



Ottobre 2009

## 1. Materie prime: nuova corsa verso l'oro nero

Dopo aver raggiunto la soglia dei 75 dollari il 5 agosto, il prezzo del petrolio (Brent) è tornato a 65 dollari circa nella prima settimana di settembre. A partire dal 30 settembre, però, il prezzo dell'oro nero ha ripreso a volare.

La domanda, l'offerta e le scorte non giustificano tuttavia un aumento così marcato del prezzo del barile.

Negli Stati Uniti le scorte commerciali sono ancora più consistenti di un anno fa. Le riserve strategiche, più che raddoppiate, hanno raggiunto livelli record.

All'inizio di ottobre le scorte di prodotti raffinati (diesel, nafta) hanno raggiunto un livello storico dal gennaio 1983. Potranno senza difficoltà permettere di fare fronte alla domanda crescente di combustibili nei mesi invernali.

Quest'anno la stagione degli uragani nel Golfo del Messico, che si esaurisce alla fine di novembre, è stata piuttosto calma e ha passato senza troppi traumi il momento peggiore (settembre). Un importante fattore di rischio di aumenti sarà quindi ben presto alle spalle.

A livello mondiale, dalla fine di giugno la domanda di petrolio greggio si orienta verso l'alto. L'offerta non si è allineata su questa tendenza ed è rimasta relativamente stabile in questi ultimi mesi. I produttori di petrolio dispongono di una capacità sufficiente per estrarre una quantità maggiore di greggio, ma vogliono innanzitutto esaurire le scorte massicce.

L'anno prossimo la domanda mondiale di oro nero aumenterà (+1,8% secondo l'Agenzia internazionale dell'energia), ma l'aumento non sarà sufficiente a neutralizzare il calo registrato quest'anno (-2%). Inoltre, l'OPEC dispone ancora di una capacità di tamponare le quantità nettamente maggiori rispetto agli anni precedenti (6,1 milioni di barili al giorno attualmente, contro 1,5 milioni di barili di cinque anni fa). L'anno prossimo non dovremmo quindi mancare di petrolio.

Quale andamento avranno i prezzi petroliferi?

All'avvicinarsi dell'inverno nell'emisfero nord, la domanda di petrolio greggio ricomincerà a salire e sosterrà i prezzi.

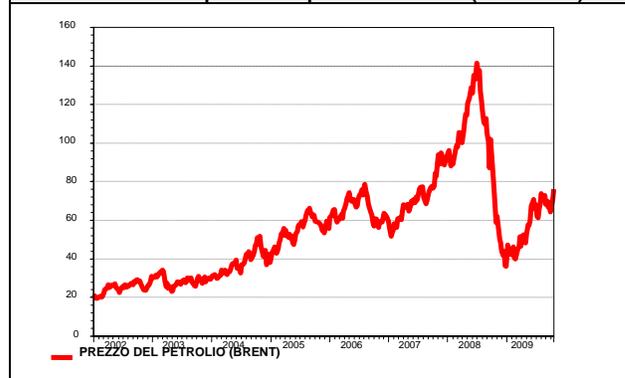
Nel 2010, il rilancio dell'economia mondiale stimolerà la domanda di materie prime, il che dovrebbe trascinare verso l'alto i prezzi. L'anno prossimo, il greggio dovrebbe quindi essere più caro di quest'anno.

Tuttavia, un aumento di prezzi esagerato, come quello verificatosi nel primo semestre 2008, è poco verosimile. Il prezzo attuale delle materie prime tiene già conto largamente dell'accelerazione dell'economia. Vi è però il rischio che la realtà economica non sia così splendente come i mercati finanziari vorrebbero credere. Il prezzo delle materie prime dovrebbe quindi temporaneamente diminuire.

Come avevamo detto in precedenza, l'aumento della domanda di petrolio non dovrebbe essere troppo marcata. Le importanti scorte petrolifere e la capacità tampone di cui dispongono i Paesi dell'OPEC permetteranno di evitare una fiammata dei prezzi petroliferi.

Infine, il biglietto verde dovrebbe riprendere vigore, il che dovrebbe scoraggiare la speculazione sul mercato delle materie prime.

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



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

21/10/09	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010
77,2	75	70	75	81

Finito di redigere il 21 ottobre 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: una produzione industriale sorprendentemente forte

Dopo un piccolo calo nel corso del secondo trimestre (-0,2% su base trimestrale), l'economia della zona euro ha ripreso all'insegna della crescita già registrata nel terzo trimestre, ripresa che dovrebbe far superare la recessione.

