



Maggio 2010

### 1. Stati Uniti: aumento effimero del risparmio?

Sono ufficialmente tre trimestri consecutivi che l'economia ha ripreso con decisione a crescere. Ancora più incoraggiante il fatto che: la ripresa si è allargata, il che significa che è divenuta durevole. In effetti la ripresa, iniziata con un rilancio delle esportazioni (in particolare verso l'Asia, l'America Latina, il Canada e il Messico) e con la fine delle riduzioni delle scorte, si è in seguito estesa ai consumi, al mercato del lavoro e agli investimenti delle imprese.

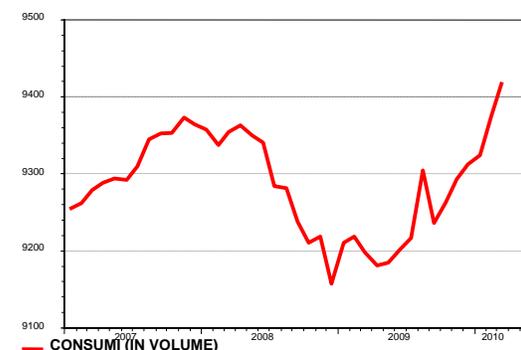
Il rilancio dei consumi è sorprendente, vista l'atmosfera nerissima che avrebbe dovuto calare su questo settore (tasso di disoccupazione che sfiora il 10%; sequestri immobiliari in serie; diminuzione del ricorso al credito al consumo, ecc.). In definitiva, smentendo i pronostici, di recente le famiglie hanno nuovamente ridotto i risparmi: l'aumento del tasso di risparmio è quindi stato effimero.

Gli indicatori più recenti suggeriscono che all'inizio del secondo trimestre la ripresa si è rafforzata. La produzione di un settore molto ciclico come l'acciaio, che era crollata all'inizio della crisi, non è più lontano dal livello precedente alla crisi. Diversi elementi limitano però nettamente l'entusiasmo: la fiducia delle famiglie, che continua a non riprendersi, rimane sotto i piedi; inoltre, il governo dovrà intraprendere una politica di austerità al fine di affrontare l'importante deficit di bilancio; infine, la Fed rialzerà in un dato momento i tassi guida. Per questo, dopo una crescita del PIL del 2,9% nel 2010, puntiamo su un rallentamento al 2,3% nel 2011. Per il 2011 ci situiamo abbastanza nettamente al di sotto del Consenso degli economisti, che prevede un'espansione del PIL che nel 2011 ammonta al 3,1%.

In appena qualche mese si è passati dalla deflazione all'inflazione, con il tasso d'inflazione passato dal -2,1% in luglio 2009 al +2,2% nell'aprile del 2010. Questa metamorfosi è largamente imputabile ai movimenti molto ampi dei prezzi petroliferi registrati nel corso di questi ultimi due anni. A medio termine, l'inflazione non porrà problemi. In effetti i costi salariali sono in calo del 3,7% durante gli ultimi 12 mesi, risultato delle importanti ristrutturazioni svolte dalle imprese e da una disoccupazione elevata, che non spinge i lavoratori a rivendicare aumenti di salari. Inoltre, il tasso di utilizzo delle capacità di produzione è ancora a un livello storicamente bassissimo, malgrado la ripresa della produzione industriale. Un livello così debole di questo tasso non incita le imprese ad aumentare i propri prezzi. In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dal -0,3% del 2009 all'1,8% nel 2010 e all'1,9% nel 2011.

**USA: creazioni nette di posti di lavoro (assunzioni meno licenziamenti; in migliaia di unità)**

— MEDIA MOBILE 3 MESI  
— CREAZIONI NETTE DI POSTI DI LAVORO

**USA: consumo (in volume; indice)**

— CONSUMI (IN VOLUME)

**Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)**

|                                      | 2009  | 2010 | 2011 |
|--------------------------------------|-------|------|------|
| PIL                                  | -2,4  | 2,9  | 2,3  |
| Consumo privato                      | -0,6  | 2,2  | 1,8  |
| Investimenti delle imprese           | -17,8 | 1,4  | 3,4  |
| Costruzioni residenziale             | -20,5 | 0,6  | 4,6  |
| Esportazioni                         | -9,6  | 9,5  | 5,6  |
| Importazioni                         | -13,9 | 7,6  | 3,0  |
| Tasso d'inflazione                   | -0,3  | 1,8  | 1,9  |
| Saldo oper. correnti (% PIL)         | -2,9  | -3,7 | -4,0 |
| Saldo budgetario (% PIL)             | -10,3 | -9,2 | -7,5 |
| Debito pubblico lordo (in % del PIL) | 84,5  | 91,0 | 95,1 |
| Tasso di risparmio delle famiglie    | 4,3   | 3,2  | 3,3  |



