

### Materie prime: in preda alla penuria, all'incertezza e alla speculazione

Fino all'inizio di marzo, i prezzi delle materie prime hanno continuato a salire. Tuttavia, l'incertezza che è seguita alla catastrofe in Giappone ha provocato un crollo spettacolare dei prezzi. Si trattava probabilmente solo di una breve pausa, poiché la maggior parte dei prezzi delle materie prime è recentemente risalita.

L'indice dei prezzi delle derrate alimentari dell'Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura (FAO) ha raggiunto in febbraio il livello più elevato da quando la FAO ha cominciato a seguire il loro andamento nel 1990.

L'approvvigionamento mondiale di derrate alimentari è all'ora attuale meno problematico rispetto al 2008, poiché le prospettive di produzione sono favorevoli e le scorte di riso, che è l'alimentazione di base di più della metà della popolazione mondiale, sono sufficienti. Inoltre, l'anno scorso i prezzi del riso sono aumentati nettamente meno intensamente rispetto a quelli degli altri cereali.

La guerra civile in Libia, il timore che la violenza possa estendersi ad altri Paesi esportatori di petrolio e la speculazione massiccia orchestrata dai fondi speculativi hanno fatto infiammare il prezzo del petrolio greggio (Brent) dal 23 febbraio.

Benché le conseguenze dell'interruzione dell'approvvigionamento di petrolio e gas dalla Libia non siano trascurabili per l'approvvigionamento energetico dell'Europa, non c'è motivo di allarmarsi.

L'Arabia Saudita, che dispone eccedenze di capacità equivalenti a più del doppio della produzione petrolifera normale della Libia, ha già aumentato la produzione in gennaio e in febbraio. L'Iraq del resto ha fatto lo stesso e la sua produzione petrolifera di febbraio ha raggiunto il livello massimo dal secondo semestre del 2001.

Anche senza la Libia, gli altri undici Paesi dell'OPEC dispongono ancora di capacità di produzione eccedentarie più che sufficienti (la cui maggior parte in Arabia Saudita).

Le statistiche restano rassicuranti e non indicano in alcun modo una penuria di petrolio greggio.

L'OPEC e l'Agenzia internazionale dell'Energia stimano che le scorte di petrolio nei Paesi dell'OCSE sono sempre cospicue.

Inoltre, i Paesi industrializzati hanno tratto lezioni dalle crisi petrolifere; hanno in effetti costituito scorte petrolifere strategiche molto importanti.

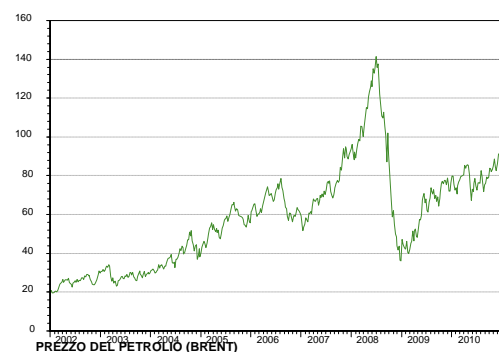
A breve termine gli avvenimenti in Libia e in Medio Oriente continueranno a esercitare una pressione sui corsi petroliferi. La fine del ricorso alle armi in Libia dovrebbe molto verosimilmente essere seguito da un calo marcato dei prezzi del petrolio. Difficile però dire quando arriverà questa fine.

Tuttavia, ci sembra poco probabile un ritorno prolungato dei prezzi petroliferi tra i 90 e i 100 dollari al barile, perché ci vorrà molto tempo prima che le esportazioni petrolifere dalla Libia tornino a pieno regime (a causa dei danni all'infrastruttura petrolifera e di sanzioni internazionali eventuali).

A lungo termine, il corso del petrolio continuerà ad aumentare, in ragione dell'esaurimento progressivo di questa fonte di energia non rinnovabile e della crescita massiccia della domanda di petrolio greggio proveniente d'Asia (e più particolarmente da parte della Cina e dell'India). Infine, le future evoluzioni sociopolitiche nei Paesi arabi produttori di petrolio influenzeranno anche i prezzi del petrolio.

Per quanto la produzione di oro nero in Arabia Saudita non sarà messa in pericolo, non pensiamo che il prezzo del petrolio batterà il record di luglio 2008 (146 dollari al barile). Ma se la monarchia araba fosse anch'essa toccata da quest'onda di contestazioni, le conseguenze sui prezzi del petrolio saranno imprevedibili.

