

## Materie prime: condizioni meteorologiche e speculazione fanno crescere i prezzi

I prezzi delle materie prime hanno nuovamente registrato un anno movimentato. L'indice CRB, che combina i prezzi di 19 materie prime, è aumentato del 30% nel 2010. Diversi fattori sono alla base dell'aumento dei prezzi delle materie prime: una forte domanda fisica, un'offerta insufficiente, prospettive di produzione meno favorevoli, un calo delle scorte e la speculazione degli investitori istituzionali (come i fondi speculativi e i fondi pensionistici).

In queste ultime settimane il prezzo del petrolio greggio (Brent) ha continuato a salire verso la soglia dei 100 dollari. Questa situazione è conseguenza dell'inverno rigido in Europa e sulla costa orientale degli Stati Uniti, dell'appetito vorace di energia della Cina e della chiusura di un importante oleodotto in Alaska.

Inoltre, gli indicatori economici positivi negli Stati Uniti rinfocolano la prospettiva di un aumento più forte della domanda mondiale di petrolio greggio, il che attira gli speculatori.

Nel frattempo, le scorte commerciali americane di petrolio (quindi senza le riserve strategiche) sono diminuite dall'inizio di novembre. Ma questo calo non è drammatico, perché le scorte commerciali raggiungono sempre un livello normale. Inoltre, le riserve strategiche americane di petrolio molto più consistenti sono appena inferiori al loro livello record di inizio 2010. Negli Stati Uniti le scorte di diesel, nafta da riscaldamento e benzina sono nettamente aumentati in queste ultime settimane.

L'OPEC, che garantisce il 40% della produzione mondiale di petrolio, ha ancora capacità sufficienti inutilizzate per pompare più petrolio in caso di bisogno. Ma sia il Kuwait, sia l'Iran (che presiede attualmente il cartello petrolifero) non vedono ragioni, malgrado i prezzi del petrolio attualmente alti, di convocare una riunione straordinaria dell'OPEC e di aumentare le quote di produzione. Intanto diversi Paesi dell'OPEC (tra i quali l'Arabia Saudita) estraggono gradualmente più di petrolio.

Dopo la fine dell'inverno la domanda di carburanti probabilmente diminuirà e la pressione sull'aumento dei prezzi del petrolio potrà scendere nuovamente.

I prezzi delle materie prime in generale e i prezzi del petrolio in particolare saranno essenzialmente dettati dall'evoluzione dell'economia mondiale. E siccome quest'ultima crescerà meno intensamente quest'anno dell'anno scorso, prevediamo che il prezzo medio del petrolio mostrerà un aumento meno marcato nel 2011 rispetto al 2010.



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

25/01/11	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
96,6	93	89	94	102

Finito di redigere il 25 gennaio 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: l'economia ha chiuso il 2010 in bellezza**

Secondo i recenti indicatori economici, la congiuntura nella zona euro si è bene comportata nel corso degli ultimi mesi del 2010. In dicembre l'indice del sentimento economico ha così raggiunto il livello più elevato dall'ottobre del 2007. Questo aumento è tuttavia unicamente dovuto al miglioramento ininterrotto della fiducia delle imprese. Risulta, nell'industria, dal forte aumento dei loro ordinativi all'esportazione e dal totale dei loro ordinativi. Questa tendenza favorevole viene confermata anche dall'evoluzione degli indici dei direttori agli acquisti, come anche dalla crescita della produzione industriale e delle esportazioni.

La situazione sul mercato dell'occupazione è lungi dall'essere brillante. Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato al 10,1% in novembre, ossia il livello più elevato dal luglio del 1998.

Quest'anno la crescita del PIL scenderà, principalmente a seguito delle misure draconiane di risanamento di bilancio in diversi Paesi della zona euro.

Oltre ai limitati aumenti salariali, l'aumento della pressione fiscale e la diminuzione delle allocazioni sociali limiteranno la crescita dei redditi disponibili.