## 2. Zona euro: dopo un primo trimestre mediocre, le prospettive migliorano

Dopo avere registrato una stagnazione nel corso degli ultimi tre mesi del 2009, il PIL della zona euro ha registrato una crescita timida, dell'ordine dello 0,2% nel primo trimestre di quest'anno, e dello 0,5% su base annuale.

La crescita economica su base trimestrale ha sofferto l'inverno rigoroso, il che ha fortemente colpito il settore della costruzione.

Nel corso del primo trimestre, anche i consumi delle famiglie sono diminuiti, come testimoniato da vendite al dettaglio e vendite di autovetture.

In maggio i consumatori hanno nuovamente dato prova di un po' più di pessimismo. La disoccupazione è in progresso costante e i drastici risanamenti di bilancio svolti in un certo numero di Paesi della zona euro pesano sul reddito disponibile e incitano le famiglie a risparmiare di più.

Per quanto riguarda le esportazioni, la situazione è nettamente migliore. Gli esportatori approfittano dell'espansione congiunturale in Asia e negli Stati Uniti. Il deprezzamento dell'euro in questi ultimi mesi ha dato loro una mano supplementare. L'aumento delle esportazioni stimola a sua volta la ricostituzione delle scorte, e quindi anche la produzione industriale.

Grazie all'aumento della produzione industriale, il tasso di occupazione della capacità di produzione è in aumento. Ma malgrado questo miglioramento, rimane tuttavia ancora al di qua del suo livello precedente alla crisi, il che non dovrebbe incitare le imprese ad accelerare i loro investimenti.

Questi ultimi mesi le prospettive economiche erano nettamente migliori. L'indicatore del sentimento economico, che combina l'indicatore della fiducia dei dirigenti d'impresa e quello dei consumatori, e che dà una buona idea dell'evoluzione del PIL, in aprile ha registrato un progresso per raggiungere il livello migliore dal marzo del 2008.

Il ripristino della fiducia tra i dirigenti d'impresa è dovuta al progresso delle esportazioni e della produzione, così come al netto miglioramento degli ordinativi.

L'inflazione è passata dallo 1,44% di marzo all'1,52% di aprile. Il tasso d'inflazione soggiacente (quindi al di fuori di energia, alimentazione, alcol e tabacco) è ricaduto allo 0,76% in aprile, ossia al livello più basso dal gennaio del 1997.

Partiamo dal principio che l'inflazione dovrebbe continuare a crescere nei mesi a venire. Ma l'inflazione media non dovrebbe superare la soglia del 2% prevista dalla BCE, perché il tasso di disoccupazione elevato tempera gli aumenti salariali, e le imprese hanno margini bassi per aumentare i prezzi in ragione del livello della domanda interna, che resta debole.



| Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno) |       |      |      |
|--|-------|------|------|
|  | 2009  | 2010 | 2011 |
| PIL  | -4,0  | 1,0  | 1,6  |
| Consumo privato  | -1,0  | -0,0 | 0,7  |
| Investimenti   | -10,8 | -2,4 | 3,0  |
| Esportazioni   | -12,8 | 7,7  | 5,8  |
| Importazioni   | -11,4 | 6,6  | 5,4  |
| Tasso d'inflazione   | 0,3   | 1,7  | 1,9  |
| Saldo oper. correnti (% PIL)   | -0,6  | -0,3 | -0,2 |
| Saldo budgetario (% PIL)*  | -6,3  | -6,6 | -6,1 |
| Debito pubblico (% PIL)*   | 78,7  | 84,7 | 88,5 |

\*fonte: Commissione europea



### 3. Materie prime: i prezzi nella tempesta

Dalla fine di aprile, la tendenza delle materie prime sui mercati si è totalmente invertita. L'inquietudine sulle finanze pubbliche nella zona euro ravviva i timori di un rallentamento dell'economia mondiale (e quindi della domanda di materie prime). Questa rinfocola anche l'avversione al rischio e la ricerca di investimenti più sicuri.

