

## Materie prime: prosegue l'aumento dei prezzi

I prezzi delle materie prime continuano a salire. Nel corso del mese scorso, l'impennata dei prezzi ha toccato principalmente i metalli non ferrosi.

Il 31 gennaio, il prezzo del petrolio greggio (Brent) ha superato, per la prima volta dal settembre 2008, la soglia dei 100 dollari al barile. Questo aumento dei prezzi del petrolio si spiega non solo con l'ottimismo economico a proposito dei Paesi emergenti asiatici e statunitensi, ma anche con l'inquietudine degli investitori rispetto agli avvenimenti in Egitto e in Libia, come anche con il timore che i disordini si estendano ad altri importanti Paesi produttori di petrolio in Africa del nord e in Medio Oriente. Il rialzo del prezzo del petrolio è esagerato, visto l'andamento favorevole delle scorte di petrolio e della produzione petrolifera. Secondo statistiche di Bloomberg, l'offerta mondiale di petrolio è stata superiore alla domanda in gennaio.

Negli Stati Uniti, le scorte di petrolio commerciali (ovvero, al netto delle scorte strategiche), come anche le scorte di diesel, di nafta da riscaldamento e di benzina, sono superiori al loro livello dell'anno precedente.

Inoltre, le raffinerie di petrolio americane non girano a pieno regime e potrebbero aumentare la produzione in caso di bisogno.

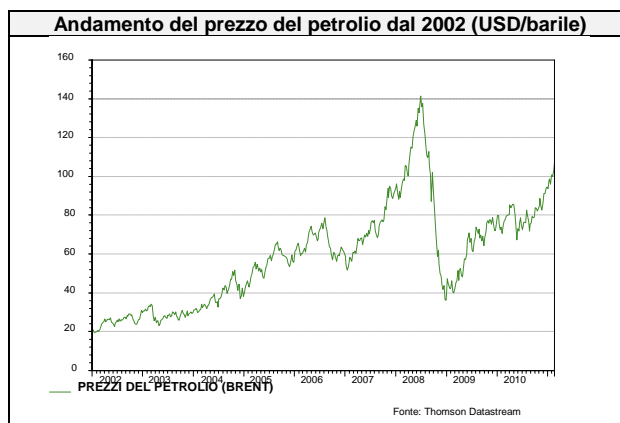
Nel frattempo, l'offerta di petrolio greggio è sempre garantita. Tra novembre e gennaio, i Paesi dell'OPEC hanno aumentato la loro produzione e la loro capacità tampone resta ampia.

Alla fine dell'inverno, nell'emisfero nord, la domanda di petrolio greggio potrebbe temporaneamente contrarsi, il che potrebbe indurre un calo momentaneo dei prezzi. A condizione che non vi siano lunghe interruzioni della produzione in Paesi produttori importanti, come la Libia.

Tuttavia, la tendenza all'aumento a lungo termine dei prezzi del petrolio resta inalterata, sotto l'effetto della domanda sostenuta proveniente dai Paesi emergenti e dell'esaurimento progressivo di questa fonte di energia non rinnovabile. Inoltre, i Paesi produttori arabi hanno un bisogno enorme di petrodollari, per evitare problemi sociali (in particolare in ragione dell'aumento dei prezzi delle derrate alimentari).

I prezzi attuali del petrolio gli stanno bene e il rincaro dell'oro nero non costituisce una minaccia per l'economia mondiale, che crescerà a un ritmo meno sostenuto, visto l'aumento dei prezzi dell'energia, ma senza ricadere in una nuova fase di recessione.

Nel 2011, però, prevediamo un aumento medio del petrolio meno sostenuto rispetto allo scorso anno, poiché la crescita della domanda si ridurrà a causa dell'affanno dell'economia mondiale.



**Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)**

23/02/11	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
107,1	98	100	104	109

Finito di redigere il 23 febbraio 2011.

**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.

Fonte: Thomson Reuters Datastream – Bloomberg – Belgostat - Eurostat.

**Zona euro: il PIL continua ad aumentare allo stesso ritmo del terzo trimestre**

Secondo una prima stima, il PIL della zona euro, nel corso degli ultimi tre mesi del 2010, ha registrato un progresso dello 0,3% in raffronto al terzo trimestre.

