



Novembre 2009

### 1. Materie prime: i prezzi rimangono elevati, proprio come le scorte

In ottobre il prezzo del Brent ha registrato un aumento dell'8,5% rispetto a settembre e ha quasi raggiunto la soglia degli 80 dollari il barile. Il West Texas Intermediate americano ha anche fluttuato temporaneamente al di sopra di questa soglia.

I fondamentali non giustificano il continuo aumento dei corsi petroliferi a breve termine. In effetti negli Stati Uniti, tanto le scorte commerciali di petrolio, quanto le scorte strategiche e quelle di prodotti raffinati (come il diesel e la nafta di riscaldamento) sono ancora leggermente più importanti di un anno fa. Non solo negli Stati Uniti le scorte petrolifere sono consistenti: avviene lo stesso nei Paesi dell'OCSE.

A livello mondiale l'offerta e la domanda d'oro nero sono in equilibrio.

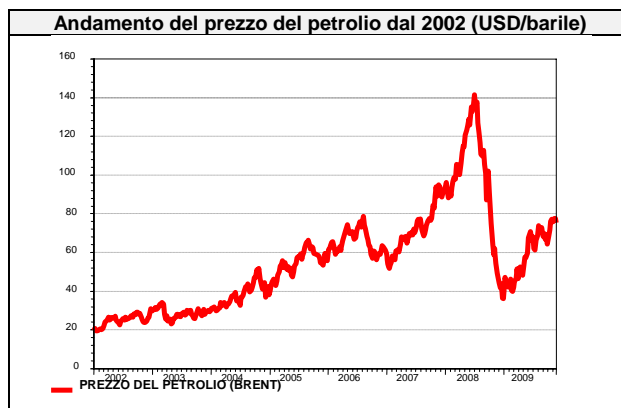
Non dovremo quindi affrontare un deficit dell'offerta di greggio nei prossimi mesi. L'OPEC è d'altronde pronta ad aumentare le sue quote in occasione della prossima riunione fissata per il 22 dicembre se la ripresa economica viene confermata, se i prezzi rimangono elevati e se le scorte petrolifere diminuiscono. Visti i corsi petroliferi elevati, la tentazione di pompare più petrolio è grande. In questi ultimi mesi i Paesi dell'OPEC hanno rispettato meno severamente le quote di produzione convenute e, in agosto, settembre e ottobre, hanno pompato più del mese precedente. I Paesi non membri dell'OPEC hanno anch'essi accresciuto la produzione.

L'OPEC dispone ancora di una capacità di produzione libera (5,7 milioni di barili al giorno in ottobre) per rispondere alla domanda accresciuta di greggio. La crescita di domanda d'oro nero resterà però moderata; secondo l'AIE, calerà dell'1,7% nel 2009 e aumenterà nella stessa proporzione nel 2010.

Fattori politici possono anche provocare un arresto della progressione dei prezzi. In Nigeria, le fazioni ribelli hanno annunciato il cessate il fuoco. Se questo accordo non resta lettera morta, la produzione nigeriana di petrolio, fortemente frenata in questi ultimi anni in ragione delle violenze nella regione petrolifera, potrebbe nuovamente aumentare.

La speculazione persistente continuerà probabilmente a influenzare a breve termine la direzione dei corsi petroliferi. È difficile determinare se questi ultimi aumenteranno allo stesso ritmo nel 2010. Gli speculatori sottostimano probabilmente l'espansione economica e la domanda di materie prime. Inoltre, le banche centrali inietteranno meno liquidità sul mercato l'anno prossimo e cominceranno a rialzare il proprio tasso base, il che scoraggerà la speculazione sui mercati delle materie prime e potrebbe innescare una correzione dei prezzi verso il basso.

A lunghissimo termine, i corsi petroliferi potrebbero allinearsi alla tendenza al rialzo avviata da diversi anni. In questo orizzonte, in effetti, l'offerta avrà maggiori difficoltà a soddisfare la domanda crescente di greggio, in ragione dell'esaurimento dei campi petroliferi.



