



Febbraio 2009

1. Materie prime: risalita spettacolare dell'indice Baltic Dry

Il prezzo del petrolio (Brent) è fluttuato tra la fine di gennaio e la terza settimana di febbraio all'interno di una forchetta compresa tra i 39 e i 47 dollari al barile.

La recessione mondiale tempera la domanda di greggio, il che dovrebbe fare abbassare ancora i prezzi. Questa diminuzione non si è ancora realizzata, perché l'OPEC ha reagito energicamente al calo della domanda pompando meno petrolio.

Approfitando del livello basso dei prezzi del greggio, le raffinerie hanno accresciuto le scorte. Le scorte americane (al di fuori della riserva strategica) sono aumentate dalla fine di dicembre. Nel frattempo, la domanda americana di prodotti petroliferi è inferiore a quella dello scorso anno.

Non prevediamo infiammature dei prezzi petroliferi nella prima parte dell'anno.

La recessione mondiale continuerà a pesare sulla domanda di greggio. L'Agenzia internazionale dell'energia (IEA) prevede che la domanda mondiale di petrolio greggio diminuirà per il secondo anno consecutivo nel 2009.

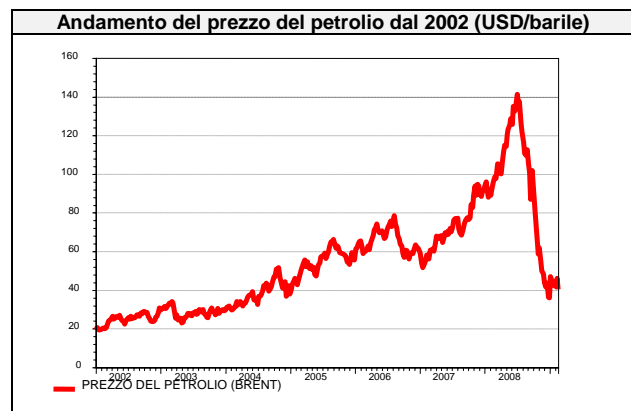
Forse l'OPEC ridurrà nuovamente le sue quote di produzione dopo la prossima riunione, che si svolgerà il 15 marzo. Tuttavia, è poco probabile che nuove limitazioni della produzione facciano salire rapidamente il prezzo dell'oro nero.

La risalita spettacolare dell'indice Baltic Dry suggerisce che le diminuzioni di prezzo più cospicue sono ormai un ricordo. L'indice Baltic Dry riflette l'evoluzione della spesa del trasporto marittimo sfuso di materie asciutte (come minerale di ferro, carbone e cereali) ed è considerato come un indice precursore della domanda di materie prime. L'aumento di questo indice sarebbe causato dalle crescenti importazioni cinesi di minerale ferroso provenienti dal Brasile e dall'Australia.

Prevediamo un aumento graduale dei prezzi petroliferi solo a partire dal momento in cui la congiuntura mondiale darà segni di un'una timida ripresa, ovvero nella seconda metà dell'anno.

Vista la lenta ripresa dell'economia mondiale, la domanda di greggio aumenterà essa stessa solo poco a poco. In questi ultimi mesi le diminuzioni della produzione dei Paesi dell'OPEC hanno permesso di alimentare la loro capacità libera di produzione (secondo l'EIA fino a 4,4 milioni di barili al giorno). Per questo la produzione di petrolio dovrebbe poter seguire agevolmente l'aumento previsto della domanda. Inoltre, le scorte petrolifere sono abbondanti.

A breve termine, viste la domanda, l'offerta e le scorte, non c'è alcuna ragione per temere una fiammata dei prezzi simile a quella che abbiamo registrato nella prima metà del 2008.



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

20/02/09	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010
42,0	38	43	49	56

Finito di redigere il 20 febbraio 2009.

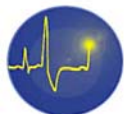
Redazione: Jacques De Pover, Stefan Farkas e il Servizio linguistico.

