Dexia Banque Research

Ottobre 2010

Materie prime: speculatori e riduzione delle scorte spingono i prezzi in su

In ottobre l'indice CRB, che raggruppa i costi di 17 materie prime, ha raggiunto il livello più alto dal luglio del 2008. L'aumento dei costi delle materie prime dipende da una domanda sostenuta (in particolare proveniente dalla Cina), da un'offerta insufficiente, dal calo delle scorte, dall'indebolimento del dollaro americano, dalla speculazione e dalla ricerca di alternative di investimento.

Dopo avere oscillato per molto tempo sotto la barra degli 80 dollari, il costo del petrolio ha superato questa soglia dalla fine di settembre. I fattori fondamentali (offerta, domanda, scorte) non spiegano però questa ripresa del corso del petrolio.

E' così che negli Stati Uniti il livello delle scorte di greggio e delle scorte commerciali di benzina è sempre superiore all'anno scorso. Con l'inverno che si avvicina, le scorte di nafta si mantengono a un livello confortevole. Le scorte di petrolio strategiche sono vicine al loro livello record.

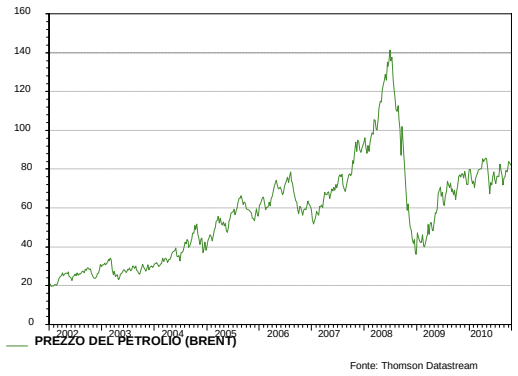
A breve termine il corso dell'oro nero potrebbe continuare a salire, se il dollaro americano continuasse a deprezzarsi. L'imminenza dell'inverno nell'emisfero nord farà salire temporaneamente la domanda di greggio, il che sosterrà i prezzi del petrolio.

Alcuni elementi si oppongono però a un aumento esagerato dei costi del petrolio.
La stagione degli uragani nel Golfo del Messico si terminerà il mese prossimo senza aver causato la minima interruzione della produzione.
Le scorte di petrolio resteranno sufficienti ancora a lungo, poiché la domanda di prodotti petroliferi non decolla realmente, in particolare nei Paesi industrializzati.
Secondo l'Agenzia internazionale dell'energia, le scorte di petrolio sono aumentate nei Paesi dell'OCSE nel mese di agosto 2010, raggiungendo il livello massimo dall'agosto 1998. Le cifre provvisorie in settembre indicavano però un calo delle scorte di petrolio.

L'OPEC dispone peraltro ancora di capacità di produzione eccedentarie sufficienti (senza i 5,6 milioni di barili al giorno dall'Iraq in settembre) per riaprire maggiormente i rubinetti in caso di bisogno.

Dato che l'anno prossimo il ritmo di crescita dell'economia mondiale sarà inferiore a quello di quest'anno, la domanda mondiale di petrolio greggio aumenterà anche meno fortemente di quest'anno.
Per questa ragione, nel 2011 ci aspettiamo un aumento dei costi del petrolio in media meno sostenuto di quanto registrato nel 2010.

Andamento del prezzo del petrolio dal 2002 (USD/barile)



Prezzo del petrolio (Brent) (USD/barile)

26/10/10	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011
83,5	86	84	81	84

Finito di redigere il 26 ottobre 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), 02/222 31 20 (S. Farkas) o 02/222 48 12 (O. Lohest).

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.

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

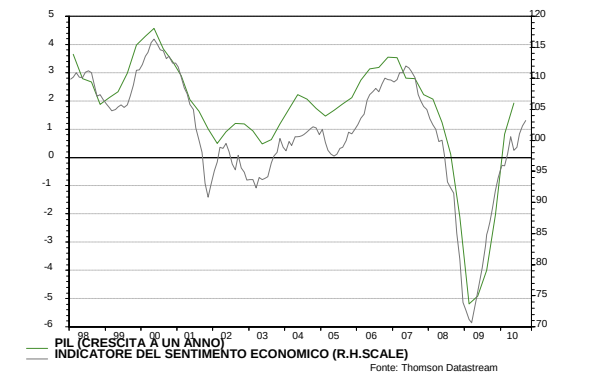
Zona euro: riduzione in corso della crescita economica

