



Settembre 2009

## 1. Materie prime: una pausa dopo l'ascesa

Dopo il rimbalzo registrato da marzo, i prezzi petroliferi sono leggermente calati, passando persino sotto la barra dei 70 dollari.

Non mancano gli argomenti a sfavore di un nuovo aumento dei prezzi petroliferi a breve termine.

L'ottimismo sull'economia mondiale, che aveva provocato l'aumento dei prezzi delle materie prime in questi ultimi mesi, è rafforzato settimana dopo settimana dalla pubblicazione di nuovi indicatori economici. Tuttavia, ai livelli attuali, il prezzo dell'oro nero ha largamente superato la realtà economica. Un aumento eccessivo di questi prezzi potrebbe ostacolare la fragile ripresa dell'economia.

Non vi è penuria di greggio. A livello mondiale, le scorte di petrolio greggio sono ancora molto importanti.

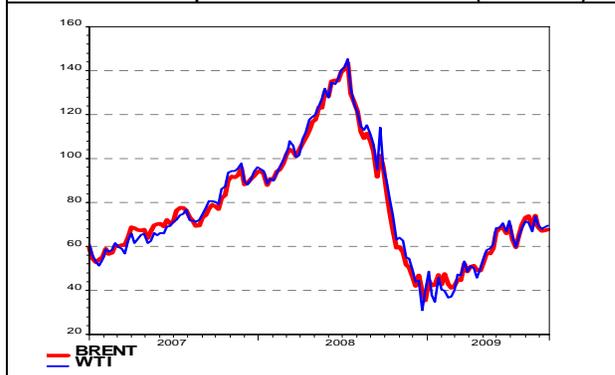
Sia l'Agenzia internazionale per l'energia, sia l'OPEC prevedono quest'anno una riduzione della domanda di greggio e una lenta risalita l'anno prossimo.

Vista la salita dei prezzi petroliferi, l'OPEC non sarà tentata di ridurre le proprie quote di produzione ma, al contrario, avrà tendenza a pompare quantità superiori alle quote di produzione previste.

Il fattore principale di incertezza proviene dalla stagione degli uragani nell'Oceano Atlantico occidentale (e più precisamente nel Golfo del Messico), che dura fino alla fine di novembre. Se le infrastrutture petrolifere dovessero essere fortemente danneggiate, i prezzi del Brent risaliranno. Invece, se questa catastrofe non avviene, ci aspettiamo una correzione al ribasso dei prezzi petroliferi questi prossimi mesi.

E' solo a partire dalla primavera del 2010 che assisteremo a un irrigidimento dei prezzi petroliferi, man mano che si rafforzerà la crescita economica mondiale.

Andamento del prezzo dell'oro nero dal 2007 (USD/barile)



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

23/09/09	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
66,9	64	66	70	76

Finito di redigere il 24 settembre 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).

**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.



## 2. Zona euro: l'inflazione ha passato il momento peggiore

Nel corso del secondo trimestre, il PIL della zona euro è calato dello 0,1% su base trimestrale, ovvero nettamente meno che non nel primo trimestre (-2,5%). Il consumo privato e il commercio estero hanno portato un contributo positivo alla crescita, ma questo è stato più che compensato dalla forte riduzione delle scorte e dal calo degli investimenti.

