



Marzo 2009

## 1. Materie prime: ancora una volta l'OPEC non ha ridotto la produzione

I mercati delle materie prime si trovano sempre tra due fuochi e quindi reagiscono alle informazioni in modo capriccioso. Da una parte, gli indicatori estremamente mediocri continuano a confermare il malessere economico mondiale e dunque le prospettive poco entusiasmanti della domanda di materie prime. D'altra parte i mercati sperano in piani dinamici di stimolazione dell'economia da parte dei poteri pubblici. Attendono soprattutto la Cina, che potrebbe addossarsi il ruolo di locomotiva dell'economia mondiale.

Dal settembre 2008, l'OPEC ha ridotto fortemente la sua produzione di petrolio. E' così arrivata ad arrestare la caduta del prezzo dell'oro nero, malgrado la diminuita domanda di petrolio e l'aumento degli stock. Dopo la riunione del 15 marzo, l'OPEC non ha cambiato le sue quote.

Nei prossimi mesi non si esclude una nuova riduzione della produzione da parte dell'OPEC. Il cartello petrolifero mira infatti a un prezzo tra i 60 e gli 80 dollari al barile. Tuttavia, è poco probabile che nuove limitazioni della produzione facciano salire i prezzi dell'oro nero a questo livello. La domanda di greggio rimane troppo debole a causa della recessione mondiale. L'Agenzia internazionale dell'energia (E.I.A.) prevede che la domanda mondiale di greggio diminuisca per il secondo anno consecutivo nel 2009. Inoltre, gli stock di petrolio sono a un buon livello nei Paesi consumatori.

Una nuova ondata di pessimismo economico-finanziario potrebbe persino ridurre ancora i prezzi del barile.

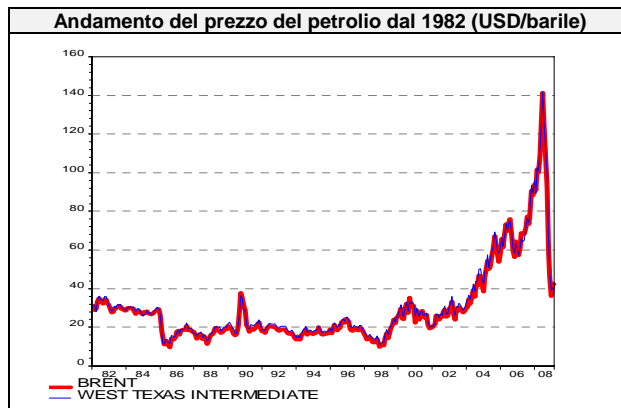
A breve termine, i prezzi del petrolio e delle altre materie prime possono quindi rimanere molto capricciosi.

Solo in autunno, quando la congiuntura mondiale darà i primi segnali che il peggio della crisi è passato, prevediamo un aumento progressivo dei prezzi petroliferi.

Non sarà tanto la domanda crescente dei Paesi consumatori di petrolio che indurrà questo aumento di prezzi, ma gli investimenti speculativi (che anticiperanno una migliore congiuntura economica e quindi un aumento del consumo di petrolio nel 2010).

Dato che la domanda di greggio crescerà solo progressivamente e che questa potrà essere compensata senza problemi dalla quantità degli stock disponibili, i prezzi non si impenneranno.

Inoltre, dopo gli ultimi cali di produzione, le capacità libere di produzione dei Paesi dell'OPEC sono in aumento. Potranno così facilmente rispondere alla ripresa della domanda di greggio prevista o compensare senza problemi interruzioni inattese della produzione.



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

25/03/09	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010
51,4	48	52	54	58

Finito di redigere il 24.03.09.

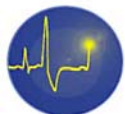
**Redazione:** Jacques De Pover, Stefan Farkas e il Servizio linguistico.

Maggiori informazioni possono essere ottenute al numero di telefono 02/222 44 71 (J. De Pover), 02/222 31 20 (S. Farkas) o 02/222 48 12 (O. Lohest).

