

---

## Svanisce l'ottimismo<sup>1</sup>

Le speranze di una ripresa dell'economia mondiale e i timori per l'area dell'euro sono stati i due grandi temi che hanno condizionato i mercati nel periodo tra marzo e maggio. La loro interazione ha caratterizzato tutto il trimestre e ha trovato ampia eco negli andamenti dei mercati finanziari.

La fiducia degli investitori era sensibilmente migliorata agli inizi del periodo, a seguito delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine della BCE. Con l'attenuarsi delle difficoltà di raccolta delle banche, l'attenzione si era spostata sulla solidità dell'economia mondiale. Le notizie positive sull'economia statunitense e la tenuta della crescita nei mercati emergenti avevano alimentato le speranze di una costante ripresa economica. Il ritrovato ottimismo era particolarmente evidente nei mercati azionari e delle materie prime. Nei mercati del reddito fisso si assisteva a un restringimento degli spread, specie per le banche e taluni emittenti sovrani dell'area dell'euro. Si erano inoltre accentuati gli afflussi di capitali ai mercati emergenti.

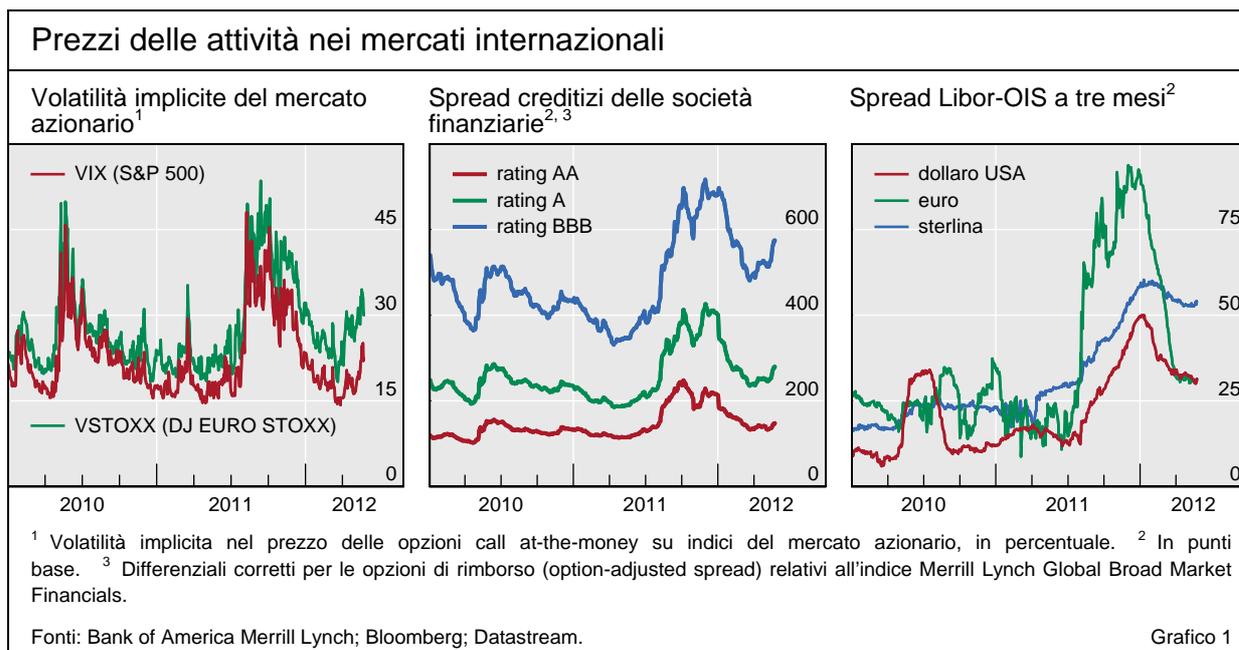
Verso la metà di maggio, tuttavia, sono tornati a prevalere i dubbi: dubbi per la crescita economica nell'area dell'euro, dubbi sulla solidità finanziaria dei prenditori sovrani dell'area, dubbi sulle banche, dubbi per l'impatto sulla crescita del risanamento dei conti pubblici e dubbi per la stabilità politica all'interno dell'area dell'euro. Tutto ciò, unitamente ai primi segnali di una crescita più fragile negli Stati Uniti e in Cina, ha reso gli investitori più cauti e alimentato la volatilità dei mercati finanziari internazionali.