Andamento del prezzo del petrolio dal 2002 (USD/barile)



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

23/03/11	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
115,9	98/120*	106	112	117

\*In funzione dell'evoluzione degli avvenimenti in Libia

Finito di redigere il 23 marzo 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: le esportazioni, locomotiva della crescita economica**

Nel corso del quarto trimestre del 2010, il PIL è cresciuto dello 0,3% su base trimestrale. Il commercio estero è stato il primo vettore di questa crescita economica, anche se il consumo delle famiglie ha anch'esso sostenuto questa crescita. Tuttavia, gli investimenti sono calati per il secondo trimestre consecutivo e le scorte sono state sensibilmente ridotte.

Durante il primo trimestre di quest'anno, è proseguita l'espansione economica, come testimoniato dall'aumento degli indici dei direttori di acquisto e dall'indicatore del sentimento economico.

I consumatori e le imprese hanno mostrato un leggero aumento di fiducia in febbraio. Così facendo, l'indicatore del sentimento economico, che sintetizza la loro fiducia e dà una buona indicazione sull'evoluzione del PIL, il mese scorso è salito, per raggiungere in aprile il suo livello più alto dal settembre del 2007.

Il rischio che i prezzi elevati del petrolio erodano la fiducia dei consumatori e degli imprenditori nel corso di questi prossimi mesi è però reale.

Il consumatore è molto preoccupato dall'evoluzione dell'inflazione, peraltro a giusto titolo, poiché il recente aumento sostenuto dei prezzi del petrolio minaccia di provocare a breve termine una spinta inflazionistica. Queste evoluzioni, coniugate al tasso di disoccupazione elevato, all'aumento delle imposte, alla riduzione delle allocazioni sociali e al debole aumento dei salari, ridurranno il potere di acquisto dei consumatori e, conseguentemente, imbrigheranno i consumi delle famiglie. Benché, per il terzo mese consecutivo, il numero di disoccupati nella zona euro sia leggermente diminuito in gennaio, la situazione sul mercato dell'occupazione non è per nulla brillante. Malgrado la ripresa economica, il numero di disoccupati nel gennaio 2011 si è stabilizzato rispetto al gennaio 2010. Il tasso di disoccupazione è però calato dal 10% di novembre al 9,9% di gennaio. Tuttavia, nel marzo del 2008, ovvero poco tempo prima della recessione, il tasso di disoccupazione nella zona euro era solo del 7,2%.

La fiducia delle imprese nell'industria è in ripresa ininterrotta tra l'aprile del 2009 e il febbraio del 2011, sotto l'effetto del miglioramento continuo degli ordinativi (ordini all'esportazione e ordini totali).

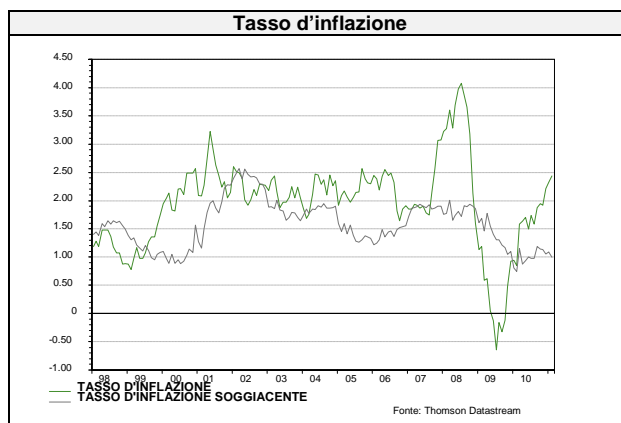
La realtà dei dati non dà loro torto. La produzione industriale ha chiaramente il vento in poppa, in particolare grazie alla crescita delle esportazioni, che saranno, ancora quest'anno, un vettore maggiore dell'economia.

Il tasso di utilizzo delle capacità di produzione aumenta sotto l'effetto dell'aumento della produzione. Dato però che il tasso di utilizzo si situa ancora bene al di qua del livello pre-recessione, la crescita degli investimenti quest'anno non sarà eccezionale. Prevediamo però un aumento più sostenuto degli investimenti nel 2012.

