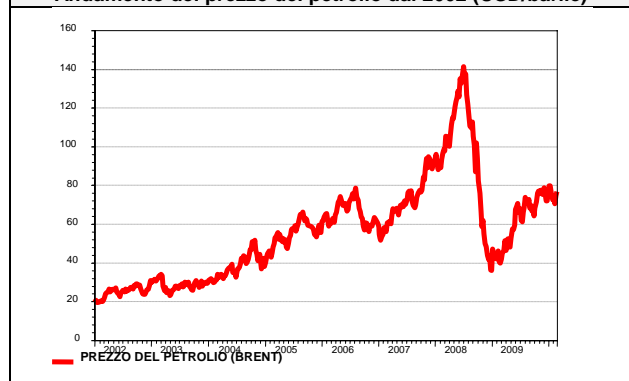
Inoltre, quest'anno la domanda di petrolio non dovrebbe aumentare troppo. Secondo l'Agenzia internazionale dell'energia (EIA), la domanda mondiale di greggio aumenterà quest'anno dell'1,8%, dopo una diminuzione dell'1,5% nel 2009. Questo aumento interverrebbe solo nei Paesi emergenti. Non è previsto alcun aumento nei Paesi industrializzati dell'OCSE. L'OPEC, meno ottimista dell'EIA, prevede un aumento di appena l'1% della domanda mondiale nel 2010.

Visti i dati sull'offerta e la domanda e le scorte, il prezzo dell'oro nero non dovrebbe per ora crescere. Poiché la domanda di greggio diminuisce abitualmente a partire dalla primavera, un calo dei prezzi del petrolio non è impossibile nel secondo trimestre. A partire dal secondo semestre di quest'anno, prevediamo un nuovo aumento dei prezzi del petrolio. Da qui ad allora la ripresa dell'economia mondiale si sarà disegnata più chiaramente e i mercati finanziari speculeranno su una schiarita dell'economia e su un aumento della domanda di greggio nel 2011.

Inoltre, giugno segna l'inizio della stagione degli uragani nel Golfo del Messico. L'anno scorso vi è stata la stagione più calma dal 1997, fatto spiegabile con il fenomeno meteorologico El Niño (riscaldamento delle acque del Pacifico). Mentre El Niño s'indebolisce, i meteorologi prevedono una stagione degli uragani più virulenta quest'anno, il che rinforza il rischio di produzione e fa crescere le probabilità di un aumento dei prezzi del petrolio.

Tuttavia questo aumento non sarà straordinario, per diverse ragioni: la crescita relativamente moderata della domanda di greggio, le scorte di petrolio sempre ben fornite e la forte capacità inutilizzata dei Paesi dell'OPEC, che permette loro di aumentare relativamente in fretta la propria produzione in caso di necessità.

Andamento del prezzo del petrolio dal 2002 (USD/barile)



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

26/02/10	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011
76,3	72	76	81	85

Finito di redigere il 26 febbraio 2010.

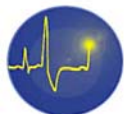
Redazione: Jacques De Pover, Stefan Farkas e il Servizio linguistico.

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: conferma della ripresa economica

Secondo le prime stime, il PIL ha registrato un progresso dello 0,1% nel quarto trimestre 2009 rispetto al terzo trimestre.

Nel primo trimestre 2010, l'economia ha proseguito sul proprio slancio, poiché l'indicatore del sentimento economico, che dà una buona indicazione dell'evoluzione del PIL, ha raggiunto in febbraio il livello più elevato dal giugno del 2008.