### L'ottimismo per la ripresa ha vita breve

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) speciali della BCE sono riuscite a ridurre il rischio percepito di una grave crisi bancaria in Europa. Agli inizi di marzo le due iniezioni di liquidità avevano prodotto con la loro entità un impatto evidente sui mercati finanziari, attenuando i timori degli operatori di gravi perdite e determinando un aumento generalizzato della propensione al rischio degli investitori.

---

<sup>1</sup> Per eventuali domande sul testo rivolgersi a Jacob Gyntelberg ([jacob.gyntelberg@bis.org](mailto:jacob.gyntelberg@bis.org)) e Andreas Schrimpf ([andreas.schrimpf@bis.org](mailto:andreas.schrimpf@bis.org)). Per quesiti relativi ai dati e ai grafici contattare Magdalena Erdem ([magdalena.erdem@bis.org](mailto:magdalena.erdem@bis.org)) e Garry Tang ([garry.tang@bis.org](mailto:garry.tang@bis.org)).



Il temporaneo miglioramento del clima di fiducia ha trovato un chiaro riscontro anche nella volatilità implicita nelle opzioni su titoli azionari. Dopo essere rimasto su livelli elevati nell'ultima parte del 2011, il 19 marzo l'indice VIX ha raggiunto il punto più basso dal giugno 2007 (grafico 1, diagramma di sinistra).

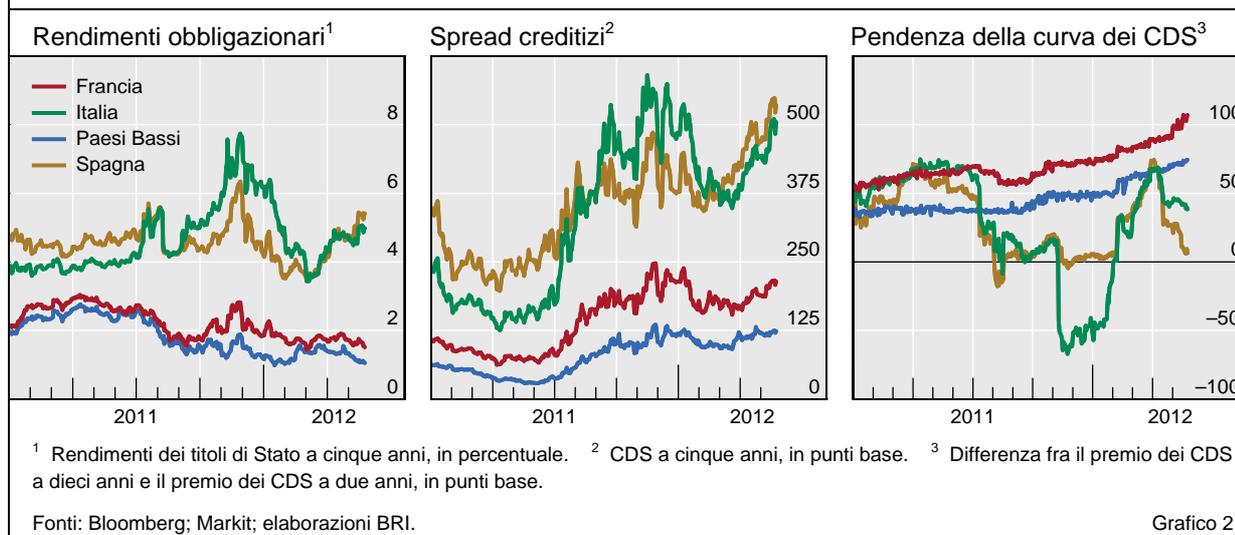
Le condizioni di finanziamento delle banche dell'area dell'euro sono notevolmente migliorate a seguito della seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) della BCE del 29 febbraio. Con l'assegnazione di €530 miliardi al tasso di riferimento medio (attualmente pari all'1%) per l'intera durata triennale dei prestiti, le ORLT hanno aiutato le istituzioni finanziarie con difficoltà di raccolta a rifinanziare il debito in scadenza. Il calo del rischio percepito ha fatto diminuire gli spread sulle banche europee e statunitensi, almeno temporaneamente. La riduzione è stata più significativa per le banche con merito di credito inferiore (grafico 1, diagramma centrale). L'allentamento delle tensioni sulle condizioni di finanziamento è stato particolarmente evidente nei mercati monetari, dove gli spread Libor-OIS si sono ristretti di circa 60 punti base nel mercato dell'euro e di circa 20 punti base in quello del dollaro USA (grafico 1, diagramma di destra).

