
Riflettori puntati sulle prospettive di crescita e di inflazione¹

Il terremoto e lo tsunami che hanno devastato il Giappone agli inizi di marzo e la connessa crisi nucleare hanno provocato una fuga generalizzata ma di breve durata verso attività meno rischiose. Con l'attenuarsi delle incertezze sulle ripercussioni economiche di questi eventi, gli investitori sono tornati a concentrarsi sulle prospettive di inflazione e di crescita internazionali, nonché sulle possibili risposte della politica monetaria. In maggio i timori per la situazione del debito sovrano nell'area dell'euro e per l'impatto esteso di un'eventuale ristrutturazione del debito greco hanno crescentemente gravato sulla fiducia degli investitori.

Di fronte a un ridimensionamento delle prospettive globali di crescita e di inflazione nel periodo, i rendimenti obbligazionari sono diminuiti nelle principali economie sviluppate. I prezzi di molte materie prime si sono stabilizzati o sono addirittura calati, riducendo le attese di inflazione nel breve periodo. Gli investitori hanno continuato ad aspettarsi un'espansione vigorosa nei paesi emergenti, ma hanno rivisto al ribasso le previsioni di crescita degli Stati Uniti. Le prospettive di espansione di altre importanti economie avanzate sono rimaste modeste. La crescita sostenuta e le continue spinte inflazionistiche derivanti dai passati rincari delle materie prime hanno indotto diversi paesi emergenti a inasprire ulteriormente la politica monetaria. L'ampliarsi dei differenziali di crescita e di interesse fra questi paesi e le economie sviluppate ha determinato un deprezzamento generalizzato del dollaro USA e afflussi di capitali verso obbligazioni e azioni dei mercati emergenti.

Con il passare del tempo gli operatori hanno mostrato crescente inquietudine per l'eventualità di una ristrutturazione del debito pubblico della Grecia. A sua volta, ciò ha alimentato timori che una simile ristrutturazione potesse causare perdite significative per le banche europee. Le preoccupazioni per un conseguente rallentamento dell'attività economica hanno provocato un marcato deprezzamento dell'euro in maggio.

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. L'analisi si riferisce al periodo fino al 25 maggio 2011. Eventuali domande possono essere rivolte a jacob.gyntelberg@bis.org, nick.vause@bis.org o goetz.von.peter@bis.org. Per maggiori informazioni su statistiche e grafici, si prega di contattare magdalena.erdem@bis.org o orgarry.tang@bis.org.

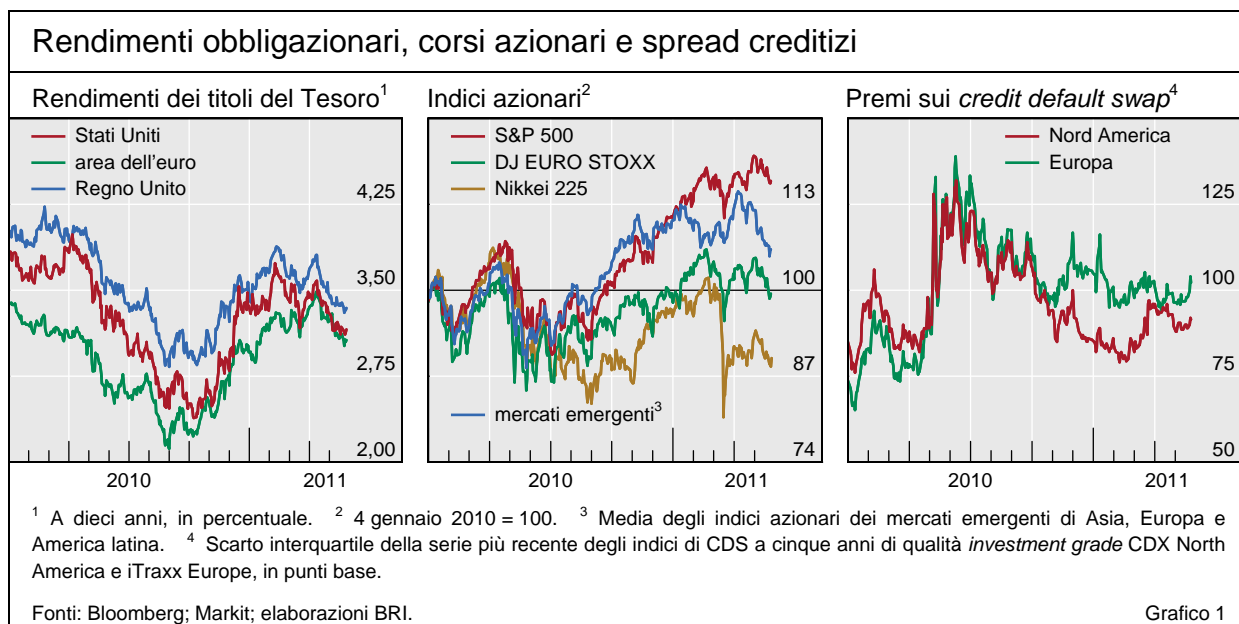
Crescita e inflazione globali tornano in primo piano dopo lo shock del terremoto

Il devastante terremoto che ha colpito il Giappone l'11 marzo, nonché lo tsunami e la crisi nucleare da esso provocati, hanno innescato una "fuga verso la sicurezza" breve ma generalizzata. Nei giorni immediatamente successivi al sisma, gli indici azionari internazionali hanno subito una marcata caduta e i rendimenti dei titoli di Stato di tutti i principali paesi sviluppati sono calati allorché gli investitori hanno privilegiato attività meno rischiose (grafico 1). I primi giorni seguiti alla catastrofe sono stati contraddistinti dall'incertezza circa l'entità delle ripercussioni economiche e il loro impatto sui rendimenti delle attività, con un conseguente aumento delle volatilità implicite nei mercati azionari, creditizi e dei titoli di Stato mondiali (grafico 2). Questi effetti, tuttavia, sono in gran parte rientrati di fronte all'attenuarsi delle incertezze e alla risposta delle autorità giapponesi e internazionali agli eventi. A metà aprile gli indici azionari globali e asiatici (Giappone escluso) segnavano un rialzo di circa il 5% rispetto alla vigilia del terremoto.