Nel corso del terzo trimestre è proseguita la crescita economica: l'aumento dell'indicatore del clima degli affari si è rinforzato in settembre, per raggiungere il livello più elevato dal gennaio 2008.
Il ritmo della crescita economica è però rallentato, come lo testimoniano gli indici dei direttori degli acquisti (tanto dell'industria manifatturiera, quanto del settore terziario).
L'indice della fiducia dei consumatori ha invece registrato un aumento tra giugno e settembre e si è stabilizzato in ottobre

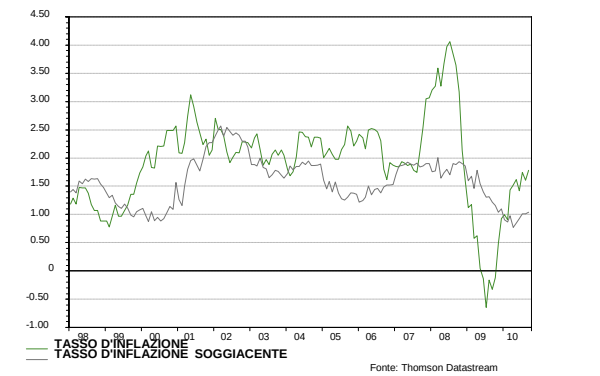
Le statistiche sul mercato del lavoro hanno consolato i consumatori, poiché la crescita della disoccupazione nella zona euro diminuisce a ritmo annuale e il tasso di disoccupazione si stabilizza.
La debolezza dei numeri sulla vendite al dettaglio e sule vendite di autovetture mostra però che i consumatori non sono pronti a spendere a ruota libera.
Tutto porta a credere che l'ottimismo dei consumatori non aumenterà molto. In queste ultime settimane diversi Paesi della zona euro hanno presentato le misure di bilancio per il 2011, nelle quali sono annunciati risparmi draconiani e nuovi aumenti di imposte.
La fiducia delle imprese continua a crescere, in particolare nell'industria. Niente di sorprendente: la produzione industriale, gli ordini all'esportazione e il totale degli ordinativi industriali hanno il vento in poppa.
Tuttavia, l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro americano e alla sterlina britannica, associato all'indebolimento della congiuntura americana e britannica, rischia, nel corso dei prossimi mesi, di frenare l'evoluzione positiva degli ordini entranti all'esportazione.

L'inflazione è passata dall'1,61% in agosto all'1,78% in settembre. L'inflazione soggiacente (che non tiene conto dell'energia, dell'alimentazione, dell'alcol e del tabacco) era in settembre di solo l'1,04%.
La moderazione salariale, coniugata al recente apprezzamento dell'euro e alla debolezza della domanda domestica, manterrà l'inflazione media nel 2010 e nel 2011 sotto la soglia del 2% raccomandata dalla BCE. Compenserà la pressione verso l'alto esercitata sui prezzi al consumo dal rialzo dei corsi delle materie prime e delle aliquote IVA in un certo numero di Paesi della zona euro.

Indicatore del sentimento economico e crescita PIL (su un anno)



Tasso d'inflazione



Zona euro: previsioni di crescita del PIL per componenti (crescita su un anno)

	2009	2010	2011
PIL	-4,0	1,6	1,4
Consumo privato	-1,1	0,5	0,7
Investimenti	-11,3	-0,6	3,9
Esportazioni	-13,1	9,6	6,2
Importazioni	-11,8	10,2	6,6
Tasso d'inflazione	0,3	1,5	1,7
Saldo oper. correnti (% PIL)	-0,6	-0,5	0,1

Tassi a breve termine

Diversi dirigenti della **Fed** desiderano che questa si impegni al più presto sulla via di un nuovo ammorbidimento della politica monetaria, poiché non sono soddisfatti dell'evoluzione dell'economia e dell'inflazione, che rischia di virare verso la trappola della deflazione. Prenderà probabilmente la decisione di ammorbidire la politica monetaria sin dalla prossima riunione, in programma per il 3 novembre. Esiste un ampio consenso in questo senso. Non dovrebbe ridurre i tassi di interesse, perché sono prossimi allo 0%, ma intensificare i propri acquisti di obbligazioni. Sarà peraltro quasi obbligata a farlo, altrimenti rischia di provocare un crash sul mercato obbligazionario, con un brutale aumento dei tassi.

Restano le questioni dell'ampiezza, della forma, del timing, ecc. Gli acquisti di obbligazioni saranno probabilmente meno energici che nel turno precedente (quello cioè che è cominciato nel marzo del 2009). Il suo impegno potrebbe essere anche meno fermo e condizionato all'andamento della congiuntura, al lancio eventuale di un programma di austerità da parte del governo e al proseguimento del calo del tasso d'inflazione.