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

25/11/09	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010
76,5	78	71	76	82

Finito di redigere il 25 novembre 2009.

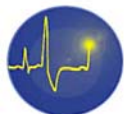
**Redazione:** Jacques De Pover, Stefan Farkas e il Servizio linguistico.

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'espansione economica rimane in sella dopo la recessione

Secondo una prima stima, nel terzo trimestre il PIL della zona euro ha registrato un progresso dello 0,4% rispetto al secondo, segnando così la fine della recessione durata più di un anno.

Nel quarto trimestre è continuata la ripresa economica. L'indicatore del sentimento economico, che combina la fiducia dei consumatori e dei dirigenti d'azienda e che riflette in modo affidabile l'evoluzione del PIL, è aumentato in ottobre per il settimo mese consecutivo e ha raggiunto il livello più alto dal settembre 2008.

La fiducia dei consumatori e degli imprenditori continua a salire senza interruzioni.

I consumatori restano però negativi sull'evoluzione futura della disoccupazione. Questo atteggiamento non è sorprendente, dato che in settembre il tasso di disoccupazione è aumentato al 9,7%, livello più alto dal gennaio 1999.

Oltre alla disoccupazione in aumento, il timore di un aumento delle imposte in ragione dei deficit di bilancio crescenti incita i consumatori a mettere una quantità di denaro maggiore prudenzialmente da parte. Il tasso di risparmio delle famiglie della zona euro è infatti passato nel secondo trimestre 2009 al 16,5%, il livello più elevato in più di 10 anni.

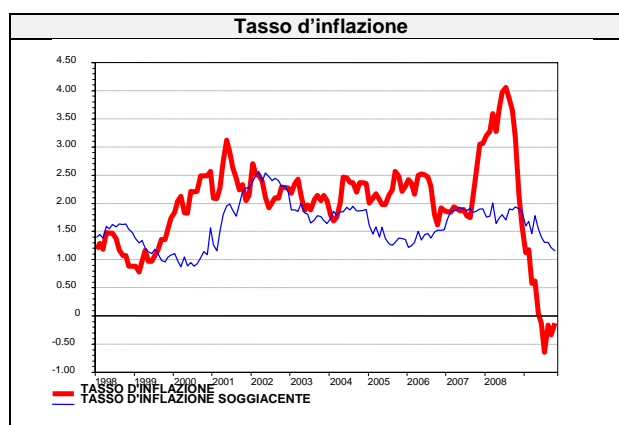
L'atteggiamento prudente dei consumatori si riflette anche nel calo delle vendite al dettaglio. Se i consumi delle famiglie resistono abbastanza bene è unicamente grazie alle vendite delle autovetture, sostenute dagli incentivi alla rottamazione. L'anno prossimo, però, avranno un'influenza minore sui consumi.

La fiducia crescente dei dirigenti d'azienda è dovuta alla ripresa della produzione industriale e all'evoluzione favorevole degli ordinativi.

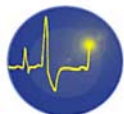
Gli indici dei dirigenti d'azienda suggeriscono un'espansione delle attività, nell'industria manifatturiera come nel settore dei servizi.

Nella zona euro la recessione sembra essere terminata, ma non è certamente ancora il caso della crisi del credito. Secondo uno studio della BCE, le banche hanno nuovamente ristretto le condizioni di concessione dei crediti alle imprese nel terzo trimestre, in minore misura però rispetto al secondo trimestre. Abbiamo assistito simultaneamente a una minore domanda di crediti, in particolare in ragione della riduzione degli investimenti delle imprese.

L'inflazione è aumentata dal -0,33% di settembre al -0,13% di ottobre. Prevediamo il ritorno a un'inflazione superiore allo 0% a partire dal mese di novembre.