**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: fiducia al minimo

Il calo dei consumi dei privati e degli investimenti ha generato una diminuzione importante del PIL nella zona euro (-1,5% su base trimestrale) durante il quarto trimestre del 2008. Ma è stato soprattutto il commercio con l'estero a provocare questa contrazione del PIL. Neanche la spesa pubblica è riuscita a stimolare l'economia. L'aumento degli stock ha impedito un calo maggiore del PIL.

Questa tendenza non è sul punto di invertirsi, tanto che gli indicatori economici continuano a indebolirsi nel corso dei primi mesi del 2009.

In febbraio, l'indicatore del clima economico, che combina la fiducia dei consumatori e quella delle imprese e costituisce un buon indice avanzato dell'evoluzione del PIL, è crollato al livello più basso dall'inizio di questa serie statistica nel gennaio 1985.

La fiducia delle imprese precipita ancora. Gli ordini all'esportazione, gli ordini nel settore della costruzione e gli ordini industriali totali diminuiscono da mesi senza interruzioni.

Dopo avere raggiunto il loro minimo in febbraio, tanto l'indice dei direttori degli acquisti dell'industria manifatturiera, quanto quello del settore dei servizi hanno leggermente risalito la china in marzo.

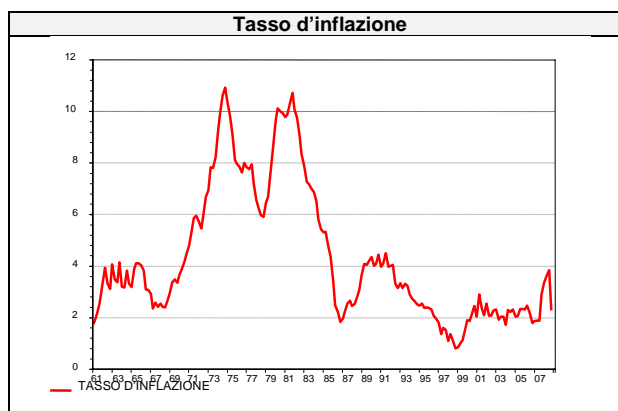
Probabilmente gli stock diminuiranno fortemente nel primo trimestre del 2009, il che comporterà una nuova diminuzione della produzione industriale. Coniugata alla crisi del credito, questa evoluzione continuerà a pesare sulla propensione a investire degli imprenditori.

Il recente deprezzamento dell'euro costituisce una buona notizia per gli esportatori. Dovranno tuttavia attendere innanzitutto la ripresa economica degli Stati Uniti e dei Paesi emergenti asiatici.

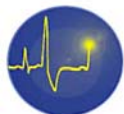
Non solo le imprese, ma anche i consumatori divengono sempre più pessimisti. In febbraio, l'indice della fiducia dei consumatori ha raggiunto il suo livello più basso dall'inizio della serie nel gennaio 1985. Le statistiche sulla disoccupazione danno ragione ai consumatori. Nel gennaio 2009, il tasso di disoccupazione è schizzato all'8,2%, la cifra più elevata dal settembre 2006.

A seguito del calo dei prezzi petroliferi, i consumatori sono divenuti recentemente più ottimisti sulle prospettive dell'inflazione. Ma né le prospettive favorevoli sull'inflazione, né il calo spettacolare dei tassi di interesse riescono a incitarli a spendere di più.

L'inflazione è precipitata dal 4,06% del luglio 2008 all'1,12% in gennaio. In febbraio, è leggermente risalita all'1,2%. L'inflazione può continuare a calare nel primo semestre di quest'anno. Solo a partire dal secondo semestre prevediamo un aumento dell'inflazione (a seguito della diminuzione dei prezzi energetici nel secondo semestre del 2008 e del loro aumento atteso nel secondo semestre del 2009).