Da aprile l'indicatore del sentimento economico, che traduce insieme la fiducia dei consumatori e delle imprese e costituisce un buon indice avanzato dell'evoluzione del PIL, è salito mese dopo mese per raggiungere in settembre il livello più alto dal settembre 2008.

Di mese in mese l'ottimismo conquista i consumatori. Malgrado questa ripresa di ottimismo, i consumatori si dicono ancora esitanti a effettuare grandi acquisti nei prossimi mesi, come evidenziato dal calo delle vendite al dettaglio. I consumi privati resistono, ma solo grazie alle vendite di autovetture, stimolate in diversi Paesi della zona euro dagli incentivi alla rottamazione. L'anno prossimo questi incentivi non saranno rinnovati in tutti i Paesi (ad esempio in Germania, dove non sono stati prolungati) o saranno ridotti (come in Francia), il che dovrebbe produrre un calo delle vendite di automobili nei primi mesi del 2010.

L'anno prossimo l'aumento della disoccupazione, gli sforzi compiuti per colmare il deficit delle finanze pubbliche e la soppressione degli incentivi quali quello alla rottamazione dovrebbero complessivamente imbrigliare la crescita del consumo privato.

La fiducia dei dirigenti d'impresa sta tornando alta, grazie al miglioramento della produzione industriale e degli ordinativi.

L'indice della fiducia dei direttori degli acquisti conferma questa svolta positiva.

A breve termine ciò non sarà però sufficiente a spingere le imprese a investire. Le loro capacità di produzione sono ancora lungi dall'essere occupate al 100% e le prospettive economiche restano incerte (vedi ad esempio, l'aumento recente del prezzo delle materie prime e l'apprezzamento dell'euro). I problemi finanziari non sono ancora risolti, vista la crisi del credito.

Corollario della diminuzione dei prezzi del carburante, l'inflazione è diminuita, passando da -0,17% in agosto a -0,33% in settembre. Da novembre, prevediamo di ritrovare un tasso d'inflazione positivo, in quanto il calo dei prezzi al consumo in novembre 2008 (-0,5% su base mensile), provocata dal crollo dei prezzi petroliferi, non si ripeterà quest'anno.



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	0,6	-4,0	1,4
Consumo privato	0,3	-0,7	1,1
Investimenti	-0,6	-9,8	1,6
Esportazioni	1,0	-15,3	2,0
Importazioni	1,0	-12,8	2,5
Tasso d'inflazione	3,3	0,2	1,1
Saldo oper. correnti (% PIL)	-1,1	-1,3	-1,0



### 3. Tassi a breve termine

Al termine della riunione del 23 settembre, la **Fed** ha confermato che terrà il tasso guida a un livello eccezionalmente basso per un certo tempo. La banca centrale americana riconosce che la recessione è terminata. Ritiene però che sia troppo presto per rivedere la politica monetaria molto accomodante. In effetti, la ripresa sta compiendo solo i primi passi e il tasso di disoccupazione, al quale è troppo sensibile, continua a salire, il che rende fragile la ripresa. In effetti la Fed attende di essere certa che la ripresa sia più salda prima di alzare il tasso guida.

Tuttavia, la Fed si troverà davanti al compito delicato di mettere fine alla politica monetaria iperstimolante e di tornare a un funzionamento normale delle attività di una banca centrale. Per fare ciò, procederà probabilmente in 2 tappe. Tra qualche mese ridurrà le iniezioni massicce di liquidità e gli acquisti di titoli obbligazionari. Il dibattito, che riguarda il proseguimento delle misure non convenzionali, si è recentemente intensificato. Sottolineiamo che la Fed sembra divisa su questo argomento. Agirà in dolcezza, perché ridurre prematuramente e brutalmente questi acquisti potrebbe provocare un aumento dei tassi obbligazionari, sgradita. In seguito rialzerà il tasso guida. Ciò potrebbe avvenire alla fine del 1° semestre 2010. Porterà il tasso dei Fed fund allo 0,5% nel giugno del 2010 e all'1% in settembre 2010, ossia a un livello ancora molto basso.

Nella riunione di inizio ottobre, la **BCE** ha giudicato che la ripresa è ancora troppo recente e che le incertezze restano elevate, e occorre restare prudenti. È quindi largamente prematuro modificare la politica molto accomodante. Ciò rischia in effetti di soffocare la ripresa nascente. Per questo ha riaffermato che il livello del tasso guida (attualmente all'1%) è appropriato, il che significa che non alzerà questo tasso nei prossimi mesi.

Accordando molto generosamente delle liquidità (in particolare per scadenze a 1 anno), la BCE ha spinto i tassi interbancari al di sotto del tasso guida. Ci si può quindi chiedere se non ha proceduto a una riduzione mascherata del tasso guida. Ciò le offre la possibilità ulteriore di spingere i tassi interbancari verso l'alto senza toccare il tasso guida e quindi senza fare rumore.

