

Materie prime: la fiammata dei prezzi arrestata in pieno volo

Tra inizio luglio e inizio agosto è rimbalzata la maggior parte dei prezzi delle materie prime. Ma in seguito non sono riusciti a mantenere questa progressione.

Di tutte le materie prime, i cereali hanno registrato gli aumenti di prezzo più importanti dall'inizio di luglio. La siccità e la canicola registrate questa estate in Russia, Ucraina e Kazakhstan, come anche le abbondanti piogge in Canada, influenzeranno fortemente la raccolta globale di grano.

La speculazione e l'annuncio da parte della Russia del congelamento delle esportazioni di grano, orzo, segale e mais fino al 31 dicembre hanno ravvivato ancora l'aumento dei prezzi del grano. Ma non dovrebbe riprodursi la crisi del 2007/2008. Quest'anno il deficit dell'offerta di grano potrà essere compensato più agevolmente dall'abbondanza delle scorte a livello mondiale.

In luglio il prezzo del greggio (Brent) ha fluttuato tra i 71 e i 78 dollari al barile. All'inizio di agosto, è schizzato oltre gli 80 dollari, quindi a partire dal 10 agosto è calato nuovamente al di sotto di questa soglia.

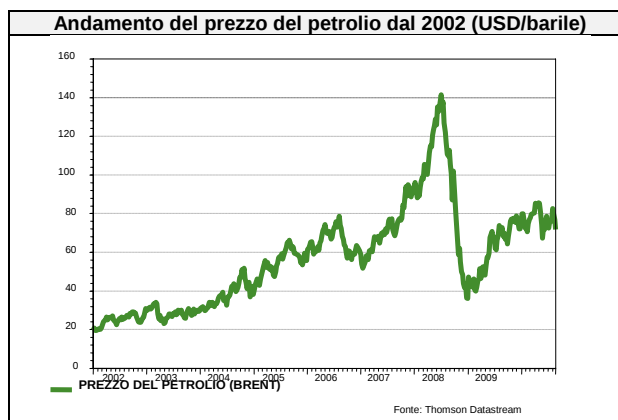
La stagione degli uragani nel Golfo del Messico, che raggiungerà il picco solo in settembre, terrà i mercati finanziari ancora per qualche settimana col fiato sospeso. Con la possibilità di nuove fiammate temporanee dei prezzi petroliferi.

Fino ad oggi le scorte petrolifere americane non sono state toccate né dagli uragani, né dalla catastrofe petrolifera nel Golfo del Messico. Il livello delle scorte americane di greggio, di benzina e di prodotti raffinati (diesel e nafta) è sempre superiore a quello di un anno fa.

Non solo negli USA vi è assenza di penuria di greggio. Accade lo stesso nei Paesi dell'OCSE e a livello mondiale. In caso di bisogno, l'OPEC dispone ancora di una vasta capacità cuscinetto che gli permette di far fronte a interruzioni inopinate della produzione.

Da qui alla fine dell'anno ci si attende un aumento dei prezzi petroliferi, a causa di un aumento dei consumi durante l'inverno. Questa tendenza dovrebbe in seguito invertirsi nella primavera dell'anno prossimo, in ragione delle temperature temperate.

L'anno prossimo il prezzo del greggio, proprio come quelli della maggior parte delle altre materie prime, non sfuggirà all'influenza del rallentamento dell'economia mondiale. Ci si attende quindi per il 2011 che i prezzi petroliferi registrino in media un aumento meno forte di quest'anno.



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

25/08/10	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011
72,4	77	83	78	80

Finito di redigere il 25 agosto 2010.

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 indicandone la fonte. Le informazioni presentatevi sono fornite a titolo puramente documentale e non coinvolgono la nostra responsabilità.

Fonte: Thomson Reuters Datastream – Bloomberg – Belgostat – Eurostat.

Zona euro: la Germania e la sua crescita record tirano la zona euro

Secondo una prima stima, nel secondo trimestre di quest'anno il PIL della zona euro ha registrato un progresso dell'1% rispetto al primo trimestre, principalmente sotto l'impulso della crescita economia elevata in Germania.

L'evoluzione delle diverse componenti del PIL non è ancora nota. Sembrerebbe, però, che non siano stati i consumi privati ad aver contribuito più massicciamente alla crescita del PIL, a causa del rallentamento delle vendite del commercio al dettaglio e delle vendite di autovetture.

Il buon andamento del PIL nel secondo trimestre è probabilmente dovuto alle esportazioni, a una ripresa degli investimenti delle imprese e a una crescita delle scorte. Il settore dell'edilizia, paralizzato a inizio d'anno da un inverno rigido, è anch'esso in forte ripresa.

