

Materie prime: la situazione resta tesa sui mercati

La prosecuzione della guerra in Libia fa impennare i prezzi del greggio.

Diversi Paesi dell'OPEC hanno aumentato la produzione petrolifera in marzo, per compensare la caduta della produzione di petrolio in Libia. Ma non hanno interamente raggiunto il proprio obiettivo.

Tuttavia, questo calo della produzione non significa necessariamente che i prezzi petroliferi raggiungeranno rapidamente il proprio record di luglio 2008 (146 dollari il barile).

Nei prossimi mesi la crescita della domanda mondiale di greggio rallenterà in ragione dell'innalzamento delle temperature nell'emisfero nord, della forte recessione attesa in Giappone e di un consumo più parsimonioso dei prodotti petroliferi, conseguenza del rimbalzo dei prezzi del petrolio registrati di recente.

Sia l'Agenzia internazionale dell'energia (EIA), sia l'OPEC prevedono per quest'anno un progresso meno importante dei consumi di petrolio a livello mondiale rispetto al 2010.

Inoltre, i Paesi consumatori di petrolio dispongono ancora di scorte di petrolio sufficienti (come indicano le statistiche americane settimanali), e le capacità di produzione libere dei Paesi dell'OPEC (senza la Libia) restano abbastanza ricche.

Peraltro, il livello alto del prezzo del petrolio comporta un aumento sostanziale dei redditi per i Paesi produttori di petrolio, che sono quindi in misura di investire più agevolmente nella manutenzione e nell'estensione delle loro capacità di produzione.

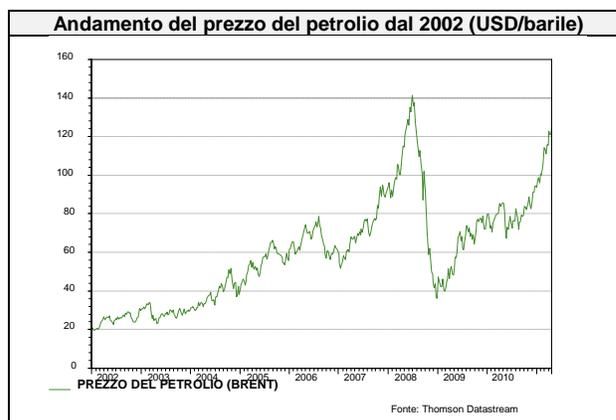
A breve termine si potrebbe assistere a una notevole caduta dei prezzi petroliferi quando le armi smetteranno di sparare in Libia. E' però impossibile prevedere quando ciò si verificherà.

Ma questa caduta dei prezzi del petrolio non sarà di lunga durata. In effetti, ci vorranno verosimilmente diversi mesi prima che le esportazioni libiche di petrolio riprendano nuovamente a pieno regime.

A lungo termine, la tendenza rialzista dei prezzi dell'oro nero resisterà intatta. Si è in fase di esaurimento dei giacimenti petroliferi esistenti e facili da sfruttare. L'esplorazione e lo sfruttamento di nuovi giacimenti petroliferi (in particolare in alto mare) si dimostrano molto più complicati e più cari. La domanda di petrolio greggio proveniente dall'Asia (principalmente la Cina e l'India) continuerà a salire, in particolare in ragione dell'allargamento esplosivo del parco automobilistico in questi Paesi.

Infine, gli sconvolgimenti sociopolitici nei Paesi arabi produttori di petrolio continueranno a imprimere il proprio marchio sui prezzi.

Finché la produzione petrolifera dell'Arabia Saudita - principale produttore di petrolio dell'OPEC e Stato membro di questa organizzazione che possiede la più grande capacità di riserva - non è toccata, è poco probabile che il prezzo del petrolio possa battere il proprio record a breve termine. Ma se l'agitazione dovesse arrivare nel Regno arabo, è difficile valutare quali ne sarebbero le conseguenze sui prezzi petroliferi.



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

27/04/11	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012
124	100/130*	117	125	121

*In funzione dell'evoluzione degli avvenimenti in Libia

Finito di redigere il 27 aprile 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: consumatori sempre più presi dal dubbio

Secondo l'indicatore del sentimento economico, che dà una buona idea dell'evoluzione del PIL, la crescita economica della zona euro ha continuato ad accelerare nel primo trimestre 2011 su base annuale. Anche gli indici dei direttori degli acquisti confermano l'espansione economica nel corso del primo trimestre.