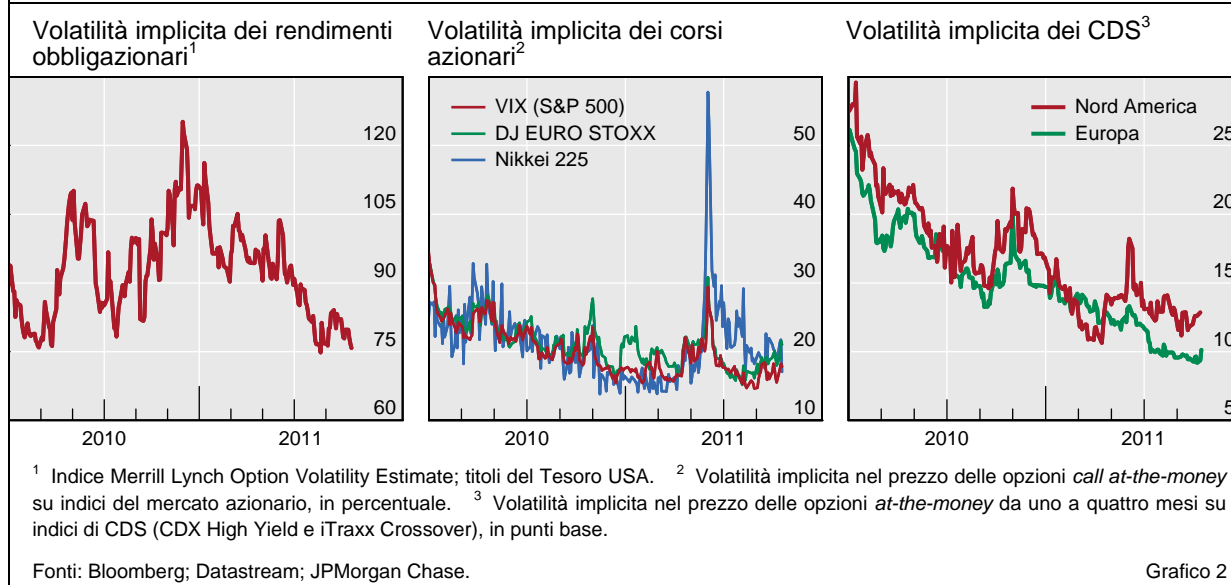
Ciò nonostante, il disastro ha generato perdite più durature in specifici segmenti dei mercati finanziari, in particolare nel mercato azionario nipponico. A fine maggio, quasi tre mesi dopo la catastrofe, le quotazioni azionarie delle imprese di pubblica utilità e delle società finanziarie del paese erano inferiori rispettivamente di circa il 45 e 15% ai livelli antecedenti il terremoto. Ciò ha rispecchiato la percezione degli investitori di un significativo ridimensionamento delle prospettive dell'energia nucleare in Giappone e le aspettative di perdite dei settori assicurativi e creditizio. Gli indici equivalenti per le imprese giapponesi dei settori dei beni di consumo e dei servizi sono parimenti rimasti al di sotto dei livelli pre-terremoto. Sul piano internazionale, le società operanti nei comparti dell'energia nucleare e delle assicurazioni sono state in generale le più colpite e il loro valore di mercato non è riuscito a riportarsi sui livelli precedenti il sisma. Per contro, le valutazioni in altri settori hanno generalmente recuperato il terreno perduto. Per una trattazione più

Il terremoto in Giappone provoca una "fuga verso la sicurezza" di breve durata ...

... e perdite più durature in alcuni mercati



Volatilità nei mercati obbligazionari, azionari e creditizi



dettagliata delle conseguenze del sisma e dello tsunami giapponesi si rimanda al riquadro a fine testo.

Il rallentamento dell'attività si ripercuote negativamente sui mercati obbligazionari ...

Le aspettative di crescita e di inflazione sono tornate in primo piano quando le conseguenze immediate del terremoto giapponese sui mercati finanziari hanno iniziato ad attenuarsi. Gli operatori hanno rivisto al ribasso le previsioni di espansione negli Stati Uniti e hanno differito i tempi previsti per l'inasprimento della politica monetaria in quel paese, determinando un calo dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA. I rendimenti sono scesi anche in altre economie sviluppate (grafico 1, diagramma di sinistra), invertendo così la tendenza dei sei mesi precedenti.

... azionari ...

Con la rilevante eccezione del Giappone, i principali indici azionari internazionali sono rimasti sostanzialmente invariati durante il periodo in rassegna (grafico 1, diagramma centrale). Essi si sono mossi al rialzo e al ribasso pressoché in linea con quelli dei rendimenti dei titoli di Stato, indicando di risentire delle stessi determinanti. In aggiunta, le crescenti preoccupazioni per l'indebitamento del settore pubblico sembrano aver depresso le quotazioni azionarie in alcuni paesi. L'escalation delle tensioni relative al debito pubblico greco, irlandese e portoghese in maggio (cfr. l'ultima sezione) ha pesato sulle valutazioni azionarie delle banche europee con una significativa esposizione verso queste attività e pare altresì aver inciso negativamente sui corsi azionari più in generale (l'indice DJ EURO STOXX ha perso oltre il 5% a maggio), rafforzando le attese di un risanamento dei conti pubblici nell'area dell'euro, visto dagli investitori come un freno alla crescita economica nel breve periodo. Negli Stati Uniti il 18 aprile Standard & Poor's ha attribuito un *outlook* negativo al merito di credito AAA del paese, segnalando la necessità di un risanamento fiscale.

... e creditizi

Le variazioni degli spread creditizi sono state modeste nel periodo, ma evidenziano nondimeno alcune divergenze tra le regioni (grafico 1, diagramma di destra). I premi sui *credit default swap* relativi alle imprese nordamericane sono aumentati, mentre quelli riferiti alle società europee sono rimasti

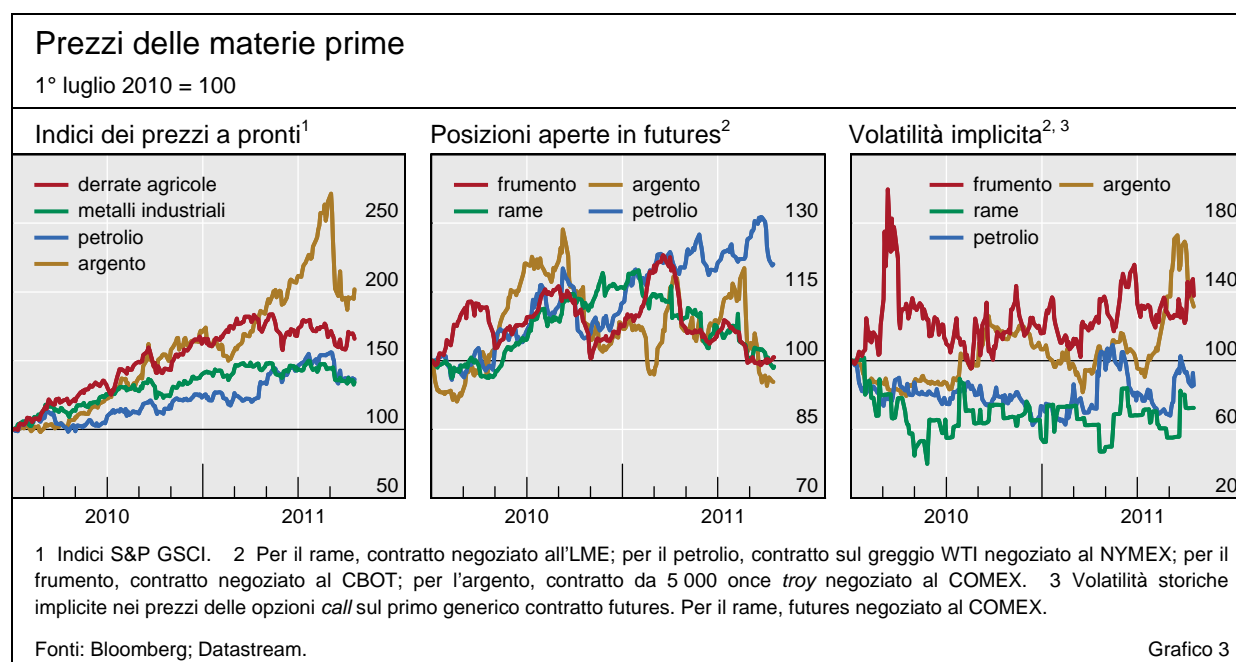
pressoché invariati o sono diminuiti, sia per le obbligazioni *investment grade* sia per quelle con merito di credito più basso. Ciò riflette probabilmente l'andamento divergente delle aspettative di crescita delle due regioni nel periodo in rassegna. La mediana delle previsioni degli analisti relative all'espansione statunitense nel 2011 è diminuita di circa 25 punti base, mentre le attese di crescita in Europa sono rimaste sostanzialmente invariate. Un ulteriore fattore in gioco può essere stato l'avvicinarsi della fine del secondo programma di allentamento quantitativo della Federal Reserve, che ha destato preoccupazioni per il potenziale impatto negativo del rialzo dei rendimenti delle obbligazioni del Tesoro sulle quotazioni delle attività rischiose.

