



Maggio 2009

1. Materie prime: l'anticipo della fine della recessione fa salire i prezzi

Sotto l'impulso del ritorno dell'ottimismo sullo stato dell'economia e dell'indebolimento del dollaro, i prezzi del petrolio sono aumentati in maggio per raggiungere il livello più elevato dall'inizio di quest'anno. Inoltre, le limitazioni di produzione dei Paesi dell'OPEC tra l'agosto del 2008 e l'aprile del 2009 portano i propri frutti, permettendo di allineare meglio l'offerta mondiale di greggio alla domanda. L'OPEC è così pervenuta a fissare un prezzo minimo per il petrolio.

Nondimeno, esiste il rischio che i prezzi del petrolio aumentino a breve termine in modo più sensibile di quanto sia giustificato dai fattori fondamentali.

Non c'è penuria di greggio per il momento. Le scorte americane di petrolio (a esclusione delle riserve strategiche) si trovano, malgrado il calo di maggio, ancora a un livello molto elevato. Inoltre, le riserve strategiche americane di petrolio non sono mai state così cospicue come ora. Con l'avvicinarsi dei mesi estivi, i mercati finanziari seguiranno da vicino l'evoluzione delle scorte di benzina del Paese dello zio Sam. A metà maggio erano di poco inferiori a quelle di un anno fa.

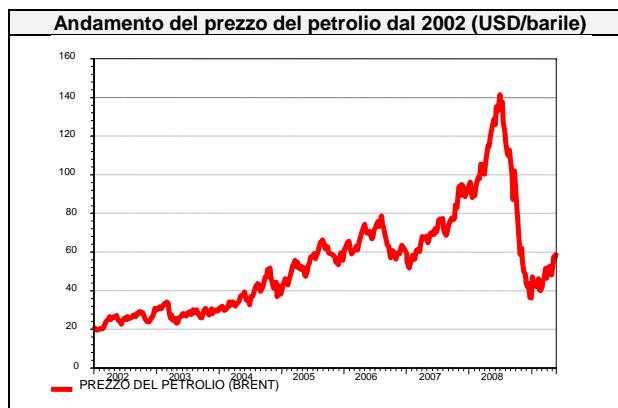
Nel frattempo la domanda americana di prodotti petroliferi continua a scendere.

Secondo le statistiche di Bloomberg l'offerta di petrolio greggio rimane più importante della domanda a livello mondiale. Nel marzo del 2009 le scorte petrolifere dei Paesi dell'OCSE erano, secondo l'Agenzia internazionale dell'energia, ancora superiori del 6,7% rispetto al marzo del 2008.

Non c'è quindi penuria di petrolio su scala mondiale. Inoltre, tanto l'OPEC quanto l'Agenzia internazionale dell'energia prevedono quest'anno una diminuzione della domanda mondiale di petrolio greggio.

Peraltro, a seguito delle loro precedenti limitazioni di produzione, i Paesi dell'OPEC dispongono virtualmente di una maggiore capacità, nel senso che in caso di bisogno potranno estrarre più petrolio.

Sulla base di questi elementi prevediamo, dopo una correzione al ribasso nel terzo trimestre, un aumento relativamente limitato dei prezzi del petrolio per l'anno prossimo. Una replica dell'aumento vertiginoso del primo semestre del 2008 è poco probabile, anche se gli speculatori potrebbero proiettare (temporaneamente?) i prezzi del petrolio a un livello più elevato di quanto previsto dal nostro scenario.



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

| 27/05/09 | T3 2009 | T4 2009 | T1 2010 | T2 2010 |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 61,2 | 57 | 60 | 65 | 63 |

Finito di redigere il 27 maggio 2009.

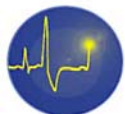
Redazione: Jacques De Pover, Stefan Farkas e il Servizio linguistico.

Maggiori informazioni possono essere ottenute al numero di telefono 02/222 44 71 (J. De Pover) o 02/222 31 20 (S. Farkas).

Direttore 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.



2. Zona euro: dopo un pessimo primo trimestre, si registra finalmente un miglioramento

Nel corso dei primi tre mesi del 2009, l'economia della zona euro si è contratta del 2,5% rispetto al quarto trimestre del 2008. In raffronto al primo trimestre del 2008, il PIL è calato del 4,6%.