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	-1,0	0,8
Investimenti	-0,6	-10,0	1,3
Esportazioni	1,0	-14,5	3,2
Importazioni	1,0	-12,1	3,3
Tasso d'inflazione	3,3	0,3	1,1
Saldo oper. correnti (% PIL)	-1,5	-0,9	-0,7



### 3. Tassi a breve termine

Con i segnali sempre più numerosi di un nuovo decollo dell'economia, i mercati cominciano a preoccuparsi di un possibile rialzo del tasso guida della Fed. Nella riunione del 5 novembre, la Fed ha calmato questi timori riaffermando l'impegno di mantenere il tasso guida a un livello eccezionalmente basso per un certo periodo.

Ha invece cominciato a ridurre o persino a sopprimere alcuni dei programmi di iniezioni massicce di liquidità.

Dopo l'ultima riunione della Fed, le aspettative dei mercati hanno avuto un netto andamento verso il basso: non attendevano più un aumento del tasso guida prima dell'ultimo trimestre 2010.

In effetti, la Fed metterà verosimilmente fine alla politica iperstimolante in 2 tappe:

- Ridurre le iniezioni massicce di liquidità (compresi gli acquisti di titoli obbligazionari) gradualmente, al fine di evitare di provocare una salita dei tassi non benvenuta sui mercati.
- Alzare in seguito il tasso guida verso un livello più normale. La Fed attenderà di essere certa che la ripresa sia bene avviata prima di rialzare questo tasso. Porterà il tasso dei Fed fund dallo 0% / 0,25% attuali allo 0,5% nel settembre del 2010 e all'1% nel dicembre 2010, ossia a un livello ancora estremamente basso.

Nella riunione di inizio novembre, la BCE ha cambiato in una certa misura il tono. Ha suggerito che tutte le misure di sostegno massiccio al sistema finanziario non saranno più necessarie. Agirà verosimilmente in 3 tappe:

- Ridurrà innanzitutto gli apporti massicci di liquidità alle banche.
- In seguito spingerà l'EONIA e l'euribor al di sopra del tasso guida. Ricordiamo che sorprendentemente la BCE aveva spinto questi due tassi molto al di sotto del tasso guida, che resta fermo all'1% (così, ad esempio, l'euribor a 1 mese ammonta attualmente allo 0,44%).
- Infine, quando sarà certa che l'economia è uscita dal tunnel, alzerà il proprio tasso guida. Ciò avverrà al più presto dopo la pubblicazione nel giugno 2010 dei dati relativi all'evoluzione del PIL nel 1° trimestre 2010, che mostrerebbe che la ripresa dell'economia non è fragile. Rialzerà quindi in 2 tappe il tasso Repo dall'1% attuale all'1,25% nel settembre 2010 e all'1,5% in dicembre.

#### Tassi a 3 mesi (%)

	25/11/09	T1 2010	T4 2010
Stati Uniti	0,3	0,4	1,4
Zona euro	0,7	1,0	1,8
Regno Unito	0,7	0,8	1,4
Polonia	4,1	4,2	4,5

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

	25/11/09	T1 2010	T4 2010
Stati Uniti	3,4	3,2/4,4	3,4/4,8
Zona euro	3,5	3,4/3,9	3,4/4,4
Regno Unito	3,8	4,0	4,5
Polonia	5,6	5,7	5,9