Il miglioramento è stato visibile anche sul mercato primario delle obbligazioni bancarie a lungo termine non garantite, che agli inizi dell'anno ha evidenziato una temporanea ripresa dell'attività. Nella seconda metà del 2011 questo canale di finanziamento era rimasto chiuso per numerose banche dell'area dell'euro. Molti istituti bancari dei paesi cosiddetti periferici, tuttavia, avevano continuato a fare ampio ricorso ai covered bond e alle emissioni con garanzia statale (cfr. il riquadro *Le emissioni di titoli di debito internazionali nel primo trimestre 2012* nel capitolo "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI" di questa edizione). Le condizioni di mercato complessivamente favorevoli nel mese di marzo hanno anche contribuito al buon esito dell'operazione di concambio del debito greco da €200 miliardi. Quest'ultima ha avuto luogo nella seconda metà del mese e il suo impatto sugli altri mercati europei dei titoli di

Gli interventi ufficiali alimentano l'ottimismo ...

... e migliorano le condizioni di finanziamento delle banche

## Obbligazioni e CDS dei prenditori sovrani dell'area dell'euro



Stato e dei credit default swap (CDS) è stato assai limitato. La ristrutturazione del debito ha provocato l'attivazione di una piccola parte dei CDS totali sul debito sovrano greco. I relativi pagamenti sono stati regolati senza difficoltà, il che ha dissipato i timori di taluni investitori circa l'efficacia della copertura del rischio sovrano offerta dai CDS.

Si riducono gli spread sul debito italiano e spagnolo

L'ottimismo indotto nell'area dell'euro dagli interventi ufficiali e dalle aspettative di crescita ha fornito un temporaneo sollievo alle autorità e agli investitori preoccupati per le prospettive degli emittenti sovrani dell'area. I rendimenti dei titoli di Stato spagnoli e italiani sono significativamente diminuiti (grafico 2, diagramma di sinistra). Ciò può aver riflesso in parte gli ingenti acquisti effettuati dalle banche italiane e spagnole sui mercati primario e secondario in seguito alle ORLT della BCE, ma anche l'attenuarsi dei timori degli investitori (grafico 2, diagramma centrale). Le aspettative più favorevoli hanno altresì influenzato la pendenza della curva del rischio di credito, divenuta meno piatta (grafico 2, diagramma di destra). Tale miglioramento è stato particolarmente marcato per l'Italia: dopo essersi invertita negli ultimi due-tre mesi del 2011, la curva dei CDS italiani è infatti ridivenuta positiva.

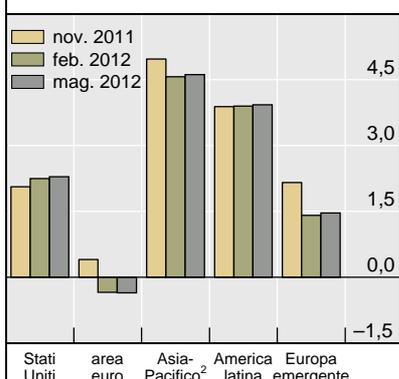
### *Migliorano le prospettive economiche globali*

Si consolida l'ottimismo per la ripresa

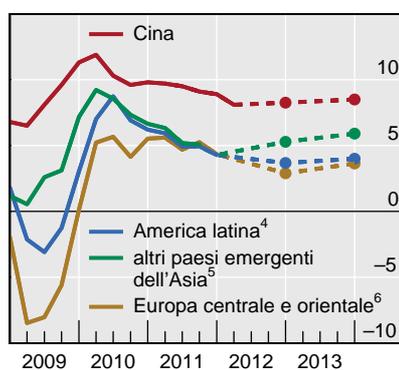
Con l'attenuarsi delle tensioni nell'area dell'euro, gli operatori si sono focalizzati sulle prospettive di crescita mondiale. Le notizie positive sulla ripresa dell'economia statunitense hanno indotto gli investitori a rivedere al rialzo le aspettative di espansione del PIL (grafico 3, diagramma di sinistra). I dati sul mercato del lavoro USA, in parte di riflesso alle favorevoli condizioni meteorologiche, hanno parimenti mostrato segni di miglioramento. La crescita della produzione in Giappone ha registrato una moderata ripresa grazie all'opera di ricostruzione post-terremoto. Analogamente, la tenuta dell'espansione nelle principali economie emergenti (specie in Asia) ha favorito uno scenario più ottimistico per l'economia mondiale (grafico 3, diagramma centrale).