L'inflazione è passata dal 2,21% di dicembre al 2,32% di gennaio e al 2,44% di febbraio, il livello più elevato dall'ottobre del 2008. Questo aumento è essenzialmente dovuto all'impennata dei prezzi energetici (+13,1% a ritmo annuale in febbraio).

L'inflazione soggiacente (che non tiene conto cioè dei prezzi dell'energia, dell'alimentazione, dell'alcol e del tabacco) è rimasta moderata. E' persino scesa dall'1,09% in gennaio all'1,00% in febbraio.

A breve termine, il rimbalzo del prezzo delle materie prime (in particolare del petrolio greggio) consoliderà l'aumento dell'inflazione. L'inflazione media di quest'anno supererà allora la norma del 2% raccomandata dalla BCE. Non prevediamo però un'inflazione senza controllo, poiché la disoccupazione elevata, la debole crescita del consumo delle famiglie e gli aumenti salariali moderati (che sono temperati dal congelamento, o persino dal calo, degli stipendi nella funzione pubblica di diversi Paesi della zona euro) freneranno l'aumento dell'inflazione.



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2010	2011	2012
PIL	1,7	1,5	1,6
Consumo privato	0,7	0,9	1,2
Investimenti	-0,8	2,3	4,1
Esportazioni	10,6	6,8	4,7
Importazioni	8,7	6,3	5,3
Tasso d'inflazione	1,6	2,3	2,0
Saldo oper. correnti (% PIL)	-0,6	0,2	0,4

Tassi a breve termine

La **Fed** rimane tranquilla, almeno in apparenza, rispetto al miglioramento della congiuntura, alla risalita dell'inflazione e al rimbalzo del prezzo del petrolio. Il tono del suo comunicato, pubblicato alla fine della riunione di metà marzo, non prevede un rapido rialzo del tasso di riferimento nei prossimi mesi. Eppure, l'impennata del prezzo del barile e le sue prospettive incerte, pongono un grande problema alle banche centrali. In effetti

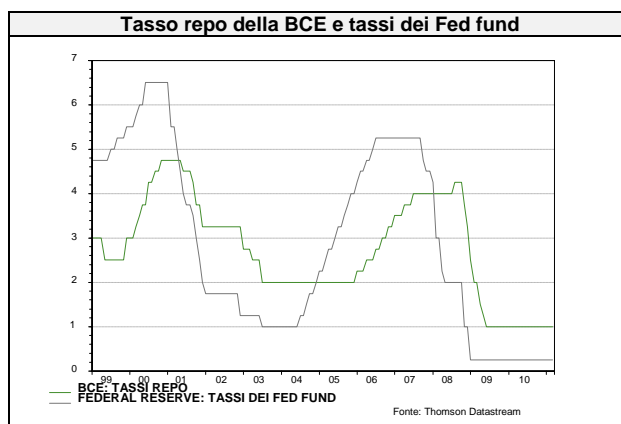
- la ripresa economica è magra rispetto alla profondità della recessione passata. E' quindi prematuro alzare il tasso di riferimento.
- D'altro canto però, se l'inflazione va fuori controllo, potrebbe rivelarsi coriacea quando la Fed deciderà di combatterla. Potrebbe quindi essere obbligata a rialzare i tassi in modo sensibile.

Se il prezzo del petrolio prosegue durevolmente la propria ascesa, la credibilità della Fed potrebbe essere messa in causa, il che potrebbe incitarla a rimettere in causa la sua politica. Potrebbe non preoccuparsi troppo finché il tasso di inflazione non supera durevolmente la soglia del 2,5% (contro il 2,2% attuale). Aldilà di questa soglia, potrebbe iniziare a cambiare tono e a lasciare qualche mese ai mercati per prepararsi all'aumento del tasso di riferimento (non è nelle tradizioni della Fed causare sorprese). Un 1° rialzo potrebbe esserci nella primavera del 2012, forse anche prima della fine del 2011.

Le dichiarazioni del presidente della **BCE** dopo la riunione di inizio marzo, hanno sorpreso i mercati. Non prevedevano in effetti che JC Trichet suggerisse che rialzerà il tasso di riferimento sin dal prossimo mese. L'economia si comporta relativamente meglio di quanto previsto appena qualche mese fa e il rimbalzo inatteso dell'inflazione pone dei problemi. Il tasso d'inflazione ha raggiunto il 2,4% in febbraio, superando la soglia del 2% fissata dalla BCE; potrebbe peraltro continuare a salire se il prezzo del barile resterà alto. In questo contesto, non desidera più mantenere il proprio tasso di riferimento a un livello eccezionalmente basso (ossia all'1%). Possono avere un ruolo anche motivi politici, mentre questa istituzione si appresta a cambiare presidente: mostra che qualunque sia la nazionalità del futuro presidente, rimane irriducibile per quanto riguarda l'inflazione.