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



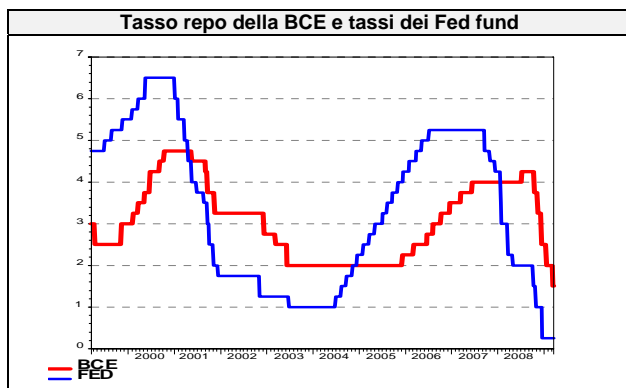
### 3. Tassi a breve termine

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: la disoccupazione è cresciuta notevolmente e gli USA sono entrati palesemente in recessione. Inoltre, il crollo impressionante dell'inflazione ha attizzato i timori deflazionisti.

Visto che il tasso dei Fed fund è al limite minimo, si può temere che la Fed divenga impotente. Comunque non resterà inattiva. Ricordiamo che la banca del Giappone, confrontata qualche anno fa allo stesso problema, aveva acquistato massicciamente obbligazioni statali e private al fine di spingere i tassi di queste obbligazioni verso il basso e diminuire così il costo dei crediti alle famiglie e alle imprese. La Fed si è accostata gradualmente a questa strategia, acquistando *commercial paper*, obbligazioni ipotecarie e titoli legati a crediti al consumo. Nell'ultima riunione, ha deciso di accrescere questi acquisti e di allargarli ad altri titoli (principalmente obbligazioni del Tesoro).

Il presidente della Fed ha dichiarato che rialzerà i tassi quando l'economia inizierà un nuovo decollo. I mercati sono dello stesso parere e ritengono che la Fed rialzerà i tassi nel 1° semestre 2010. Non vorrà probabilmente ripetere l'errore che aveva commesso nel 2003/2004, quando aveva mantenuto il tasso guida per troppo tempo a un livello troppo basso (1%). Numerosi economisti pensano che procedendo in questo modo aveva spinto la gente a prendere rischi in modo esagerato. Ne era derivata un'impennata della speculazione e la formazione di bolle. Lo scoppio di queste bolle è all'origine dei problemi attuali. Per quanto ci riguarda, vista la gravità della crisi, puntiamo su un leggero aumento a partire dalla fine del 1° semestre 2010.

Dopo avere segnato una pausa in febbraio, la **BCE** ha abbassato in marzo il tasso guida di 50 pb per portarlo all'1,5%. In ottobre, questo tasso era ancora del 4,25%. Ha ammesso così l'ampiezza della recessione. Ha lasciato intravedere nuove riduzioni. Esita però sulla portata delle diminuzioni future. Il suo Consiglio dà l'impressione di essere diviso.



#### Tassi a 3 mesi (%)

	23/03/09	T2 2009	T1 2010
Stati Uniti	1.3	1.2	1.4
Zona euro	1.6	1.6	1.9
Regno Unito	2.1	1.8	1.5

### 4. Tassi a lungo termine

**Negli USA** è continuata la volatilità del tasso IRS a 10 anni, che ha fluttuato tra un minimo del 2,78% e un massimo del 3,32% dall'inizio di febbraio. Il 18 marzo, il mercato è stato scosso dall'annuncio della Fed, secondo il quale la banca centrale USA avrebbe acquistato nei 6 mesi successivi obbligazioni del Tesoro per l'equivalente di 300 miliardi di dollari. Questa mossa era nell'aria da diversi mesi, ma sembrava che la Fed non avesse fretta e che fosse poco entusiasta a mettere in opera una tale politica. Dopo questa sorpresa, il tasso IRS è sceso di 38 pb, movimento osservato raramente.

Sottolineiamo che acquistando obbligazioni del Tesoro, finanzia in effetti in parte il piano di rilancio dell'economia.