Brusca flessione dei prezzi delle materie prime

I prezzi di varie materie prime sono crollati agli inizi di maggio (grafico 3, diagramma di sinistra), invertendo così la tendenza rialzista dei due anni precedenti. Tuttavia, anche prima di questa caduta inaspettatamente marcata, il ritmo dei rincari era andato calando. La serie di deludenti raccolti che aveva provocato un raddoppio delle quotazioni delle materie prime agricole nei nove mesi fino a marzo 2011 è giunta al termine, contribuendo a stabilizzare i corsi. L'indebolimento della produzione industriale in seguito al terremoto in Giappone ha frenato i prezzi dei metalli industriali.

I prezzi delle materie prime crollano in maggio ...

Il petrolio si è rivelato la principale eccezione alla stabilizzazione dei corsi delle materie prime. Le quotazioni sono salite di circa il 10% tra marzo e gli inizi di maggio a causa dell'interruzione delle forniture libiche dovuta a tensioni politiche, e ciò malgrado il fatto che l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) si fosse impegnata agli inizi di marzo a controbilanciare la carenza con un incremento dell'offerta. Ciò detto, tale impegno potrebbe aver contribuito alla riduzione delle volatilità implicite dei corsi del petrolio osservata a marzo. Le incertezze sul futuro dell'energia nucleare in seguito alla



catastrofe in Giappone hanno parimenti esercitato pressioni al rialzo sulle quotazioni del greggio durante il periodo.

... e gli investitori finanziari si ritirano

I corsi della maggior parte delle materie prime hanno subito una decisa flessione nell'arco di pochi giorni agli inizi di maggio. Quelli dell'argento sono precipitati del 30%, mentre quelli del petrolio hanno perso il 10% nello stesso periodo. Su entrambi i mercati l'incremento dei margini richiesti ha significativamente amplificato i cali iniziali dei prezzi. I rincari dei mesi precedenti erano coincisi con ingenti investimenti effettuati da investitori finanziari alla ricerca di attività il cui valore sarebbe aumentato parallelamente all'inflazione globale. Le posizioni aperte in futures su merci, il principale strumento finanziario con cui gli investitori assumono un'esposizione verso le quotazioni delle materie prime, sono sensibilmente cresciute, in particolare nel mercato dell'argento. La moderazione delle spinte inflazionistiche mondiali percepita in seguito alle notizie negative provenienti agli inizi di maggio dagli Stati Uniti e dalla Germania potrebbe aver spinto alcuni investitori a disimpegnarsi. Il 6 maggio le posizioni aperte sull'argento nei mercati dei futures hanno registrato un calo del 15% (grafico 3, diagramma centrale). Da allora la volatilità implicita di questo metallo è nettamente aumentata, a segnalare che gli operatori percepiscono un rischio di ulteriori ribassi significativi (grafico 3, diagramma di destra). Per contro, la volatilità implicita delle quotazioni del petrolio non risulta particolarmente elevata rispetto ai livelli degli ultimi mesi.

Mercati obbligazionari, prospettive di inflazione e tassi di cambio

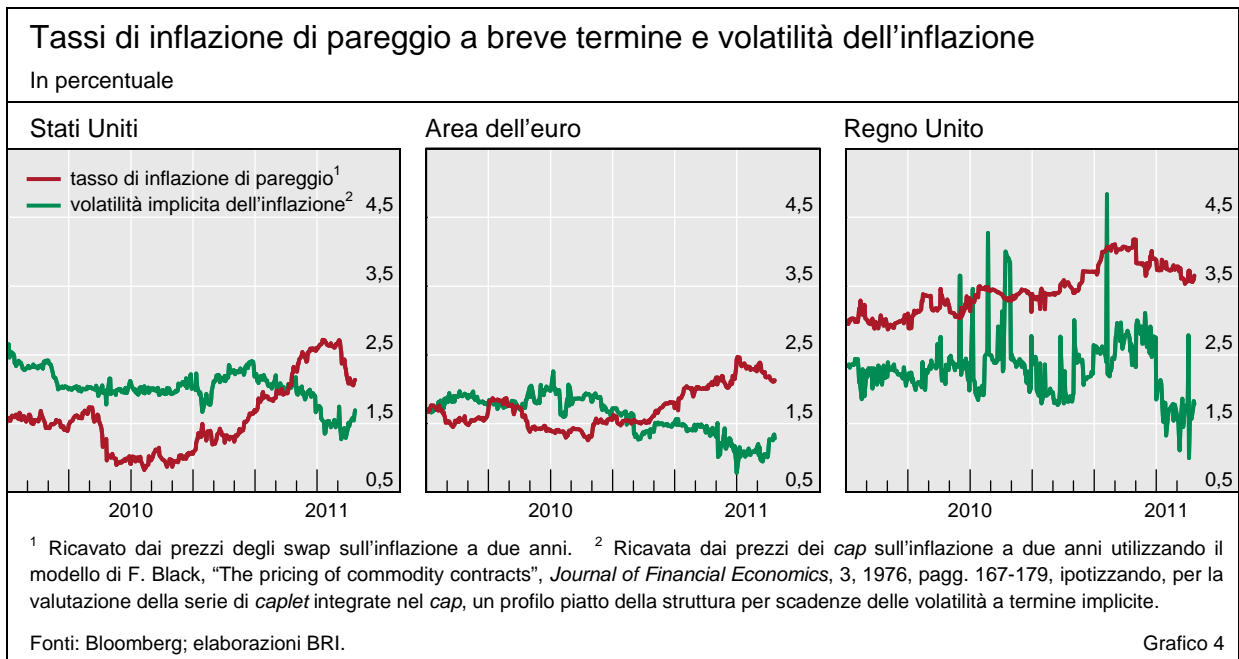
Si attenuano le prospettive di inflazione a breve termine ...