Il compito della BCE non è facile, poiché da un lato, in Germania, l'economia è vigorosa, il che implica che la BCE alzerà il tasso di riferimento da qui a qualche mese. D'altro canto, le economie periferiche soffrono. Alcune sono in grave recessione, il che necessita misure di rilancio da parte della BCE.

Un rialzo in aprile non è certo. I mercati non sembrano troppo crederci, poiché prevedevano che il tasso di riferimento sarebbe stato dell'1,25% all'inizio del mese prossimo, l'euribor a 3 mesi (1,19% attualmente) dovrebbe già superare l'1,25%. I mercati pensano invece a un rialzo in maggio. Il disastro in Giappone potrebbe peraltro incitare la BCE a rinviare la propria decisione. Da qui alla fine dell'anno, la BCE porterà il proprio tasso repo dall'1% all'1,75% in 3 tappe (probabilmente in aprile o in maggio, in settembre e in dicembre).



Tassi a 3 mesi (%)

	23/03/11	T2 2011	T1 2012
Stati Uniti	0,3	0,4	0,9
Zona euro	1,2	1,6	2,3
Regno Unito	0,8	1,1	1,6

Tassi a lungo termine

Negli **Stati Uniti**, il tasso degli IRS a 10 anni non ha ripreso il proprio movimento ascendente, malgrado le inquietudini sull'evoluzione dei prezzi petroliferi e malgrado nuovi indicatori che confermano il miglioramento dell'economia. In effetti, a seguito dei problemi in Medio Oriente e alla catastrofe che tocca il Giappone, l'ottimismo sulla congiuntura si raffredda e il mercato obbligazionario americano svolge un ruolo di valore rifugio, il che ha interrotto il movimento verso l'alto.

Questo tasso, che ammonta al 3,42% il 23 marzo, sembra aver ritrovato un nuovo equilibrio, fluttuando dalla metà di gennaio tra il 3,3% e il 3,8%. E' così tornato al livello che occupava prima che la Fed suggerisse nel giugno 2010 che avrebbe potuto acquistare massicciamente obbligazioni del Tesoro (decisione che aveva effettivamente preso all'inizio di novembre). Il livello attuale di questo tasso è così divenuto più attraente per gli investitori.

Per quel che riguarda l'avvenire, in un primo tempo il tasso degli IRS potrebbe fluttuare tra il 3,1% e il 4%. In un secondo tempo questi tassi potrebbero nuovamente salire, mentre l'economia continuerà a risalire lentamente la china. Le agenzie di rating cominciano anche a preoccuparsi dell'ampiezza del debito pubblico americano.

Facciamo notare che la forte volatilità dei tassi osservata dall'inizio della crisi finanziaria, persisterà ancora per un certo tempo, secondo le onde di pessimismo e di ottimismo che si succederanno ancora.

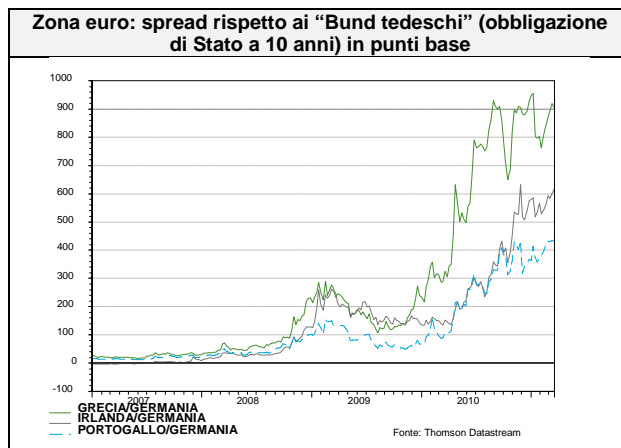
Nella **zona euro**, la virata impressa dalla BCE ha avuto un impatto limitato sui tassi degli IRS a 10 anni. Questo tasso non ha neanche reagito all'incupimento delle prospettive d'inflazione, mentre la crisi nei Paesi arabi spinge il prezzo del barile verso l'alto. E' anche rimasto indifferente al miglioramento continuo dei termometri di congiuntura. Questo tasso (che il 23 marzo è al 3,53%) sembra aver ritrovato il margine di fluttuazione in vigore un anno fa, ossia il 3,4%/ 3,9%.