All'inizio del 2011 la congiuntura ha proseguito il suo andamento positivo, come attestato dagli indici dei direttori degli acquisti che, in gennaio e in febbraio, suggerivano sempre un'espansione vigorosa nell'industria manifatturiera e nel settore terziario. Nel corso del primo trimestre il settore della costruzione effettuerà un movimento di recupero, dopo l'inverno rigido appena passato.

L'indicatore del sentimento economico suggerisce anche una crescita sostenuta del PIL a ritmo annuale nel corso del primo trimestre.

In dicembre e gennaio, i consumatori sono stati più pessimisti che in novembre. Per il momento l'evoluzione del mercato del lavoro non è tale da rassicurare il consumatore, poiché il tasso di disoccupazione rimane molto elevato. E' stagnato tra aprile e dicembre - salvo in ottobre - a un livello del 10%.

Il tempo rigido di dicembre e la fiducia limitata dei consumatori si sono ripercossi sul fatturato dei dettaglianti.

A breve termine, la fiducia e le spese dei consumatori resteranno deboli, dato che l'impatto delle misure di risanamento dei bilanci nei Paesi della zona euro si farà chiaramente sentire. Peraltro, l'aumento dell'inflazione e il livello elevato della disoccupazione eroderanno il potere di acquisto dei consumatori.

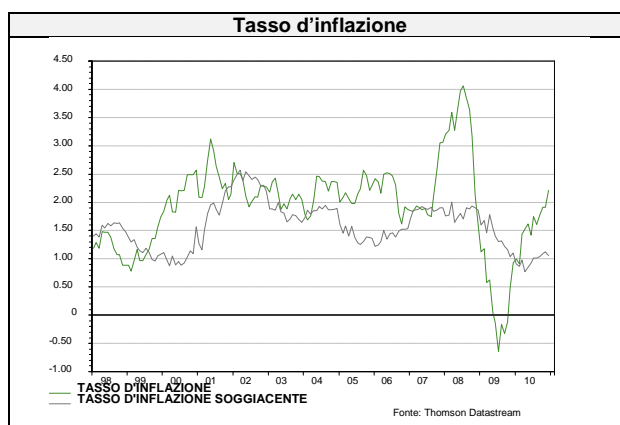
In gennaio la fiducia delle imprese industriali si è sensibilmente ripresa, sotto l'effetto del persistente e impressionante miglioramento degli ordinativi per l'esportazione e degli ordinativi totali.

La tendenza della produzione industriale resta positiva, poiché approfitta della crescita delle esportazioni. Spronato dall'aumento della produzione, il tasso di utilizzo delle capacità di produzione aumenta senza interruzioni, senza però aver ritrovato il livello precedente alla recessione. Le imprese dispongono ancora, quindi, di capacità sufficienti per assorbire l'aumento della produzione.

Il rincaro dei combustibili ha fatto salire l'inflazione nella zona euro dal 2,2% in dicembre al 2,4% di gennaio, il valore più alto dall'ottobre 2008.

Non è escluso che a breve l'inflazione prosegua sul proprio slancio, in ragione dell'aumento rapido dei prezzi all'importazione e dei prezzi alla produzione. L'eventuale nuovo deprezzamento dell'euro potrebbe anche consolidare l'aumento dell'inflazione.

Malgrado questi elementi, non prevediamo però un deragliamento dell'inflazione. L'andamento in chiaroscuro dei consumi delle famiglie limita la capacità delle imprese di riflettere l'aumento dei propri costi sui clienti. Il tasso di disoccupazione elevato, le misure di risparmio draconiano (che inducono un congelamento, persino una diminuzione, degli stipendi dei funzionari) e la necessità per i Paesi periferici della zona euro di ritrovare la competitività, avranno come effetto di limitare gli aumenti salariali.



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2010	2011	2012
PIL	1,7	1,4	1,6
Consumo privato	0,7	0,9	1,2
Investimenti	-1,0	3,1	4,3
Esportazioni	9,9	6,4	4,7
Importazioni	10,2	6,7	5,3
Tasso d'inflazione	1,6	2,1	1,9
Saldo oper. correnti (% PIL)	-0,6	0,2	0,4

**Tassi a breve termine**

Malgrado la recente svolta nella congiuntura, la **Fed** continua con la propria politica, sia per quanto riguarda i tassi di interesse, sia per il programma di acquisto massiccio di obbligazioni del Tesoro. Riconosce certo che la congiuntura è migliorata, ma è prematuro affermare che questo miglioramento sia durevole e sufficiente per comportare un riflusso della disoccupazione. Tradizionalmente, segue attentamente l'evoluzione dell'occupazione, poiché negli USA l'evoluzione della disoccupazione e quella dell'inflazione sono inversamente correlate. Rimane quindi prudente rispetto all'ondata di ottimismo.