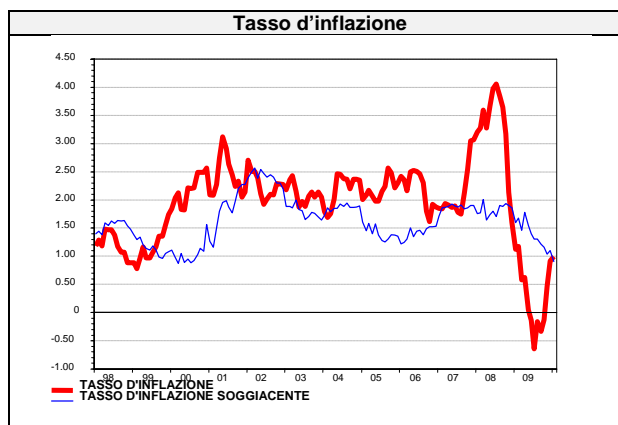
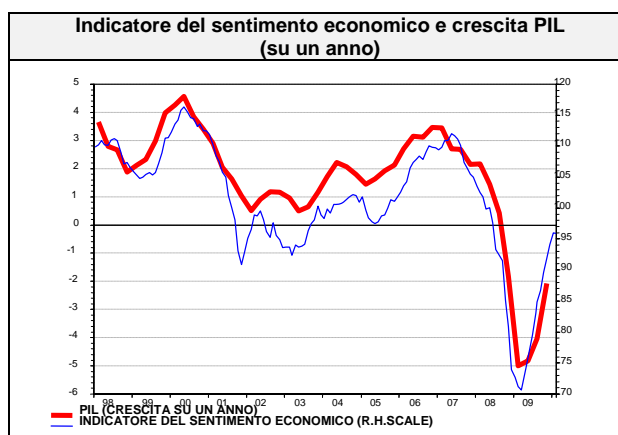
La fiducia dei consumatori è appena aumentata in gennaio ed è caduta in febbraio. In questo ultimo mese i consumatori sono divenuti molto più pessimisti in Italia, in Spagna, in Portogallo e in Grecia. Questa evoluzione è senza dubbio legata ai giganteschi deficit di bilancio e al bisogno urgente di ridurli. Le prospettive di ampi risanamenti di bilancio incita il consumatore a risparmiare di più. L'anno scorso il tasso di risparmio delle famiglie è salito a un livello record nella zona euro. Inoltre, la disoccupazione continua ad aumentare ogni mese dall'aprile del 2008. Nel dicembre del 2009 il tasso di disoccupazione è cresciuto del 10%, il livello più elevato dall'agosto del 1998. Siccome il mercato del lavoro reagisce solo in ritardo al miglioramento della congiuntura, la disoccupazione raggiungerà il picco solo quest'anno. Combinata a un'inflazione in media più elevata e a un rialzo delle tasse in diversi Paesi della zona euro, questa situazione avrà un impatto negativo sul reddito delle famiglie. Se a ciò si aggiunge un risparmio elevato, possiamo affermare che il consumo privato non aumenterà in modo spettacolare nel 2010.

I dirigenti d'azienda dell'industria sono divenuti nettamente più ottimisti in questi ultimi mesi. Non vi è nulla di sorprendente in questo, poiché le esportazioni si apprezzano nettamente dal settembre 2009 e gli ordini all'esportazione e gli ordinativi industriali totali aumentano mese dopo mese dal luglio 2009. Il deprezzamento dell'euro stimolerà maggiormente le esportazioni. Gli indici dei dirigenti degli acquisti, tanto nell'industria manifatturiera, quanto nel settore terziario, suggeriscono un'espansione nei primi mesi del 2010.

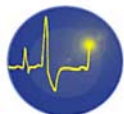
La crescita della produzione comporta l'aumento del tasso di utilizzo delle capacità di produzione. Malgrado questo aumento, rimane largamente al di sotto del proprio livello normale, il che non spinge le imprese ad affrettarsi ad accrescere gli investimenti.

In gennaio l'inflazione è leggermente aumentata, attestandosi allo 0,99%. Durante i prossimi 12 mesi, proseguirà a crescere sotto l'impulso dei prezzi delle materie prime (principalmente l'energia), che aumenteranno man mano che la ripresa mondiale della congiuntura prenderà velocità. Questa tendenza al rialzo sarà ancora rafforzata dal deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro americano (nel quale è espressa la maggioranza dei prezzi delle materie prime). Tuttavia, l'ampiezza delle capacità di produzione non utilizzate e l'evoluzione molto moderata degli stipendi eviteranno ogni perdita di controllo dell'inflazione.