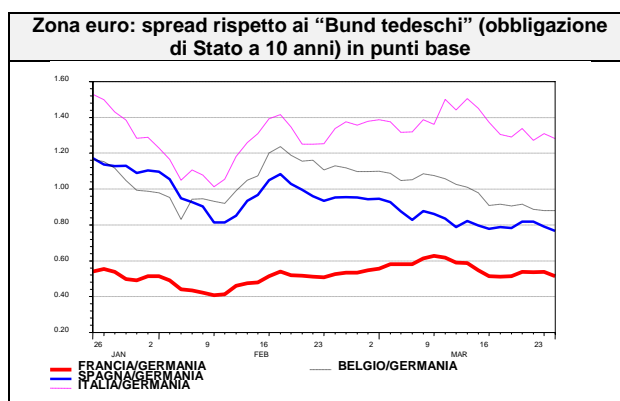
Per quanto riguarda l'avvenire, i tassi obbligazionari resteranno a un livello misurato per un certo tempo. In effetti

- La Fed non gradirebbe un aumento esagerato dei tassi obbligazionari: ciò rappresenterebbe un nuovo handicap per l'economia. Se questo scenario si concretizzasse, potrebbe accentuare gli acquisti di obbligazioni del Tesoro americano, il che limiterebbe le tensioni sui tassi.
- Un'inflazione inesistente e un tasso guida vicino allo 0 dovrebbero limitare le pressioni al rialzo sui tassi.

**Nella zona euro**, il tasso IRS a 10 anni è sceso dal 5% nel luglio 2007 al 3,55% attuale. In questa discesa, ha adottato uno schema meno volatile del suo corrispondente americano.

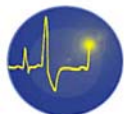
Di recente, non ha reagito oltremisura alla riduzione del tasso della BCE, al notevole degrado della congiuntura nella zona o alla decisione della Fed di acquistare obbligazioni del Tesoro americano.

Nei prossimi mesi continuerà il movimento di calo dei tassi obbligazionari. La BCE ridurrà in effetti ancora i tassi e la congiuntura sarà negativa nei prossimi mesi. Però il potenziale di diminuzione si riduce riguardo al minimo storico del 3,2%, stabilito nel settembre 2005.



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

	23/03/09	T2 2009	T1 2010
Stati Uniti	2.78	2.2/3.3	2.3/3.7
Zona euro	3.4	2.9/3.8	2.9/4.0
Regno Unito	3.5	3.1	3.2



## 5. Stati Uniti: il consumatore resiste

Diversi dati pubblicati di recente attenuano in un certo senso il pessimismo. L'indice ISM, considerato come un indice-chiave, si è risollevato in gennaio e in febbraio. Diversi indici precursori (Leading index del Conference Board; indice della Fed di Filadelfia) indicano anche una congiuntura meno negativa. Più sorprendente è l'evoluzione del consumo (che pesa per il 70,4% del PIL).

Gli economisti erano molto pessimisti sull'evoluzione delle spese delle famiglie, vista la decozione delle borse, la caduta dei prezzi immobiliari (-27,1% rispetto al vertice), l'impennata della disoccupazione e i pignoramenti in serie delle abitazioni. Il consumo ha rappresentato la sorpresa di novembre (+0,3% rispetto al mese precedente), gennaio (+0,6%) e probabilmente di febbraio (+0% secondo le nostre stime basate sulle vendite al dettaglio), anche se era sceso dello 0,5% in dicembre. Ma è vero che la crescita degli stipendi (+3,4% in termini reali in febbraio) e il crollo dei prezzi petroliferi sostengono potentemente il potere d'acquisto. I crediti al consumo continuano a crescere malgrado la crisi finanziaria (anche se a un ritmo lento).

E' però troppo presto per prevedere un'inversione di tendenza. Nel corso delle ultime settimane, abbiamo osservato in effetti un deterioramento sempre più forte degli ordini all'esportazione e degli investimenti delle imprese. Le imprese ridurranno ancora sensibilmente i loro stock. Per questo motivo il PIL dovrebbe scendere del 4,5% nel 1° trimestre rispetto al trimestre precedente e al ritmo annuale.

