



Agosto 2009

## 1. Materie prime: l'ottimismo sull'economia ha fatto innalzare i prezzi

I segnali, che si succedono e che indicano che l'economia mondiale si riprende, l'indebolimento del dollaro e l'aumento dei mercati azionari, risvegliano l'appetito degli investitori per il rischio e fanno schizzare in alto i prezzi delle materie prime dal mese di marzo. In agosto, i prezzi di diverse materie prime hanno raggiunto il livello più alto dell'anno, in particolare i prezzi petroliferi.

Malgrado il miglioramento delle prospettive economiche, non si esclude una forte correzione verso il basso dei prezzi petroliferi.

Non c'è carenza di greggio per il momento, il che vuol dire che è esagerata la recente risalita dei corsi petroliferi.

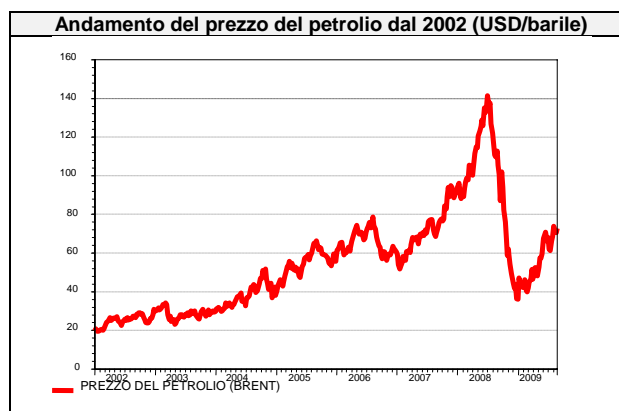
L'offerta mondiale di greggio continua a coprire la domanda senza problemi e anche le scorte aumentano. Già da un certo tempo i prezzi elevati dell'oro nero tengono conto della ripresa economica, mentre questa non andrà di pari passo con un forte aumento della domanda di greggio. L'Agenzia internazionale dell'energia prevede in effetti che la domanda mondiale di greggio cali del 2,7% nel 2009 rispetto al 2008. Nel 2010 la domanda dovrebbe aumentare solo dell'1,6%, principalmente in ragione del progresso dei consumi nei Paesi emergenti asiatici. L'OPEC stima che la domanda mondiale di petrolio aumenterà ancora meno l'anno prossimo (+0,6%).

Negli Stati Uniti la domanda di prodotti petroliferi continua a calare in raffronto all'anno scorso. Allo stesso tempo le scorte americane di prodotti raffinati (come il gasolio e la nafta da riscaldamento) hanno raggiunto il livello più alto dall'inizio del 1985. Per ridurre questa scorte e assicurare i margini di beneficio, le raffinerie americane dovranno ridurre la propria produzione e quindi acquistare e stoccare meno petrolio greggio.

Anche in Europa le raffinerie devono affrontare una domanda minore di carburanti e margini di raffinazione più deboli. Diverse raffinerie stanno rallentando o sono addirittura state chiuse.

In ragione del recente aumento dei prezzi petroliferi, l'OPEC non dovrebbe essere spinta ad abbassare nuovamente le quote di produzione; invece, è grande la tentazione di pompare più greggio rispetto a quanto previsto dalle quote. In luglio, l'OPEC ha peraltro aumentato la sua produzione per il quarto mese consecutivo.

Dopo un'eventuale correzione dei prezzi (che dipenderà anche dell'evoluzione della stagione degli uragani nel Golfo del Messico), stimiamo che a partire dalla primavera 2010 i costi petroliferi aumenteranno in maniera più sensibile e durevole se la congiuntura mondiale avrà un andamento positivo.



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

26/08/09	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
71,8	64	67	70	76

Finito di redigere il 26 agosto 2009.

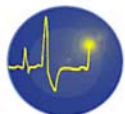
**Redazione:** Jacques De Pover, Stefan Farkas e il Servizio linguistico.

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: fine della recessione in Germania e in Francia

Nel corso del secondo trimestre l'economia della zona euro ha registrato un calo meno pronunciato rispetto al primo trimestre: -0,1% su base trimestrale, contro il -2,5% del primo trimestre.