Durante tutto il periodo in rassegna l'attenzione degli investitori e delle autorità è rimasta concentrata sull'impatto inflazionistico delle variazioni correnti e passate della crescita e dei prezzi delle materie prime. Sebbene le banche centrali dei vari paesi abbiano continuato ad affrontare scenari domestici di crescita diversi, le quotazioni sui mercati obbligazionari hanno segnalato una revisione al ribasso delle aspettative di inflazione a breve termine nelle principali economie sviluppate tra gli inizi di marzo e gli ultimi di maggio. I tassi di inflazione impliciti a breve relativi ai mercati statunitense, britannico e dell'area dell'euro si sono ridotti a partire da aprile di pari passo con le aspettative di crescita (grafico 4). Al tempo stesso si sono parzialmente dissipate le incertezze osservate nella parte precedente dell'anno circa l'andamento dell'inflazione di breve periodo. La volatilità dell'inflazione implicita a breve termine, desunta dai prezzi delle opzioni a due anni sull'inflazione, ha seguito una tendenza al ribasso per gran parte del periodo, in particolare negli Stati Uniti (grafico 4).

... e si riduce l'incertezza sull'inflazione

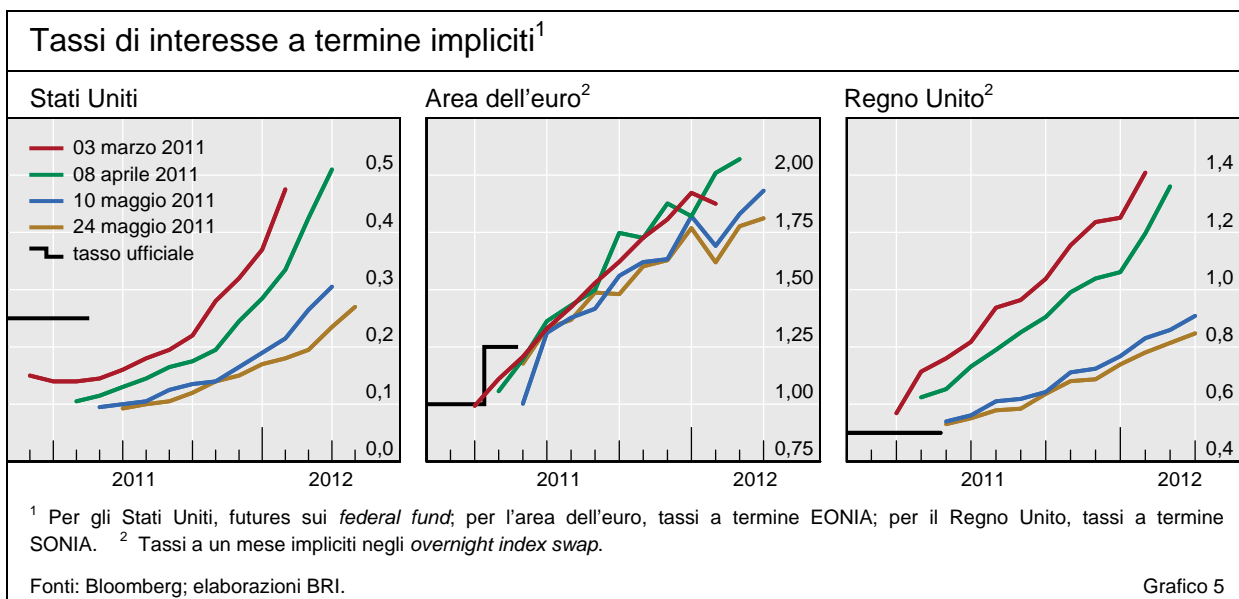
Gli investitori differiscono le aspettative sui rialzi dei tassi negli Stati Uniti e nel Regno Unito

Gli operatori hanno differito i tempi previsti per il primo rialzo dei tassi di riferimento negli Stati Uniti e nel Regno Unito. La Federal Reserve ha mantenuto invariato il tasso obiettivo sui *federal fund* durante tutto il periodo, nonostante gli aumenti dell'inflazione implicita a breve termine sino a metà aprile. Successivamente, la correzione al ribasso delle aspettative di inflazione di breve periodo e il rinnovato impegno a mantenere bassi i tassi per un periodo prolungato, espresso durante la conferenza stampa del 27 aprile (la



prima nella storia) dopo la riunione del Federal Open Market Committee, hanno indotto gli investitori a rivedere le probabilità di un rialzo anticipato dei tassi di interesse. A fine maggio i tassi a termine impliciti nelle quotazioni di mercato indicavano che gli operatori si aspettavano tassi di riferimento stabili sino a fine 2011 (grafico 5, diagramma di sinistra). La decisione della Fed di mantenere la propria politica accomodante, comunicata in occasione della riunione di aprile, ha altresì provocato un ribasso dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA e un indebolimento del dollaro. Per contro, le quotazioni del petrolio e i corsi azionari sono saliti, spingendo gli indici azionari di riferimento in prossimità dei massimi degli ultimi tre anni.

Gli operatori hanno inoltre riconsiderato le proprie aspettative sui tempi di un possibile rialzo dei tassi ufficiali della Bank of England in risposta a un aumento dell'inflazione. I tassi a termine impliciti indicano che gli investitori ritenevano probabile un inasprimento in occasione della riunione del Monetary