Con una prospettiva di crescita del 2,1% del PIL nel 2011, che è considerata cattiva dagli americani, vi sono poche possibilità che la Fed rialzi i tassi nei 12 mesi prossimi. La Fed comincerà a rialzare i tassi nella primavera del 2012.

Da giugno la **BCE** assorbe le liquidità che aveva iniettato massicciamente nel sistema finanziario dopo lo scoppio della crisi finanziaria. Queste sono riscese di 870 miliardi d'euro nel giugno del 2010 a 518 miliardi d'euro alla metà dell'ottobre del 2010. Questa riduzione ha comportato una crescita dell'euribor a 3 mesi, che è passato dallo 0,63% di inizio di aprile all'1,03% del 26 ottobre, passando così al di sopra del tasso guida della BCE (dell'1%). La BCE svolge quindi una politica diametralmente opposta a quella della Fed.
La BCE esita a restare del tutto accomodante, vista la situazione altalenante degli ultimi mesi. La situazione della BCE non è facile, vista l'evoluzione nettamente divergente delle economie della zona euro (dinamismo tedesco, ma marasma in Grecia e in Spagna), ma anche della salute dei sistemi bancari.
L'economia della zona euro rallenterà presto per la messa in opera dei piani di austerità di bilancio nella maggior parte dei Paesi europei. La brutale risalita dell'euro costituisce anche una cattiva notizia per gli esportatori. L'inflazione soggiacente è solo dell'1% in settembre. In questo contesto, la BCE dovrà rimanere molto accomodante per un lungo periodo. Secondo il nostro scenario, un primo aumento del tasso guida interverrebbe nella primavera del 2012.

Tassi a 3 mesi (%)

	26/10/10	T1 2011	T4 2011
Stati Uniti	0,3	0,3	0,5
Zona euro	1,0	1,1	1,3
Regno Unito	0,8	0,8	1,0
Polonia	3,7	4,0	4,5

Tassi a lungo termine

Sul **mercato obbligazionario**, nel marzo del 2009, la Fed aveva inferto un grande colpo psicologico, annunciando l'acquisto di 1.150 miliardi di dollari di obbligazioni. Ripeterà il colpo? Se è altamente probabile che deciderà di intensificare i propri acquisti di obbligazioni dalla riunione di novembre, è tutt'altro che scontato che ora procederà nello stesso modo. In effetti possiede già un volume enorme di obbligazioni in portafoglio. Questi acquisti di obbligazioni potrebbero quindi diventare meno spettacolari e meno sistematici.

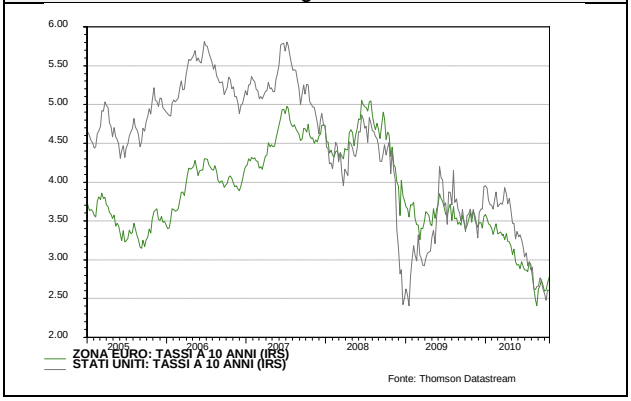
L'evoluzione futura dei tassi è difficile da prevedere. Ciò dipenderà da quel che farà precisamente la banca centrale americana e dalla misura in cui i mercati hanno anticipato correttamente la decisione futura della Fed. E' però molto verosimile che i tassi saranno ancora molto bassi per un periodo prolungato.

Sottolineiamo che una risalita di questo tasso è possibile sull'orizzonte di un anno. In effetti

- Siamo entrati in un'economia di choc, con choc finanziari, choc inflazionisti, choc di cambio, ecc.. Ciò produce una serie di sorprese e una forte volatilità dei parametri economici, compresi i tassi di interesse.
- In un certo momento gli investitori potrebbero giudicare i tassi troppo bassi e allontanarsi da questo mercato.
- La crisi dell'indebitamento, che in un primo tempo ha spinto curiosamente i tassi verso il basso, potrebbe in un secondo tempo spingere questi tassi verso l'alto. In effetti, gli investitori internazionali (tra i quali le banche centrali asiatiche) potrebbero diffidare dell'enorme deficit di bilancio americano (peggiore di quello della zona euro) e reclamare un premio di rischio sulle obbligazioni americane.