IG Metall, il principale sindacato tedesco, si è accontentato di un aumento salariale modesto per i due prossimi anni (un premio di 320 euro nel 2010 e un rialzo del 2,7% degli stipendi nominali a partire dall'aprile 2011), in cambio di un aumento della disoccupazione temporanea e di una diminuzione degli orari di lavoro. Questo accordo mira soprattutto a proteggere l'occupazione. Per questo prevediamo che l'inflazione resterà in media sotto la norma del 2% imposta dalla BCE quest'anno e il prossimo.



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2009	2010	2011
PIL	-4,0	1,3	2,0
Consumo privato	-0,9	0,6	1,5
Investimenti	-10,8	-0,2	4,3
Esportazioni	-13,2	5,8	4,8
Importazioni	-11,4	4,3	5,6
Tasso d'inflazione	0,3	1,3	1,7
Saldo oper. correnti (% PIL)	-0,6	-0,4	-0,3



3. Tassi a breve termine

Nella riunione del 27 gennaio, la **Fed** ha adottato un linguaggio più ottimista sull'evoluzione dell'economia. Tuttavia, è preoccupata dal livello elevato della disoccupazione, dai problemi presenti sul mercato immobiliare e dallo stato della macchina del credito. Per questo ha riaffermato che manterrà il tasso guida (tasso dei fed fund) a un livello eccezionalmente basso per un lungo periodo.

Ciò non significa però che resti e resterà inattiva. Si è in effetti chiaramente impegnata per drenare gli enormi volumi di liquidità emessi durante la crisi. A tale scopo, la Fed ha innanzitutto messo fine o annunciato che metterà fine a diversi programmi urgenti che aveva messo a punto all'inizio della crisi al fine di fornire massicciamente liquidità al sistema finanziario. Ha in seguito rialzato il tasso di sconto il 18 febbraio. Prevede anche di alzare il tasso che paga sulle riserve eccedentarie delle banche.

Rialzerà infine il tasso dei fed fund verso un livello più normale. Porterà questo tasso dallo 0% / 0,25% attuale allo 0,5% nel settembre 2010, allo 0,75% nel dicembre 2010 e all'1,25% nel marzo del 2011, ossia a un livello ancora estremamente basso.

Nella riunione del 4 febbraio, la **BCE** ha giudicato appropriato il livello del tasso guida, il che suggerisce che non dovrebbe spostarsi nei prossimi mesi.

Prima di alzare questo tasso, assorbirà gli enormi volumi di liquidità (che ha accordato alle banche dall'inizio della crisi). Vista la ripresa dell'economia e la scomparsa dell'importante premio di rischio sui tassi interbancari, si è impegnata su questa strada, stimando che tutte le misure eccezionali di sostegno massiccio al sistema finanziario non siano più necessarie. Ha così preso le prime decisioni in questo senso.

In seguito spingerà l'EONIA e l'euribor al di sopra del tasso guida. Ricordiamo che, sorprendentemente, la BCE aveva spinto questi due tassi molto al di sotto del tasso guida.

Infine, quando sarà certa che l'economia è uscita dal tunnel, alzerà il proprio tasso guida (tasso Repo). Un primo rialzo avverrebbe alla fine dell'anno e un secondo nella primavera 2011. Il tasso Repo passerà quindi dall'1% attuale all'1,25% nel dicembre 2010 e all'1,50% nel marzo 2011.

