



Marzo 2010

1. Materie prime: gli speculatori prevedono una ripresa della domanda

I corsi del petrolio non sono sfuggiti all'aumento generalizzato dei prezzi delle materie prime e il barile viene scambiato nuovamente attorno agli 80 dollari.

La domanda, l'offerta e le scorte non giustificano però un rialzo dei prezzi.

Malgrado l'inverno rigido, le scorte commerciali americane di petrolio si sono rafforzate dal 22 gennaio. Le scorte di petrolio strategiche, che sono due volte superiori alle scorte commerciali, si trovano ancora molto vicine al livello record del 1° gennaio 2010.

Gli Stati Uniti non sono quindi in preda a una penuria di diesel, nafta da riscaldamento e da locomozione.

Nessun problema di scorte si pone quindi all'ora attuale a livello mondiale, dato che l'Agenzia internazionale dell'energia (EIA) ritiene che le scorte di petrolio dei Paesi dell'OCSE fossero, nel gennaio 2010, elevati quasi quanto quelle del gennaio dell'anno scorso.

Inoltre, le raffinerie di petrolio americane hanno ancora abbastanza capacità a disposizione per aumentare il proprio livello di produzione.

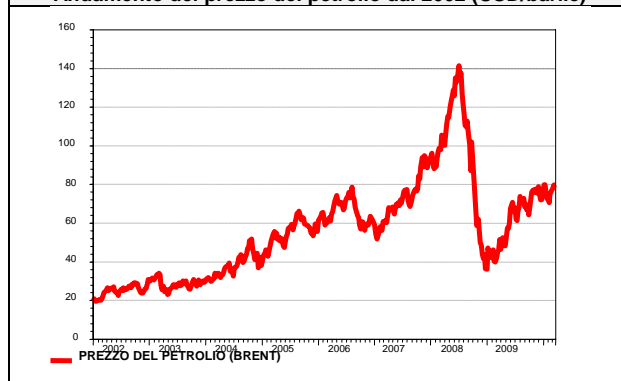
Nel frattempo, le prospettive della domanda restano sempre moderate. L'EIA prevede per quest'anno un aumento della domanda mondiale di greggio pari all'1,8% (in particolare sotto l'impulso della Cina), dopo un calo dell'1,4% nel 2009. Nei Paesi dell'OCSE, il consumo di petrolio si ridurrebbe quest'anno dello 0,3%.

Per il 2010 l'OPEC punta a una crescita più modesta della domanda di petrolio, ovvero il +1,1%.

Al termine della riunione del 17 marzo, l'OPEC non ha modificato le quote di produzione. In ragione dei corsi elevati del petrolio, i Paesi membri dell'OPEC hanno ceduto alla tentazione di estrarre progressivamente quantità di greggio superiori agli accordi conclusi. In febbraio l'OPEC (Iraq escluso) disponeva inoltre di una capacità cuscinetto inutilizzata di 5,6 milioni di barili al giorno; in caso di bisogno potrebbe rapidamente intensificare l'estrazione ed evitare ogni problema di approvvigionamento. Questa capacità cuscinetto sarà peraltro accresciuta, per l'effetto degli investimenti effettuati in questi ultimi anni.

Solitamente, in primavera la domanda di petrolio greggio diminuisce e le scorte non dovrebbero quindi abbassarsi (a livello di produzione immutato). Non è quindi impossibile che assisteremo, nel secondo trimestre, a un calo temporaneo dei corsi del petrolio.

Tuttavia, a partire dal secondo semestre di quest'anno, prevediamo una nuova crescita dei corsi del petrolio. A partire da giugno inizia infatti, nel Golfo del Messico, la stagione degli uragani, che si prolunga fino alla fine di novembre. E' possibile che la stagione degli uragani non sia "tranquilla" come l'anno scorso. A causa di eventuali danni alle infrastrutture petrolifere, potrebbero sorgere difficoltà temporanee di produzione e di fornitura negli Stati Uniti (che restano sempre il primo consumatore mondiale di petrolio), determinando nella loro scia una fiammata dei prezzi del petrolio. Inoltre, le prospettive economiche favorevoli per l'economia mondiale nel 2011 inciteranno gli speculatori ad anticipare una nuova ripresa del consumo di petrolio.

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

24/03/10	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011
80,7	74	79	84	85

Finito di redigere il 24 marzo 2010.

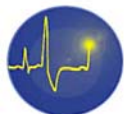
Redazione: Jacques De Pover, Stefan Farkas e il Servizio linguistico.