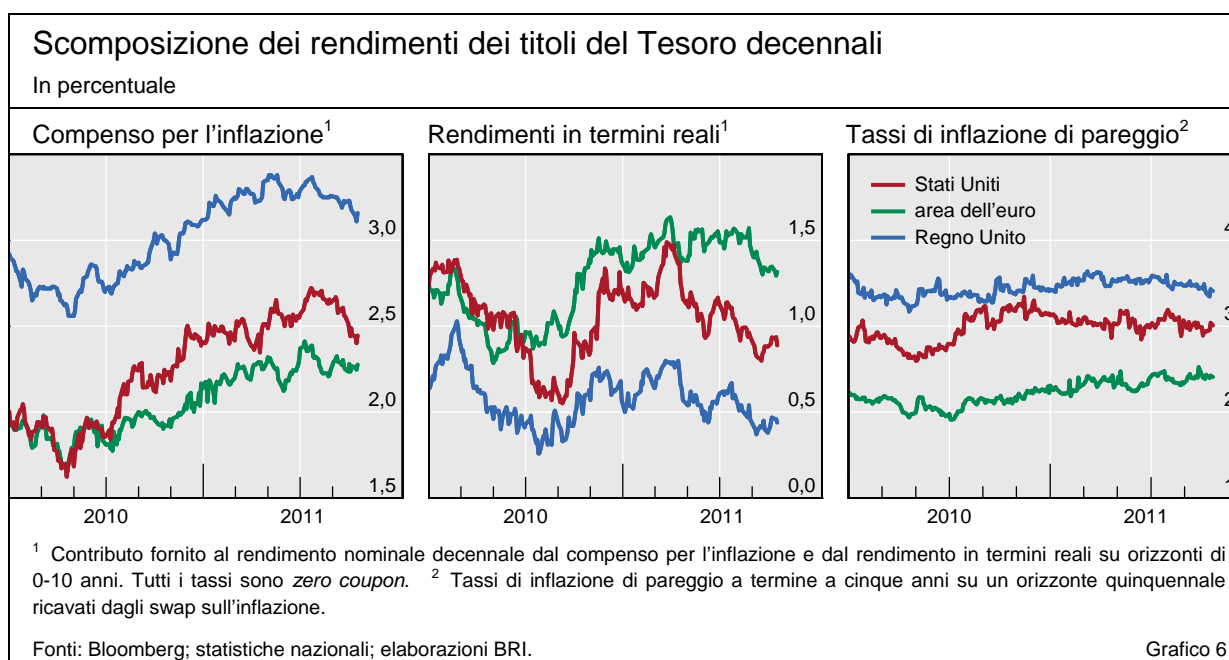


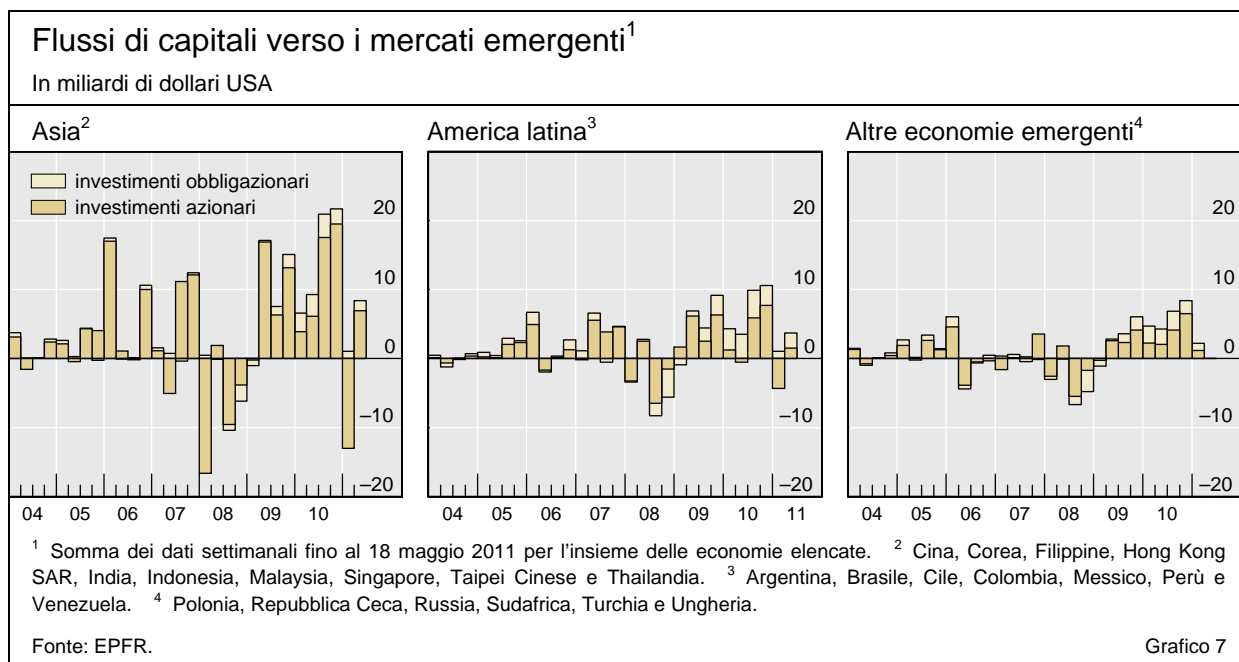
Policy Committee agli inizi di marzo (grafico 5, diagramma di destra). Non essendosi verificato il rialzo atteso, hanno differito le proprie aspettative in merito ai tempi del primo aumento. Nei mesi successivi gli operatori hanno continuato a modificare le proprie attese in risposta all'allentamento delle pressioni inflazionistiche.

In Europa i segnali di una ripresa più sostenuta agli inizi del periodo hanno rafforzato le aspettative che l'inflazione avesse raggiunto livelli sufficientemente alti da indurre la BCE ad aumentare i tassi ufficiali (grafico 5, diagramma centrale). Ciò contrasta con quanto osservato durante gran parte del 2010, quando i tempi previsti per la restrizione monetaria erano stati differiti a più riprese. Agli inizi di marzo i tassi di interesse a termine impliciti indicavano la probabilità che l'avvio della fase di restrizione nell'area dell'euro sarebbe intervenuto in aprile. In linea con le aspettative, il 7 aprile la BCE ha innalzato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,25%. Il rialzo era già stato segnalato in alcuni discorsi, e l'andamento dei tassi a termine in marzo indicava che l'intervento era sostanzialmente anticipato dagli operatori. A metà maggio, in base ai tassi di interesse a termine impliciti, il successivo inasprimento da parte della BCE era atteso per luglio. In occasione della riunione di maggio il Consiglio direttivo ha mantenuto il tasso di riferimento invariato al nuovo livello, definendolo "ancora accomodante".

Calano i tassi obbligazionari reali

L'effetto combinato di una ripresa più debole e della prospettiva di un più tardo inasprimento monetario ha spinto al ribasso i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nelle principali economie sviluppate. Nel caso del Regno Unito, il calo dei rendimenti nominali ha rispecchiato sia una graduale riduzione del premio per l'inflazione sia la flessione dei tassi reali (grafico 6, diagrammi di sinistra e centrale). Per contro, i ribassi dei rendimenti nominali a 10 anni nell'area dell'euro e negli USA sono principalmente ascrivibili al calo dei tassi reali. Infine, le aspettative di inflazione desunte dai mercati obbligazionari per