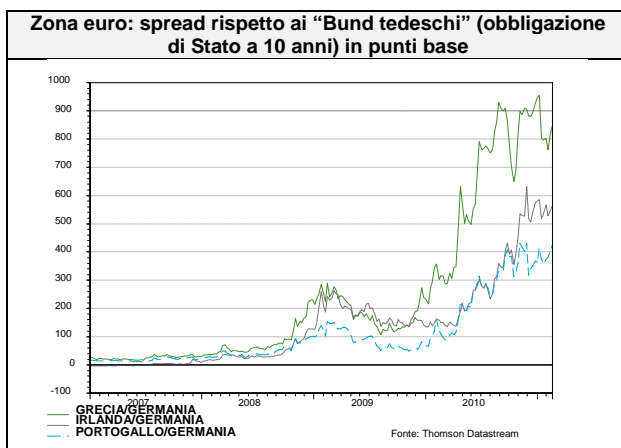
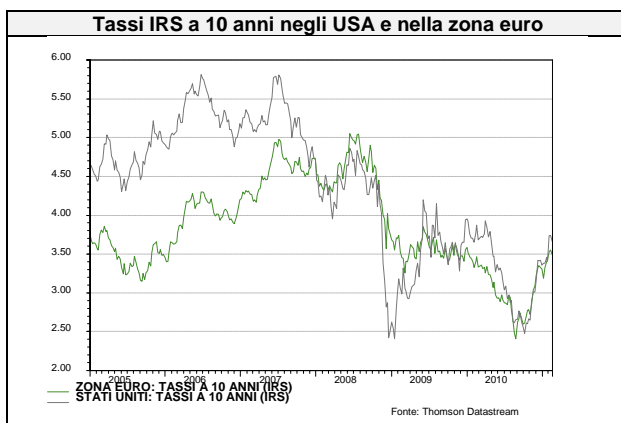
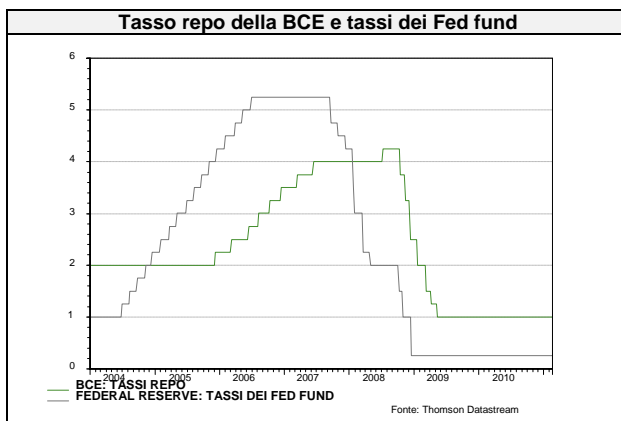
I mercati divengono invece abbastanza nervosi sulle prospettive di aumento del tasso di riferimento. Tuttavia, con un'aspettativa di crescita del 2,9% del PIL quest'anno, la disoccupazione gradualmente diminuirà. In questo contesto, la Fed non avrà fretta di alzare il tasso di riferimento. Un 1° rialzo dovrebbe intervenire nella primavera del 2012.

Nella riunione di inizio gennaio, la **BCE** aveva indurito il tono di fronte alla risalita dell'inflazione, il che aveva comportato una rivalutazione delle aspettative in materia del tasso di riferimento. Nella riunione di inizio febbraio, la BCE non è andata oltre nell'irrigidimento della sua politica, adottando persino un atteggiamento un po' meno aggressivo, malgrado il proseguimento del movimento verso l'alto dell'inflazione.

Il compito della BCE non è facile, poiché

- da un lato, in Germania, l'economia è vigorosa. Questo vigore potrebbe essere ancora rinforzato da un tasso di riferimento molto basso. Questo Paese potrebbe quindi virare a medio termine verso il surriscaldamento. Inoltre, il tasso di inflazione nella zona euro (2,4% in gennaio) supera la soglia del 2% della BCE. Ciò implica che la BCE rialzi da qui a qualche mese il proprio tasso di riferimento.
- D'altro canto, le economie periferiche soffrono. Alcune sono in grave recessione, il che necessita misure di rilancio da parte della BCE.