Per prudenza, privilegiamo lo scenario di aumento del tasso degli IRS a 10 anni, che passerà così dal 2,63% del 26 ottobre 2010 al 3,3% nell'ottobre 2011. Questo aumento interverrebbe però solo nei prossimi mesi. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 2,3% e il 3,9% nell'ottobre del 2011.

Tassi IRS a 10 anni negli USA e nella zona euro



Nella **zona euro**, il tasso degli IRS a 10 anni aveva seguito da giugno la caduta del corrispondente americano. Dalla fine di ottobre, se ne è staccato. In effetti, i tassi americani sono spinti verso il basso dalle prospettive di acquisto massiccio di obbligazioni da parte della Fed, mentre la BCE non prenderà questa strada. Inoltre, la BCE sta riducendo sensibilmente gli apporti di liquidità.

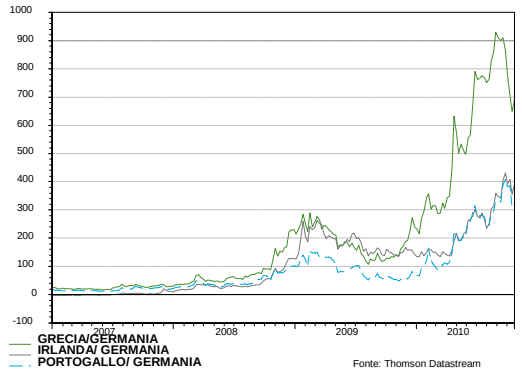
Un nuovo calo del tasso degli IRS europeo è possibile, visto il legame esistente tra i tassi a lungo termine sulle due sponde dell'Atlantico. Il suo potenziale è però più ridotto che negli USA, vista la divergenza delle politiche svolte dalla Fed e dalla BCE, sia per quanto riguarda la politica monetaria, sia per quanto riguarda gli acquisti di obbligazioni.

Sull'orizzonte dei 12 mesi, i tassi obbligazionari resteranno ancora molto bassi, visto che la BCE non può rialzarli per molto tempo. Per prudenza, prevediamo come per gli USA un aumento dei tassi obbligazionari, visto che il livello attuale di questI tassi corrispondono a uno scenario macro-economico molto pessimista. Questo aumento sarà però limitato, poiché la congiuntura economica sarà poco brillante.

il tasso degli IRS a 10 anni passerà dal 2,78% del 26 ottobre al 2,6% del gennaio 2011 e al 3,3% dell'ottobre 2011. Tenuto conto degli scenari alternativi, questo tasso sarà compreso tra il 2,4% e il 3% nel gennaio 2011 e tra il 2,5% e il 3,7% nell'ottobre 2011.

Sul fronte della **crisi finanziaria**, la tensione si è in una certa misura stemperata nella zona euro dall'inizio del 4° trimestre. I CDS, che permettono di coprirsi contro il rischio di fallimento di una banca, sono diminuiti, come peraltro gli **spread** delle obbligazioni emesse da Paesi periferici della zona euro rispetto alle obbligazioni tedesche. E' possibile che alcuni investitori giudichino appetibili questi livelli di spread, e che la cosa comporti un calo degli stessi. La notizia che il FMI potrebbe dare più tempo alla Grecia per rimborsare il debito verso questa istituzione internazionale è stata bene accolta dai mercati.

Zona euro: spread rispetto ai "Bund tedeschi" (obbligazione di Stato a 10 anni) in punti base



Tassi a 10 anni (IRS) (%)

	26/10/10	T1 2011	T4 2011
Stati Uniti	2,6	2,1/3,4	2,3/3,9
Zona euro	2,8	2,4/3,0	2,5/3,7
Regno Unito	3,1	3,3	3,8
Polonia	5,2	5,3	5,8

Stati Uniti: prospettive poco brillanti

Dopo un buon 2° trimestre, contrassegnato da un'espansione modesta del PIL, il 3° trimestre non si presenta molto meglio. Inoltre, le prospettive congiunturali non sono per nulla brillanti:

- L'espansione dell'economia è troppo debole per comportare una vera diminuzione della disoccupazione, il che sbiadisce la fiducia delle famiglie, già mediocre.
- Le famiglie continuano a ridurre il proprio ricorso al credito al consumo.
- Gli Stati e gli Enti locali riducono le spese e tagliano posti di lavoro.

Tuttavia, l'economia probabilmente non sprofonderà nella recessione. In effetti

- L'indebolimento recente del dollaro è generalizzato, il che sosterrà il commercio estero americano.
- I tassi obbligazionari sono scesi a un livello molto basso, il che stimolerà l'attività economica
- Il rapporto scorte/vendite è attualmente al minimo storico, il che significa che vi sono poche possibilità che si assista, come alla fine del 2008/inizio 2009, a una riduzione delle scorte devastante per l'economia.
- Nelle economie emergenti, la ripresa è durevole, il che sosterrà le esportazioni americane.
- Gli utili delle imprese hanno quasi ritrovato il livello di prima della crisi, il che li incoraggia di investire nuovamente.

