

## Materie prime: i prezzi non si mantengono ai nuovi livelli massimi

In novembre, il ministro saudita del petrolio si è pronunciato per un margine di fluttuazione compreso tra i 70 e 90 dollari per barile di greggio (invece del margine di 70-80 dollari, abitualmente utilizzato fino a poco fa). Questa dichiarazione, insieme all'ammorbidente quantitativo della politica monetaria della Federal Reserve e all'indebolimento del dollaro, ha avuto come rapido effetto l'aumento dei prezzi del greggio all'incirca a 90 dollari il barile.

Negli Stati Uniti le scorte di benzina, diesel e nafta per il riscaldamento diminuiscono dalla fine del mese di settembre, il che ha rafforzato ancora il prezzo del petrolio. Nessuna penuria di petrolio greggio è comunque alle viste, poiché il livello delle scorte commerciali americane di petrolio era ancora, il 12 novembre, del 6,2% superiore a quello dell'anno precedente. Le scorte di petrolio strategiche americane restano vicine al loro livello record.

A breve termine, la quotazione dell'oro nero non diminuirà. Con l'avvicinarsi dell'inverno nell'emisfero nord, in effetti, la domanda fisica di petrolio aumenterà.

I Paesi dell'OPEC non rialzeranno a breve le quote di produzione. Le scorte mondiali di petrolio sono sempre elevate e non necessitano quindi di estrazioni di quantità supplementari di petrolio. Inoltre, il rincaro dei prezzi del barile dovrebbe compensare la riduzione del valore del dollaro, al fine di mantenere il livello delle entrate dei Paesi produttori di petrolio.

A partire dalla primavera 2011, il corso del petrolio potrebbe nuovamente diminuire temporaneamente, in ragione della diminuzione della domanda di energia da riscaldamento.

Il rallentamento dell'economia mondiale ridurrà nel 2011 l'aumento della domanda di petrolio. L'Agenzia internazionale dell'energia prevede un calo della crescita della domanda di greggio dal +2,7% registrato nel 2010 al +1,4% del 2011, mentre l'OPEC prevede il seguente andamento della domanda: +1,6% nel 2010 e +1,4% nel 2011.

Per questa ragione, nel 2011 ci aspettiamo un aumento delle quotazioni del petrolio in media meno sostenuto di quanto registrato nel 2010. Tuttavia, la frenesia negli acquisti di materie prime da parte degli speculatori, che temono che l'ammorbidente della politica monetaria della banca centrale americana induca a termine un'impennata dell'inflazione, potrebbe contraddire questo scenario e generare nel 2011 un aumento nettamente più sostenuto delle quotazioni del petrolio.



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

10/11/2024	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011
83,3	88	83	82	87

Finito di redigere il 24 novembre 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), 02/222 31 20 (S. Farkas) o 02/222 48 12 (O. Lohest).

**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.

Fonte: Thomson Reuters Datastream – Bloomberg – Belgostat - Eurostat

**Zona euro: divergenze marcate della crescita economica**

Secondo le stime, nel terzo trimestre vi sarà una crescita del PIL della zona euro dello 0,4% rispetto al secondo trimestre, che aveva guadagnato l'1% rispetto al primo trimestre.

Anche se non conosciamo ancora con precisione l'evoluzione delle componenti del PIL nel corso del trimestre trascorso, è facile scommettere che i consumi delle famiglie non contribuiranno sensibilmente a questa crescita, come lascia pensare l'evoluzione delle vendite di autovetture e delle vendite al dettaglio.

Gli investimenti sono verosimilmente aumentati per il secondo trimestre consecutivo. Grazie all'impressionante aumento della produzione industriale, il tasso di utilizzo delle capacità di produzione ha raggiunto in ottobre il livello più elevato da due anni. Questa constatazione, coniugata a ordinativi più riempiti, all'aumento degli utili delle imprese e al rinforzo della fiducia delle imprese, inciterà a investire maggiormente.

I dati sulla crescita delle esportazioni sono conseguenti: tuttavia, in ragione dell'aumento significativo delle importazioni, il contributo positivo del commercio estero alla crescita economica è abbastanza temperato.

La crescita economica proseguirà nel quarto trimestre, poiché l'indicatore del sentimento economico, segnale premonitore dell'evoluzione del PIL, è aumentato in ottobre per il quinto mese consecutivo.

Gli indici dei direttori d'acquisto dell'industria manifatturiera e del settore terziario sono saliti più del previsto in novembre.