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: i consumatori restano prudenti

Nel corso del quarto trimestre 2009, la modesta crescita economica della zona euro (+0,1%) è dovuta solo al commercio estero (le esportazioni sono aumentate più delle importazioni). In effetti, i consumi delle famiglie sono stagnanti, dopo una contrazione nel terzo trimestre. Gli investimenti sono calati per il settimo trimestre consecutivo e la riduzione delle scorte prosegue.

Nel corso del primo trimestre 2010 prosegue la crescita economica. L'indicatore del sentimento economico è certamente calato leggermente in febbraio, ma rimane orientato nel senso di una crescita economica positiva.

L'ottimismo delle imprese industriali si è consolidato in febbraio per l'undicesimo mese consecutivo, sotto l'effetto dell'aumento della loro produzione e degli ordinativi più consistenti. La produzione industriale è in effetti drogata dalla ricostituzione delle scorte e dalle esportazioni, in ragione della ripresa economica constatata in Asia e negli Stati Uniti. Inoltre, il deprezzamento dell'euro darà un colpo di frusta supplementare alle esportazioni. L'indice dei responsabili degli acquisti dell'industria manifatturiera ha raggiunto in marzo il livello più elevato dal dicembre 2006, il che suggerisce una crescita della produzione più sostenuta.

Anche l'ottimismo delle imprese del settore terziario migliora da un mese all'altro. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore terziario è rimbalzato in marzo, dopo essere sceso in gennaio e in febbraio. Come nell'industria manifatturiera, questo indice suggerisce un'espansione più sostenuta delle attività.

Il settore della costruzione sembra avere passato l'apogeo della crisi, come attestano il relativo indicatore di fiducia e gli ordinativi.

Tuttavia, notizie meno piacevoli temperano in qualche modo le prospettive di crescita.

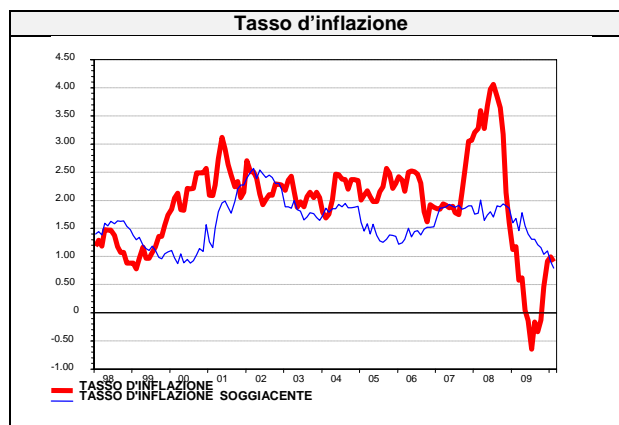
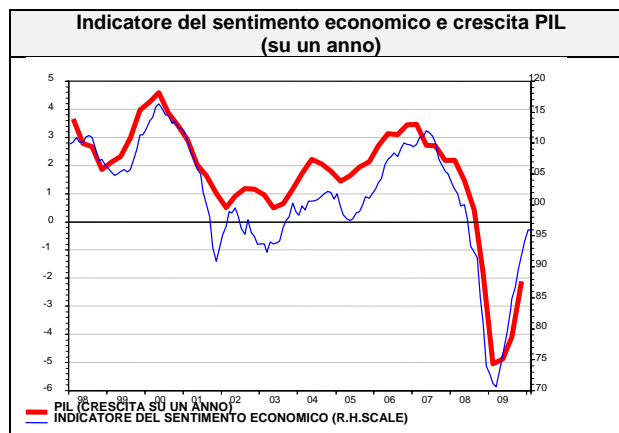
Quindi il mese di febbraio ha coinciso con la fine dell'aumento ininterrotto della fiducia dei consumatori constatata dall'aprile del 2009. In marzo, l'indice della fiducia dei consumatori è rimasto quasi stabile rispetto a febbraio.

Questo andamento si spiega evidentemente con l'aumento della disoccupazione e con il turbamento suscitato dai deficit di bilancio e dalle misure di risanamento draconiane annunciate, in particolare in Grecia e in Spagna.

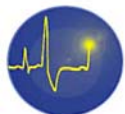
La prudenza crescente dei consumatori li incita a ridurre le spese, movimento illustrato in particolare dalla diminuzione delle vendite al dettaglio. La crescita delle vendite automobilistiche nella zona euro è fortemente frenata dal crollo delle vendite in Germania (dove gli incentivi alla rottamazione erano già stati soppressi all'inizio di settembre 2009). Dato tuttavia che questi incentivi saranno ridotti, persino abrogati in altri Paesi (come in Italia), le vendite di autovetture nella zona euro diventeranno meno dinamiche quest'anno.