In Germania e in Francia l'economia ha avuto persino un progresso dello 0,3% su base trimestrale, il che significa che la recessione, durata un intero anno, è ora terminata.

Anche il terzo trimestre è iniziato bene. L'indicatore del *sentiment* economico della zona euro, che riflette la fiducia dei consumatori e dei dirigenti d'azienda e che rappresenta una buona indicazione dell'evoluzione del PIL, ha raggiunto nel giugno 2009 il livello più alto dal novembre del 2008.

La fiducia dei consumatori è migliorata in luglio per il quarto mese consecutivo. Malgrado l'ottimismo accresciuto dei consumatori e l'assenza di inflazione, le famiglie rimangono prudenti nelle proprie spese, come mostrato dall'aumento del tasso di risparmio delle famiglie e dalla diminuzione delle vendite al dettaglio. Le vendite delle vetture, sostenute dagli incentivi alla rottamazione, hanno sostenuto la crescita del consumo delle famiglie.

La reticenza dei consumatori a spendere si spiega con l'aumento rapido della disoccupazione e con gli enormi deficit di bilancio che dovranno essere attenuati nei prossimi anni. L'espansione del consumo delle famiglie sarà imbrigliata l'anno prossimo da aumenti di imposte e dalla scomparsa tra qualche mese degli incentivi alla rottamazione (che si tradurrà in un calo delle vendite di vetture).

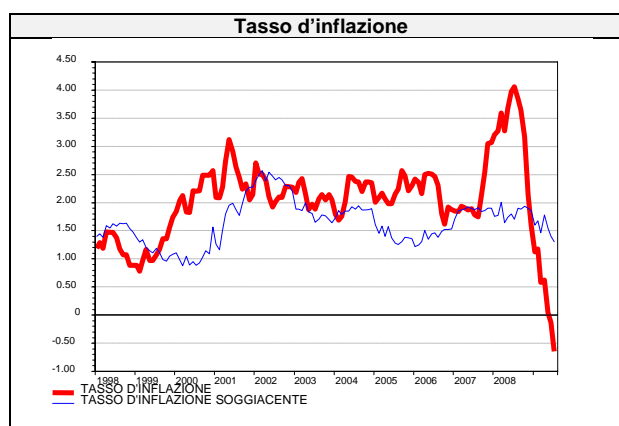
La fiducia dei dirigenti d'azienda continua anch'essa ad aumentare, probabilmente in ragione della svolta positiva della tendenza registrata negli ordinativi.

La produzione, però, per il momento non ne approfitta. Siccome le scorte sono ancora estremamente basse, dovranno essere ricostituite nei prossimi mesi, al fine di rispondere all'atteso aumento della domanda, il che dovrebbe non solo stimolare la produzione industriale, ma anche la crescita economica.

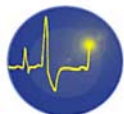
Gli indici dei direttori degli acquisti confermano anch'essi il miglioramento graduale della situazione economica.

L'inflazione è scesa in giugno a -0,14% mentre in luglio si è portata a -0,65%. L'inflazione soggiacente, che non tiene conto dei prezzi dell'energia, dell'alimentazione, dell'alcol e del tabacco, in luglio è diminuita all'1,31%.

L'anno prossimo l'inflazione rimarrà sotto lo standard del 2% fissato dalla BCE, ma non prevediamo deflazione.



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	0,6	-3,9	1,5
Consumo privato	0,3	-0,6	1,1
Investimenti	-0,3	-8,4	1,5
Esportazioni	0,9	-14,6	2,1
Importazioni	0,9	-12,0	2,8
Tasso d'inflazione	3,3	0,2	1,0
Saldo oper. correnti (% PIL)	-1,1	-1,2	-0,9



### 3. Tassi a breve termine

L'attenuazione della **crisi finanziaria** è continuata nelle ultime settimane. È quanto mostrano la tendenza alla normalizzazione dei tassi interbancari, visto che il calo dei premi sui contratti permette di coprirsi contro il rischio di fallimento delle banche, e la risalita dei corsi di tutta una serie di titoli obbligazionari. Con il miglioramento dell'economia mondiale nettamente più rapido del previsto, le banche e i mercati finanziari usciranno probabilmente più rapidamente dal periodo di convalescenza.