I prezzi petroliferi hanno registrato un andamento simile. Quindi, il barile di petrolio greggio (Brent) costava praticamente 89 dollari il 3 maggio, 78 dollari il 7 maggio e 72 dollari il 27 maggio.

Sulla base dei fattori fondamentali (domanda, offerta e scorte), il petrolio greggio rimane ancora molto caro.

Negli Stati Uniti le scorte di petrolio si situano ancora a un buon livello, proprio come le scorte di diesel, nafta da riscaldamento e benzina.

Negli Stati Uniti la domanda è più forte di un anno fa. Ma le raffinerie potrebbero passare senza problemi a una velocità superiore, perché dispongono ancora di un margine sufficiente per quel che riguarda le capacità di produzione.

A livello mondiale non vi sono neanche penurie di greggio. L'offerta può seguire senza problemi la domanda di oro nero; le scorte petrolifere rimangono pertanto buone.

Peraltro quest'anno la domanda mondiale di petrolio greggio non dovrebbe aumentare in modo esagerato.

Abitualmente la domanda di petrolio greggio diminuisce in primavera, il che dovrebbe ridurre la pressione sui prezzi dell'oro nero.

Ma verso la fine dell'estate vi sono forti possibilità di vedere nuovamente salire i prezzi petroliferi con l'arrivo della stagione degli uragani, che raggiungerà l'apice nel Golfo del Messico. Gli eventuali danni occasionati alle infrastrutture petrolifere possono nuovamente spingere in alto i prezzi petroliferi.

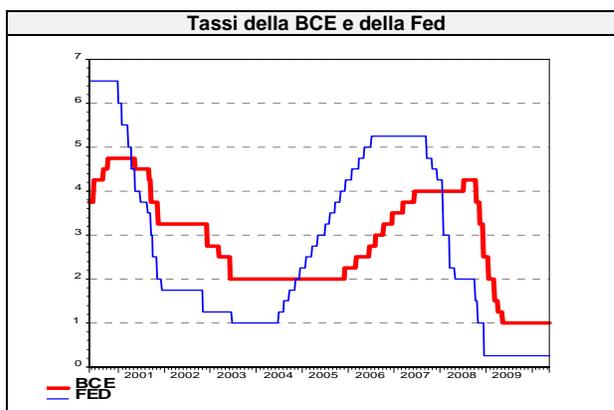
Peraltro, gli speculatori continueranno a prevedere la prosecuzione della crescita dell'economia mondiale e, pertanto, anche dei consumi del petrolio nel 2011.

Si prevede tuttavia un aumento smisurato dei prezzi petroliferi (come nel primo semestre del 2008). Le scorte petrolifere rimangono importanti. La domanda non dovrebbe registrare un'evoluzione eccezionale, malgrado la ripresa economica. Inoltre, il livello attualmente elevato dei prezzi petroliferi spinge a consumi parsimoniosi. Infine, un prezzo dell'oro nero elevato incita i Paesi dell'OPEC a rispettare di meno le proprie quote di produzione e a pompare più petrolio. Il cartello petrolifero dispone tra l'altro ancora di una buona capacità tampone e può quindi aumentare ancora senza problemi la produzione.



### 4. Tassi a breve termine: non vi è un vero ritorno della crisi di liquidità

Nella riunione del 28 aprile la Fed ha riaffermato che manterrà il tasso dei Fed fund a un livello eccezionalmente basso per un periodo prolungato (allo 0% / 0,25% dalla metà di dicembre 2008). La netta ripresa della creazione di posti di lavoro in aprile (per il secondo mese consecutivo) potrebbe spingerla a cominciare a prendere in considerazione un rialzo del tasso guida. Bisognerebbe però che questa tendenza sia confermata. Inoltre, visto il rischio di deflazione, non avrà fretta di avviare un ciclo di rialzo di questo tasso. Infine, l'evoluzione della situazione in Europa (calo dell'euro; tensioni su diversi mercati obbligazionari nazionali) potrebbe spingerla a rinviare la diminuzione del tasso guida.