Puntiamo su un progresso del PIL del -1,9% nel 2009 e del 2% nel 2010, cifre francamente negative, vista l'espansione demografica di circa l'1% l'anno.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2008	2009	2010
PIL	1,1	-1,9	2,0
Consumo privato	0,2	-0,9	1,9
Investimenti delle imprese	1,7	-12,8	-1,3
Costruzione residenziale	-20,7	-16,3	1,2
Esportazioni	6,2	-9,4	1,1
Importazioni	-3,4	-8,1	1,5
Tasso d'inflazione	3,8	-0,7	1,5
Saldo oper. correnti (% PIL)	-4,7	-3,4	-3,5
Saldo budgetario (% PIL)	-5,7	-12,5	-8,2
Tasso di risparmio delle famiglie	1,8	4,6	4,6

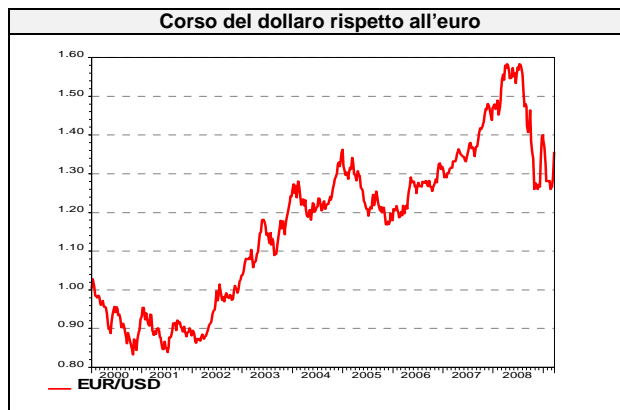
## 6. Mercati dei cambi: l'euro rimbalza

L'apprezzamento del dollaro americano, osservato dall'inizio di gennaio, si è bruscamente interrotto dopo la decisione della Fed, il 18 marzo, di acquistare obbligazioni del Tesoro americano. In effetti questa decisione ha provocato un calo dei tassi obbligazionari negli USA, che rende gli investimenti negli USA meno attraenti per gli investitori e induce una caduta del dollaro. Dall'inizio di marzo, l'euro si è quindi apprezzato rispetto al dollaro, passando dall'1,26 di allora all'1,35 attuale.

Questo deprezzamento del biglietto verde è probabilmente esagerato e il dollaro potrebbe nuovamente apprezzarsi in una certa misura:

- La divisa americana approfitterà in effetti del suo status di valore rifugio in questi tempi di incertezza. Il rating della Spagna e della Grecia è già stato rivisto al ribasso in gennaio. Non si esclude che altri Paesi della zona euro subiscano la stessa sorte. Questa evoluzione, coniugata all'aumento dei differenziali tra i tassi obbligazionari all'interno della zona euro, eserciterà una tensione sul corso della divisa unitaria europea. I problemi economici e finanziari nell'Europa dell'est costituiscono una brutta notizia per le banche della zona euro, che hanno consentito maggiori crediti all'Europa dell'est dei loro omologhi britannici, americani e giapponesi.
- Anche l'evoluzione dei tassi a breve termine giocherà a favore del dollaro. Contrariamente alla BCE, la Riserva federale non ha più margini per continuare ad abbassare il tasso di base. Secondo il nostro scenario di tassi, la Banca centrale europea diminuirà il tasso repo.

Tuttavia, a partire dall'autunno, puntiamo su un leggero apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro. Sia negli Stati Uniti, sia nella zona euro, si moltiplicheranno i segnali che suggeriranno che la recessione avrà raggiunto il livello più basso e che si annuncia una ripresa progressiva della congiuntura.



### Tassi di cambio

	19/03/09	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010
EUR/USD	1,35	1,31	1,31	1,33	1,33
USD/JPY	98	95	97	100	103
EUR/CHF	1,53	1,52	1,52	1,52	1,51
EUR/GBP	0,94	0,95	0,92	0,90	0,86