Nei prossimi mesi sono però ancora possibili nuove fiammate. Inoltre, una grande ondata di fallimenti sta toccando le imprese non finanziarie. L'inquietudine non è peraltro ancora svanita, i "credit-default swaps" (CDS), che permettono di coprirsi in particolare contro il rischio di fallimento di una banca, sono lungi dall'aver ritrovato un livello normale; ciò suggerisce che la sfiducia sussiste ancora tra le banche.

Quando si affermerà il miglioramento della congiuntura, la **Fed** si troverà davanti al compito delicato di mettere fine alla sua politica monetaria iperstimolante e di tornare a un funzionamento normale. In effetti, da un lato scegliere di inasprire prematuramente la propria politica monetaria potrebbe arginare la ripresa economica che inizia. Ma d'altro canto, scegliere di osservare per troppo tempo questa politica accomodante potrebbe produrre una ripresa dell'inflazione e la formazione di nuove bolle.

Potrebbe però cominciare a ridurre gradatamente le iniezioni massicce di liquidità e i suoi acquisti di titoli da qui a qualche mese. Allo stesso modo, rialzerà il tasso guida quando sarà certa che l'economia avrà ripreso il decollo. Ciò potrà avvenire alla fine del 1° semestre 2010 dopo la pubblicazione dell'evoluzione del PIL nel 1° trimestre 2010. Porterà il tasso dei Fed fund allo 0,5% nel giugno 2010 e all'1% nel settembre 2010.

Mantenendo da un lato il tasso guida all'1% e iniettando dall'altro massicciamente alla fine di giugno dei fondi a 1 anno all'1% per 442 miliardi di euro, la **BCE** sembra aver preso una strada diversa. Ma il risultato è lo stesso che sarebbe stato ottenuto diminuendo il tasso guida: sui mercati, i tassi a breve termine sono nettamente diminuiti dalla fine di giugno (quasi 50 pb per alcune emissioni).

Nei prossimi mesi, non procederà a un rialzo prematuro del tasso Repo. Comincerà a rialzarlo nel giugno 2010 per portarlo dall'1% attuale all'1,5% nel settembre 2010.

#### Tassi a 3 mesi (%)

	26/08/09	T4 2009	T3 2010
Stati Uniti	0,4	0,5	1,5
Zona euro	0,8	1,0	1,8
Regno Unito	0,8	0,9	1,7
Polonia	4,1	3,9	4,3

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

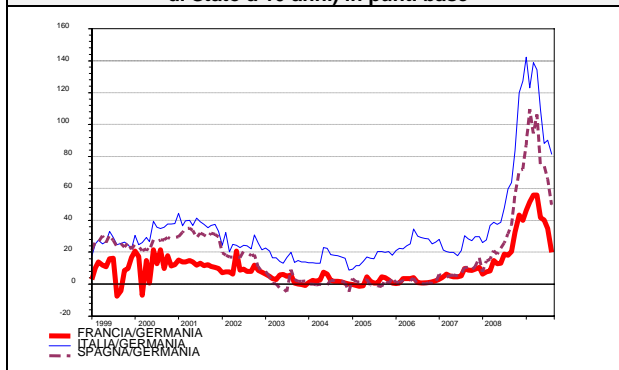
	26/08/09	T4 2009	T3 2010
Stati Uniti	3,7	3,4/4,4	3,4/4,8
Zona euro	3,5	3,4/3,9	3,4/4,3
Regno Unito	4,0	3,9	4,3
Polonia	5,5	5,5	5,6

### 4. Tassi a lungo termine

Negli **Stati Uniti**, dopo aver toccato il minimo del 2,21% il 17 dicembre, il tasso degli IRS a 10 anni mostra contemporaneamente una tendenza rialzista e una grande volatilità. Questo tasso è da allora passato al 3,7%. Questa risalita si spiega con il grande pessimismo che regnava alla fine dell'anno scorso: timore della realizzazione di una depressione stile 1929, di una deflazione alla giapponese e del fallimento del sistema bancario americano. Questi timori si sono allontanati con, rispettivamente, i segnali di ripresa dell'economia, la risalita del prezzo del petrolio e i risultati relativamente buoni delle banche nel 1° semestre. L'inquietudine sul finanziamento dell'importante deficit di bilancio ha quindi spinto i tassi verso l'alto.