Per quanto riguarda l'avvenire, dopo la correzione dei tassi osservata nel periodo novembre / gennaio, il tasso degli IRS a 10 anni ha ritrovato un livello che corrisponde meglio a uno scenario di crescita del PIL continua ma poco brillante. Si è anche sostanzialmente allontanato dal suo minimo storico. Il potenziale di aumento su un orizzonte a breve termine è quindi limitato. In un primo tempo, il tasso degli IRS dovrebbe quindi oscillare tra il 3% e il 3,8%. Dovrebbe in seguito avviare una salita moderata quando i tassi degli IRS americani ripartiranno verso l'alto. L'evoluzione dei prezzi petroliferi, difficile da prevedere, potrebbe perturbare queste previsioni.

Per quanto riguarda la crisi dei Paesi periferici, prima del summit europeo di venerdì 11 marzo, la tensione si era accentuata nuovamente sul Portogallo, l'Irlanda e la Grecia. Questa accentuazione è stata più limitata per la Spagna e per l'Italia. Gli spread per questi due ultimi Paesi erano peraltro significativamente inferiori ai livelli massimi raggiunti a fine novembre. I mercati sembrano in una certa misura riprendere fiducia nella Spagna. Dopo il summit europeo dell'11 marzo, la tensione è appena calata (salvo per l'Irlanda).

Al fine di impedire in futuro che si verifichi un disastro simile a quello che ha colpito la Grecia o l'Irlanda, i governi della zona euro stanno mettendo a punto regole miranti a fare funzionare meglio l'unione monetaria. Perché un'unione monetaria funzioni in modo durevole, bisognerebbe che risposte simili siano dati ai problemi economici nei diversi Paesi. Questo aspetto trascurato nel trattato di Maastricht è l'obiettivo attuale di discussioni ed è stato oggetto di un primo accordo al summit europeo dell'11 marzo. Una buona soluzione potrebbe essere bene accolta dai mercati. Resta da vedere se queste misure saranno sufficientemente consistenti per stabilire la fiducia.

La riduzione dei deficit di bilancio di diversi Paesi periferici non sarà facile, specialmente per Paesi come la Spagna, il Portogallo e la Grecia, che soffrono di un problema di competitività, poiché è difficile correggere uno sfioramento di bilancio quando si soffre di un problema di competitività. Uno sfioramento di bilancio provoca un disastroso effetto di palla di neve per il debito pubblico, effetto che è difficile arrestare a meno di non prendere misure radicali. La situazione della Grecia e dell'Irlanda resta particolarmente preoccupante; il percorso che porta al risanamento della loro situazione finanziaria sarà lungo e tortuoso. Un eventuale rifiuto delle nuove misure di austerità messe a punto dal governo portoghese potrebbe comportare elezioni anticipate e aggravare la pressione che pesa su questo Paese.



Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	23/03/11	T2 2011	T1 2012
Stati Uniti	3,4	3,1/4,0	3,1/4,5
Zona euro	3,5	3,0/3,8	3,1/4,2
Regno Unito	3,7	3,9	4,4

**Stati Uniti: le aspettative di un forte rimbalzo sono andate abbastanza deluse finora**

L'ottimismo torna con il rimbalzo impressionante degli indici ISM relativi all'attività nell'industria e nel settore dei servizi. Anche la disoccupazione sembra avere avviato la propria decrescita. Ciò detto, il 1° trimestre non ha risposto interamente alle aspettative di un forte rimbalzo della congiuntura. In effetti, l'inverno, particolarmente rigido, ha lasciato tracce. Inoltre, il nuovo calo di imposte ha avuto finora un effetto limitato sui consumi.

