



PROSPETTIVE ECONOMICHE

MENSILE

Aprile 2010

1. Materie prime: l'ottimismo sull'economia americana e cinese provoca una nuova fiammata dei prezzi

I prezzi del petrolio non sono sfuggiti all'aumento generalizzato registrato sui mercati delle materie prime a seguito della pubblicazione di statistiche economiche eccellenti negli USA e in Cina. Tuttavia, la domanda, l'offerta e le scorte di petrolio greggio non giustificano un tale apprezzamento dei prezzi.

Malgrado il rigore dell'inverno, le scorte commerciali americane di petrolio sono aumentate del 9,5% tra il 22 gennaio e il 23 aprile. Le scorte di petrolio strategiche, due volte più importanti, restano vicine al loro livello record di inizio gennaio.

Il 23 aprile le scorte di prodotti raffinati (diesel e nafta) e di benzina erano sempre superiori a quelli dell'anno precedente.

Peraltro, negli Stati Uniti, la domanda di prodotti petroliferi rimane molto moderata, malgrado la forte ripresa economica.

Sul piano mondiale, non è osservabile alcuna penuria di petrolio sul piano mondiale. L'offerta mondiale di greggio segue senza problemi la domanda, malgrado l'impennata delle importazioni in Cina. Le scorte mondiali si mantengono allo stesso livello. Quest'anno le prospettive della domanda mondiale di greggio sono sempre relativamente moderate.

A breve termine, non si può escludere un calo temporaneo dei prezzi del petrolio. Abituamente la domanda di greggio diminuisce nell'emisfero nord. Peraltro, la costituzione delle scorte di petrolio negli Stati Uniti (il più grande consumatore di petrolio al mondo) tempera la pressione sui prezzi.

L'OPEC è soddisfatta di un prezzo tra i 70 e gli 80 dollari al barile. Più i prezzi del greggio aumentano, meno i Paesi dell'OPEC danno prova di disciplina sul rispetto delle quote. Ovvero, pompano sempre più oro nero di quanto concordato. Se i prezzi del petrolio salgono ancora, i Paesi dell'OPEC rischiano di rialzare nuovamente le quote.

Il cartello petrolifero dispone peraltro ancora di una capacità tampone sufficiente (5,5 milioni di barili al giorno in marzo, senza contare l'Iraq) per estrarre più petrolio.

Tuttavia, verso la fine dell'estate aumenta il rischio di un nuovo apprezzamento dei prezzi del petrolio. In giugno nel golfo del Messico inizia la stagione degli uragani per durare fino alla fine di novembre. Il picco della stagione degli uragani è stato in settembre. I danni eventuali all'infrastruttura petrolifera possono comportare problemi di produzione e di approvvigionamento negli Stati Uniti, e conseguentemente una fiammata dei prezzi del petrolio. Inoltre, gli speculatori continueranno ad anticipare il proseguimento della crescita economica mondiale, e quindi l'aumento del consumo di petrolio nel 2011.

Non prevediamo tuttavia aumenti esagerati dei prezzi del petrolio (come nel primo semestre 2008), dato che le scorte sempre ingenti, la domanda relativamente moderata e un'eventuale aumento della quota di produzione da parte dell'OPEC tempereranno la pressione sui prezzi.



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

30/04/10	T3 2010	T4 2010	T1 2011	T2 2011
86,9	80	83	89	86

Finito di redigere il 30 aprile 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 produzione industriale e le esportazioni hanno il vento in poppa

Dopo avere stagnato nel quarto trimestre 2009, il PIL ha nuovamente mostrato dati di crescita positivi nel primo trimestre di questo anno. E' quanto mostrano in particolare l'andamento dell'indicatore del sentimento economico, gli indici dei direttori degli acquisti e la produzione industriale.

L'indicatore del sentimento economico, che dà una buona idea dell'evoluzione del PIL, è salito in aprile al suo livello più alto dal marzo del 2008.