Prima di rialzare il tasso guida (attualmente all'1%), la BCE spingerà innanzitutto i tassi interbancari al di sopra del tasso guida (ossia all'1%) accordando liquidità con meno generosità. Il tutto avverrà probabilmente in modo graduale. In seguito, quando sarà certa che l'economia è uscita dal tunnel, rialzerà il tasso guida. Ciò si verificherà dopo la pubblicazione nel giugno del 2010 dei dati relativi all'evoluzione del PIL nel 1° trimestre 2010. Rialzerà allora in 2 tappe il tasso Repo dell'1%, attualmente all'1,5% nel settembre del 2010.

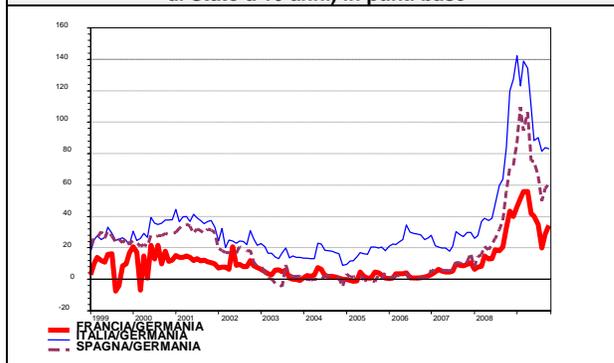
#### Tassi a 3 mesi (%)

	21/10/09	T1 2010	T4 2010
Stati Uniti	0,3	0,6	1,7
Zona euro	0,7	1,1	2,0
Regno Unito	0,6	0,7	1,5

### 4. Tassi a lungo termine

Durante l'estate, il **tasso degli IRS americani a 10 anni** ha interrotto il movimento ascendente; è infatti sceso dal 4,15%, raggiunto il 7 agosto, al 3,32% registrato il primo ottobre. I mercati sono stati in effetti rassicurati dalle dichiarazioni della Fed: un tasso guida vicino allo 0% sussisterà ancora per un periodo abbastanza lungo. Inoltre, le speranze di ripresa a V sono state smentite dagli indicatori. Dopo che questo tasso era risalito al 3,50% il 21 ottobre, alcune dichiarazioni recenti dei dirigenti della Fed, benché prudenti, hanno diffuso dei dubbi sul mercato obbligazionario sulle loro intenzioni. I mercati non sono persuasi che la Fed lascerà i tassi a un livello molto basso per un lungo periodo. La risalita delle borse ha contribuito anch'essa a questo aumento. Durante i 12 prossimi mesi, non bisogna attendersi un aumento dei tassi. In effetti la ripresa dell'economia sarà poco entusiasmante e l'inflazione resterà sotto controllo. Invece la sfiducia degli investitori internazionali (tra i quali le banche centrali asiatiche) verso il dollaro e le obbligazioni americane potrebbe esercitare una certa pressione al rialzo sui tassi. Da un anno, i tassi obbligazionari sono molto volatili. Questa volatilità persisterà, in quanto la ripresa dell'economia sarà caotica e conseguentemente le fasi di ottimismo e di pessimismo si succederanno. Conseguentemente, il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,50% attuale al 4,2% nell'ottobre del 2010.

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



Durante l'estate, il **tasso degli IRS a 10 anni europeo** ha seguito il calo del corrispondente americano. È quindi sceso dal 3,84% l'11 giugno al 3,48% il 21 ottobre. Il mercato è stato così rassicurato dalle dichiarazioni accomodanti della BCE, malgrado i segnali sempre più numerosi di una ripartenza più rapida del previsto della congiuntura. Sottolineiamo che il tasso degli IRS a 10 anni fluttua in una forchetta ristretta (3,38% / 3,85%) dalla metà di marzo. È quindi nettamente meno volatile del corrispondente americano. Durante i prossimi 12 mesi, il tasso degli IRS dovrebbe fluttuare leggermente secondo le onde di ottimismo e di pessimismo che si succederanno. Sarà però oggetto di una leggera tendenza rialzista. Il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 3,48% attuale al 3,9% in ottobre 2010.

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

	21/10/09	T1 2010	T4 2010
Stati Uniti	3,5	3,3/4,4	3,3/4,7
Zona euro	3,5	3,4/3,9	3,4/4,3
Regno Unito	3,9	4,0	4,7



## 5. Stati Uniti: si succederanno fasi di ottimismo e di pessimismo

Nel 3° trimestre, l'attività è tornata nettamente in crescita, voltando così le spalle alla recessione. Cosa più sorprendente, questa ripresa è ampia e riguarda consumo e investimenti delle imprese, ma anche esportazioni e costruzioni residenziali.