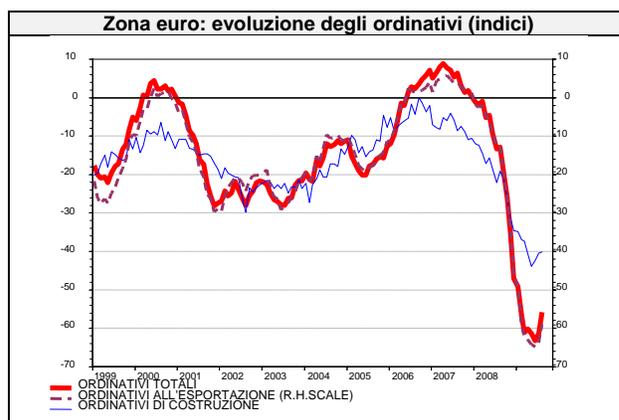
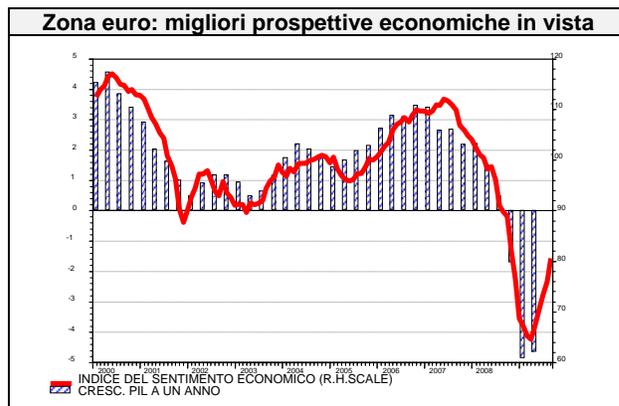
Durante l'estate, la fiducia dei consumatori è fortemente aumentata e i dirigenti d'azienda sono divenuti molto più ottimisti, visto il miglioramento considerevole degli ordinativi. Gli indici dei direttori degli acquisti confermano la svolta favorevole della tendenza economica. In agosto, l'indice dell'industria manifatturiera è aumentato per il sesto mese consecutivo, raggiungendo 48,2. Bisogna risalire al giugno del 2008 per trovare un indice più alto. L'indice del settore sei servizi è salito di 45,7 in luglio, raggiungendo 49,9 in agosto, ossia il valore più elevato dal maggio del 2008. Questi due indici sono vicini alla soglia di 50 punti (il limite tra la contrazione e l'espansione) e suggeriscono che l'arretramento dell'attività volge al termine in questi due settori.

In marzo l'indice di fiducia dei consumatori, che era al livello minimo di -34,2 in marzo, è in seguito risalito per raggiungere -22 in agosto (livello più alto dal settembre 2008). Malgrado una ripresa della fiducia, il consumatore resta molto prudente nelle spese. Il consumo privato è sostenuto essenzialmente dalle vendite di vetture, che sono stimolate dagli incentivi alla rottamazione. Il timore di misure drastiche, miranti a colmare i deficit di bilancio, e l'ascensione costante della disoccupazione continueranno a intaccare l'entusiasmo dei consumatori. Inoltre, gli incentivi alla rottamazione ben presto spariranno (in Germania, il budget previsto a tal fine era già esaurito all'inizio di settembre), comportando la caduta delle vendite di autovetture. Questi fattori limiteranno l'espansione del consumo privato nel 2010.

L'indicatore del sentimento economico, che combina la fiducia dei consumatori e dei dirigenti d'azienda e che riflette l'evoluzione del PIL, è aumentato in agosto per il quinto mese consecutivo e ha raggiunto il livello più alto dall'ottobre 2008.

Il miglioramento recente degli indicatori economici non significa ancora che la crisi del credito appartiene al passato, benché non vi sia più la possibilità di un crollo. Su base annuale, la crescita della concessione di crediti alle persone fisiche si è fermata in luglio. I crediti alle imprese sono ancora aumentati, ma a un ritmo molto lento.

L'inflazione è aumentata, passando dal -0,7% in luglio al -0,2% in agosto. Ha raggiunto il livello peggiore in luglio e risalirà al di sotto dello 0% in questi prossimi mesi.



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	-0,7	1,1
Investimenti	-0,7	-9,7	1,4
Esportazioni	1,0	-14,8	2,1
Importazioni	1,0	-12,7	2,6
Tasso d'inflazione	3,3	0,3	1,0
Saldo oper. correnti (% PIL)	-1,1	-1,2	-0,9



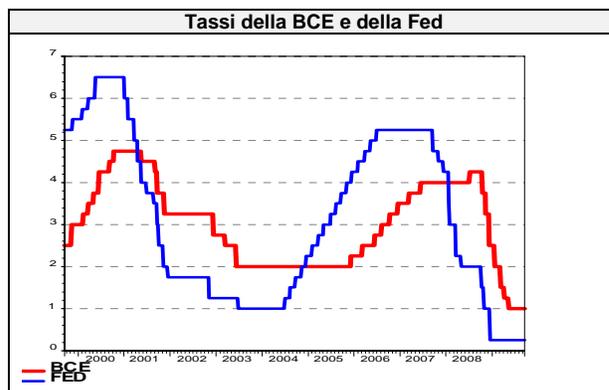
### 3. Tassi a breve termine

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.