Il nuovo choc petrolifero potrebbe comportare un riflusso di ottimismo. Non siamo però veramente pessimisti:

- Un rialzo del prezzo del barile da 79,9 dollari nel 2010 a 109 dollari nel 2011 dovrebbe amputare la crescita del PIL dello 0,4%, quest'anno come l'anno prossimo. Un'impennata del prezzo dell'oro nero pesa sui consumi e quindi sul PIL. Questo effetto è però attenuato dall'aumento delle esportazioni verso i Paesi dell'OPEC a seguito dell'aumento delle loro entrate petrolifere.
- L'indebolimento del dollaro - non solo rispetto all'euro, ma anche rispetto alla maggior parte delle grandi divise mondiali - sostiene la competitività dei prodotti americani.
- Le scorte sono a un livello particolarmente debole: le imprese sono state infatti sorprese dal rimbalzo dei consumi osservato in autunno.

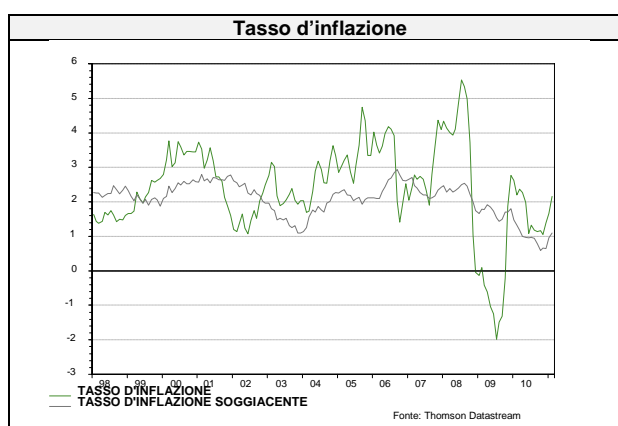
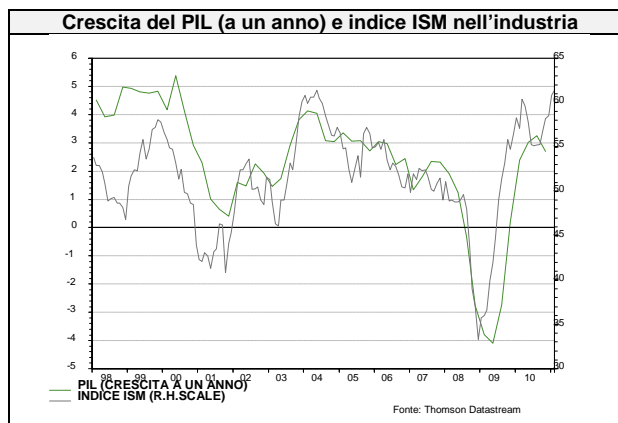
Se si prende un po' di distanza e si fa astrazione della forte volatilità degli indicatori economici osservata dall'inizio della crisi finanziaria, si constata che l'economia è sul cammino di un'accelerazione regolare ma lenta. Questa tendenza dovrebbe continuare a medio termine.

Le fasi di ottimismo e di pessimismo continueranno ancora a succedersi per un certo tempo, finché gli USA avranno risolto i propri grossi problemi, ovvero l'importante deficit delle Finanze Pubbliche, un livello di disoccupazione inquietante, l'indebolimento persistente del credito al consumo e i continui sequestri in massa di immobili. Ciò non dovrebbe prodursi prima del 2013. Conseguentemente il PIL aumenterà del 2,9% nel 2011 e del 2,6% nel 2012, risultato tutt'altro che brillante secondo le norme americane.

Il rimbalzo dei prezzi petroliferi sconvolge in parte le prospettive di inflazione. Certamente questo rimbalzo era parzialmente prevedibile, visto il dinamismo dell'economia mondiale in generale e l'iper dinamismo dei Paesi emergenti in particolare. Le tensioni politiche nei Paesi arabi hanno amplificato questa tendenza. L'inflazione è così aumentata, passando dall'1,1% in novembre al 2,2% in febbraio, e questo movimento non è terminato, vista la tendenza dell'oro nero in marzo. Il rimbalzo impressionante del prezzo delle materie prime ha anch'esso svolto un ruolo.

Facciamo notare che l'inflazione ha tendenza a essere volatile. Questa volatilità potrebbe essere esacerbata dal rischio che il movimento, partito dalla Tunisia e allargatosi alla Libia, tocchi l'Arabia Saudita. Il grave choc petrolifero che ne deriverebbe provocherebbe quindi un rimbalzo impressionante dell'inflazione, che potrebbe superare il 4% o persino il 5% quest'anno (ipotesi del prezzo del barile che raggiunge i 200 dollari).