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: terza crescita trimestrale negativa consecutiva

Secondo una prima stima, il PIL è sceso dell'1,5% nel quarto trimestre del 2008 rispetto al trimestre precedente, facendo registrare il suo calo più forte dall'inizio della pubblicazione di questa statistica nel 1995. Inoltre, si tratta del terzo trimestre consecutivo caratterizzato da una crescita economica negativa.

Il consumatore spende meno, come dimostra il calo del fatturato dei dettaglianti e il calo delle vendite di automobili. Il mercato immobiliare conosce dei momenti difficili. Durante gli ultimi mesi del 2008, i prezzi delle abitazioni sono scesi rispetto all'anno precedente. La recessione non è il solo fattore a scoraggiare le famiglie ad acquistare una nuova abitazione o a contrarre nuovi prestiti: l'inasprirsi delle condizioni di concessione dei mutui da parte delle banche ha avuto anch'esso un impatto negativo sul numero di nuovi mutui stipulati.

Il primo trimestre del 2009 non promette di essere migliore. L'indicatore del sentimento economico, abbastanza sintomatico per l'evoluzione del PIL, è invece crollato in gennaio, raggiungendo il suo minimo storico.

I dirigenti d'azienda, in particolare quelli dei settori della costruzione e dei servizi, si sono ancora una volta mostrati più pessimisti in gennaio.

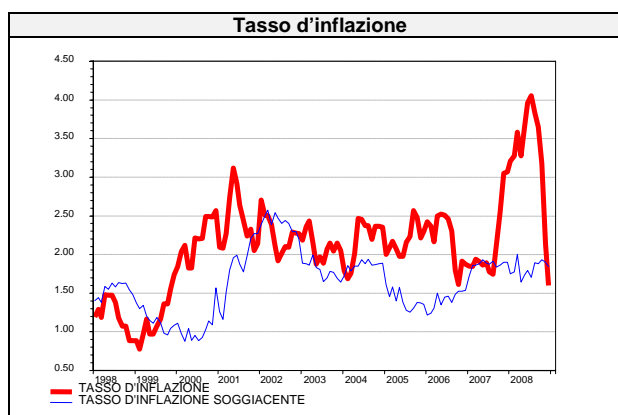
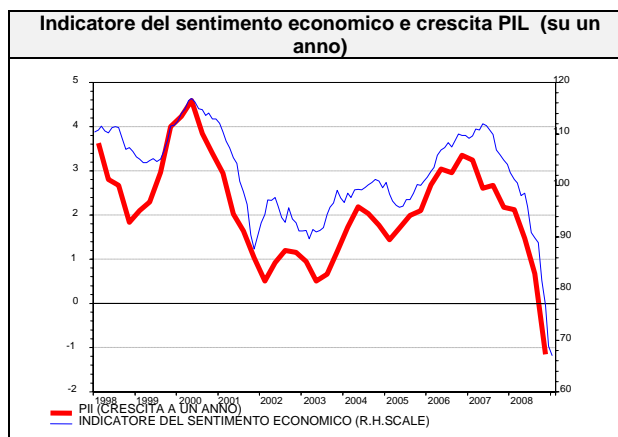
L'indice di fiducia dei consumatori è calato in gennaio per il quarto mese consecutivo, raggiungendo il suo livello più basso dal gennaio del 1985. Questo movimento è imputabile al pessimismo accresciuto sull'evoluzione del mercato del lavoro, alimentato dagli annunci quotidiani di licenziamenti. Le statistiche danno ragione a consumatori. Tra marzo e dicembre 2008, il numero di disoccupati continua ad aumentare. La diminuzione dei prezzi energetici ha spinto l'inflazione al ribasso (fino all'1,1% in gennaio), ma ciò non sembra incitare il consumatore a spendere di più.

Durante la prima metà del 2009, l'inflazione resterà estremamente debole. Prevediamo comunque un nuovo aumento dell'inflazione a partire dalla seconda metà del 2009, a seguito di un effetto di base sfavorevole (a causa di una forte diminuzione dei prezzi energetici nella seconda metà del 2008 e del suo aumento previsto nella seconda metà di quest'anno).