Nella riunione del 23 settembre, la FED ha suggerito di non aver fretta di rialzare i tassi, malgrado i segnali sempre più numerosi di miglioramento della congiuntura. Ciò non toglie che la Fed si troverà davanti al compito delicato di mettere fine alla politica monetaria iperstimolante (tasso vicino allo 0%; iniezione massiccia di liquidità e acquisti importanti di obbligazioni) e di tornare a un funzionamento normale. Procederà probabilmente in due tappe: da qui a qualche mese, inizierà a ridurre leggermente le iniezioni massicce di liquidità e i suoi acquisti di titoli, visto il miglioramento delle prospettive congiunturali (la dichiarazione, pubblicata nella riunione del 23 settembre, va peraltro in questo senso); in seguito, alzerà il tasso guida. Ciò potrebbe verificarsi quando avrà la certezza che la ripresa è bene avviata.

Nella riunione dell'inizio di settembre, la **BCE** ha riconosciuto che la recessione sta per finire, intervento che si smarca dal tono pessimista adottato un mese prima. Ma siccome l'inflazione è perfettamente sotto controllo, sarebbe largamente prematuro modificare la politica iperaccomodante. Ciò rischia in effetti di uccidere la ripresa che sta nascendo. Peraltro, ha dichiarato che il suo tasso guida è appropriato, il che significa che non lo alzerà nei prossimi mesi. Ha inoltre annunciato che ripeterà alla fine di settembre l'operazione molto generosa che aveva realizzato alla fine di giugno: aveva allora accordato l'enorme importo di 442 miliardi d'euro a 1 anno all'1%. Aveva così provocato un riflusso sui mercati, sia dei tassi a breve, sia di quelli a lungo termine.

La BCE comincerà a rialzare i tassi quando sarà certa che l'economia è uscita dal tunnel. Ciò avverrebbe dopo la pubblicazione nel giugno 2010 dei dati sull'evoluzione del PIL nel 1° trimestre 2010.



Tassi a 3 mesi (%)

	23/09/09	T4 2009	T3 2010
Stati Uniti	0,3	0,4	1,5
Zona euro	0,7	0,9	1,8
Regno Unito	0,6	0,7	1,7



#### 4. Tassi a lungo termine

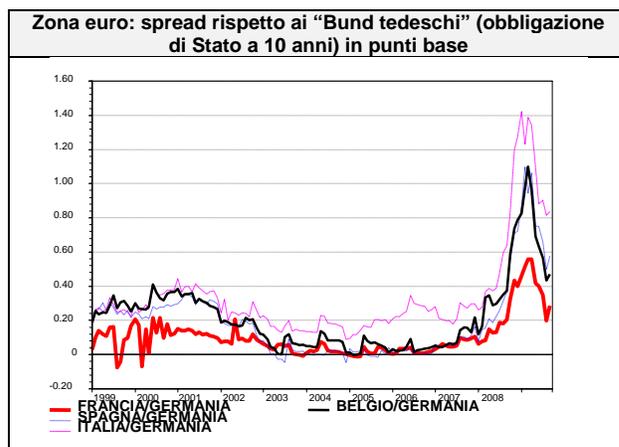
Man mano che i segnali di ripresa si sono accumulati smentendo gli scenari molto neri di inizio anno, il tasso degli IRS a 10 anni in USD è risalito da un minimo del 2,21% il 17 dicembre a un massimo del 4,15% il 7 agosto. Questo movimento era stato anche avviato dalla scivolata del deficit di bilancio. Il tasso degli IRS è successivamente calato (al 3,59% il 24/9) malgrado le migliori prospettive economiche, formulate dagli organismi internazionali, e l'amplificazione del rimbalzo dei termometri congiunturali. In effetti i mercati hanno ricevuto i segnali emessi dalla Fed, alla fine d'agosto: un tasso guida vicino allo 0% sussisterà ancora per un periodo abbastanza lungo. Inoltre, le previsioni sulla congiuntura restano prudenti e i mercati attendono nuove informazioni che permetteranno di precisare l'ampiezza della ripresa.