In luglio la congiuntura ha continuato sullo slancio, come indicato dal miglioramento del sentimento economico. L'evoluzione non è però proseguita in agosto: il calo degli indici dei direttori degli acquisti suggeriscono una crescita economica meno vigorosa.

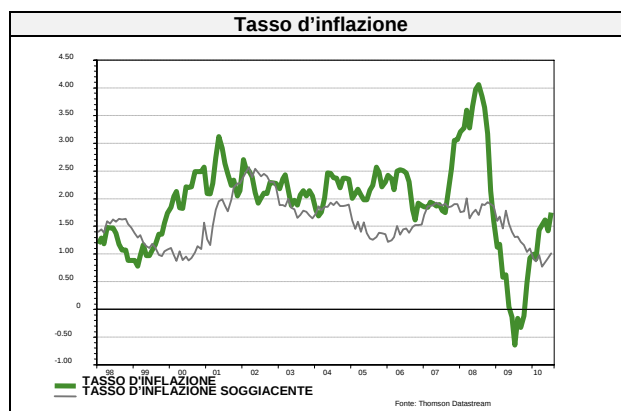
Il peggio è passato per il mercato del lavoro, ma è ancora troppo presto per parlare di un miglioramento generale.

Il ripristino della fiducia dei consumatori e la diminuzione del tasso di risparmio non dovrebbero sfociare su una crescita spettacolare dei consumi privati. In effetti, il reddito disponibile subirà pressioni dal risanamento di bilancio nei Paesi della zona euro e dalla moderazione degli stipendi.

Il miglioramento della fiducia dei dirigenti d'azienda, gli ordinativi carichi e il miglioramento dei flussi di cassa delle imprese stimoleranno i loro investimenti. A ciò si aggiunge il fatto che non si può rinviare all'infinito gli indispensabili investimenti di rinnovo.

Ma, malgrado il miglioramento prodottosi nel corso degli ultimi mesi, il tasso di utilizzo è ancora bene al di qua del livello precedente alla crisi: le imprese quindi non si precipiteranno necessariamente a investire in un'estensione delle proprie capacità di produzione, il che peserà in una certa misura sul ritmo di crescita del volume degli investimenti delle imprese.

L'inflazione è aumentata, passando dall'1,42% in giugno all'1,74% in luglio. L'aumento dell'inflazione dovrebbe verosimilmente proseguire nei prossimi mesi. Non si prevede però il deragliamento dell'inflazione. Partiamo dal principio che nel 2010 e nel 2011 l'inflazione media si manterrà sotto la soglia del 2% fissata dalla BCE. Le ragioni principali sono: l'evoluzione estremamente moderata degli stipendi e i drastici risanamenti di bilancio, che rallenteranno la crescita della domanda interna e quindi arresteranno l'inflazione. Infine, pensiamo che nel corso dell'anno prossimo l'euro non dovrebbe più registrare una nuova caduta rispetto al dollaro, il che dovrebbe influenzare positivamente anche le prospettive dell'inflazione.



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2009	2010	2011
PIL	-4,1	1,5	1,4
Consumo privato	-1,2	0,4	0,8
Investimenti	-10,8	-1,0	4,0
Esportazioni	-13,2	9,5	6,2
Importazioni	-11,9	10,0	6,6
Tasso d'inflazione	0,3	1,5	1,6
Saldo oper. correnti (% PIL)	-0,6	-0,4	0,1

Tassi a breve termine

Nella riunione dell'11 agosto, la **Fed** ha invertito la rotta, visto che le sue preoccupazioni non stanno più nella riduzione degli enormi importi di liquidità che aveva iniettato nell'economia. Ricordiamo che queste iniezioni erano state effettuate principalmente tramite l'acquisto massiccio di titoli a lungo termine (obbligazioni del Tesoro e obbligazioni legate a prestiti immobiliari). Questo volume di liquidità si sarebbe gradualmente ridotto man mano che questi titoli sarebbero andati in scadenza, il che significa che la Fed sarebbe divenuta meno accomodante. Per questo motivo ha deciso di reinvestire le somme liberate da queste scadenze in acquisti di nuove obbligazioni.

E' vero che dopo i recenti problemi in Europa sulle finanze pubbliche, il governo americano deve abbandonare la propria politica di rilancio dell'economia e prevedere misure di riduzione di questo deficit. La Fed si ritrova quindi sola a poter prendere misure di sostegno all'economia. Se il deterioramento della congiuntura dovesse accentuarsi, la Fed non ha scelta: dovrà divenire più accomodante. Potrebbe quindi andare bene al di là di un semplice reinvestimento degli importi che arrivano a scadenza e acquistare quindi massicciamente obbligazioni.