Tassi a 3 mesi (%)

	26/02/10	T2 2010	T1 2011
Stati Uniti	0,3	0,5	1,5
Zona euro	0,7	0,9	1,7
Regno Unito	0,7	0,7	1,0
Polonia	4,0	4,1	4,5

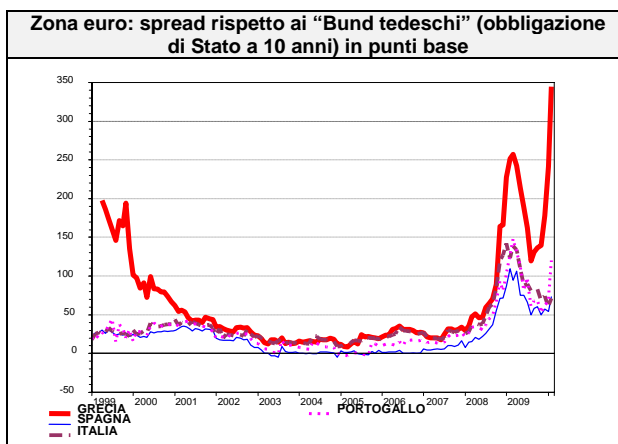
Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	26/02/10	T2 2010	T1 2011
Stati Uniti	3,7	3,2/4,4	3,4/4,8
Zona euro	3,3	3,2/3,9	3,4/4,4
Regno Unito	3,9	4,0	4,6
Polonia	5,7	5,8	6,0

4. Tassi a lungo termine

Negli **Stati Uniti**, il tasso degli IRS a 10 anni (3,69% attuale) è in una certa misura aumentato dopo il movimento al rialzo che aveva portato il tasso dal 3,27% del 30 novembre al 3,99% del 28 dicembre. Avrebbe però potuto proseguire sul proprio slancio, vista la pubblicazione di statistiche che mostrano che l'espansione del PIL nel 4° trimestre è stata vigorosa, dato anche l'inizio della ripresa dell'occupazione e la ricomparsa dell'inflazione (2,7% in gennaio). Ma il mercato obbligazionario americano sembra avere approfittato dei tumulti in Europa provocati dai problemi di bilancio. Inoltre, i mercati sono probabilmente rassicurati dalle dichiarazioni della Fed, che suggeriscono che manterrà ancora per un certo tempo il tasso guida a un livello molto basso, il che comporterà una curva dei tassi sempre molto ascendente. In questo contesto, numerosi investitori contrarranno mutui a breve termine per acquistare obbligazioni del Tesoro, il che permetterà al tasso degli IRS a 10 anni di restare a un livello molto basso.

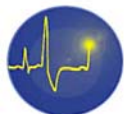
Durante i prossimi 12 mesi è prevedibile un aumento moderato dei tassi obbligazionari: la Fed diventerà gradualmente meno accomodante e il finanziamento dell'importante deficit di bilancio potrebbe entrare in concorrenza con la ripresa della domanda di mutui di investimento e di mutui ipotecari, ripresa che potrebbe arrivare nella seconda parte dell'anno.



Nella **zona euro**, il tasso degli IRS a 10 anni è divenuto da dicembre nettamente inferiore rispetto al corrispondente americano. Il contrasto è sorprendente tra i dati relativi all'evoluzione del PIL nel 4° trimestre: da un lato, quasi stagnazione in Europa; dall'altro, ripresa vigorosa negli USA. Inoltre, la ricomparsa dell'inflazione è stata meno forte (1% nella zona euro e 2,7% negli USA in gennaio).

Il tasso europeo è peraltro meno volatile. Fluttua dalla metà di marzo 2009 all'interno di una forchetta stretta (3,32% / 3,85%). Di recente è stato spinto in una certa misura verso il basso dalle tensioni sui mercati obbligazionari greco, portoghese e spagnolo, tensioni legate all'enorme deficit di bilancio in questi Paesi.

Nei prossimi 12 mesi, il tasso degli IRS sarà oggetto di una leggera tendenza al rialzo, seguendo in parte l'apprezzamento dei tassi americani. Due altri elementi contribuiranno a questo movimento: l'aumento dei deficit di bilancio; la politica della BCE, che diventerà meno ipergenerosa.