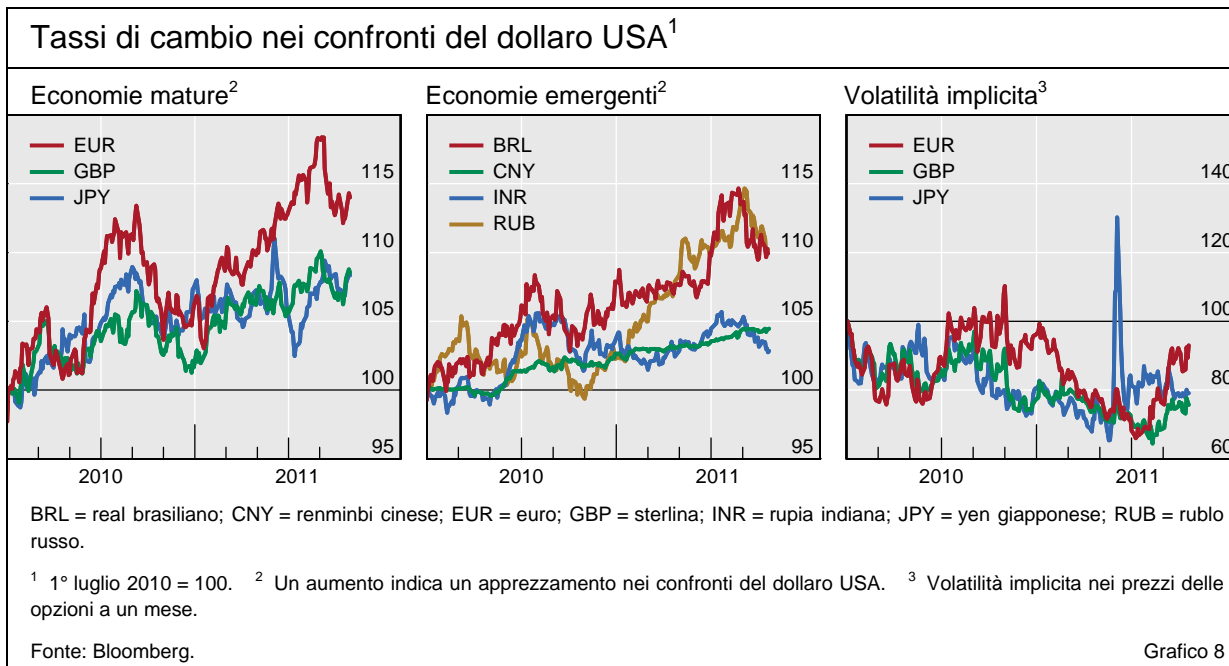
l'area dell'euro, il Regno Unito e gli Stati Uniti sono rimaste stabili (grafico 6, diagramma di destra). Nel complesso, quindi, gli investitori sono parsi ritenere la normalizzazione molto graduale della politica monetaria scontata nei futures ancora in linea con la stabilità dell'inflazione di più lungo periodo.

La politica monetaria nella maggior parte delle economie emergenti ha seguito un percorso totalmente diverso rispetto ai principali paesi avanzati. Le banche centrali di Cina, India, Brasile e di diversi altri paesi emergenti hanno tutte inasprito la propria politica in risposta alle spinte inflazionistiche provenienti dai mercati delle materie prime e dal vigore dell'attività economica. Nel periodo in rassegna la People's Bank of China ha ulteriormente incrementato il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche per complessivi 150 punti base, portandolo al 21%; la Reserve Bank of India ha innalzato il suo tasso pronti contro termine di 75 punti base in totale, al 7,25%; e il Banco Central do Brazil ha rivisto al rialzo il tasso obiettivo SELIC al 12%. I tassi ufficiali reali sono tuttavia rimasti negativi in diversi paesi.

Le divergenze in termini di orientamento delle politiche monetarie e di profili di crescita tra paesi emergenti e paesi sviluppati contribuisce a spiegare gli spostamenti dei flussi di capitali verso le economie emergenti e le variazioni dei tassi di cambio. I fondi obbligazionari e azionari specializzati nei mercati emergenti hanno registrato afflussi in aprile e maggio, dopo i deflussi del primo trimestre dell'anno (grafico 7). Il dollaro USA si è deprezzato nei confronti di numerose valute per gran parte del periodo in rassegna (grafico 8, diagrammi di sinistra e centrale).

Inasprimento delle politiche monetarie nei mercati emergenti

La crescita sostenuta e i differenziali di interesse alla base dell'andamento dei flussi di capitali e dei mercati valutari



I mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro tornano a essere influenzati dai timori per le situazioni di bilancio

Riemergono le preoccupazioni per il debito sovrano

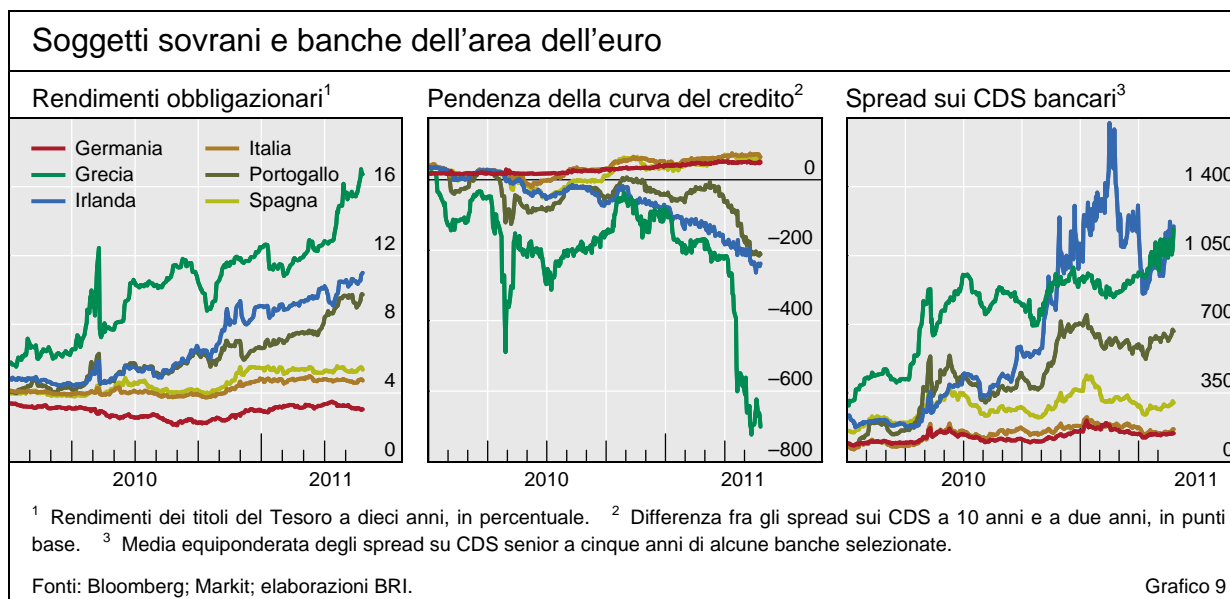
Gli investitori sono tornati a rivolgere la propria attenzione alla sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro, in particolare in Grecia, Irlanda e Portogallo. I rendimenti dei titoli di Stato di questi tre paesi sono aumentati in aprile e maggio, principalmente a seguito di valutazioni più negative della capacità di rimborso dei rispettivi governi (grafico 9, diagramma di sinistra). Inoltre, nel complesso del periodo gli spread sui CDS sovrani sono saliti in misura maggiore sul segmento a breve della curva (grafico 9, diagramma centrale). Quest'andamento indica che un evento creditizio a breve termine era considerato più probabile dagli investitori².