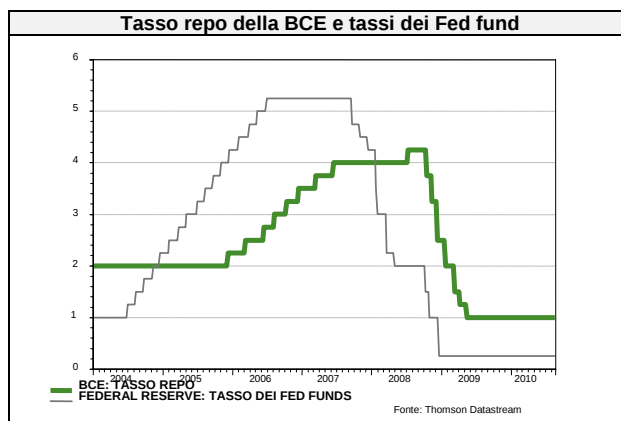
Con una prospettiva di crescita del 2,2% del PIL nel 2011, considerata negativa dagli americani, vi sono poche possibilità che la Fed rialzi i tassi nei 12 prossimi mesi. La Fed porterà il tasso dei Fed fund allo 0,50% nel settembre 2011 e all'0,75% nel dicembre 2011, ossia a un livello ancora estremamente basso.

Alla fine di giugno, 442 miliardi di euro di prestiti accordati dalla **BCE** alle banche sono scaduti. Ciò ha rappresentato quasi la metà delle liquidità, accordate dalla BCE alle banche. Questa scadenza ha avuto conseguenze non trascurabili. In effetti, le importanti eccedenze di liquidità di cui disponevano le banche si sono nettamente ridotte, il che ha comportato un brutale irrigidimento dei tassi interbancari. Quindi, l'euribor a 3 mesi è passato dallo 0,63% all'inizio di aprile allo 0,89% al 25 agosto, avvicinandosi al tasso guida della la BCE (1%) che costituisce tradizionalmente il livello minimo. La BCE non ha tentato di impedire questo irrigidimento.

Le riunioni mensili della BCE all'inizio di luglio e di agosto non hanno portato elementi nuovi. Questo silenzio può essere interpretato sia come un'esitazione della BCE, sia come una divisione al suo interno. Da allora il presidente della Bundesbank, considerato un difensore dell'ortodossia monetaria, è diventato più conciliante, malgrado le buone prestazioni dell'economia tedesca. Sembra non augurarsi l'indurimento della politica monetaria (nuova riduzione delle eccedenze di liquidità, ecc.) della BCE durante i prossimi 6 mesi.

Vista l'austerità di bilancio, che si allarga a macchia d'olio in Europa, l'economia può essere stimolata solo dalla banca centrale. L'inflazione è lungi dal porre un problema. In questo contesto, la BCE dovrà rimanere molto accomodante per un lungo periodo.

Secondo il nostro scenario, un primo rialzo del tasso guida interverrebbe nell'autunno 2011. Il tasso Repo evolverà così dall'1% attuale all'1,25% nel dicembre 2011.



Tassi a 3 mesi (%)

	25/08/10	T4 2010	T3 2011
Stati Uniti	0,3	0,3	0,8
Zona euro	0,9	0,9	1,3
Regno Unito	0,8	0,8	1,0
Polonia	3,7	3,8	4,0

Tassi a lungo termine

Negli **Stati Uniti**, il tasso degli IRS a 10 anni è calato dal 4% di inizio aprile al 2,61% del 25 agosto. Le prospettive economiche sono divenute meno entusiasmanti e la spinta dell'inflazione osservata a inizio d'anno è scemata. La vera ragione sta però nelle aspettative di rialzo dei tassi delle banche centrali, che sono state deluse. A seguito della crisi del debito sovrano in Europa, tutto il peso del rilancio sta oramai sulle spalle della Fed. Per questo, un rialzo dei tassi guida è rinviato a data da destinarsi. Inoltre, a seguito delle voci, nelle ultime settimane i mercati hanno anticipato la decisione della Fed di rimettere in vigore i programmi di acquisto delle obbligazioni del Tesoro o di obbligazioni legate a ipoteche, che aveva fermato rispettivamente nell'ottobre 2009 e nel marzo 2010. Questi acquisti spingeranno i tassi obbligazionari verso il basso. Ricordiamo che in Giappone, acquisti massicci di obbligazioni avevano spinto il tasso delle obbligazioni a 10 anni al livello minimo dello 0,5% nel giugno del 2003.