## Prospettive e dinamiche della crescita mondiale

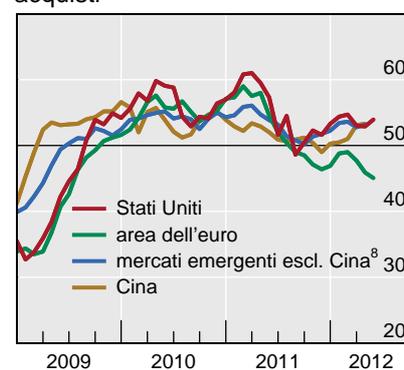
### Previsioni di crescita per il 2012<sup>1</sup>



### Economie emergenti<sup>3</sup>



### Indici dei responsabili degli acquisti<sup>7</sup>



<sup>1</sup> Previsioni di consensus, in percentuale. <sup>2</sup> Escluso il Giappone. <sup>3</sup> Variazioni annue del PIL in termini reali, in percentuale. Dati (trimestrali) effettivi fino al 2011. Le previsioni per la crescita annua nel 2012 e nel 2013 sono indicate dai puntini. Per le regioni elencate media ponderata basata sul PIL e le PPA del 2005. <sup>4</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>5</sup> Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. <sup>6</sup> Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Turchia e Ungheria. <sup>7</sup> I valori superiori (inferiori) a 50 indicano un'espansione (contrazione). <sup>8</sup> Hong Kong SAR, India, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

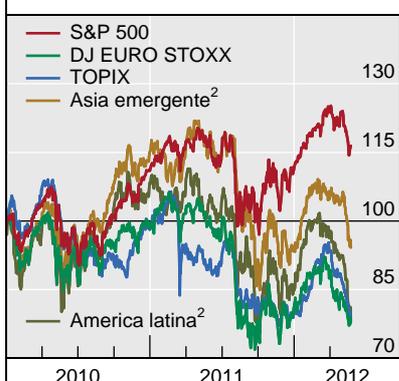
Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 3

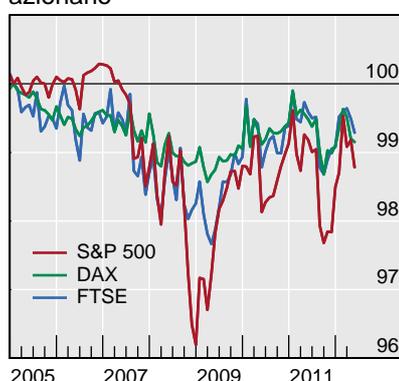
La maggiore propensione al rischio e la revisione al rialzo delle stime di crescita sono state all'origine dell'ottima performance segnata sino a fine marzo dalle azioni e da altre attività sensibili al ciclo e al rischio. Le borse statunitensi e asiatiche hanno evidenziato l'andamento migliore, in linea con le più favorevoli prospettive delle rispettive economie (grafico 4, diagramma di sinistra). L'indice S&P 500 ha guadagnato nel primo trimestre circa il 12%, il maggiore incremento trimestrale da un decennio, nonostante le minori aspettative di crescita degli utili. I rapporti prezzo/utili dei mercati azionari nelle

## Indicatori del mercato azionario

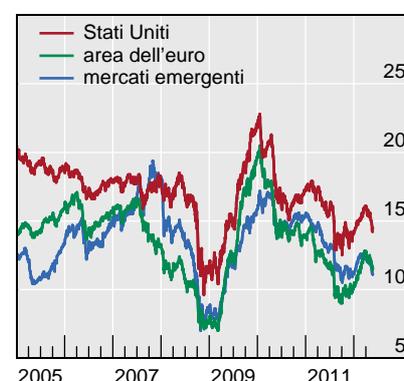
### Indici azionari<sup>1</sup>



### Tolleranza al rischio nel mercato azionario<sup>3</sup>



### Indici prezzo/utili<sup>4</sup>



<sup>1</sup> 4 gennaio 2010 = 100. <sup>2</sup> Indici MSCI, in termini di dollari USA. <sup>3</sup> Ricavata dalla differenza fra le code sinistre di due distribuzioni dei rendimenti, una implicita nei prezzi delle opzioni, l'altra basata sui rendimenti effettivi stimati dai dati storici. Un rialzo indica un aumento della tolleranza al rischio; gennaio 2005 = 100. <sup>4</sup> Relativi agli indici Datastream del mercato azionario.