Tra maggio e settembre la fiducia dei consumatori è chiaramente aumentata, ma questa tendenza all'aumento si è attenuata in ottobre. Questa constatazione si spiega con l'andamento del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, che si era mantenuto al 10% tra marzo e agosto, è passato in settembre al 10,1%, ossia il livello più elevato dal luglio del 1998. La fiducia dei consumatori è però fortunatamente aumentata in novembre.

Neanche le prospettive economiche per il 2011 segnano il sereno. I risanamenti di bilancio draconiani che i Paesi della zona euro hanno successivamente messo in opera ridurranno nel 2011 la fiducia dei consumatori, imbrigliando la crescita dei loro consumi.

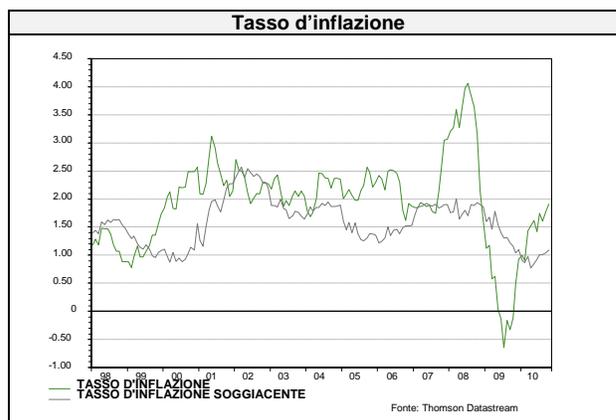
Le esportazioni si urteranno alle conseguenze del raffreddamento dell'economia in un certo numero di importanti partner commerciali. Fortunatamente, la congiuntura molto dinamica nei Paesi emergenti come la Cina, l'India e il Brasile, come anche un eventuale deprezzamento dell'euro, potrebbero limitare i danni per gli esportatori.

L'inflazione ha ripreso a salire in questi ultimi mesi: è passata dall'1,61% di agosto all'1,77% di settembre e all'1,91% di ottobre. La tendenza fondamentale dell'inflazione resta tuttavia molto moderata, poiché l'inflazione soggiacente (che non tiene conto dell'energia, dell'alimentazione, dell'alcol e del tabacco) era in ottobre di solo l'1,09%.

L'evoluzione ulteriore dell'euro è molto incerta ed eserciterà ovviamente un'influenza essenziale sull'inflazione.

Tuttavia, gli aumenti salariali moderati e la debole domanda interna freneranno la pressione all'aumento esercitata dal rincaro dei corsi delle materie prime e dall'aumento delle aliquote dell'IVA in un certo numero di Paesi della zona euro.

Per questo pensiamo che l'inflazione media nella zona euro resterà nel 2011 nella norma della BCE.



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

### Tassi a breve termine

Come ampiamente previsto, la **Fed** ha deciso il 3 novembre un nuovo ammorbidimento della politica monetaria, decidendo di acquisire massicciamente, da qui al giugno del 2011, obbligazioni emesse dal Tesoro. Propagando da diversi mesi le voci di questi acquisti aveva spinto i tassi obbligazionari verso un nuovo minimo storico, il che dovrebbe stimolare l'economia.

Dato che l'utilizzo di questo strumento è insolito, la banca centrale si lancia nell'ignoto. Questo programma comprende parecchi rischi. Per questo motivo sorveglierà attentamente lo svolgimento di questo programma e potrebbe quindi adeguarlo, in particolare se l'inflazione rimbalzasse o se l'economia prendesse risolutamente il cammino dell'espansione.

Alcuni analisti pensano che in luglio prolungherà questo programma e che gli obiettivi di acquisto saranno rivisti sostanzialmente al rialzo. Vi è in effetti il pericolo che, quando questi acquisti termineranno, i tassi obbligazionari cresceranno. Per questo prolungherà probabilmente questo programma fino al 2012, procedendo a un atterraggio in dolcezza (riduzione graduale degli acquisti). Con una prospettiva di crescita del 2,1% del PIL nel 2011, che è considerata negativa dagli americani, vi sono poche possibilità che la Fed rialzi i tassi nei 12 mesi prossimi. Avvierà questo movimento nella primavera del 2012.

Da giugno la **BCE** assorbe le liquidità che aveva iniettato massicciamente nel sistema finanziario dopo lo scoppio della crisi finanziaria. Questa riduzione ha comportato una crescita dell'euribor a 3 mesi, che è passato dallo 0,63% di inizio aprile all'1,04% del 24 novembre, passando così al di sopra del tasso guida della BCE (dell'1%).