L'evoluzione futura dei tassi è difficile da decifrare. Certo, è molto verosimile che i tassi saranno ancora molto bassi per un periodo prolungato. Ma i tassi diminuiranno ancora di 100 pb (scenario giapponese) o risaleranno di 100 pb per raggiungere un livello ancora debole? E' difficile rispondere a questa domanda.

Per prudenza, privilegiamo lo scenario di aumento del tasso degli IRS a 10 anni, che passerà così dal 2,61% del 25 agosto 2010 al 3,6% nell'agosto del 2011. Questo aumento non interverrà però nei prossimi mesi. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 2,6% e il 4,4% nell'agosto del 2011.



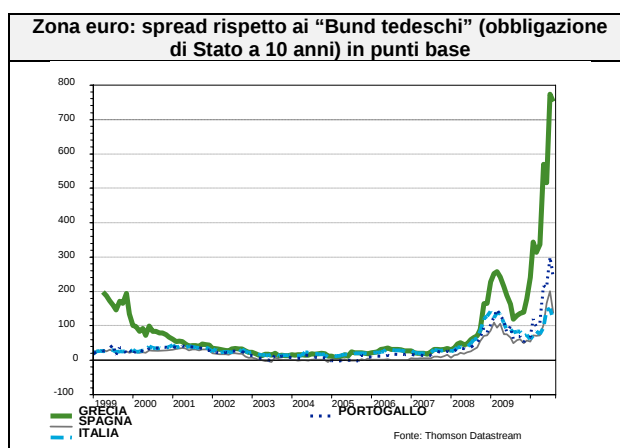
La crisi greca ha condotto a un calo accentuato del tasso degli IRS a 10 anni della **zona euro**. Questo è in effetti tornato dal 3,60% il 31 dicembre al 2,49% il 25 agosto, sfondando il minimo storico del 3,13% raggiunto il 21 settembre 2005. Le misure di austerità, messe a punto d'urgenza in numero Paesi della zona euro, condurranno a un raffreddamento dell'economia. Le prospettive di rialzo dei tassi della BCE sono rinviate alle calende greche. In agosto, il calo del tasso degli IRS si è accentuato dopo la diminuzione del tasso corrispondente americano, successivo al cambiamento di rotta della Fed.

E' ancora possibile un nuovo calo; il suo potenziale è però più ridotto che non negli USA. Se è possibile che la Fed s'impegni in un programma di acquisti massicci di obbligazioni (come pensano i mercati), la BCE non sembra pronta a seguirla, o almeno a seguirla completamente. Sembra in effetti avere bloccato il programma di acquisto di obbligazioni lanciato all'inizio della crisi greca.

Sull'orizzonte dei 12 mesi, i tassi rimarranno ancora molto bassi. Per prudenza, per gli USA prevediamo un aumento del tasso. Questo aumento sarà però limitato. Il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 2,49% del 25 agosto al 2,3% nel novembre 2010 e al 3,3% nell'agosto 2011. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 2,1% e il 3% nel dicembre 2010 e tra il 2,5% e il 3,8% nell'agosto del 2011.

Sul fronte della crisi delle finanze pubbliche di diversi Paesi della zona euro, si osserva un leggero calo, specialmente per gli spread tra i tassi obbligazionari tedeschi da un lato e i tassi obbligazionari spagnoli e italiani dall'altro. Per la Grecia, invece, questo spread resta a un livello gigantesco.

Questa leggera diminuzione della tensione è logica, poiché i timori di default di questi Paesi erano leggermente esagerati. Inoltre, i livelli elevati degli spread hanno potuto attirare degli investitori. E' però poco probabile che gli spread ritrovino il livello precedente alla crisi.



Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	25/08/10	T4 2010	T3 2011
Stati Uniti	2,6	1,9/3,4	2,6/4,4
Zona euro	2,5	2,1/3,0	2,5/3,8
Regno Unito	3,0	3,1	3,8
Polonia	4,8	4,8	5,4

Stati Uniti: segni di soffocamento della ripresa

Nel 2° trimestre la progressione del PIL ha rallentato nettamente e l'evoluzione recente dei termometri congiunturali suggerisce che l'espansione dell'attività perde vigore. E' anche vero che il notevole apprezzamento del dollaro disturba le imprese esportatrici. Peraltro, la fiducia dei consumatori è debole, consumatori che continuano a ridurre nettamente il proprio ricorso al credito al consumo. Infine, dopo le elezioni del Congresso in novembre, la politica di rilancio svolta dal potere federale lascerà il posto all'austerità, visto l'enorme deficit di bilancio.