L'espansione negativa è in particolare imputabile al calo continuo delle esportazioni e degli investimenti delle imprese e a una diminuzione delle scorte. Nel primo trimestre neanche il consumo delle persone fisiche è riuscito a salvare il salvabile: a seguito dell'aumento della disoccupazione, le famiglie esitano ad aumentare i consumi e preferiscono risparmiare maggiormente. Tuttavia, l'inflazione eccezionalmente debole stimola il potere di acquisto dei consumatori.

La recessione sembra avere raggiunto l'apice, poiché una serie di indicatori si sono notevolmente ripresi in aprile.

L'indice di fiducia dei consumatori è migliorato in aprile, dopo sette mesi consecutivi di calo. La fiducia delle imprese è stata moderata: in aprile è aumentata la fiducia delle imprese nell'industria e nel settore terziario, mentre ha continuato a erodersi nel commercio al dettaglio e nel settore della costruzione. Questa situazione è legata all'evoluzione degli ordinativi. Secondo l'inchiesta mensile della Commissione Europea, gli ordini all'esportazione sono nuovamente calati in aprile, ma in misura minore rispetto ai mesi precedenti. Gli ordini nel settore della costruzione hanno perso maggiormente terreno. Ma il totale degli ordinativi industriali è leggermente migliorato rispetto a marzo.

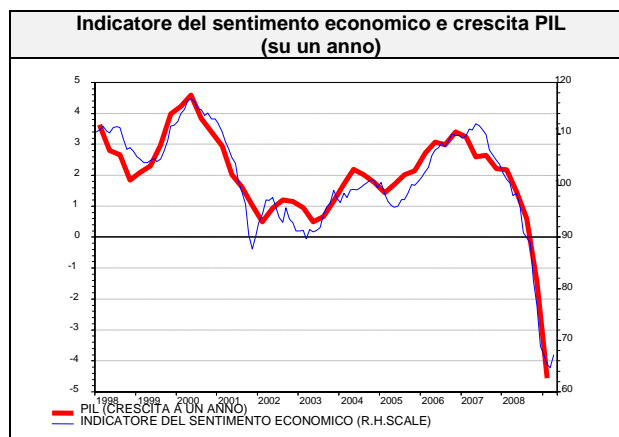
L'indicatore del sentiment economico, che riunisce la fiducia dei consumatori e delle imprese e che rappresenta una buona indicazione dell'evoluzione del PIL, ha raggiunto in aprile il livello più alto dal gennaio 2009.

I principali indici d'acquisto confermano che il ritmo di diminuzione dell'attività si è rapidamente ridotto nell'industria manifatturiera e nel settore dei servizi.

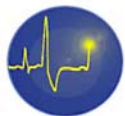
Occorre ora attendere che il miglioramento del sentiment si evidenzii negli indicatori economici concreti. Il ritorno dell'ottimismo dei consumatori e certe misure dei governi (come i contributi per la rottamazione) possono rilanciare il consumo delle persone fisiche nel corso dei prossimi mesi. Inoltre, le imprese cominceranno a produrre progressivamente di più dopo la diminuzione draconiana delle scorte, certamente se gli ordinativi non si deteriorano più nel corso dei prossimi mesi.

Ciò giustifica la speranza di una congiuntura meno negativa nel corso dei prossimi trimestri.

L'inflazione resta quasi inesistente a seguito dell'evoluzione dei prezzi dell'energia. L'inflazione è stata dello 0,58% in marzo e dello 0,62% in aprile. Tuttavia, non prevediamo una virata nella deflazione (ovvero, un lungo periodo di cali generalizzati dei prezzi). L'inflazione soggiacente (1,78% in aprile) e l'inflazione al netto dell'energia (1,69% in aprile) restano peraltro largamente positive. Un'eventuale inflazione negativa sarà solo temporanea. Il crollo dei prezzi del barile che abbiamo registrato nel secondo semestre del 2008 produrrà un effetto di base sfavorevole nel corso del secondo semestre del 2009. Inoltre i prezzi del petrolio stanno nuovamente aumentando. Per questa ragione, puntiamo su una ripresa dell'inflazione nel secondo semestre dell'anno.



| Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno) | | | |
|--|------|-------|------|
| | 2008 | 2009 | 2010 |
| PIL | 0,7 | -4,0 | 1,3 |
| Consumo privato | 0,4 | -0,3 | 1,0 |
| Investimenti | -0,1 | -9,6 | 1,0 |
| Esportazioni | 1,1 | -13,6 | 1,8 |
| Importazioni | 1,2 | -9,0 | 2,5 |
| Tasso d'inflazione | 3,3 | 0,7 | 1,3 |
| Saldo oper. correnti (% PIL) | -1,0 | -0,8 | -0,6 |