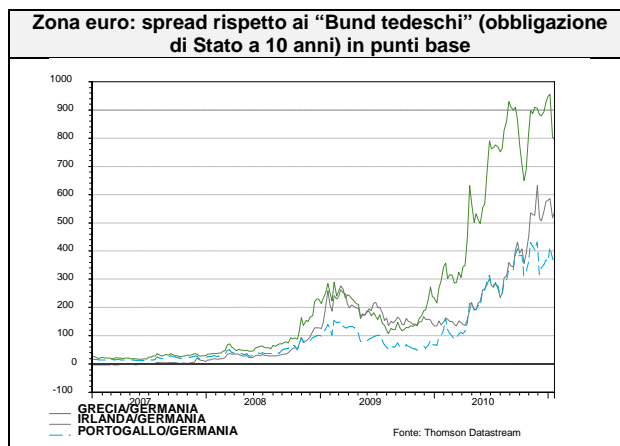
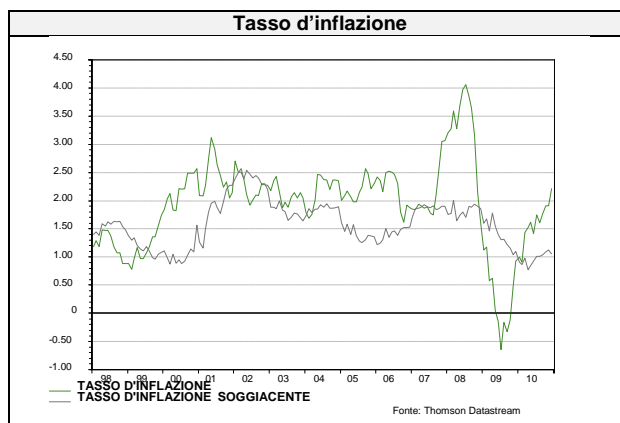
Niente di sorprendente, quindi, che in questi ultimi mesi i consumatori si siano mostrati meno ottimisti e che trattengano il proprio denaro, come testimonia l'andamento moderato delle vendite al dettaglio.

L'inflazione nella zona euro è passata dall'1,91% di novembre al 2,21% di dicembre. Si tratta del tasso di inflazione più elevato dall'ottobre del 2008 ed è la prima volta dal novembre del 2008 che l'inflazione supera la norma del 2% della BCE.

L'aumento dell'inflazione è soprattutto imputabile all'aumento dei prezzi dei carburanti e degli alimenti freschi (come le verdure). A parte l'energia, l'inflazione è rimasta limitata all'1,29% il mese scorso.

L'inflazione soggiacente, che non tiene conto dei prezzi dell'energia, dell'alimentazione, dell'alcol e del tabacco, è rimasta sotto controllo. In dicembre, era ancora dell'1,06%. Prevediamo che quest'anno l'inflazione media resterà vicina alla norma del 2% della BCE, poiché la moderazione salariale, la debolezza dei consumi, l'aumento della produttività e le importanti capacità di produzione inutilizzate contribuiranno a compensare le conseguenze inflazionistiche dell'aumento dei prezzi delle materie prime e del deprezzamento atteso dall'euro rispetto al dollaro.

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



### Tassi a breve termine

La **Fed** ha messo effettivamente in opera il programma di acquisto massiccio di obbligazioni del Tesoro: il suo portafoglio di questo tipo di attività è cresciuto da 819 miliardi di dollari all'inizio di novembre a 1.044 miliardi di dollari il 14 gennaio. Non avendo più margini per ridurre il proprio tasso di riferimento (che è fissato allo 0% / 0,25% dalla metà di dicembre 2008), la Fed si era lanciata su questa strada al fine di sostenere al massimo l'economica. Dall'inizio di novembre, l'ambiente economico è mutato con il ritorno dell'ottimismo. Ci si può anche chiedere se la Fed non ridurrà il programma di acquisti massicci di obbligazioni. La risposta è negativa, poiché con una crescita moderata del PIL, ci vorranno diversi anni prima che la disoccupazione (al 9,4% attualmente) raggiunga un livello normale. Negli USA un tasso di disoccupazione elevato spinge l'inflazione verso il basso, il che accresce il rischio di deflazione, scenario che la Fed vuole evitare a ogni prezzo (cfr. l'esperienza giapponese). Perché riveda al ribasso questo programma, occorrerà quindi che constati un miglioramento sostanziale e durevole della disoccupazione, cosa che non avverrà prima di un certo tempo. Con una prospettiva di crescita poco entusiasmante del PIL vi sono poche possibilità che la Fed rialzi i tassi quest'anno. Avvierà questo movimento nella primavera del 2012.

Nella riunione di inizio gennaio, la **BCE** ha adottato un tono più aggressivo a causa della salita del tasso d'inflazione, che ha raggiunto il 2,2% in dicembre. Adottando questo tono più fermo, la BCE ha spinto l'euro verso l'alto, il che riduce i prezzi delle importazioni e quindi anche i prezzi al consumo. 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. Nei prossimi mesi, l'espansione dell'economia non sarà per niente brillante, vista l'austerità di bilancio; anche il clima di crisi persisterà. A breve termine è quindi poco probabile che la BCE rialzi i propri tassi. Benché un rialzo sia possibile alla fine dell'anno (vista l'evoluzione dei prezzi delle materie prime e del petrolio), questo arriverà all'inizio dell'anno prossimo. Questo rialzo eventuale non è incompatibile con il proseguimento della politica di apporto di fondi illimitati alle banche in difficoltà e di acquisto di obbligazioni dei Paesi periferici.