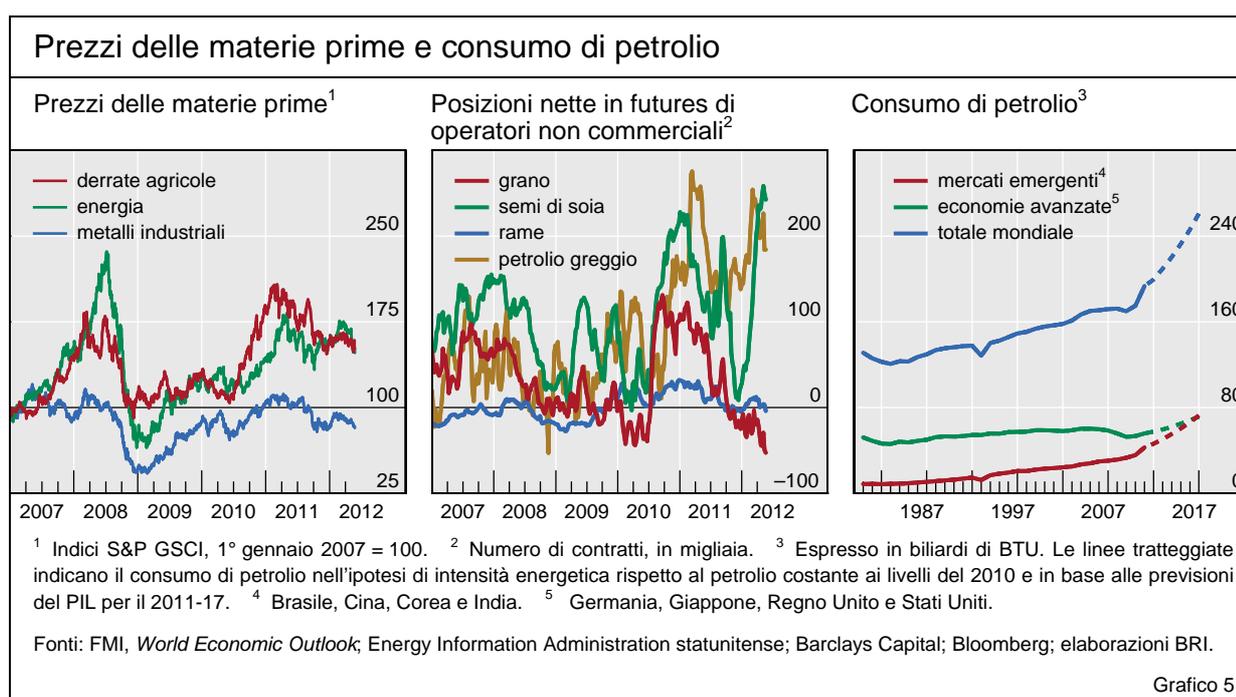
Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico 4

economie sviluppate ed emergenti hanno parimenti registrato un deciso aumento, risalendo dai minimi osservati a fine 2011 (grafico 4, diagramma di destra). La discrepanza tra le variazioni delle valutazioni e quelle degli utili attesi indica che le prime sono ascrivibili principalmente alla maggiore disponibilità degli investitori ad assumere rischi (grafico 4, diagramma centrale). I rapporti prezzo/utili per i mercati statunitensi ed europei, tuttavia, sono rimasti inferiori alla media di lungo periodo, mentre le valutazioni dei mercati emergenti hanno continuato ad attestarsi su livelli prossimi alle rispettive medie storiche.

Il miglioramento del clima di fiducia spinge al rialzo azioni e materie prime

L'ottimismo per la ripresa ha avuto un'incidenza visibile anche sui mercati delle materie prime, con continue pressioni al rialzo sui corsi dell'energia e dei metalli industriali (grafico 5, diagramma di sinistra). Ciò si deve soprattutto a condizioni di domanda e offerta tese, sebbene nel caso del petrolio il rischio di nuove turbative nelle forniture e i rischi geopolitici abbiano accentuato le pressioni, mantenendo le quotazioni oltre i 100 dollari al barile per gran parte del periodo. Lo scenario favorevole e le attese di un rincaro hanno inoltre indotto gli investitori finanziari a incrementare la propria esposizione lunga netta in futures su materie prime quali petrolio e metalli (grafico 5, diagramma centrale). Per il greggio, in particolare, esisteva chiaramente l'aspettativa di un protratto aumento dei consumi nel lungo periodo, di riflesso alle attese di un continuo vigore della domanda della Cina e di altre economie emergenti (grafico 5, diagramma di destra). A differenza dell'energia e dei metalli, i prodotti agricoli hanno subito rincari limitati per effetto delle attese più favorevoli sui raccolti, in particolare per il grano, che vanno tuttavia inquadrare nel contesto di condizioni meteorologiche mondiali estremamente difficili, sotto il profilo storico, prevalse negli anni precedenti.