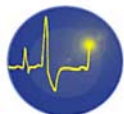
La produzione industriale continua ad assottigliarsi. Il calo di ordinativi e la diminuzione delle scorte spiegano la riduzione della produzione. Conseguentemente, il tasso di utilizzo delle capacità di produzione diminuisce a grande velocità. Se aggiungiamo il crollo della fiducia dei dirigenti d'azienda e la crisi finanziaria, gli investimenti delle aziende si diminuiscono, con conseguenze negative sui posti di lavoro.

Attualmente è la spesa pubblica che permette di limitare i danni. I piani di rilancio si succedono in diversi Paesi della zona euro. I loro effetti saranno tangibili solo durante la seconda metà dell'anno.

Dopo una crescita economica negativa nel 2009, ci aspettiamo dal 2010 cifre di crescita leggermente positive.



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

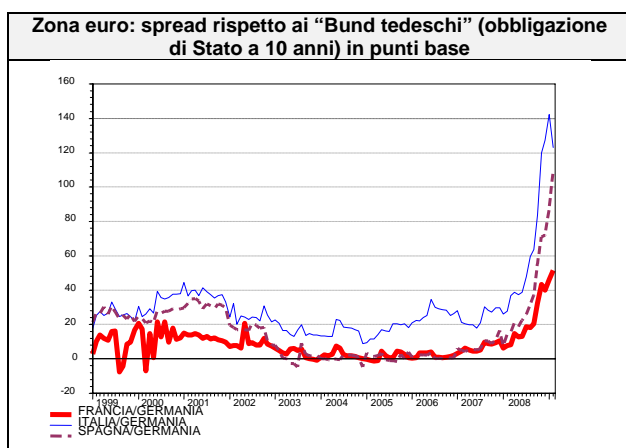


3. Tassi a breve termine

L'estrema tensione che regna sui mercati finanziari si è nettamente ridotta dalla metà di dicembre. In effetti i mercati sono tornati alla situazione di crisi che prevaleva prima del 15 settembre, ovvero prima del fallimento di Lehman Brothers e del salvataggio spettacolare di diverse grandi istituzioni americane. Sottolineiamo che prima del 15 settembre vi era già la crisi e i mercati sono lungi dall'aver ritrovato un funzionamento normale. Se la fase più acuta della crisi finanziaria sembra terminata, non siamo comunque ancora al riparo. Sono 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. La pubblicazione delle statistiche più recenti non dovrebbe rimettere in causa questa decisione. Visto che il tasso dei Fed funds è al limite minimo, si può temere che la Fed divenga impotente. Comunque non resterà inattiva. Acquisirà massicciamente obbligazioni pubbliche e private. Ciò dovrebbe spingere verso il basso il costo dei prestiti alle famiglie e alle imprese. Al fine di evitare la formazione di una nuova bolla, la Fed ritoccherà nuovamente al rialzo i suoi tassi all'inizio dell'anno prossimo.

Dopo aver riportato il tasso Repo dal 4,25% alla fine di settembre al 2% in gennaio, in febbraio la **BCE** ha fatto una pausa. Il movimento verso il basso non è però terminato. L'evoluzione dell'economia alla fine del 2008 è stata davvero negativa. Anche il calo dell'inflazione, arrivata all'1,1% in gennaio, è impressionante. Infine, l'esposizione dei mutui è notevolmente scesa. Si va quindi verso un forte calo dei tassi Repo? Non è affatto certo, poiché in passato la BCE ha deluso diverse volte le speranze di diminuzione dei tassi. Pensiamo che ridurrà i tassi a un minimo dell'1,25%.