L'inflazione è passata dallo 0,99% in gennaio allo 0,91% in febbraio, per ritrovare il livello di dicembre.

Malgrado l'aumento dei corsi delle materie prime e il deprezzamento dell'euro, l'inflazione resterà, nel 2010 e nel 2011, al di sotto della norma del 2% fissata dalla BCE. La debolezza della domanda interna tempera la pressione esercitata sui prezzi al consumo, mentre il tasso di disoccupazione elevato frena gli aumenti salariali.



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	-1,0	0,6	1,5
Investimenti	-11,0	-0,3	4,3
Esportazioni	-13,2	5,2	4,8
Importazioni	-11,8	4,2	5,6
Tasso d'inflazione	0,3	1,2	1,7
Saldo oper. correnti (% PIL)	-0,6	-0,4	-0,3



3. Tassi a breve termine

La preoccupazione attuale della **Fed** non è di alzare il tasso guida, ma di riassorbire gradatamente il flusso di liquidità che aveva riversato sui mercati dall'inizio della crisi finanziaria. Si tratta di un compito delicato, poiché rischia di uccidere la ripresa nascente dell'economia. Per drenare queste liquidità, la Fed ha innanzitutto messo 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 allo 0,75% il 18 febbraio. Ha infine deciso, il 16 marzo, di mettere fine al programma di acquisto di titoli legati ai mutui ipotecari.

La Fed metterà verosimilmente termine alla propria politica iperstimolante in 2 tappe:

- Assorbire innanzitutto l'enorme volume di liquidità. In questo quadro, potrebbe manipolare non il tasso guida (tasso dei Fed fund), ma altri tassi (tasso di sconto e tasso dei depositi presso la stessa).
- Alzare in seguito l'attuale tasso guida (tasso dei Fed fund) verso un livello più normale. Secondo il nostro scenario, porterà questo tasso allo 0,5% nel settembre 2010, allo 0,75% nel dicembre 2010 e all'1% nel marzo del 2011, ossia a un livello ancora estremamente basso.

Nella riunione mensile del 4 marzo, la **BCE** ha mantenuto il tasso guida all'1%. Invece, ha fatto un nuovo passo verso lo smantellamento dei meccanismi di apporto massiccio di liquidità alle banche, messi in campo dopo lo scoppio della crisi finanziaria.

Un rialzo del tasso guida non è all'ordine del giorno. L'inflazione è lungi dal porre un problema. L'evoluzione dei mutui è letargica. Inoltre, nel passato si osserva un intervallo di tempo piuttosto lungo tra i primi segni di ripresa dell'economia e l'inizio della fase di riduzione dei tassi della BCE.

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 procederà verosimilmente in 3 tappe:

- Metterà innanzitutto fine, gradualmente, alle misure d'urgenza, il che si tradurrà in un apporto meno massiccio di liquidità alle banche.
- In seguito spingerà l'EONIA e l'euribor al di sopra del tasso guida, il che costituirà un ritorno a una situazione normale per questi due tassi. Ciò non dovrebbe prodursi nell'immediato.
- Infine, quando sarà certa che l'economia è in uscita dal tunnel, alzerà il proprio tasso guida (tasso Repo). Un primo rialzo interverrebbe nella primavera del 2011. Il tasso Repo si sposterà quindi dall'1% attuale all'1,25% nel marzo del 2011.

Tassi a 3 mesi (%)

	24/03/10	T2 2010	T1 2011
Stati Uniti	0,3	0,5	1,4
Zona euro	0,6	0,8	1,5
Regno Unito	0,7	0,7	1,1

Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	24/03/10	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	3,8	3,9	4,6

4. Tassi a lungo termine

Negli **Stati Uniti**, il tasso degli IRS a 10 anni è tornato dal 3,99% del 28 dicembre al 3,61% del 4 marzo, dopo lo scoppio dei tumulti finanziari in Grecia. I mercati temevano che questi tumulti degenerassero e si trasformassero in una crisi più vasta. In seguito, mentre la tempesta si è in parte calmata in Grecia, il 24 marzo il tasso degli IRS è risalito leggermente al 3,69%.