Dopo essersi ridotto in febbraio per la prima volta in quasi un anno, l'indice di fiducia dei consumatori è stagnato in marzo e quindi è rimbalzato in aprile. L'esitazione dei consumatori non ha nulla di sorprendente. Dall'aprile del 2008 il numero di disoccupati è aumentato ogni mese senza tregua e il tasso di disoccupazione è al suo livello più alto dall'agosto del 1998.

Oltre all'evoluzione sfavorevole del mercato del lavoro, i drastici risanamenti di bilancio in alcuni Paesi della zona euro hanno massicciamente pesato sulla fiducia dei consumatori.

Un aumento più limitato degli stipendi, combinato a un'inflazione più elevata, freneranno la crescita del potere di acquisto dei consumatori nei prossimi mesi, e conseguentemente la crescita dei loro consumi. Questo fenomeno si osserva già nelle vendite al dettaglio e si rifletterà anche nelle vendite di autovetture nei prossimi mesi, dato che gli incentivi alla rottamazione saranno diminuiti, o persino soppressi in alcuni Paesi.

L'ottimismo dei dirigenti d'impresa cresce ancora, grazie agli ordinativi più ricchi e al rafforzamento della loro posizione concorrenziale a causa del deprezzamento dell'euro.

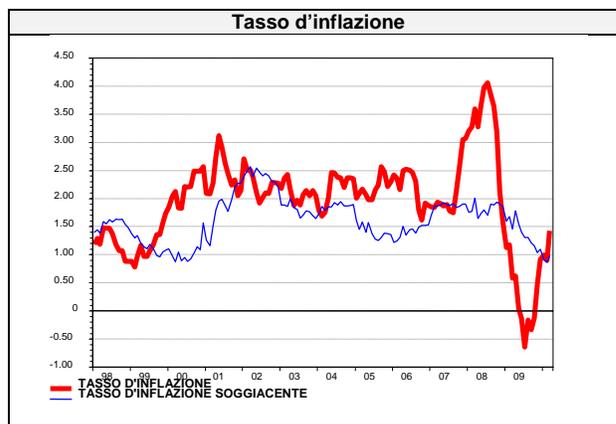
La migliore congiuntura dei partner commerciali (principalmente gli Stati Uniti e l'Asia) e l'euro meno forte stimolano da qualche tempo le esportazioni della zona euro. Nei prossimi mesi le esportazioni continueranno a crescere, poiché gli ordini all'esportazione sono aumentati ogni mese tra il luglio del 2009 e l'aprile del 2010.

L'appetibilità delle esportazioni e la ricostituzione delle scorte favoriscono la produzione industriale. Gli indici dei direttori degli acquisti, nell'industria manifatturiera come nel settore dei servizi, confermano il miglioramento della situazione in tutti e due i settori.

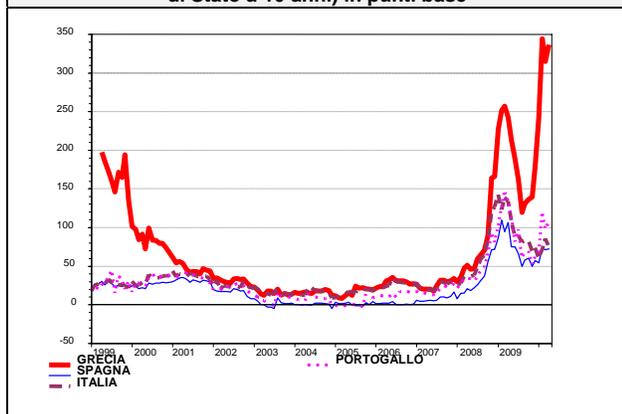
L'inflazione è passata dallo 0,90% in febbraio allo 1,43% in marzo. Secondo una prima stima, l'inflazione in aprile si è attestata all'1,5%.

La crescita dei prezzi delle materie prime e il deprezzamento dell'euro spingeranno l'inflazione verso l'alto nel corso dei prossimi mesi, ma non al punto che l'inflazione media di quest'anno e dell'anno prossimo supererà la soglia del 2% della BCE.