In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dal 1,6% nel 2010 al 2,6% nel 2011 e al 2% nel 2012.



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

**Mercati dei cambi: il dollaro non approfitta dei problemi politici**

Il biglietto verde non ha potuto approfittare dei problemi osservati nel mondo arabo; gli investitori si sono in effetti rivolti ad altri valori rifugio, come il franco svizzero, lo yen giapponese, l'argento e l'oro. Anche l'euro si è rafforzato rispetto al dollaro, in ragione in particolare delle dichiarazioni di J-C Trichet, presidente della BCE, che ha indicato che i tassi potrebbero essere alzati sin da aprile, al fine di mantenere l'inflazione sotto controllo. Questo aumento dell'euro è stato arrestato temporaneamente da nuovi sussulti della crisi del debito, sopravvenuti poco tempo dopo la dichiarazione di J-C Trichet.

Nei prossimi mesi prevediamo il proseguimento di grandi oscillazioni dell'euro, spiegabili con l'interazione tra forze contraddittorie.

Da una parte i risanamenti di bilancio draconiani freneranno il ritmo della crescita economica nella zona euro, mentre gli Stati Uniti approfitteranno di una politica monetaria e di bilancio estremamente espansiva, che giocherà a favore del dollaro.

Peraltro, la crisi del debito nella zona euro non si è ancora risolta; in effetti, Moody's ha abbassato in marzo il rating per Grecia, Spagna e Portogallo. Il Portogallo è sottoposto a una pressione sempre crescente perché, sulla scia di Grecia e Irlanda, faccia anche lui appello al meccanismo di aiuto dell'Unione Europea e del FMI. Il nervosismo sui mercati finanziari potrebbe salire ancora un po', a seguito degli stress-test delle banche europee.

D'altra parte, dopo le dichiarazioni di J-C Trichet al termine dell'ultima riunione della BCE, il rialzo imminente del tasso guida da parte della BCE è ormai divenuto praticamente inevitabile.

Inoltre, il "patto per l'euro", allargando la capacità effettiva del Fondo di stabilità finanziaria europeo, è stato bene accolto dai mercati finanziari.

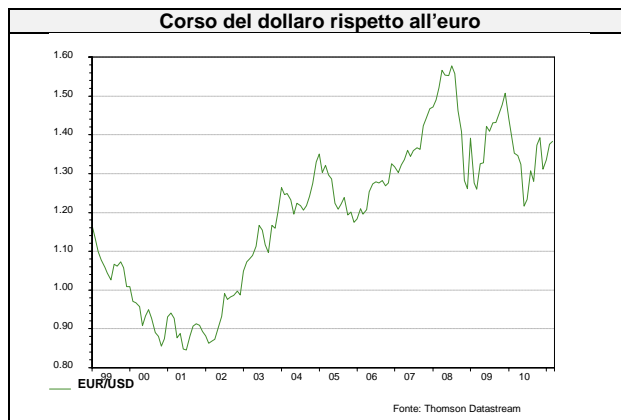
Visti questi argomenti, prevediamo in un primo tempo un nuovo indebolimento dell'euro, in ragione dell'assenza di soluzioni definitive alla crisi del debito e di una crescita economica più moderata nella zona euro.

Tuttavia, a partire dall'estate, intravediamo un leggero apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro.

Le conseguenze positive delle misure di risparmio sulle finanze pubbliche si faranno sentire di più nel corso dei prossimi mesi. Allora l'incertezza relativa allo stato di salute delle banche europee sfumerà.

Il fatto che la Federal Reserve, contrariamente alla BCE, nel 2011 non indurirà probabilmente la propria politica monetaria, beneficerà il dollaro in ragione della crescita del differenziale tra i tassi a breve termine nella zona euro e negli Stati Uniti.

Peraltro, i mercati finanziari accorderanno forse una maggiore attenzione ai deficit abissali della bilancia di conti correnti e di bilancio d'Oltreatlantico.



**Tassi di cambio**

	23/03/11	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
EUR/USD	1,42	1,37	1,40	1,43	1,44
USD/JPY	81	83	86	90	92
EUR/CHF	1,28	1,28	1,28	1,27	1,27
EUR/GBP	0,87	0,86	0,84	0,85	0,86