Un rialzo del tasso di riferimento potrebbe intervenire alla fine dell'estate: è un pronostico che raccoglie sempre più suffragi sui mercati. Prevediamo piuttosto un rialzo in dicembre poiché, prima di spingerci troppo lontano, attendiamo maggiori prove sulla solidità della ripresa congiunturale.



**Tassi a 3 mesi (%)**

	23/02/11	T2 2011	T1 2012
Stati Uniti	0,3	0,3	1,0
Zona euro	1,1	1,1	1,7
Regno Unito	0,8	0,9	1,3

Tassi a lungo termine

Negli **Stati Uniti**, dopo una pausa in dicembre e in gennaio, i tassi obbligazionari hanno ripreso a crescere dall'inizio di febbraio. Il tasso degli IRS a 10 anni è quindi passato dal 2,66% del 3 novembre al 3,42% del 10 dicembre e al 3,56% del 23 febbraio. In effetti, nuovi indicatori economici pubblicati all'inizio di febbraio suggeriscono che la ripresa si è ancora amplificata, mentre i prezzi delle materie prime e del petrolio continuano a salire. L'apprezzamento marcato delle borse ha così sottratto fondi al mercato obbligazionario, convogliandoli verso il mercato delle azioni.

Gli acquisti massicci di obbligazioni, operati dalla Fed dall'inizio di novembre, non sono quindi arrivati ad arginare l'aumento dei tassi. In effetti, gli investitori hanno completamente cambiato opinione sull'evoluzione dell'economia, dell'inflazione e dei tassi di interesse.

Per quanto riguarda l'avvenire, in un primo tempo il tasso degli IRS potrebbe fluttuare tra il 3,1% e il 4%, poiché la Fed desidera che i tassi restino molto bassi. Inoltre, dopo la loro recente ripresa, i tassi sono probabilmente diventati troppo appetibili per gli investitori. In un secondo tempo questi tassi potrebbero nuovamente salire. Quando la Fed terminerà il proprio programma di acquisto di obbligazioni, i tassi dovrebbero ritrovare un livello conforme ai fondamentali economici. Il tasso degli IRS a 10 anni passerà così dal 3,56% del 23 febbraio 2011 al 4% di febbraio del 2012. Tenuto conto degli scenari alternativi (vedere tabella), questo tasso sarà compreso tra il 3,1% e il 4,5% nel febbraio del 2012.

Facciamo notare che la forte volatilità dei tassi, osservata dall'inizio della crisi finanziaria, persisterà ancora per un certo tempo secondo le ondate di pessimismo e di ottimismo che si succederanno ancora; la visibilità è in effetti ridotta e le economie occidentali devono ancora risolvere grossi problemi.

Il tasso degli IRS della **zona euro** ha ripreso all'inizio di febbraio il proprio movimento verso l'alto. Il ritorno dell'ottimismo sulla congiuntura economica si è in effetti ancora accentuato con la pubblicazione dei termometri della congiuntura. I tassi di interesse hanno così reagito alla conferma della ripresa dell'inflazione che ha superato la famosa soglia del 2%. Questa potrebbe peraltro spingere la BCE ad alzare i tassi, più velocemente del previsto. Questo tasso è così passato da un minimo del 2,33%, raggiunto il 31 agosto al 3,42% del 23 febbraio.

Per quanto riguarda l'avvenire, osserviamo che il tasso degli IRS a 10 anni ha ritrovato un livello vicino a quello osservato prima dello scoppio della crisi dei Paesi periferici nella primavera del 2010. Il tasso attuale corrisponde così meglio a uno scenario di crescita del PIL, continua ma poco brillante. Il potenziale di aumento su un orizzonte a breve termine è quindi limitato. Il tasso degli IRS 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 per nulla entusiasmante nel 2011, ma anche nel 2012, con il proseguimento dei programmi di riduzione dei deficit di bilancio

il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,42% del 23 febbraio al 3,4% del maggio 2011 e al 3,7% del febbraio del 2012. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 3% e il 3,8% nel maggio 2011 e tra il 3,1% e il 4% nel febbraio 2012.