L'euro si deprezzerà solo progressivamente. La debole domanda interna riduce i margini di manovra delle imprese in materia di aumento dei prezzi. La disoccupazione elevata pregiudica da qualche tempo l'aumento degli stipendi e condurrà al mantenimento della moderazione salariale ancora quest'anno.



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



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)

	2009	2010	2011
PIL	-4,0	1,2	1,9
Consumo privato	-1,0	0,6	1,5
Investimenti	-11,0	-0,1	4,2
Esportazioni	-13,2	5,1	4,8
Importazioni	-11,8	4,1	5,6
Tasso d'inflazione	0,3	1,5	1,7
Saldo oper. correnti (% PIL)	-0,6	-0,4	-0,2



3. Tassi a breve termine

Riassorbire il volume gigantesco di liquidità sarà un compito arduo per la Fed. Certo, all'inizio della crisi le iniezioni di liquidità hanno preso la forma di mutui d'urgenza a breve termine alle banche, ma gradualmente non sono stati più utilizzati e sono stati sostituiti da acquisti massicci di titoli a lungo termine da parte della Fed. Ne deriva che attualmente l'enorme bilancio della Fed (2,3 trilioni di dollari, ossia il 16% del PIL!) è composto per l'82% da titoli a lungo termine. Ridurre questo imponente portafogli potrebbe rivelarsi difficile e richiedere numerosi anni, a meno di provocare una crescita inopportuna dei tassi d'interesse a lungo termine.

Nella riunione del 28 aprile, la Fed ha riaffermato che manterrà il tasso guida (ovvero, il tasso dei Fed fund) a un livello eccezionalmente basso per un periodo prolungato (allo 0% / 0,25% da metà dicembre 2008). Non toccherà il tasso finché non sarà certa che la ripresa sia bene avviata e che non appaia la deflazione. Secondo il nostro scenario, porterà questo tasso allo 0,5% nel dicembre 2010, all'1% nel marzo del 2011, ossia a un livello ancora estremamente basso.

Al fine di ridurre il volume smisurato di liquidità, il compito della BCE è più facile di quello della Fed. Per iniettare queste liquidità, la BCE aveva in effetti proceduto in modo molto diverso: contrariamente alla Fed, aveva fatto ricorso solo limitatamente ad acquisti di titoli a lungo termine, concentrandosi su operazioni di mutui a breve termine alle banche. Quando questi mutui arriveranno a scadenza, il volume delle liquidità dovrebbe teoricamente ridursi automaticamente.

Siccome la tensione sul mercato monetario è diminuita sensibilmente (diminuzione che non è stata arrestata dalla crisi greca), essa ha smantellato diverse misure eccezionali che aveva preso all'inizio della crisi finanziaria. Questo smantellamento non ha perturbato i mercati, e i tassi a breve termine si sono appena mossi.

Per quanto riguarda il tasso guida, la BCE lo ha mantenuto all'1% nella riunione mensile dell'8 aprile. Ha fatto comprendere che un rialzo di questo tasso non è di attualità.

Nella sua strategia di uscita dalla crisi, 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 (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 passerebbe quindi dall'1% attuale all'1,25% nel marzo del 2011. Facciamo notare che le perturbazioni sui mercati finanziari, provocate dalla crisi greca, spingono la BCE alla prudenza (nessun rialzo rapido del tasso guida).

Tassi a 3 mesi (%)

	30/04/10	T3 2010	T2 2011
Stati Uniti	0,3	0,6	1,6
Zona euro	0,7	0,9	1,6
Regno Unito	0,7	0,8	1,2
Polonia	3,8	4,0	4,4

4. Tassi a lungo termine

Negli Stati Uniti, il tasso degli IRS a 10 anni ha ricominciato a crescere all'inizio di aprile dopo la pubblicazione di buone notizie sull'evoluzione della congiuntura. Ha anche testato il limite del 4%. In seguito, questo tasso è leggermente calato, arrivando al 3,69% il 30 aprile, sulla scorta della pubblicazione dei verbali della riunione della Fed, che suggeriscono che per molto tempo non rialzerà il tasso guida. Hanno giocato anche nuovi tumulti relativi al dramma greco (rischio dello scoppio di una nuova fase della crisi finanziaria).