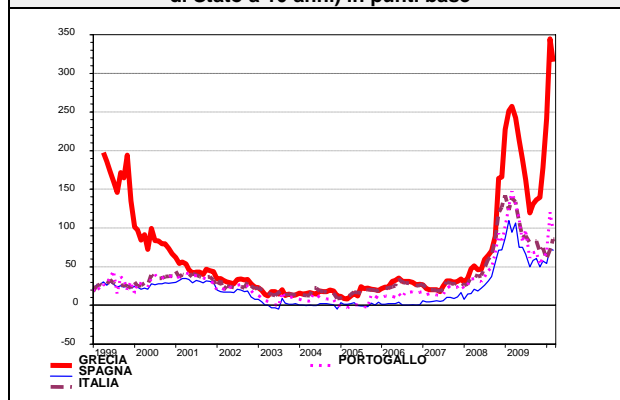
Durante i prossimi 12 mesi è prevedibile un aumento moderato dei tassi obbligazionari. Il mercato obbligazionario è in effetti sensibile alle azioni della banca centrale. Questa nei prossimi mesi ridurrà gradatamente gli enormi eccedenti di liquidità (cosa che ridurrà i fondi disponibili per questo mercato). Procederà così a un rialzo del tasso guida alla fine dell'estate. Il mercato obbligazionario potrebbe anticipare questo movimento con un aumento del tasso delle obbligazioni. Inoltre, il finanziamento dell'importante deficit di bilancio, che finora non ha posto problemi, potrebbe divenire più laborioso quando riprenderà la domanda di credito del settore privato.

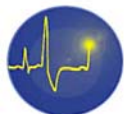
Ciò non toglie che il contesto non è favorevole a un aumento dei tassi obbligazionari (malgrado il rialzo del tasso guida della Fed atteso per la fine dell'estate, la curva dei tassi sarà ancora molto ascendente; il rischio di una vera perdita di controllo dell'inflazione è limitato; la ripresa dell'economia sarà nettamente meno vigorosa rispetto alle precedenti uscite dalla recessione).

Nella **zona euro**, il tasso IRS a 10 anni è sceso dal 3,59% del 4 gennaio al 3,26% del 24 marzo. La crisi greca ha incitato diversi governi europei ad aggredire più rapidamente del previsto il proprio deficit di bilancio, il che deteriora le prospettive del PIL nella zona. Inoltre, la crescita dell'economia nel 4° trimestre ha deluso e l'inflazione soggiacente resta debole.

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: 1° il finanziamento dei disavanzi di bilancio entrerà a medio termine in concorrenza con la prevista ripresa della domanda di credito da parte delle imprese, ripresa che potrebbe intervenire a partire dalla fine dell'anno; 2° la politica della BCE tornerà a essere meno generosa, specialmente per quel che riguarda l'apporto di fondi a più lungo termine. Questa tendenza all'aumento dei tassi sarà però temperata dalla debolezza dell'inflazione e dall'ascesa persistente della disoccupazione.

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





5. Stati Uniti: l'economia non delude

Dopo un eccellente 2° semestre 2009, imbellito, è vero, dai movimenti classici sulle scorte, il 1° trimestre 2010 si presenta abbastanza bene, malgrado un inverno particolarmente duro.

Vi sono sempre più segnali che la ripresa è bene avviata:

- L'andamento dei consumi è tornato positivo, ormai per gli ultimi 3 trimestri. Questo andamento è stato realizzato malgrado un contesto sfavorevole (tasso di disoccupazione elevato; sequestri in serie di immobili; crollo del ricorso al credito al consumo; ...).
- 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 alla ripresa dei consumi.
- Le esportazioni sono dinamiche, specialmente verso i Paesi emergenti.
- Il mercato immobiliare residenziale e il settore della costruzione residenziale sono in leggero miglioramento dopo una profondissima crisi.

Però, diversi elementi limitano nettamente l'entusiasmo:

- Le famiglie potrebbero mostrarsi meno pronte a usare la carta di credito e continuare a rafforzare i risparmi.
- A medio termine, la Fed abbandonerà la politica sui tassi guida vicini allo 0%.
- L'enorme deficit di bilancio dovrebbe ridursi. Il governo prevede di affrontare questo problema nel 2011.

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.