In marzo, la fiducia dei consumatori è diminuita. Ma i consumatori sono diventati meno pessimisti sull'evoluzione della disoccupazione per l'anno prossimo. E le statistiche danno loro ragione. In effetti, in febbraio il numero di persone in cerca di lavoro è diminuito, su base mensile e annuale. Il tasso di disoccupazione è calato, passando dal 10% tra novembre e gennaio al 9,9 % di febbraio.

Eppure questa diminuzione maschera andamenti divergenti nei Paesi della zona euro.

Il pessimismo incita i consumatori a spendere meno. Così, le vendite al dettaglio sono diminuite tra dicembre e febbraio su base trimestrale e sono aumentate di poco su base annuale.

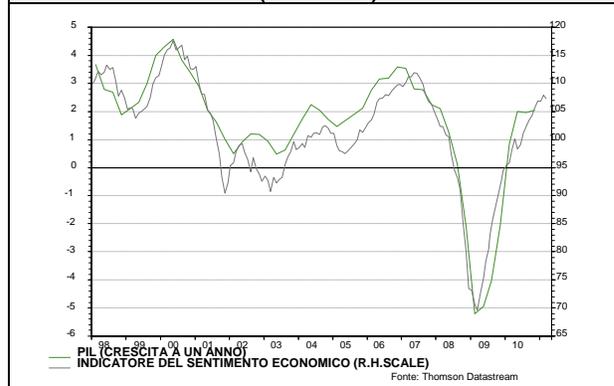
L'inflazione nella zona euro è rimbalzata dal 2,44% di febbraio al 2,68% di marzo, il livello più elevato dall'ottobre 2008. L'impennata dei prezzi dei carburanti è alla base di questo aumento inflattivo.

L'inflazione soggiacente, che non tiene conto dei prezzi dell'energia, dell'alimentazione, dell'alcol e del tabacco, resta invece moderata. In marzo, era di solo l'1,32%.

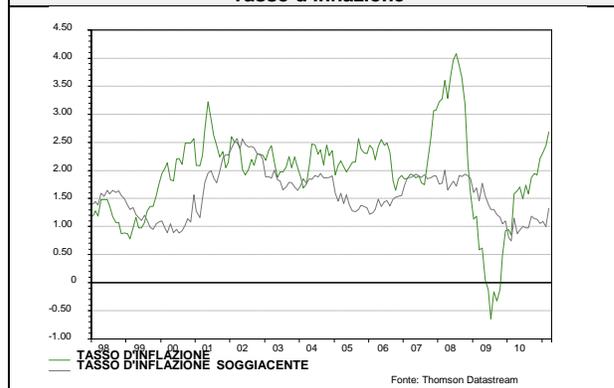
Nei mesi a venire, i prezzi delle materie prime manterranno l'inflazione leggermente al di sopra della soglia del 2% dettata dalla BCE.

Non si prevede però che l'inflazione riproponga lo scenario del 2008 (all'epoca, ammontava in media al 3,3%). Poiché esistono anche altri fattori, di natura tale da temperare l'aumento dell'inflazione: l'apprezzamento dell'euro, la disoccupazione elevata, la debole crescita dei consumi delle famiglie e l'aumento moderato degli stipendi (al quale contribuisce il congelamento, se non la riduzione, degli stipendi dei funzionari in un certo numero di Paesi della zona euro).

Indicatore del sentimento economico e crescita PIL (su un anno)



Tasso d'inflazione



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

	2010	2011	2012
PIL	1,7	1,6	1,6
Consumo privato	0,8	1,0	1,2
Investimenti	-1,0	2,5	4,1
Esportazioni	10,9	6,7	4,7
Importazioni	9,0	6,3	5,3
Tasso d'inflazione	1,6	2,5	2,1
Saldo oper. correnti (% PIL)	-0,6	0,2	0,4

Tassi a breve termine

Il miglioramento recente del mercato del lavoro e la ripresa dell'inflazione dovrebbero incitare la **Fed** ad alzare il tasso di riferimento. Diversi membri di questa istituzione desiderano un rialzo del tasso di riferimento da qui alla fine dell'anno. Costituiscono però ancora una minoranza.

La Fed non rialzerà probabilmente il tasso di riferimento nei prossimi mesi. In effetti, ciò equivarrebbe a tornare sulla decisione che aveva preso in novembre, di acquistare massicciamente obbligazioni del Tesoro. Inoltre, in passato, prima di alzare i tassi aveva atteso all'incirca un anno dopo l'apparizione dei primi segni di miglioramento dell'occupazione. Infine l'ambiente internazionale, duramente toccato dalla crisi finanziaria, resta incerto e fragile.