Durante i prossimi 12 mesi è prevedibile un aumento moderato dei tassi obbligazionari. In effetti la Fed ha smesso di ricorrere agli acquisti massicci di obbligazioni. Inoltre, procederà a un rialzo del tasso guida alla fine dell'anno, il che spingerà i tassi obbligazionari verso l'alto. Infine, il finanziamento dell'importante deficit di bilancio, che finora non ha creato problemi, potrebbe entrare in concorrenza con la ripresa prevista 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 registra una tendenza al ribasso, passando dal 3,60% del 31 dicembre al 3,19% del 30 aprile. La crisi greca fa temere lo scoppio di una crisi più vasta che potrebbe toccare altri Paesi. Inoltre, la crescita dell'economia nel 4° trimestre è stata deludente, l'inverno molto rigido ha lasciato delle tracce e l'inflazione soggiacente resta debole (1% in marzo).

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.

La situazione in Grecia continua a preoccupare il mercato obbligazionario, malgrado misure di austerità draconiane adottate dal governo. La Germania esita però a venire in aiuto del Paese, il che rende nervoso il mercato. Il contagio della crisi greca agli altri Paesi è limitato. Gli spread tra i tassi obbligazionari tedeschi da un lato e i tassi spagnoli (104 pb), portoghesi (220 pb) e italiani (100 pb) dall'altro, sono saliti pur restando lontani dallo spread greco (625 pb), in quanto la situazione di questi tre Paesi è meno grave (vedere grafico a p. 2).

Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	30/04/10	T3 2010	T2 2011
Stati Uniti	3,7	3,4/4,4	3,4/4,8
Zona euro	3,2	3,1/3,9	3,4/4,4
Regno Unito	3,9	4,1	4,8
Polonia	5,4	5,8	6,0



5. Stati Uniti: la ripresa si propaga e diventa sempre più durevole

Il primo trimestre è andato bene (il PIL annualizzato è cresciuto del 3,2% rispetto al trimestre precedente) malgrado un inverno particolarmente duro.

Il risanamento dell'attività nell'industria è alla base della ripresa dell'economia. Il suo ruolo di motore è lungi dall'essere terminato, come testimoniato dall'eccellente livello dell'indice ISM e dal vigore dell'attività in un settore molto ciclico come quello dell'acciaio. Aspetto più rassicurante: la ripresa si è propagata al settore dei servizi e ai consumi, in aumento da 3 trimestri consecutivi; ha anche permesso di fermare il calo dell'occupazione, il che fornirà una base più solida al rilancio dei consumi. Vi sono quindi sempre più segni che la ripresa sarà durevole. La ripresa degli utili delle imprese è d'altronde spettacolare; ciò dovrebbe limitare il bisogno di nuove ristrutturazioni e aprire la via al riavvio degli investimenti.

Però, diversi elementi limitano nettamente l'entusiasmo. Il contesto non è per nulla favorevole al consumo. Le famiglie potrebbero mostrarsi parsimoniose rispetto all'uso del credito. Inoltre, i sequestri immobiliari non sono terminati. Peraltro, la disoccupazione scenderà lentamente, il che significa che resterà ancora a un livello molto elevato.

A medio termine, la Fed abbandonerà la politica del tasso guida tenuto a quasi lo 0% e l'enorme deficit di bilancio dovrà essere ridotto. Per questo il ritmo di espansione del PIL potrebbe ricadere dal 2,9% nel 2010 al 2,4% nel 2011.