Tassi a 3 mesi (%)

	20/02/09	T2 2009	T1 2010
Stati Uniti	1,3	1,1	1,2
Zona euro	1,9	1,8	2,0
Regno Unito	2,1	1,4	1,5
Polonia	4,6	3,6	3,1

4. Tassi a lungo termine

Negli **Stati Uniti** il tasso IRS a 10 anni è nettamente risalito, salendo da un minimo di 2,21% raggiunto il 17 dicembre al 3,08% attuale. Sottolineiamo che dall'inizio della crisi finanziaria i mercati sono molto volatili. All'origine del recente aumento dei tassi vi sono diversi fattori:

- La Fed aveva suggerito che avrebbe acquistato obbligazioni del Tesoro americano. Ad oggi non lo ha ancora fatto, il che ha deluso il mercato obbligazionario. Ma dopo tutto, era indicato acquistare massicciamente obbligazioni a 10 anni a un tasso vicino al 2%? La Fed rischierebbe una perdita enorme.
- Tassi troppo bassi possono anche scoraggiare gli investitori esteri (rischio di perdite future). Questi sono però vitali.
- Il mercato obbligazionario è inondato di emissioni sovrane al fine di finanziare il salvataggio delle banche e il piano di rilancio dell'economia.

Per quanto riguarda l'avvenire, benché ancora volatili i tassi obbligazionari resteranno a un livello misurato per un certo tempo. In effetti la Fed non ha interesse a fare in modo che i tassi obbligazionari salgano troppo: ciò rappresenterebbe un nuovo handicap per l'economia. Inoltre, un'inflazione inesistente e un tasso guida vicino allo 0 dovrebbero limitare le pressioni al rialzo sui tassi. A medio termine, il tasso IRS a 10 anni potrebbe aumentare moderatamente.

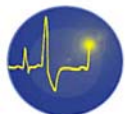
Il tasso IRS a 10 anni nella **zona euro** era stato nettamente meno volatile che non negli USA. Ciò gli ha permesso di restare al riparo dal movimento verso l'alto registrato negli USA: dal 17 dicembre, il tasso IRS è salito di 87 punti base negli USA ed è sceso di -21 pb nella zona euro.

È anche vero che nella zona sono assenti i fattori che hanno spinto in alto i tassi Oltre-Atlantico:

- I bisogni finanziari degli Stati non hanno la stessa ampiezza che negli USA (piani di salvataggio delle banche e di rilancio dell'economia meno imponenti).
- In più, la zona è meno dipendente dagli investitori esteri, visto l'equilibrio del saldo delle operazioni correnti.
- Infine non vi sono, come negli USA, le perturbazioni provocate dalle attese di un intervento o meno della banca centrale sul mercato obbligazionario.

Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	20/02/09	T2 2009	T1 2010
Stati Uniti	3,1	2,2/3,4	2,2/3,7
Zona euro	3,5	2,9/3,8	2,9/4,0
Regno Unito	3,7	3,1	3,3
Polonia	5,3	4,5	4,4



5. Stati Uniti: verso una ripresa faticosa a partire dall'estate

Da settembre, l'economia è entrata davvero in recessione. Nell'industria, il calo di produzione è brutale. Anche i posti di lavoro ne stanno pesantemente risentendo. Queste cifre provocano il timore che l'economia entri in un circolo vizioso: forte contrazione della produzione > crescita della disoccupazione > diminuzione del consumo > nuovo calo della produzione.

Diversi segnali recenti, però, contraddicono questo scenario (indice ISM, aumento degli stipendi, vendite al dettaglio). Ci sembra però prematuro prevedere una stabilizzazione dell'economia nel 1° trimestre. Il PIL dovrebbe ancora ridursi sensibilmente: un nuovo calo del consumo, degli investimenti privati e delle esportazioni è in effetti probabile.

Il PIL si stabilizzerà in primavera prima di riprendersi lentamente in estate sotto l'effetto del piano di rilancio di grande ampiezza. Dopo un calo rapido, l'equilibrio potrebbe essere raggiunto in diversi settori (costruzione di alloggi; scorte; vendite di automobili).

La ripresa sarà però faticosa secondo le norme americane. Quindi, la macchina dei mutui si ristabilirà solo lentamente e nessun grande Paese è in grado di avere il ruolo di locomotiva dell'economia mondiale.

Puntiamo su un progresso del PIL dell' 1,3% nel 2008, a -1,7% nel 2009 e al 2% nel 2010, cifre francamente negative, vista l'espansione demografica di circa l'1% l'anno.