3. Tassi a breve termine

Durante le ultime settimane il grave pessimismo si è nettamente attenuato. La fiducia verso il settore bancario, che era al minimo, è in recupero. Ciò non toglie che la crisi finanziaria non è terminata, pur avendo abbandonato la fase più acuta. Sono però possibili nuovi sussulti. Una grande ondata di fallimenti potrebbe toccare le aziende non finanziarie.

Dopo avere abbassato il tasso guida allo 0% / 0,25% alla metà di dicembre, la Fed ha dichiarato che manterrà questo tasso a un livello eccezionalmente basso per un certo tempo. Prospettive congiunturali divenute recentemente meno negative e l'attenuazione della crisi finanziaria non spingeranno la Fed a rivedere la propria strategia. Sarebbe in effetti davvero prematuro se la Fed rialzasse ora i propri tassi. Potrebbe però esitare ad accrescere in modo smisurato il programma di acquisto di obbligazioni, vista la sfiducia dei mercati (testimoniata dall'aumento dei tassi obbligazionari e dalla caduta del dollaro).

La Fed rialzerà i tassi quando l'economia avrà preso risolutamente la strada della ripresa. Ciò accadrà verosimilmente alla fine del 1° semestre 2010.

La BCE ha riportato il tasso Repo all'1% (prima era dell'1,25%). Questo calo potrebbe essere l'ultimo. La BCE non ha però escluso nuove riduzioni, ma non nell'immediato. In caso di nuovi deterioramenti della congiuntura, è possibile una riduzione.

Al fine di stimolare l'utilizzo del credito, la BCE non utilizzerà più l'arma dei tassi guida, ma percorrerà la via delle misure non convenzionali come aveva fatto la Fed, acquistando in particolare obbligazioni al fine di spingere i tassi dei mutui verso il basso. Il ricorso a tali misure riguarda però importi limitati. Esita quindi ad acquistare massicciamente obbligazioni pubbliche.

Viste le prospettive poco brillanti della congiuntura per il 2010 e un'inflazione che resterà largamente al di sotto dell'obiettivo del 2%, la BCE non rialzerà i tassi nei prossimi 12 mesi.

Tassi a 3 mesi (%)

| | 27/05/09 | T3 2009 | T2 2010 |
|-------------|----------|---------|---------|
| Stati Uniti | 0,7 | 0,8 | 1,4 |
| Zona euro | 1,3 | 1,3 | 1,7 |
| Regno Unito | 1,3 | 1,2 | 1,5 |
| Polonia | 4,5 | 4,0 | 4,1 |

Tassi a 10 anni (IRS) (%)

| | 27/05/09 | T3 2009 | T2 2010 |
|-------------|----------|---------|---------|
| Stati Uniti | 3,7 | 2,7/4,1 | 2,7/4,4 |
| Zona euro | 3,7 | 3,1/3,9 | 3,2/4,1 |
| Regno Unito | 3,9 | 3,5 | 3,6 |
| Polonia | 5,7 | 5,1 | 4,9 |

4. Tassi a lungo termine

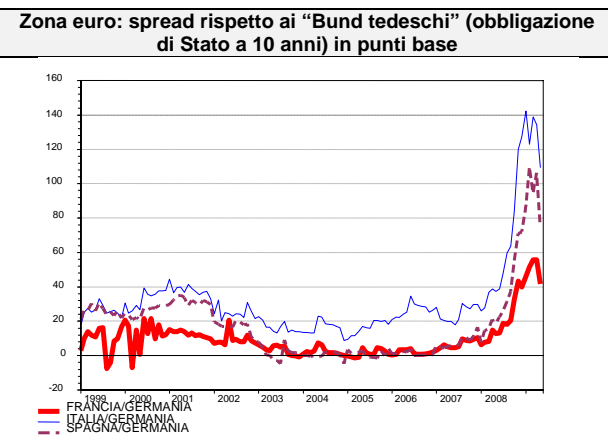
Dal minimo del 2,21% raggiunto il 17 dicembre, il tasso americano degli IRS a 10 anni è risalito attualmente al 3,69%. Raggiunto questo minimo, le prospettive dell'economia sono divenute meno nere. Si sono allontanati i timori che si realizzino gli scenari di depressione degli anni '30 o di crisi alla giapponese. Inoltre, la fase più acuta della crisi finanziaria sembra terminata. Gli investitori tornano a rivolgersi a prodotti che offrono rendimenti più elevati ma più rischiosi, approfittando peraltro di spread molto elevati. Il mercato è anche impressionato dalle ondate di enormi emissioni da parte del Tesoro, che si succedono rapidamente.