L'effetto della crisi delle Finanze Pubbliche, che colpisce diversi Paesi della zona euro, è soprattutto percettibile a livello dei CDS delle banche, che permettono di coprirsi contro il rischio di fallimento di una banca. Questa crisi ha fatto anche rimbalzare gli spread tra i tassi obbligazionari tedeschi da un lato e i tassi greci, irlandesi, portoghesi, spagnoli e italiani dall'altro. E' invece meno visibile sugli spread dei tassi a breve termine che sono aumentati solo leggermente; siamo molto lontani dagli spread osservati dopo il fallimento di Lehman Brothers. Peraltro le aggiudicazioni dei fondi da parte della BCE sono in aumento dall'inizio di maggio, pur essendo lontani dagli enormi importi accordati in occasione delle precedenti fasi della crisi finanziaria; ciò suggerisce che la nuova insorgenza della crisi di liquidità è di un'ampiezza limitata.

Nella riunione del 6 maggio, la **BCE** ha mantenuto il tasso guida all'1% e ha suggerito che non rialzerà i tassi prima di un certo tempo, viste le incertezze nettamente cresciute nelle ultime settimane. Le aspettative dei mercati sono notevolmente cambiate. Queste rinviano l'aumento dell'Eonia e del tasso guida della BCE.

#### Tassi a 3 mesi (%)

|             | 27/05/10 | T3 2010 | T2 2011 |
|-------------|----------|---------|---------|
| Stati Uniti | 0,5      | 0,5     | 1,3     |
| Zona euro   | 0,7      | 0,7     | 1,4     |
| Regno Unito | 0,7      | 0,7     | 1,1     |



## 5. Tassi a lungo termine

Dall'inizio dell'anno, indicatori economici eccellenti e notizie sulla crisi greca si sono alternati, provocando una forte volatilità dei tassi obbligazionari. Dopo avere testato il massimo del 4% all'inizio di aprile, il tasso degli IRS a 10 anni è riseduto brutalmente, per raggiungere il minimo del 3,25% il 25 maggio.

Nei 12 prossimi mesi è prevedibile un aumento dei tassi obbligazionari, poiché gli investitori internazionali (tra i quali le banche centrali asiatiche) potrebbero diffidare dell'enorme deficit di bilancio americano. Dopo avere colpito il mercato obbligazionario di diversi Paesi europei, la speculazione potrebbe rivolgersi alle Finanze pubbliche americane, che non sono in migliore stato di quelle di diversi Paesi europei (il debito pubblico americano rispetto al PIL è superiore a quello di Spagna e Portogallo). Ciò non toglie che questo aumento dei tassi sarà moderato, poiché l'evoluzione dell'inflazione non pone problemi e la ripresa dell'economia tornerà meno vigorosa l'anno prossimo.

Nella zona euro, il tasso degli IRS a 10 anni è crollato dal 3,60% il 31 dicembre a un minimo del 2,90% il 26 maggio. La crisi greca fa temere lo scoppio di una crisi più vasta che colpisca altri Paesi e anche, secondo alcuni, l'implosione della zona euro.

Nei prossimi mesi, il tasso degli IRS si rialzerà, mentre la crisi si allontanerà. Tuttavia, gli acquisti obbligazionari da parte della BCE, il cui importo previsto è sconosciuto, freneranno o persino contrasteranno questa risalita dei tassi. Sull'orizzonte dei 12 mesi è prevedibile un aumento limitato, mentre il tasso corrispondente americano si rafforzerà. Questa tendenza all'aumento dei tassi sarà però temperata dalla debolezza dell'inflazione e dall'aumento persistente della disoccupazione.

Sul fronte della crisi delle finanze pubbliche di diversi Paesi della zona euro, le decisioni spettacolari prese all'inizio di maggio dalle autorità europee, per la loro portata politica, ma anche per l'ampiezza degli importi in questione, non hanno permesso di riportare davvero la calma. Gli spread tra i tassi obbligazionari tedeschi da un lato e i tassi dei Paesi periferici dall'altro, si sono ridotti soprattutto in Grecia e in Portogallo, ma non in Spagna e in Italia. Il dubbio sussiste tra alcuni analisti e investitori. In effetti, il piano di austerità greco molto draconiano, che è stato deciso, dovrà essere messo in opera. Vanno anche precisate diverse decisioni prese il 9 maggio dalle autorità europee, il che potrebbe necessitare ancora di lunghe discussioni. Devono essere anche adottate dai parlamenti nazionali, il che potrebbe riservare sorprese. Infine, la forza dei movimenti speculativi, largamente ingiustificati, fa paura.