L'inflazione sarà leggermente negativa nel 2009 (-0,5%). Se il tasso di inflazione sarà inferiore allo zero, ciò non significa però che l'economia piomberà in una vera deflazione. Il tasso d'inflazione ri passerà all'1,5% nel 2010.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	1,3	-1,7	2,0
Consumo privato	0,3	-0,9	2,0
Investimenti delle imprese	1,8	-10,7	-0,9
Costruzione residenziale	-20,8	-15,9	1,2
Esportazioni	6,5	-6,5	1,3
Importazioni	-3,3	-6,8	2,0
Tasso d'inflazione	3,8	-0,5	1,5
Saldo oper. correnti (% PIL)	-4,7	-3,5	-3,7
Saldo budgetario (% PIL)	-5,7	-11,2	-8,2
Tasso di risparmio delle famiglie	1,7	4,6	4,6

6. Mercati dei cambi: il dollaro approfitta del suo status di valore rifugio

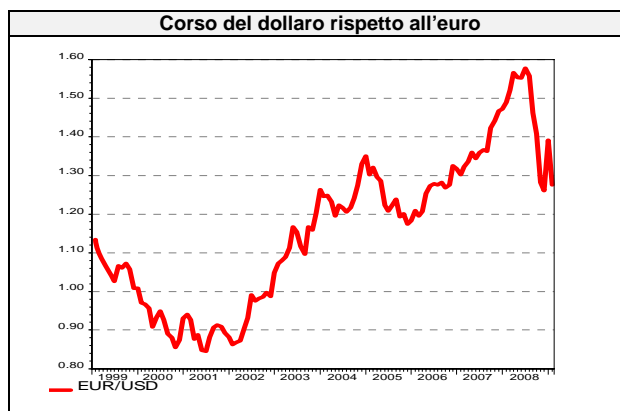
Dall'inizio di gennaio, l'euro ha perso molto terreno rispetto al dollaro americano. Per diverse ragioni gli investitori si sono rivolti al dollaro americano e allo yen. Il rating di due Paesi della zona euro (la Spagna e la Grecia) è stato ritoccato verso il basso e gli spread tra i tassi a lungo termine nella zona euro sono aumentati, in modo che alcuni ambienti finanziari rimettono in questione (a torto) la sopravvivenza dell'euro. I problemi finanziari ed economici continuano in Europa dell'est. Si tratta di una cattiva notizia per le banche della zona euro, che hanno concesso più mutui in Europa rispetto ai loro omologhi britannici, americani e giapponesi.

A breve scadenza, l'evoluzione dei tassi a breve termine giocherà a favore del dollaro. La Riserva federale non ha effettivamente più margine per abbassare ulteriormente il suo tasso base. La BCE dispone invece di un margine di manovra sufficiente per allentare la sua politica monetaria. Secondo il nostro scenario di tassi, lo farà nei prossimi mesi. Anche i problemi economici e finanziari in Europa dell'est continueranno a pesare sul corso dell'euro.

Pensiamo che il dollaro continuerà ad apprezzarsi rispetto all'euro nella prima metà dell'anno.

Sul piano economico puntiamo su una ripresa graduale della congiuntura a partire dal 3° trimestre, negli Stati Uniti quanto nella zona euro. Per questo motivo l'interesse degli speculatori per gli investimenti che presentano maggiori rischi aumenterà, il che ridurrà l'appetibilità del dollaro come strumento di investimento.

Inoltre, nel 2009 e nel 2010 il deficit gemello (deficit budgetario e deficit dei conto corrente) sarà chiaramente meno importante nella zona euro che negli Stati Uniti. Questi elementi dovrebbero sostenere il corso della moneta unica. Ci aspettiamo allora che l'euro aumenti in valore rispetto al dollaro nella seconda metà dell'anno.



Tassi di cambio

	20/02/09	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010
EUR/USD	1,27	1,24	1,25	1,28	1,31
USD/JPY	94	92	96	99	102
EUR/CHF	1,49	1,47	1,47	1,47	1,46
EUR/GBP	0,88	0,92	0,89	0,86	0,84