Prima di alzare il tasso dei Fed fund, adotterà un discorso gradualmente più duro. Metterà così fine al programma di acquisto massiccio di obbligazioni, il che ridurrà la stimolazione dell'economia. In seguito, un primo rialzo potrebbe arrivare nella primavera del 2012, forse anche prima della fine del 2011.

Alla riunione del 7 aprile la **BCE** ha deciso di alzare il tasso di riferimento per farlo passare dall'1% all'1,25%, smarcandosi così dell'atteggiamento "relax" della Fed. L'attività economica ha accelerato nuovamente in questo inizio d'anno, dopo una pausa nel 4° trimestre 2010. L'inflazione è così schizzata al 2,7% in marzo, superando nettamente la soglia del 2% della BCE.

Il tono del comunicato, pubblicato alla fine di questa riunione, suggerisce che altri rialzi potrebbero arrivare a medio termine. Il tono di questo comunicato è però nettamente meno aggressivo di quello del comunicato precedente, il che suggerisce che non si è lanciata in una serie di rialzi mensili. Tenuto conto della persistenza del clima di crisi finanziaria, specialmente nei Paesi periferici, converrebbe in effetti che osservi l'impatto di questo rialzo prima di andare oltre.

Sull'orizzonte di un anno, arriveranno altri aumenti. In effetti, se si guarda la zona euro nel suo complesso, probabilmente non è indicato mantenere il tasso di riferimento a un livello eccezionalmente asso mentre l'economia migliora e l'inflazione rimbalza. Il marasma nei Paesi periferici complica però il compito della BCE, per questo non sarà aggressiva.

Da qui alla fine del 2012, la BCE porterà il proprio tasso repo dall'1,25% al 2,25% in 4 tappe (probabilmente a un ritmo di aumento dello 0,25% per trimestre).

Tassi a 3 mesi (%)

	27/04/11	T3 2011	T2 2012
Stati Uniti	0,3	0,4	0,9
Zona euro	1,4	1,8	2,5
Regno Unito	0,8	0,9	1,7

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 una serie di informazioni sull'evoluzione della congiuntura. Anche la tensione persistente sui prezzi petroliferi ha forse avuto un ruolo. Sempre più analisti pensano che la Fed metterà termine tra qualche settimana al programma di acquisto delle obbligazioni. Dal minimo del 2,48% raggiunto l'11 novembre, il percorso è impressionante, visto che il tasso è schizzato al 3,67% l'11 aprile.

Il tasso degli IRS a 10 anni è risceso al 3,37% il 27 aprile, a seguito dei nuovi problemi nei Paesi periferici della zona euro e della pubblicazione di indicatori economici meno entusiasmanti.

Dall'estate del 2010, gli acquisti massicci di obbligazioni da parte della Fed hanno modificato l'equilibrio del mercato obbligazionario: il tasso a 10 anni è sceso dapprima pesantemente, poi si è ripreso. Ci si può tuttavia chiedere se questo tasso non sta ritrovando un nuovo equilibrio, poiché, dalla metà di gennaio, fluttua 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).

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. Questo aumento sarà però limitato, poiché la congiuntura a medio termine sarà lunga dall'essere entusiasmante.

Il tasso degli IRS a 10 anni passerà così dal 3,37% il 27 aprile 2011 al 4% nell'aprile 2012. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 3,1% e il 4,5% nell'aprile del 2012.

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.



Sul mercato obbligazionario nella **zona euro**, l'irrigidimento della politica monetaria della BCE ha comportato una nuova spinta verso l'alto del tasso degli IRS a 10 anni. Il proseguimento del rialzo a sorpresa dell'inflazione ha contribuito a questo movimento. Visto in una prospettiva più lunga, questo tasso è aumentato da un minimo del 2,34% dell'agosto 2010 al 3,41% dell'inizio di marzo e al 3,58% del 27 aprile. Questo tasso sembra aver così ritrovato il margine di fluttuazione in vigore un anno fa, ovvero del 3,4% / 3,9%.

Per quanto riguarda l'avvenire, dopo il movimento di correzione dei tassi avviato dall'estate scorsa, 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. Con il boom dei prezzi petroliferi, la congiuntura potrebbe iniziare a deteriorarsi, il che raffredderà il mercato obbligazionario. In un primo tempo, il tasso degli IRS dovrebbe quindi oscillare tra il 3% e il 3,8%. In seguito è possibile un leggero aumento sull'orizzonte di un anno; questo aumento sarà limitato, poiché la congiuntura europea non sarà per nulla entusiasmante nel 2012, con la prosecuzione dei programmi di riduzione dei deficit di bilancio.