In appena qualche mese, si è passati dalla deflazione all'inflazione, con il tasso d'inflazione passato dal -2,1% di luglio 2009 al +2,4% del marzo del 2010. Questa metamorfosi è largamente imputabile ai movimenti molto ampi dei prezzi petroliferi che si sono registrati negli ultimi due anni. Il concetto di inflazione soggiacente, che non comprende i prezzi dei prodotti petroliferi e alimentari, è più appropriato. E' da più di un anno abbastanza stabile e ammonta in marzo all'1,2%.

A medio termine, l'inflazione non creerà problemi. In effetti, i costi salariali sono in calo del 4,7% negli ultimi 12 mesi, risultato delle importanti ristrutturazioni svolte dalle imprese e di una disoccupazione elevata, che non spinge i lavoratori a rivendicare aumenti salariali.

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	2,0	1,8
Investimenti delle imprese	-17,8	0,7	3,4
Costruzione residenziale	-20,5	3,8	4,6
Esportazioni	-9,6	9,3	5,6
Importazioni	-13,9	6,3	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	-8,9	-7,5
Tasso di risparmio delle famiglie	4,3	3,5	3,7

6. Mercati dei cambi: la crisi greca continua a influenzare il corso dell'euro

L'euro, in preda alle perturbazioni dovute alle finanze pubbliche greche, continua a deprezzarsi rispetto al dollaro.

Il contenuto concreto delle misure di sostegno dei Paesi della zona euro alla Grecia l'11 aprile è inizialmente stato accolto positivamente dai mercati finanziari, permettendo che l'euro si riprendesse leggermente.

Questo movimento è stato però di breve durata, con la sfiducia dei mercati finanziari rispetto alla Grecia salita nuovamente con l'aumento del deficit di bilancio greco e il degrado del rating del debito greco da parte di Moody's il 22 aprile e di Standard & Poor's il 27 aprile.

Il 23 aprile, infine, la Grecia ha capitolato davanti alla pressione dei mercati finanziari, domandando l'attivazione del meccanismo di sostegno dei Paesi della zona euro e del FMI.

Il 27 aprile Standard & Poor's ha rivisto il rating del Portogallo verso il basso e l'indomani quello della Spagna, il che ha accentuato il calo dell'euro rispetto al dollaro.

Fino alla fine di maggio, l'incertezza riguardante le finanze pubbliche greche continuerà a pesare sull'euro (la Grecia avrà da qui ad allora chiuso la maggior parte delle operazioni di rifinanziamento per l'anno). In seguito, l'incertezza probabilmente si ridurrà e l'euro potrà riguadagnare terreno rispetto al dollaro.

L'eventuale apprezzamento dell'euro non continuerà però a lungo.

Quando l'economia americana avrà recuperato vigore, la Riserva Federale rialzerà il tasso di base prima della BCE. I mercati finanziari cominceranno ad anticipare questo irrigidimento monetario qualche mese prima. Quindi, prevediamo un deprezzamento dell'euro sin dall'autunno.

Nel 2011, l'euro perderà ancora valore rispetto al dollaro, in ragione dell'evoluzione divergente dei tassi di interesse negli Stati Uniti e nella zona euro, ma anche scarti di crescita economica (tra la zona euro e gli Stati Uniti che vedranno il PIL progredire più rapidamente).

L'apprezzamento del dollaro rispetto all'euro sarà tuttavia lento. I differenziali dei tassi di interesse tra gli Stati Uniti e l'Europa aumenteranno solo leggermente. Per finire, gli Stati Uniti devono affrontare un grande "twin deficit" (grande deficit a livello di bilancio e di conto corrente con l'estero), il che taglierà un tantino le ali al dollaro.

Tassi di cambio

	30/04/10	T3 2010	T4 2010	T1 2011	T2 2011
EUR/USD	1,33	1,35	1,32	1,29	1,27
USD/JPY	94	96	99	101	103
EUR/CHF	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43
EUR/GBP	0,87	0,89	0,90	0,87	0,84