#### Tassi a 3 mesi (%)

	25/01/11	T2 2011	T1 2012
Stati Uniti	0,3	0,3	1,0
Zona euro	1,0	1,1	1,7
Regno Unito	0,8	0,9	1,2

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

	25/01/11	T2 2011	T1 2012
Stati Uniti	3,5	2,9/3,9	2,9/4,4
Zona euro	3,4	3,0/3,7	3,0/4,0
Regno Unito	3,8	3,7	4,4

### Tassi a lungo termine

Malgrado gli acquisti massicci di obbligazioni, operati dalla Fed all'inizio di novembre, il **tasso degli IRS americani a 10 anni** è cresciuto, passando dal 2,66% del 3 novembre al 3,42% del 10 dicembre. Questo tasso, che era vicino al proprio minimo storico, era poco allettante per gli investitori. Inoltre, le prospettive congiunturali e il sentimento rispetto all'inflazione hanno registrato un progresso negli ultimi mesi dell'anno, il che ha sorpreso gli investitori e ha comportato una vendita massiccia di obbligazioni. Facciamo notare che l'evoluzione dei tassi obbligazionari è conforme a quella osservata durante la precedente ondata di massicci acquisti di obbligazioni da parte della Fed (tra marzo 2009 e ottobre 2009). Dall'inizio di metà dicembre, il tasso degli IRS sembra stabilizzarsi. In effetti ha ritrovato un livello più normale, avvicinandosi al livello osservato tra la primavera 2009 e la primavera 2010. Per quanto riguarda l'avvenire, in un primo tempo questo tasso (attualmente al 3,47%) potrebbe fluttuare tra il 2,9% e il 3,9%, 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 sancirà il proprio programma di acquisto di obbligazioni, probabilmente in luglio.

Nella zona **euro**, il tasso degli IRS a 10 anni ha seguito la stessa traiettoria del proprio corrispondente americano, salendo da un minimo del 2,33% raggiunto il 31 agosto al 3,42% il 14 dicembre. Questa risalita è sostenuta dalla sorprendente resistenza della congiuntura europea alle severe misure di austerità, messe a punto in numerosi Paesi della zona euro dopo lo scoppio della crisi del debito. Il nuovo decollo dell'inflazione, che ha raggiunto il 2,2% in dicembre, ha probabilmente spaventato gli investitori. In seguito, il tasso degli IRS ha fluttuato tra il 3,17% dell'11 gennaio e il 3,41% del 21 gennaio, seguendo le notizie dell'andamento della crisi finanziaria e della congiuntura. In un primo tempo il tasso degli IRS dovrebbe innanzitutto oscillare tra il 3% e il 3,7%. 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.

Dall'inizio dell'anno gli spread tra i tassi dei Paesi periferici della zona euro e quello della Germania si sono significativamente ridotti, restando ancora a un livello elevato.

I diversi Paesi hanno pubblicato i primi risultati sull'evoluzione delle loro Finanze pubbliche nel 2010. Questi non hanno riservato cattive sorprese. Tuttavia, il grosso dell'obiettivo di riduzione dei deficit di bilancio riguarda il 2011, il che significa che quest'anno sarà cruciale. Le Finanze Pubbliche potrebbero anche essere colpite da rivelazioni sulla situazione finanziaria delle banche, specialmente in Spagna e in Portogallo. Ciò potrebbe imporre la messa a punto di nuovi piani di salvataggio delle banche.