Non bisogna attendersi un aumento dei tassi nei prossimi 12 mesi. In effetti la ripresa dell'economia sarà poco entusiasmante, l'inflazione sarà sotto controllo e la Fed sarà poco aggressiva.

Da un anno, i tassi obbligazionari sono molto volatili. I mercati esitano, non sapendo molto bene quale direzione prendere. Le enormi aggiudicazioni di obbligazioni emesse dal Tesoro comportano anche un'importante volatilità, con i tassi che evolvono a seconda del successo o del fallimento di queste. Per quanto riguarda l'avvenire, le fasi di ottimismo e di pessimismo si succederanno, il che significa che i tassi fluttueranno notevolmente.

Il tasso degli IRS a 10 anni in EURO è leggermente sceso dalla metà di giugno, malgrado le buone notizie provenienti dalla congiuntura. In effetti, questo tasso ha seguito in parte il calo del suo corrispondente americano. Inoltre, l'annuncio che la BCE accorderà nuovamente alla fine di settembre dei fondi a 1 anno a condizioni molto generose, è stato bene accolto dal mercato. Una parte di questi fondi sarà probabilmente investita in obbligazioni.

Nei prossimi 12 mesi il tasso degli IRS dovrebbe fluttuare leggermente secondo le ondate di ottimismo e di pessimismo che si succederanno. Sarà comunque oggetto di una leggera tendenza rialzista.



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

	23/09/09	T4 2009	T3 2010
Stati Uniti	3,6	3,3/4,4	3,3/4,7
Zona euro	3,5	3,4/3,9	3,4/4,3
Regno Unito	4,0	4,0	4,3



## 5. Stati Uniti: l'economia risalirà lentamente la china

L'economia è probabilmente uscita dalla recessione nel 3° trimestre. Una ripresa tecnica si è avviata con l'aumento della produzione industriale in luglio e in agosto. La risalita spettacolare dell'indice ISM suggerisce peraltro una bella ripresa dell'attività industriale.

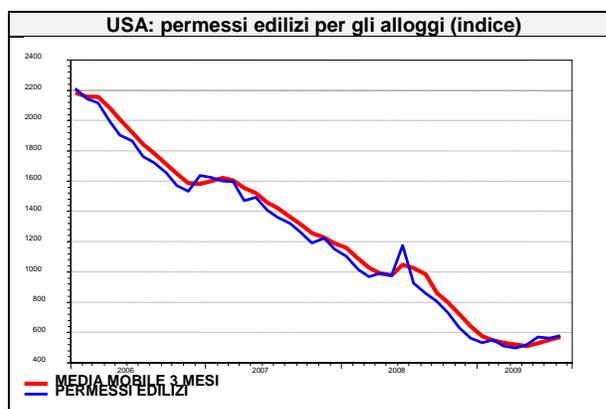
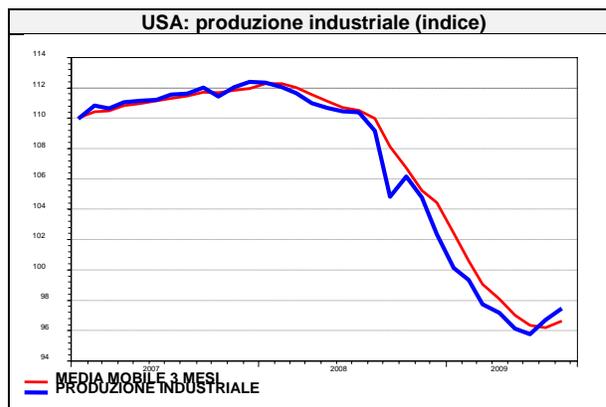
Con la fine degli incentivi alla rottamazione, questa boccata di ossigeno potrebbe finire da qui a qualche mese. L'economia non dovrebbe però ricadere nella recessione. In effetti i fattori che hanno provocato la recessione (riduzione importante delle scorte; crollo della costruzione di alloggi e degli investimenti delle imprese) non dovrebbero più pesare pesantemente sull'attività. Inoltre, saranno presto avviati i lavori di infrastruttura decisi nel quadro del piano di rilancio. Quindi, l'enorme premio di rischio sulle obbligazioni emesse dalle imprese non finanziarie si dissolve rapidamente, il che apre la strada a un finanziamento più semplice delle imprese. Sono finalmente apparsi i primi segnali di stabilizzazione nel settore immobiliare residenziale. I prezzi delle abitazioni hanno smesso di precipitare (è importante per la situazione finanziaria delle famiglie indebitate e per le banche). Inoltre, le vendite di alloggi esistenti sono in netta ripresa, per il quarto mese consecutivo.