Secondo il nostro scenario relativo all'evoluzione dell'economia, non bisogna attendersi un'impennata dei tassi nei prossimi 12 mesi. In effetti, la ripresa dell'economia sarà lenta e poco entusiasmante; la Fed non ha interesse a che i tassi obbligazionari salgano troppo, poiché ciò rappresenterebbe un nuovo handicap per l'economia; l'inflazione resterà sotto controllo; infine, un tasso degli IRS vicino al 4% potrebbe essere giudicato appetibile dagli investitori. Conseguentemente, il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,7% odierno al 4,2% nell'agosto del 2010. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 3,4% e il 4,8% nell'agosto del 2010.

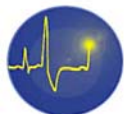
**Zona euro: spread rispetto ai "Bund tedeschi" (obbligazione di Stato a 10 anni) in punti base**



**Nella zona euro**, nelle ultime settimane il tasso degli IRS a 10 anni è rimasto più stabile rispetto al corrispondente americano: Da fine maggio, il tasso europeo è diventato inferiore al tasso corrispondente americano. E' vero che i segnali di ripresa dell'economia sono meno chiari nella zona euro. Inoltre, l'assenza di un importante deficit della bilancia commerciale come negli USA rassicura gli investitori. La zona è peraltro meno dipendente dagli investitori internazionali per il finanziamento del deficit di bilancio.

Nei prossimi 12 mesi il tasso degli IRS dovrebbe fluttuare leggermente secondo le fasi di ottimismo e di pessimismo che si succederanno. Sarà comunque oggetto di una leggera tendenza rialzista. Il tasso degli IRS a 10 anni passerà così dal 3,71% attuale al 3,5% nel novembre 2009 e al 3,7% nel maggio 2010. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 3,4% e il 3,9% nel novembre e tra il 3,4% e il 4,3% nel maggio del 2010.

Gli **spread** tra i tassi obbligazionari dei diversi Paesi della zona euro, che avevano raggiunto un livello esagerato, sono scesi nel corso delle ultime settimane, per ritrovare un livello vicino a quello osservato nell'agosto del 2008.



## 5. Stati Uniti: l'economia riparte lentamente

Il 3° trimestre si presenta bene, come suggerito dalla risalita spettacolare dell'indice ISM, termometro dell'attività nell'industria. Questo ottimismo si basa in particolare sugli elementi seguenti: 1° la fine della gigantesca riduzione delle scorte, osservata da un anno, che apre la via a una bella ripresa tecnica; 2° il ritrovato vigore delle economie dell'Estremo Oriente, che influenza favorevolmente le esportazioni americane; 3° il rimbalzo delle vendite di autovetture in luglio; 4° i primi segnali di stabilizzazione nel settore immobiliare residenziale; 5° il miglioramento delle condizioni finanziarie con un calo del premio di rischio, in particolare sulle obbligazioni emesse dalle imprese non finanziarie.

A medio termine, diversi elementi freneranno però l'espansione dell'economia:

- Le famiglie, duramente scosse dalla crisi, ne hanno probabilmente tratto delle lezioni. Potrebbero rivedere le proprie abitudini, mostrandosi ora più parche nell'uso del credito e continuare a rafforzare il proprio risparmio.
- La rimessa in ordine delle finanze pubbliche porterà a misure di austerità.
- Gli investimenti delle imprese rimarranno letargici.

In questo contesto, manteniamo il nostro scenario di ripresa graduale dell'economia. Dopo una contrazione del 2,5% nel 2009, il PIL progredirà del 2% nel 2010, dato francamente negativo, poiché tradizionalmente una recessione è seguita da una forte ripresa dell'economia, cosa che non avverrà.

L'inflazione è entrata in territorio negativo da dicembre (-1,9% in luglio). Un tasso d'inflazione inferiore allo 0% sarà solo temporaneo. La maggior parte delle previsioni disponibili puntano a un tasso d'inflazione largamente positivo l'anno prossimo, non lontano dal 2%. Diversi elementi si opporranno a una vera deflazione: il rimbalzo recente dei prezzi petroliferi e la progressione rapida dei salari. In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dal 3,8% nel 2008 al -0,7% nel 2009 e all'1,6% nel 2010.