L'andamento dei prezzi è molto volatile, passando in appena qualche mese dalla deflazione (prezzi in calo del 2,1% nel luglio del 2009) all'inflazione (prezzi in aumento del 2,2% nel febbraio 2010). Questa metamorfosi è largamente imputabile ai movimenti molto ampi dei prezzi petroliferi riscontrati nel corso degli ultimi due anni. A medio termine, l'inflazione non creerà problemi. In effetti i costi salariali sono in calo del 4,7% negli ultimi 12 mesi. Inoltre, il tasso di utilizzo delle capacità di produzione è ancora a un livello storicamente molto basso e ciò malgrado la ripresa della produzione industriale. Un livello così debole di questo tasso non spinge le imprese ad aumentare i loro prezzi.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2009	2010	2011
PIL	-2,4	2,9	2,4
Consumo privato	-0,6	1,9	1,8
Investimenti delle imprese	-17,7	0,9	3,4
Costruzione residenziale	-20,4	4,0	4,6
Esportazioni	-9,6	9,2	5,6
Importazioni	-13,9	6,2	3,3
Tasso d'inflazione	-0,3	2,1	2,0
Saldo oper. correnti (% PIL)	-2,9	-3,6	-3,8
Saldo budgetario (% PIL)	-10,3	-9,6	-7,8
Tasso di risparmio delle famiglie	4,3	3,5	3,7

6. Mercati dei cambi: l'euro sale e scende secondo le fluttuazioni delle sensazioni sulla Grecia

L'evoluzione dell'euro continua a essere dettata dalla crisi relativa alle finanze pubbliche greche. Il 5 marzo il Parlamento greco ha adottato il terzo pacchetto di misure di risanamento in tre mesi.

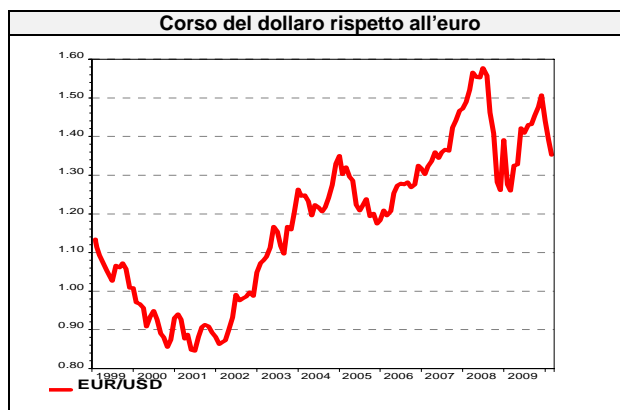
Inizialmente queste nuove misure di risanamento sembravano aprire la strada a un eventuale appoggio dato dagli altri Paesi della zona euro. Ma le reticenze ulteriori della Germania (secondo la quale la Grecia deve fare ricorso al FMI) e il degrado del rating del Portogallo da parte di Fitch hanno spinto l'euro verso il basso a partire dal 18 marzo.

Anche il Portogallo, che con la Spagna e la Grecia è stato lo Stato più bersagliato dagli speculatori, ha annunciato l'8 marzo scorso misure destinate a ridurre il deficit di bilancio dal 9,3% del PIL nel 2009 al 2,8% nel 2013. La Spagna aveva già lasciato sottintendere che avrebbe ridotto il deficit di bilancio dall'11,4% nel 2009 al 3% nel 2013 (al fine di rispettare la norma di Maastricht).

A breve termine, il corso dell'euro potrebbe essere molto volatile in funzione degli sviluppi della tragedia greca. Dopo la caduta brutale osservata da dicembre, una risalita temporanea dell'euro rispetto al dollaro non è peraltro esclusa, a condizione però che la Grecia non abbia problemi nel rifinanziamento del debito in aprile e in maggio.

A partire dall'autunno, il dollaro americano dovrebbe apprezzarsi nuovamente e durevolmente rispetto all'euro. L'espansione economica negli Stati Uniti sarà nettamente più vigorosa che nella zona euro. In tal modo, la Federal Reserve alzerà il tasso guida più rapidamente che la BCE, facendo in modo che il differenziale di tasso a breve termine tra la zona euro e gli Stati Uniti si riduca, giocando quindi a favore del dollaro.

L'apprezzamento del dollaro rispetto all'euro sarà molto progressivo nel 2011, poiché gli Stati Uniti devono sempre affrontare un deficit di bilancio abissale, la crescita del debito pubblico e un deficit della bilancia dei conti correnti con l'estero.



Tassi di cambio

	24/03/10	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011
EUR/USD	1,34	1,37	1,35	1,33	1,30
USD/JPY	91	93	96	99	101
EUR/CHF	1,43	1,43	1,43	1,43	1,42
EUR/GBP	0,89	0,91	0,92	0,90	0,88