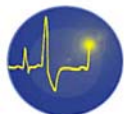
Per quanto riguarda il futuro, i tassi obbligazionari resteranno molto volatili. Da un lato gli investitori (tra i quali le banche centrali d'Asia) potrebbero diffidare del dollaro e quindi esitare ad acquistare obbligazioni americane, a meno che i tassi risalgano ancora. Ne conseguirà una pressione sull'aumento dei tassi. D'altro canto, diversi elementi freneranno o addirittura si opporranno a un aumento dei tassi: la ripresa dell'economia sarà lenta e poco entusiasmante. Inoltre, la Fed non ha interesse a fare in modo che i tassi obbligazionari salgano troppo. Infine, l'inflazione non rappresenta alcun problema.

Conseguentemente, il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,69% odierno al 4% nel maggio del 2010. Tenuto conto degli scenari alternativi (vedere tabella), nel maggio del 2010 questo tasso sarà compreso tra il 2,7% e il 4,4%.

Nella zona euro, il tasso degli IRS a 10 anni è più stabile del suo corrispondente americano: fluttua da metà febbraio tra il 3,25% e il 3,71%. Ha reagito poco alla caduta dell'inflazione e al miglioramento delle prospettive congiunturali. E' rimasto in gran parte insensibile all'attenuazione della crisi finanziaria e all'afflusso di emissioni destinate a finanziare i deficit di bilancio.

Nei prossimi mesi, il tasso degli IRS dovrebbe fluttuare attorno al 3,5%. A medio termine, scommettiamo su un leggero irrigidimento dei tassi quando la crisi finanziaria si allontanerà. Il tasso degli IRS a 10 anni passerà così dal 3,71% attuale al 3,5% nell'agosto 2009 e al 3,7% nel maggio 2010. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 3,1% e il 3,9% nell'agosto 2009 e tra il 3,2% e il 4,1% nel maggio del 2010.





5. Stati Uniti: verso un secondo trimestre migliore

Come ci si poteva attendere, la contrazione del PIL è stata importante nel 1° trimestre. Questa conferma che dopo la tempesta finanziaria di settembre, il calo dell'attività è stato rapido e accentuato.

L'evoluzione del consumo, di gran lunga la componente principale del PIL, è relativamente rassicurante. Le famiglie hanno conservato il proprio sangue freddo rispetto alla serie nera delle cattive notizie: crescita della disoccupazione, pignoramenti in serie di abitazioni, inasprimento delle condizioni di credito e deprezzamento del loro patrimonio provocato dalla caduta delle borse e dei prezzi immobiliari.

Il 2° trimestre si presenta più favorevole. Potrebbe anche iniziare una ripresa tecnica, innescata dalla fine della riduzione massiccia delle scorte, come suggerisce anche l'evoluzione degli ordini (secondo l'ISM).

Ciò non toglie che la ripresa sarà lenta e modesta rispetto alle precedenti uscite dalla recessione: le perdite dei posti di lavoro sono massicce; la macchina dei crediti si riprenderà solo gradualmente; la tendenza dei prezzi immobiliari resterà al ribasso; nessun grande Paese è in misura di svolgere il ruolo di vera locomotiva dell'economia mondiale (in quanto la recessione è diffusa ovunque); i grandi fallimenti si moltiplicheranno.

Puntiamo su un progresso del PIL del -2,5% nel 2009 e del +2% nel 2010, cifre francamente negative, vista l'espansione demografica di circa l'1% l'anno.

L'inflazione è entrata in territorio negativo da dicembre. Tra l'aprile del 2008 e l'aprile del 2009, i prezzi al consumo sono calati dello 0,6%. Diversi elementi si opporranno a una vera deflazione: il rialzo recente dei prezzi petroliferi, la progressione rapida dei salari e dei prezzi alimentari. Il tasso d'inflazione passerà dal 3,8% nel 2008 al -0,8% nel 2009 e all'1,3% nel 2010.