Continuiamo a puntare su una ripresa lenta dell'economia. Le famiglie, duramente scosse dalla crisi (sequestri immobiliari a cascata; diminuzione del valore del loro patrimonio immobiliare e finanziario; aumento della disoccupazione), hanno probabilmente tratto lezioni dalla crisi. Potrebbero modificare le proprie abitudini, mostrandosi ora parchi nell'uso del credito e continuando a rinforzare i risparmi. Inoltre, la rimessa in ordine delle finanze pubbliche sfocerà in misure di austerità.

Facciamo notare che la ripresa non sarà regolare: dopo un ottimo trimestre (con il PIL in progresso dal 3% al 4%), si potrebbe osservare un PIL meno positivo (in progresso dell'1% o persino leggermente negativo ad esempio). Le fasi di pessimismo e di ottimismo in effetti si succederanno, come tipicamente in una fase di ripresa lenta della congiuntura.

Dopo una contrazione del 2,6% nel 2009, il PIL aumenterà del 2% nel 2010, dato francamente negativo, poiché l'espansione demografica ammonta all'1% circa annualmente, ma anche perché tradizionalmente una recessione viene seguita da una forte ripresa dell'economia, cosa che non avverrà.

Tra settembre 2008 e settembre 2009, i prezzi al consumo sono calati dell'1,3%. All'origine di questo calo, vi è innanzitutto il crollo dei prezzi petroliferi nell'autunno del 2008. Inoltre, le imprese hanno reagito alla diminuzione degli utili con una riduzione drastica dei costi.

Il tasso d'inflazione tornerà a essere superiore allo 0% da qui alla fine dell'anno (con la scomparsa da qui ad allora dell'effetto base legato al crollo dei prezzi petroliferi nel 2° semestre 2008). Il rimbalzo recente dei prezzi petroliferi e delle materie prime si opporrà alle tendenze deflazioniste. In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dal 3,8% nel 2008 al -0,4% nel 2009 e all'1,7% 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	1,4
Investimenti delle imprese	1,6	-18,2	-1,3
Costruzione residenziale	-22,9	-23,3	-1,7
Esportazioni	5,4	-12,3	1,6
Importazioni	-3,2	-16,4	1,4
Tasso d'inflazione	3,8	-0,4	1,7
Saldo oper. correnti (% PIL)	-4,9	-3,1	-3,8
Saldo budgetario (% PIL)	-4,7	-9,5	-8,4
Tasso di risparmio delle famiglie	2,6	3,9	4,0

## 6. Mercati dei cambi: l'euro ha di nuovo il vento in poppa

Da marzo, la divisa europea si è orientata verso l'alto rispetto al dollaro.

A breve termine, il dollaro può continuare a perdere vigore rispetto all'euro, quando si sa che le cifre incoraggianti sulla crescita economica registrate nel terzo trimestre susciteranno una ripresa di ottimismo sull'evoluzione dell'economia mondiale.

Pertanto, l'euro raggiungerà verosimilmente il record storico dell'estate 2008 (1,6038 EURO/USD). In queste ultime settimane, il presidente della BCE Trichet ha continuato a esprimere la propria inquietudine sull'indebolimento del biglietto verde. Un euro troppo forte imbriglia in effetti le esportazioni e l'espansione economica della zona euro, frustrando così la politica monetaria stimolante della BCE. I Paesi che dispongono di importanti riserve in dollari (Cina, Giappone, Russia) non hanno interesse nel veder crollare la divisa americana.

Nel 2010 il biglietto verde dovrebbe secondo noi apprezzarsi progressivamente rispetto all'euro.

Tanto la BCE, quanto la FED alzeranno i tassi guida. Ma i tassi a lungo termine aumenteranno maggiormente negli Stati Uniti rispetto alla zona euro. Peraltro, nel 2010 la crescita economica americana sarà più sostenuta di quella della zona euro. Se la crescita dell'economia mondiale dovesse rimanere inferiore alle aspettative dei mercati finanziari, il dollaro potrebbe ridivenire un valore rifugio più appetibile.

Comunque, deficit di bilancio più pesanti e il disavanzo della bilancia delle operazioni correnti americane (rispetto alla zona euro) limiteranno l'utilizzo del dollaro rispetto all'euro.



### Tassi di cambio

	21/10/09	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010
EUR/USD	1,50	1,52	1,49	1,44	1,40
USD/JPY	90,9	89	93	96	100
EUR/CHF	1,51	1,51	1,51	1,51	1,50
EUR/GBP	0,91	0,95	0,92	0,89	0,87