### Stati Uniti: cali di imposte, aumento del risparmio?

Il pessimismo ha ceduto nuovamente posto all'ottimismo. Dopo un 2° e 3° trimestre poco brillanti, la congiuntura è migliorata alla fine dell'anno. Questa accelerazione proseguirà nel 1° trimestre, con la recente decisione di riduzione delle imposte, che rappresentano l'1,3% del PIL. Il miglioramento della congiuntura nel 2011 sarà però limitato, poiché gli americani approfitteranno probabilmente di questa riduzione di imposte per rimborsare i propri enormi debiti e aumentare così il proprio risparmio, come in occasione dei due precedenti cali di imposta. Inoltre, la fiducia delle famiglie resta molto mediocre, mentre la disoccupazione non sembra veramente avviare la propria decrescita. I prezzi degli immobili resteranno depressi ancora per molto tempo, visto il proseguimento dei sequestri in massa delle abitazioni. Infine, la risalita dei tassi obbligazionari non costituisce una buona notizia. La crescita esuberante dei Paesi emergenti sosterrà però l'economia americana, come peraltro quella degli utili delle imprese, cosa che gli incita a investire nuovamente. Dall'inizio della crisi finanziaria, la crescita del PIL è volatile, il che si traduce in una successione di fasi di ottimismo e di pessimismo. Questa tendenza probabilmente perdurerà per un certo tempo, viste le numerose sfide che gli USA devono affrontare (debole miglioramento della disoccupazione; sequestri in massa di immobili; importante deficit di bilancio). Ci sarà una vera accelerazione dell'economia quando le famiglie e lo Stato federale avranno riequilibrato la propria situazione finanziaria. Ciò non dovrebbe prodursi prima del 2013. Conseguentemente, dopo una crescita del PIL del 2,9% nel 2010, puntiamo su un rallentamento al 2,6% nel 2011, dati non proprio brillanti secondo le norme americane. L'inflazione si è leggermente ripresa, passando dall'1,1% in novembre all'1,4% in dicembre. Diversi elementi suggeriscono una ripresa graduale e moderata dell'inflazione. Le imprese devono in effetti far fronte all'aumento del prezzo delle materie prime. I prezzi delle derrate alimentari sono quindi chiaramente in aumento. Infine il prezzo dei prodotti cinesi è in aumento significativo. Puntiamo però su un vero rilancio dell'inflazione nei prossimi mesi, vista la debolezza del tasso di utilizzo delle capacità di produzione (che non incita le imprese ad aumentare i propri prezzi) e visti gli aumenti salariali limitati. In definitiva, il tasso d'inflazione passerà all'1,9% nel 2011.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2009	2010	2011
PIL	-2,6	2,9	2,6
Consumo privato	-1,2	1,7	2,8
Investimenti delle imprese	-17,1	5,5	5,3
Costruzione residenziale	-22,9	-3,3	-2,5
Esportazioni	-9,5	11,8	7,2
Importazioni	-13,8	13,7	6,1
Tasso d'inflazione	-0,3	1,6	1,9
Saldo oper. correnti (% PIL)	-2,7	-3,3	-3,7
Saldo budgetario (% PIL)	-11,3	-10,1	-9,5
Debito pubblico lordo (in % del PIL)	83,0	90,1	96,8
Tasso di risparmio delle famiglie	5,9	5,7	6,3

### Mercati dei cambi: le parole di JC Trichet spingono l'euro verso l'alto

Inizialmente, l'euro ha pagato pegno nel corso delle prime due settimane di gennaio, a seguito della pubblicazione di indicatori economici americani migliori del previsto e della ripresa delle inquietudini a proposito della crisi dell'indebitamento nella zona euro. Ma in seguito, l'investimento coronato da successo delle obbligazioni di Stato di Portogallo, Spagna e Italia, i propositi muscolari del presidente della BCE, dopo la riunione della Banca centrale europea del 13 gennaio e la speranza di una risposta efficace dei politici europei alla crisi del debito, hanno rilanciato l'euro verso l'alto. Questi prossimi mesi prevediamo un nuovo deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, a seguito della persistenza della crisi dell'indebitamento nella zona euro, del rischio di un nuovo calo di rating di alcuni Paesi della zona euro e del rallentamento della crescita economica ai quali questi Paesi saranno confrontati in ragione del risanamento draconiano del loro budget. La crescita economica nella zona euro resterà inferiore a quella degli Stati Uniti, cosa sfavorevole per l'euro. Inoltre, bisogna avere una maggiore unanimità politica all'interno dell'Unione Europea per affrontare la crisi di fiducia nell'euro. Ma a partire dalla fine del 2011, prevediamo che l'euro riprenderà fiato. Le misure draconiane di risanamento di bilancio diminuiranno i deficit di bilancio dei Paesi della zona euro a partire da quest'anno. L'aumento del margine di manovra del fondo di stabilità europeo attuale (EFSF) e l'applicazione del meccanismo permanente di stabilità europeo (ESM) saranno definiti nei prossimi mesi, il che rassicurerà ancora i mercati finanziari. Inoltre, il deficit delle Finanze pubbliche e della bilancia delle operazioni correnti con l'estero (in percentuale del PIL), resterà più elevato negli Stati Uniti che nella zona euro, il che è un inconveniente per la moneta americana. Peraltro, gli americani devono ancora iniziare a ridurre il loro deficit di bilancio. Infine, la BCE comincerà una stretta della sua politica monetaria nella primavera del 2012. I mercati finanziari anticiperanno queste iniziative, il che ci permette di pensare che l'euro comincerà a rafforzarsi rispetto al dollaro americano a partire dal quarto trimestre del 2011.

#### Tassi di cambio

	25/01/11	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
EUR/USD	1,36	1,32	1,28	1,31	1,34
USD/JPY	82	84	86	88	90
EUR/CHF	1,29	1,29	1,29	1,29	1,28
EUR/GBP	0,86	0,84	0,81	0,83	0,85