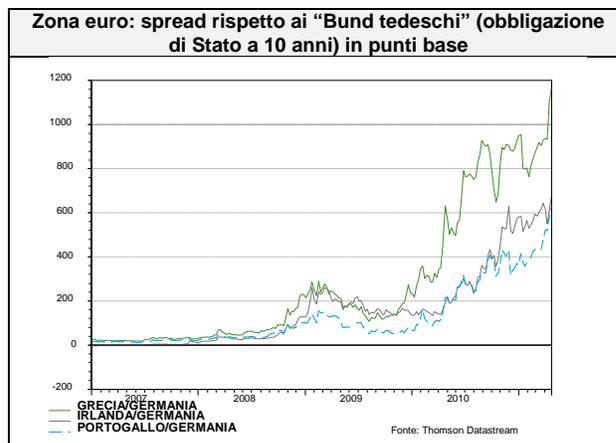
Il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,58% del 27 aprile al 3,5% di luglio 2011 e al 3,8% di aprile 2012. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 3% e il 3,8% in luglio 2011 e il 3,1% e il 4,2% in aprile 2012.

In un primo tempo Spagna e Italia sono state risparmiate dalle turbolenze che hanno toccato il Portogallo: gli spread delle loro obbligazioni con quelle della Germania si sono persino notevolmente ristretti. Ma in seguito la spinta delle speculazioni su una ristrutturazione del debito greco ha provocato nuovi danni sugli spread spagnoli e italiani.

Oltre a queste considerazioni, bisogna porsi la domanda: i Paesi in difficoltà stanno riuscendo a correggere i gravi disequilibri che li hanno caratterizzati? Per rispondere a questa domanda, passiamo in rivista l'evoluzione di tre indicatori di equilibrio: competitività / performance commerciale, performance di bilancio e situazione sul mercato immobiliare.

La Spagna, l'Irlanda e la Grecia hanno realizzato dei notevoli progressi nella correzione dei loro grandi disavanzi. Tuttavia, il compito resta considerevole e restano da fare ancora altri progressi. Quest'anno sarà cruciale; si vedrà se questi Paesi sono stati in misura di ripristinare la barra dopo le misure di austerità che sono state messe in opera. Sussistono non pochi rischi a livello della situazione delle loro banche. Notiamo che il Portogallo ha registrato finora pochi risultati nella correzione dei suoi disequilibri.

La riduzione dei deficit di bilancio di diversi Paesi periferici non sarà facile, specialmente per Paesi come 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, del Portogallo e dell'Irlanda resta particolarmente preoccupante. Il percorso che porta al risanamento della situazione finanziaria sarà lungo e tortuoso.



Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	27/04/11	T3 2011	T2 2012
Stati Uniti	3,4	3,1/4,0	3,1/4,5
Zona euro	3,6	3,0/3,8	3,1/4,2
Regno Unito	3,6	3,7	4,3

Stati Uniti: segnali contraddittori

L'evoluzione dell'economia nel 1° trimestre ha deluso. Gli economisti rivedono peraltro verso il basso le previsioni per tutto l'anno. Certo, l'inverno molto duro ha colpito l'attività nel settore della costruzione. Ma i consumi sono stati poco dinamici, malgrado la nuova riduzione di imposte. In effetti la fiducia delle famiglie resta parecchio bassa.

Il boom dei prezzi petroliferi (quasi +50% rispetto al livello di ottobre) ridurrà il dinamismo dell'economia come peraltro le interruzioni di approvvigionamento di componenti provenienti dal Giappone e la risalita dei tassi obbligazionari.

Eppure, non tutto è nero,

- Gli indici ISM dell'attività nell'industria e nel settore dei servizi scoppiano di ottimismo, in marzo.
- Il recente riavvio dell'occupazione e il calo della disoccupazione suggeriscono che la ripresa dell'economia è divenuta autonoma: più posti di lavoro significano più reddito per le famiglie e quindi più consumi.
- La debolezza del dollaro e il boom dei prezzi agricoli sostengono il commercio esterno.
- Il livello delle scorte è particolarmente debole, il che dovrebbe provocare un fenomeno di ripristino delle scorte.

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 a un livello ancora inquietante (malgrado il recente calo), 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 2,6% nel 2011 e nel 2012, risultato tutt'altro che brillante secondo le norme americane.

Sotto l'assalto del boom dei prezzi petroliferi e dei prezzi dei prodotti alimentari, l'inflazione risale, passando dall'1,1% in novembre al 2,7% in marzo. Questa ripresa dell'inflazione non è probabilmente terminata, poiché, con un certo sfasamento le imprese adatteranno i prezzi all'aumento dei costi di produzione, avviata da quella dei prezzi petroliferi e dei prezzi delle materie prime.