Gli spread creditizi subiscono un'impennata ...

Tutti e tre i paesi sono stati declassati dalle principali agenzie di rating nel periodo. Il costo della protezione creditizia sul debito sovrano è aumentato in aprile, con gli spread sui CDS relativi alle obbligazioni a un anno balzati a oltre 2 000 punti base per la Grecia, 800 punti base per l'Irlanda e 720 punti base per il Portogallo. Sebbene i precedenti storici sulla capacità dei differenziali sui CDS di prevedere le insolvenze siano discordi, il rapido incremento dei differenziali sulle scadenze brevi ha evidenziato l'acuirsi delle preoccupazioni degli investitori per il breve periodo. Una serie di obiettivi di disavanzo non centrati dalla Grecia ha ulteriormente accentuato la sfiducia degli investitori, provocando un incremento significativo dei rendimenti obbligazionari nell'arco di poche settimane.

Alle prese con ingenti deficit di bilancio e con una crescita persistentemente modesta, il 6 aprile il Portogallo è divenuto il terzo paese

² Gli eventi creditizi specificati nelle clausole dei contratti CDS includono l'inadempienza sui pagamenti previsti e ristrutturazioni involontarie del debito.



dell'area dell'euro a richiedere assistenza finanziaria. La domanda è stata avanzata dopo il rifiuto di un piano di risanamento fiscale da parte del parlamento e le dimissioni del primo ministro il 23 marzo, che hanno provocato un notevole rialzo dei rendimenti delle obbligazioni portoghesi.

Gli spread creditizi sono rimasti elevati nonostante l'accordo raggiunto dalle autorità su un programma triennale per il Portogallo. Sebbene tanto i rendimenti obbligazionari quanto i differenziali creditizi abbiano continuato a riflettere preoccupazioni significative degli investitori, il loro andamento ha rispecchiato anche una crescente differenziazione nel giudizio degli operatori riguardo ai diversi emittenti sovrani dell'area dell'euro. Per la maggior parte del periodo sino alla fine di maggio questo *decoupling* ha riguardato soprattutto l'Italia e la Spagna, i cui spread rispetto ai titoli di Stato tedeschi sono rimasti relativamente stabili. Nel caso della Spagna, ciò ha probabilmente rispecchiato i progressi percepiti nell'attuazione delle misure di risanamento dei conti pubblici e delle riforme del settore bancario. I progressi sul fronte del risanamento delle "cajas" (casse di risparmio spagnole) hanno altresì permesso una migliore stima del fabbisogno di ricapitalizzazione, riducendo così l'incertezza degli investitori.

... nonostante gli sforzi delle autorità

Un altro sviluppo positivo ha riguardato l'Irlanda. Le richieste prove di stress sulle banche irlandesi a fine marzo hanno evidenziato un fabbisogno di ricapitalizzazione per €24 miliardi, un ammontare nettamente inferiore a quello stanziato nel programma di sostegno. Il risultato ha provocato una reazione moderatamente positiva sul mercato dei titoli di Stato e un calo dei premi sui CDS bancari (grafico 9, diagramma di destra), a indicazione che gli operatori hanno considerato credibili gli *stress test*.

Nel contempo, gli sviluppi in Grecia hanno continuato a mettere alla prova tanto le autorità quanto gli investitori. A metà maggio i rendimenti dei titoli di Stato greci e gli spread creditizi hanno raggiunto nuovi massimi, riflettendo probabilmente l'aspettativa degli operatori di mercato di una possibile ristrutturazione volontaria a breve. Questa percezione rispecchiava in parte alcune dichiarazioni di autorità europee, anche se non era stata presa alcuna

I timori per il debito greco toccano nuovi massimi

decisione formale e le valutazioni dei programmi erano ancora in atto. Verso la fine di maggio i timori per la situazione del debito sovrano nell'area dell'euro e per le più ampie ricadute di un'eventuale ristrutturazione del debito greco hanno avuto un impatto negativo crescente sulla fiducia degli investitori.

Il costo e la composizione della raccolta per le banche dell'area dell'euro hanno continuato a riflettere il deterioramento dell'affidabilità creditizia degli emittenti sovrani. Inoltre, le esposizioni interne ed estere ai titoli di Stato hanno seguito a destare preoccupazioni per le banche europee (cfr. il capitolo "Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale"). Gli spread creditizi relativi alle banche dei paesi europei con gravi difficoltà di finanza pubblica sono rimasti nettamente superiori a quelli di altre banche (grafico 9, diagramma di destra). Inoltre, le banche greche, irlandesi e portoghesi continuano ad avere un accesso limitato al finanziamento di mercato, con emissioni debitorie di ridotto ammontare circoscritte a *covered bond* od obbligazioni garantite, e hanno sviluppato una dipendenza dalla liquidità della banca centrale, che finanzia rispettivamente il 18, 8 e 7% del totale delle loro attività.

L'euro si deprezza per i timori sulla situazione debitoria

L'intensificarsi dei timori per il debito greco, irlandese e portoghese ha avuto ripercussioni anche sull'area dell'euro nel suo complesso. La moneta unica si è deprezzata nei confronti di numerose valute in maggio, e l'incertezza sulle variazioni a breve termine dei tassi di cambio è sensibilmente aumentata, come si evince ad esempio dalla volatilità implicita del cambio euro/dollaro (grafico 8, diagramma di destra).