Ma non tutto è roseo. Le famiglie potrebbero rivedere le proprie abitudini, mostrandosi ora più parche nell'uso del credito e continuando a rafforzare i risparmi. Inoltre, la rimessa in ordine delle finanze pubbliche porterà a misure di austerità.

In questo contesto, manteniamo intatto il nostro scenario di ripresa lenta dell'economia, fenomeno sicuramente negativo, visto che tradizionalmente una recessione è seguita da una forte ripresa dell'economia.

Tra l'agosto del 2008 e l'agosto del 2009, i prezzi al consumo sono calati dell'1,4%. Il tasso d'inflazione tornerà però superiore allo 0% da qui alla fine dell'anno (per la scomparsa da qui ad allora dell'effetto base legato al crollo dei prezzi petroliferi nel 2° semestre 2008). La maggior parte delle previsioni disponibili puntano a un tasso d'inflazione largamente positivo l'anno prossimo, ma comunque sotto controllo.

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 4,7% nel 2008 e al 10,2% nel 2009, quindi scenderà un po' all'8,6% nel 2010.



Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	0,4	-2,6	2,0
Consumo privato	-0,3	-0,7	1,5
Investimenti delle imprese	1,6	-18,9	-2,0
Costruzione residenziale	-22,9	-23,0	-1,2
Esportazioni	5,4	-12,6	1,4
Importazioni	-3,2	-16,5	1,4
Tasso d'inflazione	3,8	-0,5	1,6
Saldo oper. correnti (% PIL)	-4,9	-3,1	-3,8
Saldo budgetario (% PIL)	-4,7	-10,2	-8,6
Tasso di risparmio delle famiglie	2,6	4,2	4,2



## 6. Mercati dei cambi: nuovo indebolimento del dollaro

L'euro ha ripreso a crescere rispetto al dollaro, salendo da 1,28 dollari in febbraio a 1,48 dollari alla fine di settembre. Diversi elementi indeboliscono il dollaro e potrebbero continuare a farlo in futuro: un'economia mondiale più vigorosa e un tasso guida americano estremamente basso stimolano l'appetito per il rischio e incitano gli investitori a vendere dollari al fine di acquistare attivi in divise più rischiose (specialmente nei Paesi emergenti), a scapito del corso del dollaro. L'euro approfitta indirettamente di questo indebolimento del dollaro rispetto alle divise asiatiche.

Il deficit di bilancio e il disequilibrio della bilancia commerciale, relativamente meno importanti nella zona euro rispetto agli Stati Uniti, giocano a favore della divisa americana.

Il movimento ascendente dell'euro, che ne deriva, potrebbe essere frenato dalla BCE, che sembra volere evitare un apprezzamento troppo forte dell'euro, perché questo ostacolerebbe un rilancio delle esportazioni che dovrà assumere il ruolo di motore della crescita.

Nei prossimi mesi il corso dell'euro rispetto al dollaro resterà versatile, a seconda che la pubblicazione degli indicatori economici negli Stati Uniti e nella zona euro sarà superiore o inferiore alle aspettative dei mercati finanziari.

A partire dal secondo trimestre 2010 si invertirà la tendenza e il biglietto verde si apprezzerà rispetto all'euro. In effetti, la banca centrale americana procederà a un aumento del tasso guida più deciso rispetto alla BCE. Inoltre, la ripresa dell'economia negli USA sarà più rapida che non in Europa.



### Tassi di cambio

	23/09/09	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
EUR/USD	1,48	1,50	1,50	1,45	1,39
USD/JPY	90,6	96	99	101	103
EUR/CHF	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51
EUR/GBP	0,91	0,91	0,89	0,87	0,85