### 4. Tassi a lungo termine

**Negli Stati Uniti**, il tasso degli IRS a 10 anni è risalito dal 3,32% del 1° ottobre al 3,41% del 25 novembre.

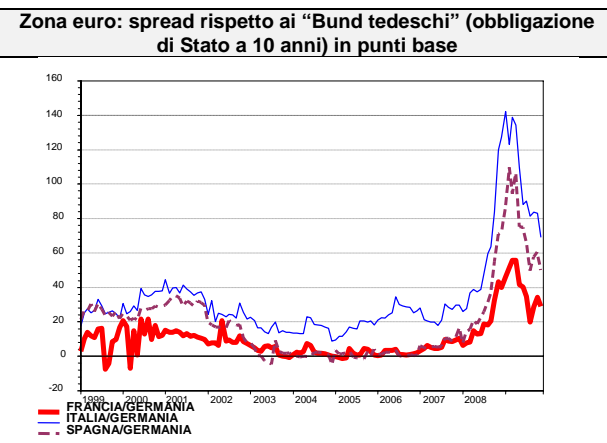
Durante i prossimi 12 mesi è prevedibile una tendenza al rialzo. La Fed ridurrà gradualmente gli enormi eccedenti di liquidità e procederà a un rialzo del tasso guida (attualmente allo 0% / 0,25%) alla fine dell'estate prossima. La sfiducia degli investitori internazionali verso il dollaro e verso le obbligazioni americane potrebbe anche esercitare una certa pressione al rialzo sui tassi. Infine, il finanziamento dell'importante deficit di bilancio sarà abbastanza indigesto per il mercato.

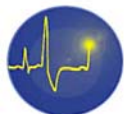
Ciò non toglie che, malgrado il rialzo previsto alla fine dell'estate prossima, i tassi della banca centrale resteranno ancora molto bassi e la curva dei tassi molto ascendente, il che limiterà l'aumento dei tassi obbligazionari (una curva dei tassi fortemente ascendente incita alcuni investitori a mutare fondi a breve termine per investirli sul mercato obbligazionario). Inoltre, l'inflazione sarà anche inferiore al 2% l'anno prossimo. Infine, la ripresa dell'economia sarà nettamente meno vigorosa rispetto alle precedenti uscite dalla recessione.

**Nella zona euro**, il tasso degli IRS a 10 anni è passato dal 3,40% del 1° ottobre al 3,47% del 25 novembre, secondo l'aumento del corrispondente americano. Il PIL è certamente risalito durante l'estate, ma le prospettive rimangono poco entusiasmanti.

Sottolineiamo che il tasso degli IRS a 10 anni fluttua in una forchetta stretta (3,38% / 3,85%) dalla metà di marzo. E' quindi nettamente meno volatile rispetto al corrispondente americano.

Nei prossimi 12 mesi, il tasso degli IRS sarà oggetto di una leggera tendenza al rialzo, seguendo in parte l'apprezzamento dei tassi americani. Due altri elementi contribuiranno a questo movimento: 1° l'aumento dei deficit di bilancio; 2° la politica della BCE, che diventerà meno iper-generosa. Questa tendenza all'aumento dei tassi sarà però temperata dall'indebolimento dell'inflazione (l'1,1% atteso nel 2010) e dall'apprezzamento dell'euro, che riduce il margine di manovra della BCE.





## 5. Stati Uniti: né L, né U, né W

L'economia continua a sorprendere, invertendo gli scenari catastrofici disegnatisi all'inizio dell'anno. Nel 3° trimestre il PIL ha registrato un progresso del 2,8% rispetto al trimestre precedente e su un anno. I consumi sono aumentati malgrado l'incremento della disoccupazione, il minor ricorso al credito e l'onda dei sequestri immobiliari.

Questa ripresa non sarà solo un fuoco di paglia? Diversi elementi permettono di rispondere negativamente a questa domanda:

- L'indice-chiave istituito dall'ISM è aumentato in ottobre a un livello eccellente.
- Anche in ottobre i consumi hanno registrato una ripresa.
- Sono migliorati la costruzione di alloggi e più in generale il settore immobiliare residenziale.
- I movimenti sulle scorte delle imprese potrebbero portare un contributo importante e positivo all'economia nel 4° trimestre 2009 e nel 1° trimestre 2010.
- La produttività ha preso il volo dall'inizio della crisi. Tuttavia, questo ritmo elevato di aumento della produttività non può tenere a medio termine, il che significa che vi saranno meno ristrutturazioni importanti e meno perdite di posti di lavoro.

Gli USA conosceranno verosimilmente un periodo di 3 trimestri consecutivi di crescita largamente positiva, che va dal 3° trimestre 2009 al 1° trimestre 2010. Ciò potrebbe arrestare l'incremento della disoccupazione e ridurre i default dei pagamenti, costituendo una base più solida all'espansione del consumo e quindi di tutta l'economia. Diversi elementi freneranno però la ripresa: la riduzione dei deficit di bilancio e la normalizzazione dei tassi d'interesse. Inoltre, 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.