Per il secondo mese di fila, la BCE non ha preso alcuna decisione nuova nella riunione mensile di inizio novembre. Non ha quindi seguito la Fed, che ha preso nuove misure di sostegno dell'economia. Facciamo notare che solo qualche mese fa l'euro era l'oggetto di duri attacchi (certi analisti prevedevano scenari molto foschi). In questo contesto, la BCE resta prudente.

Ha annunciato che la riunione di inizio dicembre potrebbe essere più importante. Il suo presidente ha peraltro dichiarato di recente che le misure eccezionali di sostegno al sistema finanziario sono di natura temporanea. Potrebbe quindi decidere di mettere in opera una nuova fase di smantellamento di queste misure.

L'economia della zona euro rallenterà presto per la messa in opera di piani di austerità di bilancio nella maggior parte dei Paesi europei. La brutale risalita dell'euro costituisce anche una cattiva notizia per gli esportatori. L'inflazione soggiacente è stata solo dell'1,1% in ottobre. In questo contesto, la BCE dovrà rimanere molto accomodante per un lungo periodo. Secondo il nostro scenario, un primo aumento del tasso guida interverrebbe nella primavera 2012.

### Tassi a lungo termine

Sui mercati obbligazionari, la decisione della Fed di intensificare i propri acquisti di obbligazioni del Tesoro era stata ampiamente prevista: il tasso degli IRS **americani** a 10 anni è calato dal 4% di inizio aprile al 2,54% del 16 agosto. In effetti, da giugno la Fed aveva preparato i mercati distillando rumour e diverse dichiarazioni dei dirigenti che questa istituzione avrebbe deciso in novembre un programma d'acquisto di obbligazioni. Da allora, il 24 marzo questo tasso degli IRS è risalito al 2,90%. Migliori indicatori economici e la crescita dei prezzi petroliferi (che riduce il rischio che si realizzi lo scenario deflazionista) hanno probabilmente contribuito a questo movimento.

Per quanto riguarda l'avvenire, in un primo tempo i tassi potrebbero restare vicini al livello attuale o riscendere, poiché la Fed desidera che i tassi restino molto bassi. In un secondo tempo questo tasso potrebbe riprendersi. In effetti, quando la Fed arresterà il programma di acquisto probabilmente in luglio, i tassi risaliranno naturalmente verso un livello più normale. E' però probabile che la Fed manovrerà al fine di evitare una risalita troppo rapida da qui a luglio dei tassi obbligazionari. Potrebbe così mettere a punto di qui ad allora un nuovo programma di acquisto decrescente.

Nella **zona euro** il tasso degli IRS a 10 anni sta risalendo dal minimo di 2,33% raggiunto il 31 agosto. La congiuntura europea resiste finora meglio del previsto alle misure di austerità messe a punto in numerosi Paesi, come anche all'apprezzamento dell'euro. La BCE mantiene un atteggiamento fermo. La recente ripresa degli IRS Oltre Atlantico ha contribuito al movimento di leggero aumento degli IRS europei.

In un primo tempo il tasso degli IRS dovrebbe restare molto basso. Dovrebbe in seguito iniziare una risalita moderata quando si avvicinerà alla fine del programma di acquisti massicci di obbligazioni dalla Fed, fine che spingerà i tassi degli IRS americani verso l'alto. Questa risalita sarà temperata da una congiuntura europea, che sarà ben poco entusiasmante nel 2011, ma anche nel 2012, visto che continuano i programmi di riduzione dei deficit di bilancio. Potrebbe anche essere meno forte che negli USA.

Sottolineiamo che la volatilità dei tassi sarà più debole nella zona euro che negli USA, poiché la BCE non si è impegnata in programmi audaci che hanno un impatto diretto sui tassi obbligazionari.

#### Tassi a 3 mesi (%)

	10/11/2024	T1 2011	T4 2011
Stati Uniti	0,3	0,3	0,6
Zona euro	1,0	1,1	1,4
Regno Unito	0,8	0,8	1,0
Polonia	3,8	4,0	4,3