## Riemergono le incertezze nell'area dell'euro

Nella seconda metà di marzo l'ottimismo nei mercati finanziari ha cominciato a svanire sulla scia dei rinnovati timori per la crescita nell'area dell'euro, in particolare in Spagna e Italia. L'umore degli investitori è cambiato allorché è divenuto sempre più evidente che i soli interventi di politica monetaria non sarebbero bastati a risolvere i problemi economici di fondo dell'area dell'euro. Inoltre, una serie di dati economici peggiori del previsto ha destato ulteriori dubbi sulla tenuta della ripresa mondiale.

Con l'esaurirsi degli effetti delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, i timori per l'impatto negativo di breve periodo che il consolidamento fiscale in Spagna avrebbe potuto esercitare sulla crescita, nonché per la lentezza della riforma del mercato del lavoro e di altre riforme strutturali in Italia si sono tradotti in un rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato. Tra metà marzo e gli inizi di aprile i rendimenti spagnoli e italiani sono fortemente aumentati (grafico 2, diagramma di sinistra), e si è ampliato in misura notevole lo spread rispetto al Bund tedesco. I dati preliminari poco confortanti sugli indici dei responsabili degli acquisti dell'area dell'euro (grafico 3, diagramma di destra) e il peggioramento delle indagini sul clima di fiducia delle imprese hanno contribuito a offuscare anche lo scenario di crescita di Francia e Germania.

Nuovi disinvestimenti hanno fatto seguito al declassamento della Spagna e di diverse fra le maggiori istituzioni finanziarie del paese a opera di Standard & Poor's il 26 aprile. L'abbassamento di due gradi del rating sovrano a BBB+ ha trovato un chiaro riscontro nell'asta di titoli di Stato da €2,5 miliardi del 2 maggio, che ha visto un aumento dei rendimenti di circa 140 punti base per le emissioni a più breve termine. Il deteriorarsi delle prospettive per l'area dell'euro ha anche trovato riflesso nella dichiarazione della BCE di inizio maggio, che non faceva più riferimento a rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi e definiva i rischi per l'inflazione a più lungo termine come sostanzialmente bilanciati.

L'indebolimento della ripresa negli Stati Uniti ha ulteriormente peggiorato le già incerte prospettive sulla tenuta dell'economia mondiale. I dati più negativi del previsto sulla crescita dell'occupazione pubblicati il 6 aprile hanno avuto pesanti ripercussioni sul clima di mercato. Le cifre preliminari per il settore non agricolo, indicanti un aumento di soli 120 000 posti di lavoro nel mese di marzo, sono risultate nettamente inferiori alle aspettative, segnalando che la ripresa economica statunitense era ancora fragile. Le reazioni più forti si sono osservate nei mercati azionari e obbligazionari europei alla ripresa delle sedute dopo il fine settimana pasquale. Il rinnovato scetticismo ha abbassato ai minimi storici i rendimenti obbligazionari nelle principali economie avanzate. Ciò si deve molto probabilmente alla ricerca di sicurezza da parte degli investitori e alle aspettative di politiche monetarie ancora accomodanti nelle economie avanzate. Gli effetti di questa "fuga verso la sicurezza" sono divenuti evidenti quando il 10 aprile i titoli di Stato svizzeri a sei mesi sono stati collocati con un rendimento negativo di 25 punti base.

Le quotazioni delle azioni internazionali hanno cominciato a flettere verso la fine di marzo e la volatilità è aumentata allorché è andata sfumando la