La recessione e le diverse operazioni di salvataggio delle banche peseranno sulle finanze pubbliche come peraltro il piano di rilancio dell'economia. Il deficit budgetario schizzerà così dall'1,4% del PIL nel 2007 al 4,8% nel 2008 e al 13% nel 2009.

| Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno) | | | |
|--|-------|-------|------|
| | 2008 | 2009 | 2010 |
| PIL | 1,1 | -2,5 | 2,0 |
| Consumo privato | 0,2 | -0,4 | 1,7 |
| Investimenti delle imprese | 1,6 | -21,1 | -3,2 |
| Costruzione residenziale | -20,8 | -21,0 | +0,6 |
| Esportazioni | 6,2 | -13,5 | 1,1 |
| Importazioni | -3,5 | -14,7 | 1,7 |
| Tasso d'inflazione | 3,8 | -0,8 | 1,3 |
| Saldo oper. correnti (% PIL) | -4,7 | -3,4 | -3,8 |
| Saldo budgetario (% PIL) | -4,8 | -13,0 | -9,2 |
| Tasso di risparmio delle famiglie | 1,8 | 4,7 | 4,6 |

6. Mercati dei cambi: l'euro assorbe senza problemi il calo dei tassi della BCE

L'euro si è apprezzato rispetto al dollaro durante le settimane trascorse e ha raggiunto nuovamente la soglia di 1,40 EUR/USD. Dalla fine di aprile, l'euro si trova nuovamente al di là della soglia di 1,30 EUR/USD.

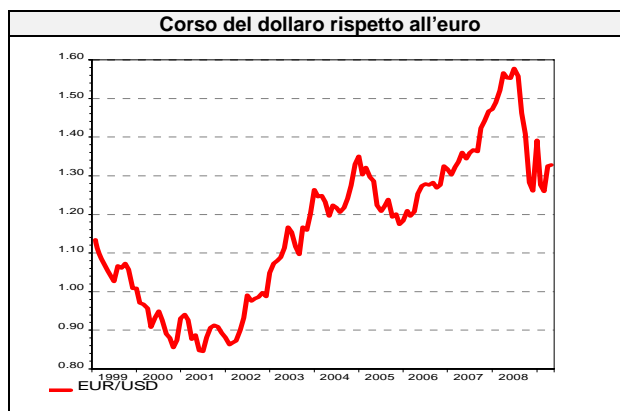
A breve termine prevediamo che l'euro resterà altalenante rispetto al dollaro americano, secondo che gli indicatori economici americani ed europei si situino al di sopra o al di sotto delle previsioni dei mercati finanziari.

L'alleggerimento monetario quantitativo della BCE (acquisto di obbligazioni) non eserciterà probabilmente pressioni al ribasso sul corso dell'euro, poiché tanto la Federal Reserve americana, quanto la Banca d'Inghilterra e la Banca del Giappone utilizzano questo strumento già da un po' di tempo. Inoltre il programma d'acquisto della BCE è modesto (60 miliardi d'euro) se paragonato a quello delle altre banche centrali.

A lungo termine ci aspettiamo un apprezzamento progressivo dell'euro rispetto al dollaro americano. La ragione principale starà nella disposizione crescente degli investitori a prendere rischi maggiori, ora che le prospettive economiche migliorano.

Man mano che la congiuntura mondiale uscirà dal solco tracciato di recente, i mercati finanziari si preoccuperanno maggiormente dello sviluppo delle finanze pubbliche e della bilancia dei conti correnti con l'estero. Dato che in questo settore la situazione è meno cattiva nella zona euro che negli Stati Uniti, il corso dell'euro ne trarrà benefici.

Infine, il differenziale di tassi d'interessi a breve termine tra Stati Uniti e la zona euro e l'eventuale minore entusiasmo cinese per gli investimenti in dollari continueranno a giocare a sfavore del dollaro.



Tassi di cambio

| | 27/05/09 | T3 2009 | T4 2009 | T1 2010 | T2 2010 |
|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| EUR/USD | 1,39 | 1,37 | 1,40 | 1,42 | 1,44 |
| USD/JPY | 95 | 97 | 100 | 102 | 105 |
| EUR/CHF | 1,51 | 1,52 | 1,51 | 1,51 | 1,50 |
| EUR/GBP | 0,88 | 0,90 | 0,89 | 0,87 | 0,84 |