In questo contesto, gli scenari di una ripresa a forma di L, di U e di W sono poco probabili. Una V deformata (ramo di destra meno verticale) ci sembra la più probabile. Dopo una contrazione del 2,5% nel 2009, il PIL progredirà del 2,4% nel 2010, dato non proprio brillante, poiché tradizionalmente una recessione è seguita da una forte ripresa dell'economia, cosa che non avverrà.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	0,4	-2,5	2,4
Consumo privato	-0,3	-0,6	1,6
Investimenti delle imprese	1,6	-18,1	-1,6
Costruzione residenziale	-22,9	-20,4	3,7
Esportazioni	5,4	-10,4	6,1
Importazioni	-3,2	-14,4	5,5
Tasso d'inflazione	3,8	-0,4	1,9
Saldo oper. correnti (% PIL)	-4,9	-3,1	-3,8
Saldo budgetario (% PIL)	-4,7	-9,9	-8,7
Tasso di risparmio delle famiglie	2,6	3,8	3,8

## 6. Mercati dei cambi: fluttuazioni

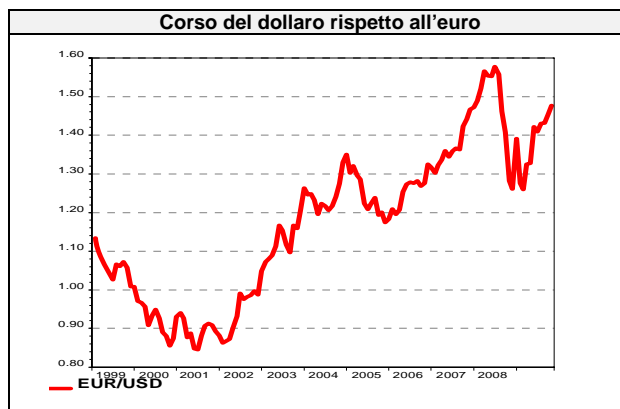
I mercati dei cambi hanno conosciuto un andamento capriccioso in queste ultime settimane, vista l'incertezza che domina attualmente sui mercati dei cambi.

A breve termine l'euro potrebbe mantenersi al di sopra di 1,50 dollari. Nella misura in cui la ripresa economica si confermerà nei mesi a venire, aumenterà l'appetito per il rischio, il che stimolerà gli investimenti nelle divise, generando un rendimento più elevato. Assisteremo così a mutui massicci in dollari, in seguito reinvestiti in divise che offrono un tasso più elevato (come l'euro e il dollaro australiano). Questi "carry trades" drogano quindi il corso di queste divise rispetto al dollaro.

Prevediamo tuttavia che il dollaro riguadagnerà terreno rispetto all'euro nel corso dell'anno prossimo. Una correzione al ribasso dei prezzi delle materie prime potrebbe andare di pari passo con un progresso del biglietto verde.

L'economia americana crescerà anche più vigorosamente di quella della zona euro nel 2010. Ciò potrebbe risvegliare le speculazioni su un aumento più rapido del tasso guida della Riserva Federale rispetto a quello della BCE. Infine, il differenziale dei tassi a lungo termine americano e europeo si allargherà, il che rappresenta un vantaggio supplementare per il dollaro.

La ripresa del dollaro sarà però progressiva. Secondo il nostro scenario, la BCE seguirà il passo della Fed per quanto riguarda l'aumento del tasso guida. Il deficit di bilancio e quello della bilancia commerciale resteranno più importanti negli Stati Uniti che in Europa.



### Tassi di cambio

	25/11/09	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010
EUR/USD	1,50	1,52	1,49	1,45	1,41
USD/JPY	89	88	92	95	98
EUR/CHF	1,51	1,51	1,51	1,51	1,50
EUR/GBP	0,90	0,93	0,91	0,88	0,86