Sul fronte della crisi dei Paesi periferici europei, l'acquietamento osservato in gennaio non è si è amplificato. Si osserva persino una risalita degli spread dei tassi tra le obbligazioni dei Paesi periferici e quelli della Germania. L'afflusso di emissioni di obbligazioni, notato dall'inizio dell'anno, si è intensificato, il che è riuscito a spingere i tassi verso l'alto. Inoltre, gli investitori esitano mentre le discussioni sulla messa a punto di un meccanismo europeo di aiuto ai Paesi in difficoltà si prolungano.

La risalita degli spread è variabile da un Paese all'altro. Questa è limitata per la Spagna. Rispetto al livello più alto raggiunto alla fine di novembre, lo spread spagnolo è peraltro in calo apprezzabile e suggerisce che i mercati riprendono in una certa misura fiducia in questo Paese a seguito della pubblicazione molto attesa dell'esposizione delle casse di risparmio nel settore immobiliare.

Per quanto riguarda il Portogallo, i mercati temono che questo Paese non riesca a far fronte all'arrivo delle scadenze delle obbligazioni in aprile e in giugno, il che l'obbligerebbe a rivolgersi all'aiuto europeo. Per questo, questo Paese tenta di raccogliere il massimo di fondi sul mercato obbligazionario. Dall'inizio dell'anno ha già emesso un volume significativo di obbligazioni, il che riduce la probabilità di un appello all'aiuto europeo, ma che ha invece spinto i tassi portoghesi e quindi lo spread di questo Paese verso l'alto. Facciamo notare le voci secondo le quali la Germania spinge questo Paese a rivolgersi al meccanismo di aiuto europeo.

In Irlanda la situazione resta confusa con l'avvicinarsi delle elezioni di fine febbraio. Inoltre, secondo alcune voci, il gigantesco piano di salvataggio delle banche (che rappresenta già il 54% del PIL!) sarebbe insufficiente.

La riduzione dei deficit di diversi Paesi periferici non sarà facile, specialmente per i Paesi come la Spagna, il Portogallo e la Grecia, che soffrono di un problema di competitività, poiché è difficile correggere una sbandata di bilancio quando si soffre già di un problema di competitività. Una sbandata di bilancio innesca un effetto valanga disastroso del debito pubblico, effetto che è difficile da fermare, a meno di non prendere misure radicali.

Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	23/02/11	T2 2011	T1 2012
Stati Uniti	3,6	3,1/4,0	3,1/4,5
Zona euro	3,4	3,0/3,8	3,1/4,0
Regno Unito	3,8	3,9	4,3

**Stati Uniti: accelerazione regolare ma lenta dell'economia**

Dopo un momento di debolezza nell'estate del 2010, l'economia ha accelerato nuovamente alla fine dell'anno. Questo miglioramento ha sorpreso, tenuto conto del pessimismo dell'ambiente ancora in voga qualche mese fa. Le esportazioni sono spinte verso l'alto dal dinamismo dei Paesi emergenti, ma anche dall'indebolimento del dollaro rispetto alla maggior parte delle grandi divise mondiali. Dal canto suo, i consumi si sono nettamente apprezzati, malgrado un ambiente difficile (sequestri in massa di abitazioni; disoccupazione elevata; ecc.). Gli investimenti realizzati dalle imprese sono anche cresciuti in modo ampio.

Le prospettive dovrebbero essere eccellenti per il 1° trimestre, visto il rimbalzo degli ordinativi e la nuova riduzione delle imposte, che rappresentano l'1,3% del PIL. Tuttavia, l'inverno è stato particolarmente duro, il che ha frenato l'aumento della produzione industriale e delle vendite al dettaglio in gennaio. Il 1° trimestre potrebbe quindi in qualche modo deludere. Con un certo distacco e facendo astrazione della forte volatilità degli indicatori economici osservata dall'inizio della crisi finanziaria, si constata che l'economia è sulla via di un'accelerazione regolare, ma lenta. Queste tendenze dovrebbero persistere a medio termine. Le fasi di ottimismo e di pessimismo si succedono e si succederanno ancora per un certo tempo, finché gli USA non avranno risolto i propri grandi problemi, ovvero l'importante deficit delle Finanze pubbliche, un livello di disoccupazione inquietante, l'indebolimento persistente del credito al consumo e il proseguimento dei sequestri in massa di immobili. Ciò non dovrebbe prodursi prima del 2013.