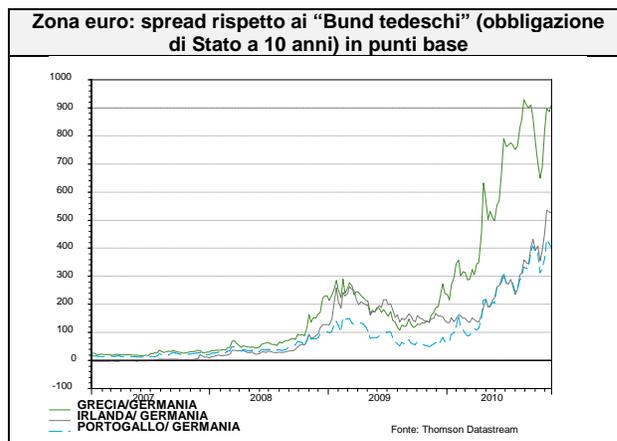
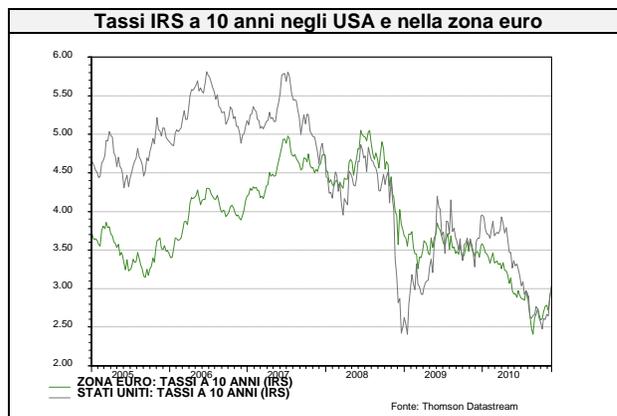
#### Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	10/11/2024	T1 2011	T4 2011
Stati Uniti	2,9	2,3/3,4	2,3/3,9
Zona euro	2,9	2,4/3,2	2,5/3,7
Regno Unito	3,4	3,5	3,9
Polonia	5,4	5,3	5,7

Sul fronte della **crisi delle finanze pubbliche di diversi Paesi periferici**, sono continuate le notizie negative. Alcuni suggerimenti delle autorità tedesche e francesi di mettere a punto un meccanismo di fallimento ordinato di uno Stato che condurrà alla ristrutturazione del debito di un Paese in difficoltà hanno fatto paura e provocato un'importante recrudescenza della tensione nei Paesi periferici. In effetti i detentori di obbligazioni potrebbero allora incassare perdite.

In Grecia e in Irlanda il deficit di bilancio nel 2011 (rispettivamente il 7,5% del PIL e del 9,5%) sarà ancora lontano dalla norma del 3%, malgrado l'adozione di diversi pacchetti di misure drastiche di austerità. Il lancio di nuove misure potrebbe porre dei problemi politici: diventano indigeste. La riduzione dei deficit di diversi Paesi periferici non sarà peraltro facile, specialmente per i Paesi come la Spagna, il Portogallo e la Grecia, che soffrono di un problema di competitività, poiché è difficile correggere un problema di bilancio quando si soffre già di un problema di competitività. Un buco di bilancio innesca un effetto a valanga disastroso del debito pubblico, effetto che è difficile da fermare, a meno di non prendere misure radicali. In Irlanda le banche devono far fronte a prelievi massicci di depositi e divengono così sempre più dipendenti dalla BCE, cosa irrita quest'ultima (rischio di perdite per la BCE; rinvio delle ristrutturazioni indispensabili di questo settore).

La recrudescenza della tensione influenza i CDS, che permettono di coprirsi contro il rischio di fallimento di una banca. I mercati temono che le banche, che hanno in portafoglio un pacchetto di obbligazioni emesse dagli Stati periferici (Irlanda, Grecia, ecc.) non incassano perdite importanti.



### Stati Uniti: una congiuntura letargica per le norme americane

Nel 3° trimestre l'espansione del PIL è stata poco brillante per il secondo trimestre consecutivo. I primi indicatori, relativi al 4° trimestre, sono più incoraggianti: balzo delle vendite al dettaglio; netto miglioramento delle creazioni di posti di lavoro concentrato nel settore privato; ripresa dell'indice ISM dell'attività nell'industria. La crescita del PIL non dovrebbe però accelerare davvero, poiché la crescita delle scorte, osservata nel 3° trimestre, potrebbe non riprodursi.

Le prospettive congiunturali non sono per nulla entusiasmanti:

- Preoccupa la crescita delle importazioni nel 2° e 3° trimestre, malgrado il debole dinamismo della domanda interna.
- L'espansione dell'economia è troppo debole per comportare una vera diminuzione della disoccupazione, il che appanna ulteriormente la fiducia delle famiglie, già mediocre.
- Le famiglie continuano a ridurre il proprio ricorso al credito al consumo.
- Gli Stati e gli Enti locali riducono le spese e tagliano posti di lavoro.

L'economia probabilmente non sprofonderà nella recessione. In effetti

- L'indebolimento del dollaro è generalizzato. Ciò favorirà il commercio esterno americano.
- I salari aumentano in termini reali con il calo dell'inflazione, il che sosterrà i consumi.
- Nelle economie emergenti, la ripresa è bene avviata, il che sosterrà le esportazioni americane.
- Gli utili delle imprese hanno quasi ritrovato il livello di prima della crisi, il che li incoraggia a investire nuovamente.