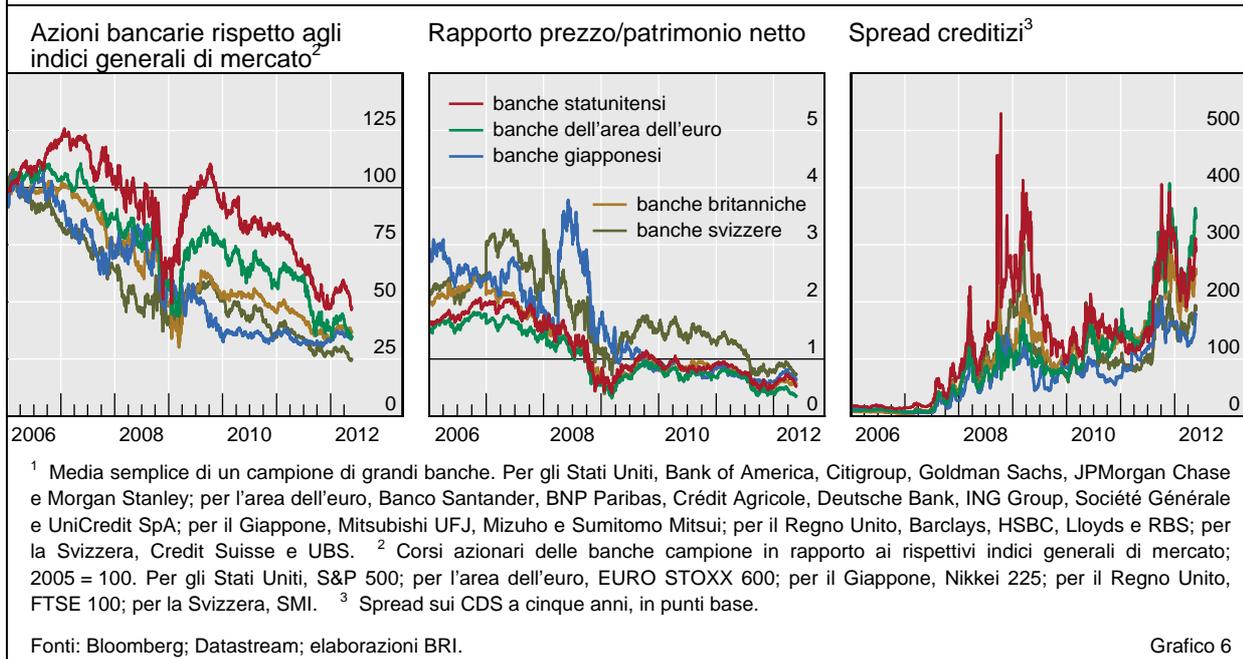
Aumentano i rendimenti dei titoli spagnoli e italiani ...

... con l'accentuarsi delle preoccupazioni

La ripresa inferiore alle attese negli Stati Uniti ...

... alimenta la fuga verso la sicurezza

## Valutazioni azionarie e spread creditizi delle banche<sup>1</sup>



fiducia nella ripresa e sono ricomparsi i timori per la situazione europea (grafico 4, diagramma di sinistra). Tale dinamica contrastava nettamente con il vigoroso recupero dei mercati azionari a inizio anno, indotto in gran parte dalla minore avversione al rischio, dalla percezione di un rischio più contenuto di eventi estremi (grafico 4, diagramma centrale) e dalle prospettive di ripresa.

Calano i corsi delle azioni bancarie ...

Il riemergere dell'incertezza ha trovato riflesso nel crollo delle azioni bancarie. La performance dei titoli degli istituti dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e della Svizzera è rimasta ben inferiore a quella del mercato nel suo complesso (grafico 6, diagramma di sinistra), deprimendo ulteriormente le valutazioni. A fine aprile 2012 le capitalizzazioni di borsa delle banche dell'area dell'euro risultavano addirittura inferiori al 50% del valore del patrimonio netto tangibile. Il rapporto fra valore di mercato e patrimonio netto contabile delle banche è sceso ai minimi storici nella maggior parte dei paesi a seguito della crisi, segnalando un probabile cambiamento strutturale nelle valutazioni (grafico 6, diagramma centrale). Il basso prezzo delle azioni bancarie riflette senza dubbio le stime sulle opportunità di crescita e sugli utili potenziali, che gli investitori considerano piuttosto fosche per la maggior parte degli istituti. Ma vi sono diverse altre spiegazioni possibili per la notevole perdita di valore delle azioni bancarie. L'apprensione degli investitori per l'opacità dei bilanci, il continuo mancato riconoscimento delle perdite e il possibile impatto di ulteriori declassamenti di rating delle banche accentuano l'incertezza, facendo aumentare i premi per il rischio sulle azioni bancarie. L'aumento dell'incertezza e delle percezioni di rischio è stato evidenziato anche dagli spread sui CDS, rimasti molto elevati per le banche di area dell'euro, Regno Unito e Stati Uniti (grafico 6, diagramma di destra).