I timori che gli USA cadano in situazione di deflazione non si sono materializzati. L'inflazione si è persino ripresa, passando dall'1,1% in novembre all'1,7% in gennaio. In origine vi è il rimbalzo impressionante del prezzo delle materie prime e in minor misura del petrolio. L'evoluzione dei prezzi delle materie prime influenza l'inflazione con un certo ritardo, visto che le imprese non reagiscono immediatamente al loro andamento. Per questo la ripresa dell'inflazione non è terminata. Diversi elementi avranno però un ruolo di moderazione. Gli aumenti salariali sono ancora limitati e il livello del tasso di utilizzo delle capacità di produzione resta molto debole, il che non inciterà le imprese ad aumentare i propri prezzi. In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dall'1,6% nel 2010 al 2% nel 2011 e nel 2012.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2010	2011	2012
PIL	2,9	2,9	2,6
Consumo privato	1,8	3,0	2,4
Investimenti delle imprese	5,5	6,0	4,4
Costruzione residenziale	-3,0	-0,5	2,9
Esportazioni	11,7	6,9	5,6
Importazioni	12,6	4,4	3,9
Tasso d'inflazione	1,6	2,0	2,0
Saldo oper. correnti (% PIL)	-3,3	-3,5	-3,7
Saldo budgetario (% PIL)	-10,5	-11,3	-8,1
Debito pubblico lordo (in % del PIL)	90,4	98,7	102,9
Tasso di risparmio delle famiglie	5,9	5,8	5,0

**Mercati dei cambi: rimbalzo dell'euro dopo un indebolimento temporaneo**

All'inizio di febbraio, l'euro valeva 1,38 dollari, prima di diminuire. Però, a partire da metà febbraio, l'euro è rimbalzato a seguito delle speculazioni su un indurimento della politica monetaria della BCE dopo la salita del tasso di inflazione.

A breve termine, la quotazione dell'euro resterà probabilmente altalenante. Il sentimento dei mercati finanziari a proposito della crisi del debito nella zona euro, che continuerà a determinare l'evoluzione dei tassi di cambio, dipenderà dagli sviluppi osservati in Portogallo, in Irlanda e in Grecia.

Quest'anno l'andamento della congiuntura della zona euro sarà frenata dalle misure di risparmio prese dai poteri pubblici. La crescita economica nella zona euro sarà quindi inferiore a quella degli Stati Uniti (che, oltre a una politica monetaria molto accomodante, possono contare su un pacchetto di misure fiscali di incitamento, come attestato in particolare dalla recente proroga del calo delle imposte).

Il differenziale di crescita economica tra i due lati dell'Atlantico manterrà uno scarto importante tra i tassi a lungo termine americani ed europei, il che dovrebbe rafforzare l'appetibilità del dollaro agli occhi degli investitori. Prevediamo quindi, nel corso dei prossimi mesi, un nuovo deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro.

Il deprezzamento dell'euro dovrebbe fermarsi alla fine di quest'anno, momento in cui gli effetti benefici delle misure di risparmio adottate sulle finanze pubbliche dovrebbero chiaramente farsi sentire. Allora saranno probabilmente state prese le decisioni relative al fondo di stabilità europeo, il che diminuirà le incertezze sui mercati finanziari.

Quest'anno e successivamente, gli Stati Uniti saranno sempre preda del loro deficit di bilancio colossale e dei deficit abissali della loro bilancia delle operazioni correnti con l'estero. Il deficit di bilancio americano, espresso in percentuale del PIL, resterà a un livello superiore a quello della zona euro e il rapporto del debito pubblico continuerà ad aumentare più rapidamente.

In tal modo, il dollaro americano dovrà far fronte, alla fine d'anno, a pressioni sempre più insistenti.

Infine, la BCE comincerà una stretta della politica monetaria alla fine del 2011. I mercati finanziari anticiperanno questo movimento; possiamo quindi dedurne che a partire dal quarto trimestre del 2011, l'euro ricomincerà ad apprezzarsi rispetto al dollaro americano.

**Tassi di cambio**

	23/02/11	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
EUR/USD	1,37	1,30	1,28	1,33	1,36
USD/JPY	83	85	87	90	92
EUR/CHF	1,29	1,29	1,29	1,28	1,28
EUR/GBP	0,85	0,82	0,81	0,83	0,86