Il terremoto e lo tsunami giapponesi

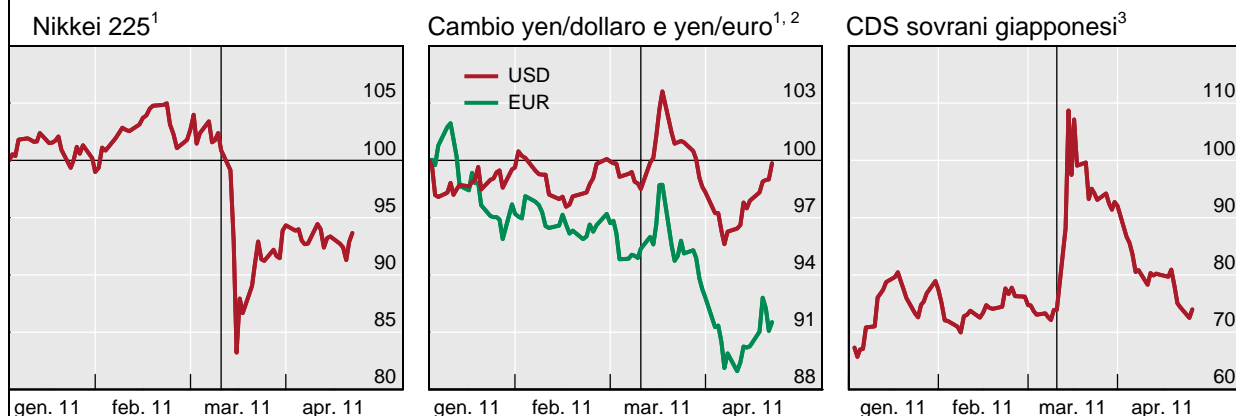
La devastazione e la tragedia umana causate dal terremoto e dallo tsunami che hanno colpito il Giappone sono state immensi. L'attività economica ha segnato una flessione immediata dovuta ai guasti alle infrastrutture, alle turbative delle catene di approvvigionamento e alle interruzioni di corrente. I dati pubblicati di recente mostrano che la spesa delle famiglie e la produzione sono crollate. I danni riportati dalla centrale nucleare di Fukushima e la conseguente fuga di materiale radioattivo hanno complicato la situazione. Le possibili implicazioni di questi eventi per l'economia giapponese e per le prospettive economiche internazionali nonché per i mercati finanziari sono molteplici e l'incertezza al riguardo è destinata a continuare. Secondo le prime valutazioni dell'Ufficio del Gabinetto giapponese i danni allo stock di capitale dell'economia sono quantificabili in \$240 miliardi circa, più del doppio di quelli provocati dal terremoto di Kobe del 1995. Nei primi tre mesi del 2011 il PIL del paese è calato dello 0,9% sul trimestre precedente. Le previsioni per la crescita del PIL in Giappone nel 2011 sono state riviste al ribasso di circa 1 punto percentuale.

I mercati finanziari hanno reagito vigorosamente all'indomani del disastro (grafico A). La borsa di Tokyo è precipitata, perdendo quasi il 20% nei primi due giorni lavorativi dopo il terremoto, e gli spread dei CDS sui titoli di Stato nipponici sono balzati di 30 punti base, probabilmente per effetto dei timori per l'onere addizionale che la ricostruzione rappresenterà per i conti pubblici. È risultato assai volatile anche il mercato dei cambi, dove lo yen ha registrato un notevole apprezzamento nei confronti del dollaro USA, portandosi a quota 76,3 il 17 marzo. Tale andamento sarebbe il risultato di speculazioni di mercato secondo cui le compagnie di assicurazione giapponesi avrebbero rimpatriato fondi in dollari USA per far fronte a richieste di rimborsi denominate in yen.

La Bank of Japan è intervenuta prontamente. Al fine di garantire un'abbondante liquidità, nella settimana successiva al terremoto ha offerto fondi per ¥82,4 trilioni, di cui ¥57,8 trilioni sono stati effettivamente convogliati al mercato. Ha inoltre accresciuto di ¥5 trilioni l'importo del suo programma di acquisto di titoli, e ciò al fine di evitare che un peggioramento della fiducia di mercato influisse negativamente sul prodotto. In risposta al brusco apprezzamento dello yen, inoltre, il Ministero delle Finanze e la banca centrale, insieme ad altri paesi del G7, hanno intrapreso un intervento concertato nel mercato dei cambi.

Il 6-7 aprile la Bank of Japan ha annunciato che avrebbe messo a disposizione ¥1 trilione per operazioni di rifinanziamento speciali destinate a sostenere il credito alle imprese in difficoltà nelle aree colpite e ha ampliato la gamma di attività accettate in garanzia nelle operazioni di mercato monetario. Il 22 aprile, inoltre, il governo ha comunicato lo stanziamento addizionale di ¥4 trilioni per la ricostruzione. Queste misure hanno contribuito a mantenere in funzionamento i mercati malgrado la gravità dello shock. Dopo le prime reazioni, i mercati sono rapidamente tornati alla calma: le quotazioni azionarie hanno segnato un leggero recupero, lo yen è rientrato nella banda di negoziazione di 82-83 nei confronti del dollaro e lo spread sui CDS del Giappone è diminuito.

Reazioni dei mercati al terremoto di Tohoku



La linea verticale indica la data del terremoto.

¹ 3 gennaio 2011 = 100. ² Un aumento indica un apprezzamento dello yen. ³ Spread a cinque anni, in punti base.

Fonte: Bloomberg.

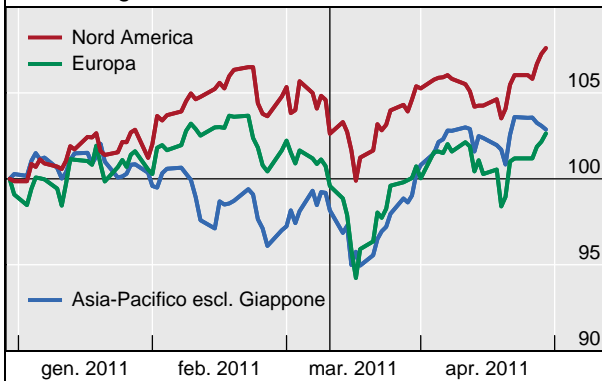
Grafico A

Al di fuori del Giappone l'impatto sui mercati finanziari è stato contenuto e perlopiù circoscritto ai settori considerati più direttamente colpiti dalle perturbazioni delle catene di approvvigionamento o esposti a perdite dirette. Uno dei principali timori dei mercati finanziari era che un periodo prolungato di interruzioni della corrente elettrica in Giappone avrebbe potuto incidere negativamente sulla produzione industriale attraverso le catene di approvvigionamento internazionali, considerato che il Giappone è un importante produttore di componenti per semiconduttori e autoveicoli. Di conseguenza, mentre gli indici generali del mercato azionario hanno dato segni di buona tenuta (grafico B, diagramma di sinistra), alcuni indici settoriali hanno segnato brusche flessioni alla notizia del disastro e da allora hanno recuperato solo parte delle perdite subite (grafico B, diagramma di destra).

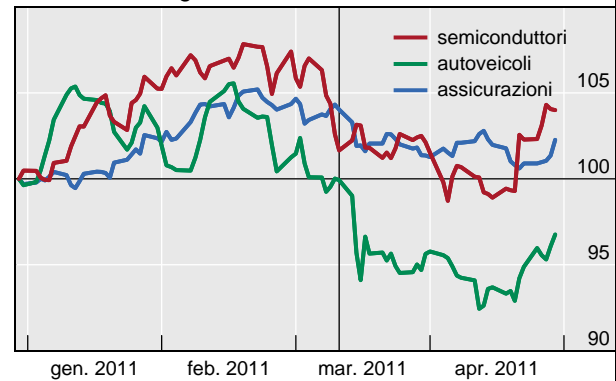
Indici azionari MSCI

In moneta locale; fine dicembre 2010 = 100

Indici regionali



Indici settoriali globali¹



La linea verticale indica la data del terremoto.

¹ In relazione all'indice MSCI Global.

Fonte: Datastream.

Grafico B