La recessione e le diverse operazioni di salvataggio delle banche pesano sulle finanze pubbliche come peraltro il piano di rilancio dell'economia. Il deficit di bilancio schizzerà così dall'1,4% del PIL nel 2007 al 4,8% nel 2008 e al 10,8% nel 2009.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	0,4	-2,5	2,0
Consumo privato	-0,3	-0,9	1,4
Investimenti delle imprese	1,6	-18,9	-1,9
Costruzione residenziale	-22,9	-24,0	-1,3
Esportazioni	5,4	-12,9	1,3
Importazioni	-3,2	-16,5	1,7
Tasso d'inflazione	3,8	-0,7	1,6
Saldo oper. correnti (% PIL)	-4,9	-3,4	-3,8
Saldo budgetario (% PIL)	-4,8	-10,8	-9,2
Tasso di risparmio delle famiglie	2,6	4,2	4,1

## 6. Mercati dei cambi: alla mercé delle notizie

Tra l'inizio di luglio e l'inizio di agosto, l'euro ha poco guadagnato terreno rispetto al dollaro americano. Poi l'euro ha oscillato rispetto al dollaro in un margine ristretto.

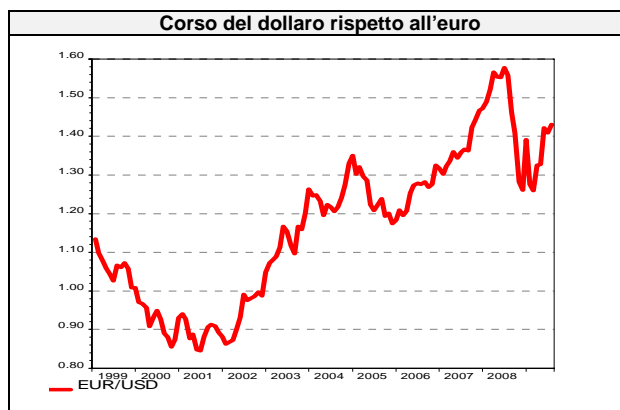
Nei prossimi mesi, il corso dell'euro nei confronti del dollaro fluttuerà in funzione degli indicatori economici che saranno pubblicati sulle due sponde dell'Atlantico.

La fiducia nell'economia americana si riprenderà man mano che la ripresa economica si accelererà negli Stati Uniti, il che avrà un effetto di sostegno sul dollaro. Questo effetto sarà però relativamente limitato. In effetti, la congiuntura è ugualmente in via di miglioramento in Europa e in Asia. Un'economia mondiale dalla crescita più forte e un tasso d'interesse americano estremamente basso stimoleranno l'appetito per il rischio e attireranno gli investitori verso divise che offrono un miglior rendimento.

Lo scarto tra i tassi guida americano ed europeo continuerà a favorire l'euro; tuttavia questo vantaggio è attenuato da scarti più ridotti tra tassi interbancari a breve termine. Come fatto in precedenza dalle banche centrali americana e britannica, la BCE ha iniettato massicciamente liquidità alla fine di giugno, facendo calare i tassi interbancari a breve termine nella zona euro. Questo movimento ha impedito un nuovo apprezzamento dell'euro.

Vi sono però elementi che sostengono l'euro. Nella zona euro, i deficit di bilancio e il deficit della bilancia corrente sono più limitati che negli Stati Uniti. Infine, l'incertezza su una migliore diversificazione delle riserve di cambio della Cina continua a pesare sul corso del dollaro.

Pensiamo che sin dalla seconda metà del 2010, il dollaro americano si apprezzerà in modo più durevole e più forte rispetto all'euro, perché la banca centrale americana aumenterà in modo più energico il tasso base rispetto alla BCE, il che inficerà l'attuale vantaggio di un tasso guida più elevato per l'euro.



### Tassi di cambio

	26/08/09	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
EUR/USD	1,43	1,45	1,44	1,43	1,39
USD/JPY	94	97	100	102	105
EUR/CHF	1,52	1,52	1,51	1,51	1,51
EUR/GBP	0,87	0,89	0,87	0,85	0,83