Tuttavia, diversi elementi giocheranno un ruolo di moderazione. Gli aumenti salariali sono ancora limitati e il livello del tasso di utilizzo delle capacità di produzione resta malgrado tutto molto debole, il che non inciterà le imprese ad aumentare i prezzi.

Facciamo notare che l'inflazione ha tendenza a essere volatile. Se la rivoluzione che scuote diversi Paesi arabi dovesse estendersi all'Arabia Saudita, vi sarebbe un grave choc petrolifero, il che spingerebbe l'inflazione verso il 4%, persino il 5% quest'anno (ipotesi del prezzo del barile a 200 dollari).

In definitiva, secondo il nostro scenario il tasso d'inflazione passerà dall'1,6% nel 2010 al 2,9% nel 2011 e al 2,2% nel 2012.

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

In queste ultime settimane, l'euro è stato stratonato in tutte le direzioni: da una parte da un'agitazione ravvivata attorno alla crisi dell'indebitamento in certi Paesi della zona euro, e d'altra parte con l'anticipo di un rialzo dei tassi da parte della BCE.

Dopo l'apprezzamento spettacolare intervenuto dall'inizio di quest'anno, l'euro può temporaneamente perdere nuovamente un po' del suo valore rispetto al dollaro.

Dopo la buona prestazione dell'euro, le possibilità di realizzo degli utili aumentano. Ora che la BCE ha rialzato il tasso di riferimento, deciderà di fare una pausa per un certo tempo. L'agitazione sui mercati finanziari scomparirà rapidamente? Nulla è meno certo. Dopo la capitolazione del Portogallo, non è escluso che gli speculatori siano alla ricerca di una nuova preda. Inoltre, le agenzie di rating sono in grado di mettere piombo nelle ali dei mercati, decretando riduzioni del rating dei Paesi più vulnerabili della zona euro. In giugno pubblicheranno i risultati degli stress test delle banche europee, il che potrebbe fare salire il nervosismo sui mercati finanziari.

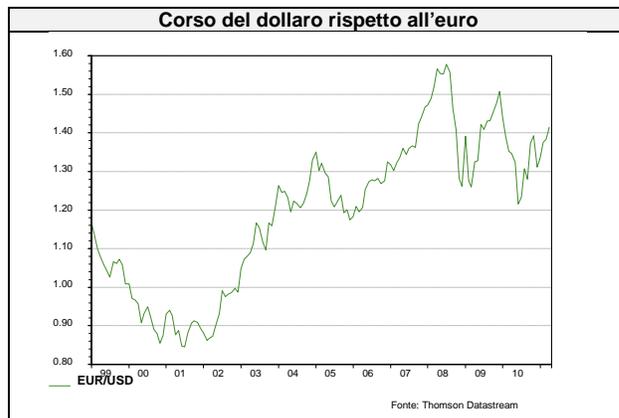
Nei prossimi mesi, il miglioramento del mercato dell'occupazione e l'aumento dell'inflazione negli Stati Uniti potrebbero provocare l'anticipo di un aumento del tasso di riferimento americano, e sostenere così il dollaro.

Ma dopo una breve interruzione, si constata che l'euro riguadagna progressivamente valore rispetto al dollaro americano.

Secondo il nostro scenario in materia di tassi di interesse, la BCE dovrebbe decidere di rialzare nuovamente il tasso repo più tardi nell'anno. E l'attesa di questa decisione farà rimbalzare l'euro. Inoltre, le misure di risparmio cominceranno a dare i propri frutti nei Paesi della zona euro, il che, a termine, dovrebbe calmare l'agitazione relativa alla crisi dell'indebitamento sui mercati finanziari.

Siccome la Federal Reserve seguirà con ritardo il movimento di rialzo dei tassi avviato dalla BCE, lo scarto tra i tassi a breve termine nella zona euro e negli Stati Uniti dovrebbe aumentare, a scapito del dollaro.

Infine, sui mercati finanziari si sarà forse più attenti ai giganteschi disavanzi americani delle operazioni correnti con l'estero e del bilancio.



Tassi di cambio

	27/04/11	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012
EUR/USD	1,47	1,44	1,47	1,49	1,51
USD/JPY	82	86	88	90	92
EUR/CHF	1,28	1,28	1,28	1,27	1,27
EUR/GBP	0,89	0,86	0,88	0,89	0,90