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

|             | 27/05/10 | T3 2010 | T2 2011 |
|-------------|----------|---------|---------|
| Stati Uniti | 3,3      | 3,6     | 4,1     |
| Zona euro   | 2,9      | 3,3     | 3,5     |
| Regno Unito | 3,5      | 3,6     | 4,3     |

## 6. Mercati dei cambi:

L'euro ha trascorso un mese perlomeno movimentato. I mercati finanziari hanno accolto senza entusiasmo le misure adottate dai Paesi della zona euro e dal FMI, al fine di sostenere la Grecia e le sue finanze pubbliche.

Gli speculatori hanno attaccato anche la Spagna e il Portogallo, dando credito anche a false voci, spingendo l'euro ancora più in basso.

La visione degli speculatori appare tanto più semplicista che sembra ignorare il deficit di bilancio e il debito pubblico degli Stati Uniti. Eppure, questi deficit (espressi in percentuale del PIL) sono più importanti negli Stati Uniti che nella zona euro.

Su pressione dei mercati finanziari, chi prende le decisioni in Europa è stato costretto a prendere misure draconiane, adottate il 10 maggio, con tutta una serie di misure di sostegno, per un importo totale di 750 miliardi d'euro (oltre al piano di sostegno a favore della Grecia, per un importo di 110 miliardi d'euro).

In un primo tempo i mercati finanziari hanno riservato un'accoglienza positiva a questa iniziativa, permettendo di arginare temporaneamente il deprezzamento dell'euro, che era in caduta libera. Parallelamente, la Spagna e il Portogallo, che erano bersaglio degli speculatori, hanno annunciato misure di risparmi supplementari al fine di riassorbire rapidamente il proprio disavanzo.

A metà di maggio, però, il dubbio ha nuovamente assalito i mercati finanziari, che temevano le conseguenze economiche delle misure di risanamento del bilancio (che avevano però richiesto). Le dichiarazioni dei *decision maker* europei hanno ancora ravvivato le incertezze.

Si prevede che a breve termine i mercati dei cambi rimangano estremamente versatili, ma non è escluso un apprezzamento temporaneo dell'euro (in ragione del carattere improvviso ed esagerato dal recente deprezzamento).

Nel frattempo, con l'insieme delle misure annunciate, l'euro ha ricevuto un salvagente. Ma la credibilità del Patto di stabilità e quella dell'euro potranno essere ripristinate solo se gli uomini politici faranno seguire i fatti alle parole, riuscendo effettivamente a riassorbire i deficit di bilancio come hanno promesso di fare.

Nei 12 prossimi mesi, l'euro dovrebbe deprezzarsi ancora rispetto al dollaro americano.

La crescita dell'economia americana resterà più importante di quella dei Paesi della zona euro, il che dovrebbe incitare la Riserva Federale ad aumentare il tasso base più rapidamente della BCE. Infine, l'euro continuerà a subire gli effetti della crisi greca e occorrerà un certo tempo prima che la fiducia dei mercati finanziari possa essere interamente restaurata.

### Tassi di cambio

|         | 27/05/10 | T3 2010 | T4 2010 | T1 2011 | T2 2011 |
|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| EUR/USD | 1,23     | 1,27    | 1,23    | 1,19    | 1,17    |
| USD/JPY | 90       | 94      | 97      | 99      | 102     |
| EUR/CHF | 1,42     | 1,43    | 1,42    | 1,41    | 1,41    |
| EUR/GBP | 0,84     | 0,89    | 0,90    | 0,87    | 0,84    |



Finito di redigere il 27 maggio 2010.

**Redazione:** Jacques De Pover, Stefan Farkas.

Direttore responsabile: Frank Lierman – Spaanse Kroonlaan, 27 – 3000 Lovanio.

**Direttore della pubblicazione:** Pascal Poupelle – Direttore della pubblicazione – 1 passerelle des Reflets – La Défense 2 – TSA 92002 – 92919 LA DEFENSE Cedex.

La riproduzione di elementi di questa pubblicazione è autorizzata indicandone la fonte. Le informazioni presentatevi sono fornite a titolo puramente documentale e non coinvolgono la nostra responsabilità.