Conseguentemente, dopo una crescita del PIL del 2,7% nel 2010, puntiamo su un rallentamento al 2,1% nel 2011.
La fiammata dei prezzi, osservata alla fine dello scorso anno, è interamente scomparsa: il tasso di inflazione è crollato dal 2,8% in dicembre all'1,1% in settembre.
La volatilità dell'inflazione incita a non prendere posizioni troppo nette per quanto riguarda le prospettive sulla deflazione. Peraltro, visto il rimborso dei prezzi delle materie prime, non è affatto sicuro che gli USA passeranno in situazione di deflazione. I prezzi pagati dalle imprese salgono nuovamente.
In definitiva, il tasso d'inflazione passerà dal -0,3% del 2009 all'1,6% nel 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	2,7	2,1
Consumo privato	-1,2	1,6	2,0
Investimenti delle imprese	-17,1	4,9	4,8
Costruzione residenziale	-22,9	-1,3	0,9
Esportazioni	-9,5	12,1	6,8
Importazioni	-13,8	12,8	5,6
Tasso d'inflazione	-0,3	1,6	1,3
Saldo oper. correnti (% PIL)	-2,7	-3,4	-3,6
Saldo budgetario (% PIL)	-11,2	-9,8	-8,0
Debito pubblico lordo (in % del PIL)	83,0	89,7	93,9
Tasso di risparmio delle famiglie	5,9	5,7	6,1

Mercati dei cambi: l'ammorbidimento scontato della politica della Fed spinge in su l'euro

In queste ultime settimane, l'euro ha ripreso l'aumento rispetto al dollaro, disdegnando le cattive notizie provenienti dalla zona euro.
I mercati dei cambi sono sempre sotto l'influenza di un nuovo ammorbidimento quantitativo svolto dalla Fed e dalla riduzione delle liquidità messe in opera dalla BCE. Gli investitori ignorano il dollaro e si rifugiano verso altre divise e l'oro. Il timore che la Cina ripartisca maggiormente le proprie riserve in divise (e che riduca la quota-parte del dollaro americano) ha avuto anche come effetto di affossare ancora di più la divisa americana.

La debolezza degli indicatori economici americani e l'ammorbidimento quantitativo previsto dalla Fed rischiano anche di spingere, a breve termine, l'euro in su.
La BCE continua anche con la strategia di riduzione delle liquidità e, contrariamente alla Banca del Giappone per esempio, non interverrà probabilmente sui mercati dei cambi per frenare l'euro.

Partiamo però dall'ipotesi secondo la quale il dollaro recupererà, nel corso della primavera 2011, una parte del suo calo rispetto all'euro.
Passato il rapido apprezzamento dell'euro, aumenteranno le probabilità di raccolta degli utili da parte degli speculatori.
L'inquietudine sulla crisi delle finanze pubbliche in un certo numero di Paesi della zona euro (tra i quali l'Irlanda e la Grecia) potrebbe tornare in superficie.
Le misure di austerità da prendere nella zona euro faranno sentire il proprio effetto a partire dall'anno prossimo e, quindi, la crescita economica negli Stati Uniti continuerà a sorpassare quella della zona euro.
L'ammorbidimento quantitativo svolto dalla Fed non è evidentemente una buona notizia per il dollaro, ma i mercati finanziari hanno già, in grande misura, anticipato questa evoluzione. Conseguentemente, non prevediamo un crollo brutale del dollaro rispetto all'euro quando la Fed intensificherà realmente il programma di acquisto di obbligazioni.

Scontiamo, a partire dall'autunno del 2011, un'inversione di tendenza, a favore dell'euro questa volta.
Man mano che gli sforzi di risanamento di bilancio svolti in Europa cominceranno a portare i propri frutti, i timori sulla crisi del debito nella zona euro diminuiranno (senza tuttavia scomparire). Inoltre, nella primavera del 2012, la BCE seguirà l'esempio della Fed e comincerà ad alzare il tasso repo. I mercati finanziari anticiperanno questo movimento, sostenendo il corso dell'euro.

Tassi di cambio

	26/10/10	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011
EUR/USD	1,40	1,40	1,36	1,35	1,41
USD/JPY	81	84	87	91	95
EUR/CHF	1,36	1,36	1,35	1,35	1,35
EUR/GBP	0,88	0,88	0,84	0,83	0,86