5. Stati Uniti: l'inizio della ripresa dell'occupazione, garanzia di una ripresa durevole?

Nel 4° trimestre la ripresa si è nettamente intensificata con la fine della riduzione delle scorte, ma anche con il miglioramento dei consumi, degli investimenti delle imprese e delle esportazioni.

A parte un 1° trimestre che potrebbe essere influenzato negativamente da un duro inverno, vi sono sempre più segni che la ripresa sarà durevole:

- Il mercato del lavoro mostra un inizio di miglioramento, con il tasso di disoccupazione che ha iniziato a decrescere. Se questa tendenza persiste, dovrebbe fornire basi più solide al miglioramento della fiducia delle famiglie e alla ripresa dei consumi.
- I consumi si sono ripresi dall'estate scorsa, malgrado un contesto molto difficile.
- Le esportazioni crescono di nuovo, specialmente verso i Paesi emergenti.
- Gli ordini di beni di investimento sono tornati positivi.
- Il mercato immobiliare residenziale sembra avere raggiunto il minimo, con la stabilizzazione dei prezzi immobiliari. Peraltro, le vendite di alloggi esistenti effettivamente concluse riescono ad assorbire le importanti offerte provenienti dai sequestri immobiliari.

Il rischio di una ricaduta nella recessione (ovvero di una ripresa a forma di W) si allontana. Diversi elementi frenano però la ripresa:

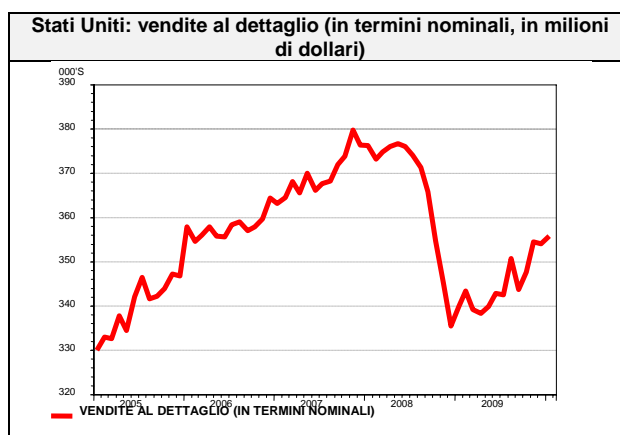
- Le famiglie potrebbero mostrarsi meno pronte a usare la carta di credito e continuare a rafforzare i risparmi. Inoltre, i sequestri immobiliari non sono terminati.
- A medio termine, la Fed tornerà a un modo di funzionamento normale, abbandonando la sua politica di tassi guida vicini allo 0%.
- L'enorme deficit di bilancio dovrebbe ridursi.

Gli USA si incamminano quindi verso una ripresa moderata, evoluzione deludente poiché tradizionalmente una recessione è seguita da una forte ripresa dell'economia, il che non si verificherà.

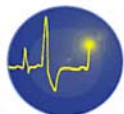
In appena qualche mese, la deflazione ha lasciato il posto all'inflazione, con il tasso d'inflazione passato dal -2,1% di luglio 2009 al +2,7% del gennaio 2010. Questa metamorfosi è largamente imputabile ai movimenti molto ampi dei prezzi petroliferi che si sono registrati negli ultimi due anni.

Non bisogna comunque temere una vera ripresa dell'inflazione quest'anno, vista la diminuzione del costo del lavoro e visto il livello molto debole del tasso di utilizzo delle capacità di produzione, malgrado la ripresa dell'economia (occorrerà un periodo abbastanza lungo per ritrovare il livello di produzione precedente alla crisi), il che significa che le imprese vanno al rallentatore. In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dal -0,3% del 2009 al 2,2% nel 2010.

La recessione, il piano di rilancio dell'economia e le diverse operazioni di salvataggio delle banche lasciano delle tracce sulle finanze pubbliche. Il deficit di bilancio è schizzato dall'1,4% del PIL nel 2007 al 10,3% nel 2009. Sarà del 9,2% nel 2010 per scendere al 7,8% nel 2011.



Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2009	2010	2011
PIL	-2,4	2,7	2,4
Consumo privato	-0,6	1,6	1,8
Investimenti delle imprese	-17,9	0,3	3,4
Costruzione residenziale	-20,4	4,2	4,7
Esportazioni	-9,9	8,5	5,6
Importazioni	-14,2	5,3	3,2
Tasso d'inflazione	-0,3	2,2	2,0
Saldo oper. correnti (% PIL)	-3,0	-3,6	-3,8
Saldo budgetario (% PIL)	-10,3	-9,2	-7,8
Tasso di risparmio delle famiglie	4,6	5,2	5,4



6. Mercati dei cambi: i dubbi sulle finanze pubbliche mantengono la pressione sull'euro

Il valore dell'euro è improvvisamente crollato da dicembre. Inizialmente le preoccupazioni sulle finanze pubbliche greche hanno spinto l'euro verso il basso. In seguito, all'inizio di febbraio, l'inquietudine si è propagata alla Spagna e al Portogallo. In febbraio, gli speculatori avevano preso le più importanti posizioni corte mai prese rispetto all'euro (puntavano quindi su un deprezzamento dell'euro), operazioni che non sono rimaste senza conseguenze.

Oltre all'avversione accresciuta per il rischio, che rende il dollaro più attraente come valore rifugio, l'espansione più forte del previsto del PIL americano nel quarto trimestre, il calo del tasso di disoccupazione americano in gennaio e la decisione della Riserva federale di alzare il tasso di sconto hanno fatto apprezzare il dollaro. Nella zona euro, la crescita economica nel quarto trimestre è rimasta inferiore alle previsioni, il che ha indebolito ancora l'euro.

A breve termine i mercati dei cambi resteranno molto capricciosi, a seconda che il sentimento si schiarirà o si adombrerà.

Dopo una caduta severa, è possibile una correzione tecnica dell'euro verso l'alto nei mesi a venire. In questi ultimi mesi le agenzie di rating e i mercati finanziari hanno messo diversi Paesi della zona euro sotto pressione perché prendano provvedimenti sui loro deficit di bilancio. Vi sono riusciti poiché tanto la Grecia, quanto la Spagna hanno preso misure draconiane per riportare i propri deficit al di sotto della soglia del 3% di Maastricht da qui, rispettivamente, al 2012 e 2013. Se questi due Paesi rispettano i loro impegni, l'inquietudine sui mercati finanziari diminuirà, il che darà maggiori margini all'euro per riconquistare parte del terreno perduto nei confronti del dollaro.

Tassi di cambio

	26/02/10	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011
EUR/USD	1,35	1,38	1,36	1,33	1,30
USD/JPY	89	92	96	99	101
EUR/CHF	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
EUR/GBP	0,88	0,90	0,92	0,89	0,86

A lungo termine tuttavia, il dollaro americano si apprezzerà durevolmente rispetto all'euro. La crescita economica, ben più vigorosa negli Stati Uniti che nella zona euro, ne sarà la principale responsabile. I mercati finanziari partiranno quindi dal principio che la Riserva Federale americana ridurrà le misure di stimolo prima della BCE (tanto più che la BCE deve tenere conto delle conseguenze della crisi greca).

Secondo il nostro scenario di tassi di interessi, la Fed rialzerà prima della BCE il proprio tasso guida. La differenza di tassi a breve termine tra la zona euro e gli Stati Uniti si ridurrà quindi, il che giocherà a favore del dollaro.

Nei prossimi 12 mesi il deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro sarà progressivo (non è minimamente in questione un crollo del corso dell'euro). In effetti, anche gli Stati Uniti sono confrontati a un deficit di bilancio gigantesco, a un debito pubblico crescente e a un deficit importante con il conto corrente con l'estero.