Il tasso d'inflazione è risceso dal 2,8% del dicembre 2009 all'1,2% dell'ottobre 2010. L'inflazione viene spinta verso il basso dai rapidi progressi della produttività a seguito delle importanti ristrutturazioni e dell'esitazione delle imprese a impegnarsi malgrado la ripresa delle loro attività.

La volatilità dell'inflazione nel corso degli ultimi anni incita però a non prendere posizioni troppo nette per quanto riguarda le prospettive sulla deflazione. Peraltro, visto il rimborso dei prezzi delle materie prime, non è affatto sicuro che gli USA passeranno in situazione di deflazione. La quotazione del petrolio greggio si apprezza a causa della caduta del dollaro; si osserva in effetti che, in passato, un deprezzamento del dollaro comporta una crescita della quotazione del barile.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2009	2010	2011
PIL	-2,6	2,8	2,1
Consumo privato	-1,2	1,7	2,3
Investimenti delle imprese	-17,1	5,5	5,3
Costruzione residenziale	-22,9	-3,3	-2,1
Esportazioni	-9,5	11,6	6,6
Importazioni	-13,8	13,6	5,7
Tasso d'inflazione	-0,3	1,6	1,3
Saldo oper. correnti (% PIL)	-2,7	-3,4	-3,6
Saldo budgetario (% PIL)	-11,3	-9,8	-8,0
Debito pubblico lordo (in % del PIL)	83,0	89,7	93,9
Tasso di risparmio delle famiglie	5,9	5,7	6,1

### Mercati dei cambi: la crisi del debito irlandese comporta un nuovo deprezzamento dell'euro

A breve termine puntiamo sul proseguimento della volatilità dell'euro rispetto al dollaro. La moneta unica è in effetti presa tra due fuochi.

Gli acquisti massicci di obbligazioni da parte della Federal Reserve e la cessazione progressiva, da parte della BCE, delle misure d'aiuto destinate a migliorare la liquidità delle banche, dovrebbero, in teoria, indurre un apprezzamento dell'euro.

Invece i timori a proposito delle finanze pubbliche in diversi Paesi della zona euro costituiscono una cattiva notizia per l'euro. E' possibile che dopo la capitolazione dell'Irlanda, il Portogallo sarà nella mira degli speculatori. Inoltre, il risanamento di bilancio draconiano l'anno prossimo farà chiaramente sentire i propri effetti sull'espansione economica in Europa. Negli Stati Uniti, la lotta al deficit di bilancio sarà avviata solo ulteriormente e la Federal Reserve, contrariamente alla BCE, concentrerà i propri sforzi sull'appoggio alla congiuntura. Anche se gli Stati Uniti non sfuggiranno a un rallentamento della crescita economica, si registrerà un PIL più sostenuto che nella zona euro.

Partendo da queste constatazioni, pensiamo che il dollaro americano recupererà l'anno prossimo una parte di terreno perso dall'inizio di giugno 2010 (quando un euro valeva ancora 1,19 dollari).

E' solo a partire dalla fine del 2011 che l'euro potrebbe forse ricominciare ad apprezzarsi rispetto al dollaro americano.

Man mano che gli sforzi di risanamento di bilancio svolti in Europa cominceranno a portare i propri frutti e che i deficit pubblici si ridurranno, i timori sulla crisi del debito nella zona euro diminuiranno (senza tuttavia scomparire). La focalizzazione dei mercati finanziari sui deficit pubblici potrebbe orientarsi l'anno prossimo verso gli Stati Uniti, in cui la "coabitazione" tra un presidente democratico e una maggioranza repubblicana nel Congresso non faciliterà l'adozione di misure di risanamento di bilancio draconiane. A ciò si aggiungerà anche il deficit abissale dei conti correnti americani.

Inoltre, nella primavera del 2012, la BCE seguirà l'esempio della Fed e comincerà ad alzare il tasso repo. Il tasso guida a breve termine nella zona euro resterà quindi superiore a quello osservato negli Stati Uniti. I mercati finanziari anticiperanno il movimento di stretta monetaria della BCE, il che sosterrà il corso dell'euro.

### Tassi di cambio

	10/11/2009	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011
EUR/USD	1,33	1,30	1,29	1,26	1,31
USD/JPY	83	84	87	91	95
EUR/CHF	1,33	1,33	1,33	1,33	1,32
EUR/GBP	0,85	0,87	0,84	0,83	0,86