L'economia non ricadrà però in recessione, perché sarà sostenuta

- Dall'accelerazione in termini reali degli aumenti salariali, a seguito del calo recente dell'inflazione. Ciò favorirà i consumi.
- Dal dinamismo degli investimenti delle imprese. Gli utili delle imprese hanno quasi ritrovato il livello precedente alla crisi, il che permette loro di investire nuovamente.
- Dall'evoluzione positiva dell'economia mondiale.
- Dal proseguimento dell'arricchimento delle scorte. Queste sono attualmente al livello minimo storico.

Per questo, dopo una crescita del PIL del 2,8% nel 2010, prevediamo un rallentamento al 2,2% nel 2011. Per il 2011, ci situiamo abbastanza nettamente al di sotto del consenso degli economisti, che prevede un'espansione del PIL al 2,8% nel 2011.

La fiammata dei prezzi osservata alla fine dello scorso anno è interamente scomparsa. Il tasso d'inflazione è sceso del 2,8% in dicembre, raggiungendo l'1,3% in luglio. I prezzi al consumo sono addirittura scesi in aprile, in maggio e in giugno, il che fa temere un ritorno della deflazione.

Vista l'evoluzione ascendente dei prezzi delle materie prime, gli USA probabilmente non vireranno verso la deflazione. In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dal -0,3% del 2009 all'1,6% del 2010 e all'1,3% nel 2011.

Stati Uniti: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)			
	2009	2010	2011
PIL	-2,6	2,8	2,2
Consumo privato	-1,2	1,4	1,9
Investimenti delle imprese	-17,1	4,5	4,3
Costruzione residenziale	-22,9	1,7	4,9
Esportazioni	-9,5	11,7	5,9
Importazioni	-13,8	10,8	4,3
Tasso d'inflazione	-0,3	1,6	1,3
Saldo oper. correnti (% PIL)	-2,7	-3,5	-3,8
Saldo budgetario (% PIL)	-11,2	-10,2	-8,0
Tasso di risparmio delle famiglie	84,5	91,5	95,7
	5,9	6,2	6,7

Mercati dei cambi: sempre un sentimento mitigato

Dopo aver raggiunto l'8 giugno il livello più basso, ossia di 1,19 EUR/USD, la moneta unica europea ha poco a poco riguadagnato terreno, per ripassare all'inizio di agosto al di sopra di 1,30 EUR/USD.

Tuttavia, una nuova ondata di pessimismo rispetto alle economie americana, cinese e britannica e la crescita dell'inquietudine sulle finanze pubbliche nella zona euro hanno congelato la progressione dell'euro nel corso della seconda settimana di agosto. Le dichiarazioni più accomodanti del presidente della Bundesbank a proposito della politica monetaria della BCE hanno anch'esse spinto l'euro verso il basso.

A breve termine, sono gli indicatori economici pubblicati che continueranno a determinare la direzione dei tassi di cambio. E si potrebbero avere ancora delle sorprese sgradite (cfr. i problemi nel settore bancario in Irlanda). Per questo prevediamo che l'euro continuerà a fluttuare in una forchetta relativamente larga rispetto al dollaro fino alla fine di quest'anno.

Nel 1° semestre 2011, prevediamo che l'euro perderà un po' di terreno rispetto al dollaro. In questo periodo la crescita economica della zona euro subirà seccamente gli effetti delle misure di risanamento di bilancio. A partire dall'anno prossimo, i mercati finanziari cominceranno ad anticipare un irrigidimento della politica monetaria, sia negli Stati Uniti, sia nella zona euro. Secondo il nostro scenario, la Fed dovrebbe rialzare il tasso di base in proporzioni più importanti della BE, il che dovrebbe ridurre lo scarto tra il tasso a breve termine degli Stati Uniti e della zona euro. Il che non favorisce l'euro.

Ma man mano che i risultati positivi degli sforzi di bilancio europei si faranno sentire, e che la BCE inizierà a sua volta a rialzare il tasso guida, l'euro dovrebbe riprendersi. Partiamo quindi dal principio che l'euro si apprezzerà nuovamente gradualmente rispetto al dollaro a partire dall'autunno 2011.



Tassi di cambio

	25/08/10	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011
EUR/USD	1,27	1,28	1,25	1,23	1,24
USD/JPY	85	86	88	89	91
EUR/CHF	1,30	1,31	1,30	1,30	1,30
EUR/GBP	0,82	0,83	0,82	0,81	0,82