... all'aumentare dell'incertezza

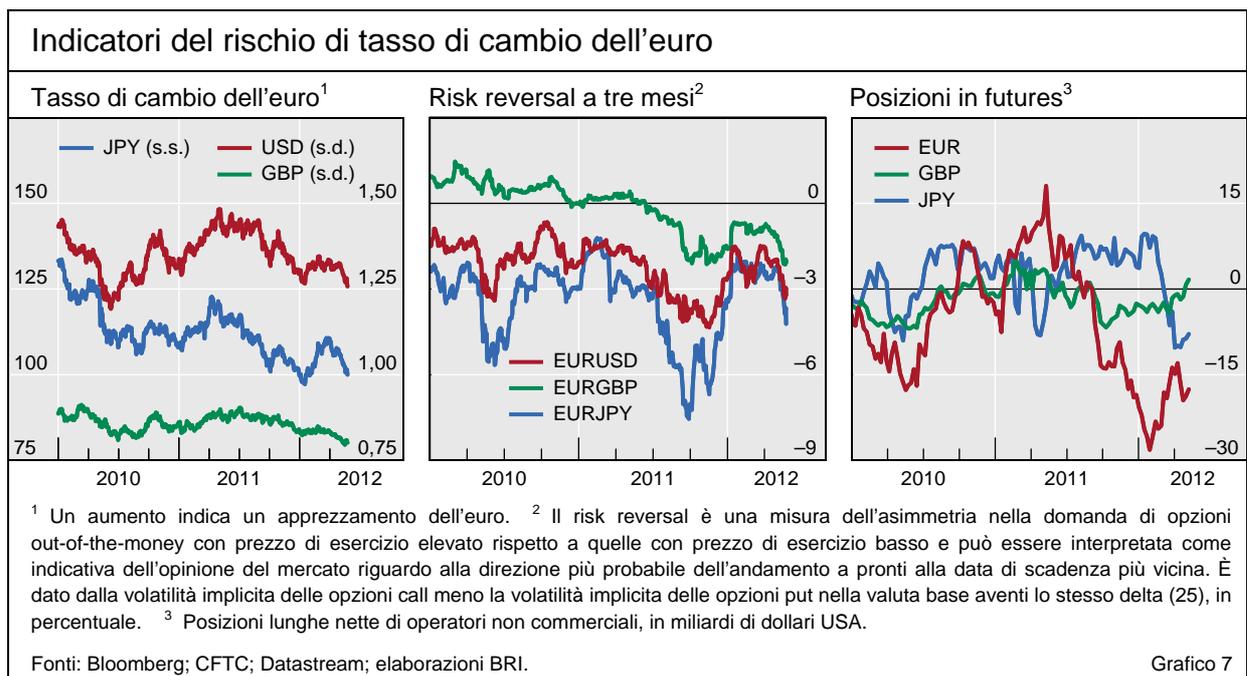
Le emissioni di debito a lungo termine non garantito da parte delle banche europee sono rimaste positive, pur cominciando a ridursi nuovamente in aprile.

Le condizioni di mercato sono comunque rimaste problematiche per diverse banche dei paesi periferici dell'area dell'euro, che hanno incontrato difficoltà a collocare obbligazioni non garantite presso gli investitori. Gli operatori di mercato hanno tuttavia ritenuto questo aspetto meno preoccupante che nella seconda metà del 2011, probabilmente in considerazione delle scorte di fondi costituite con le ingenti emissioni obbligazionarie del primo trimestre e dell'ampia liquidità a più lungo termine immessa dalla BCE con le ORLT. I risultati delle indagini nell'area dell'euro hanno nondimeno evidenziato un progressivo irrigidimento dei criteri di erogazione del credito e una debole domanda di prestiti bancari.

*Le incertezze politiche accentuano le tensioni*

L'andamento dei mercati in maggio indica chiaramente che gli eventi politici nell'area dell'euro hanno notevolmente accentuato l'insicurezza degli investitori. Il nuovo Patto di bilancio dell'UE è ancora subordinato all'esame parlamentare in diversi paesi nonché a un referendum in Irlanda (programmato per il 31 maggio). Le dimissioni del governo di coalizione olandese il 23 aprile legate all'approvazione della manovra di bilancio hanno ulteriormente alimentato le incertezze, come indica l'ampliamento di 70 punti base dello spread tra i titoli di Stato olandesi a 10 anni e le corrispondenti emissioni tedesche. Le prime reazioni dei mercati alle elezioni presidenziali in Francia e a quelle parlamentari in Grecia, tenutesi entrambe il 6 maggio, sono state difformi. La borsa greca e quella francese hanno perso terreno, al pari di quelle dei paesi asiatici. I rendimenti delle obbligazioni greche sono inizialmente saliti di quasi 2 punti percentuali e anche altre emissioni sovrane dell'Europa meridionale hanno evidenziato rialzi dei rendimenti. Nel resto d'Europa e negli Stati Uniti, invece, i mercati azionari hanno registrato un rapido recupero e un'asta di titoli di Stato francesi a breve termine ha trovato accoglienza

Gli sviluppi politici nell'area dell'euro ...



favorevole. Nei giorni successivi la situazione di stallo politico creatasi dopo le elezioni greche e le preoccupazioni per le banche spagnole hanno accentuato lo scenario di incertezza nell'area dell'euro. In questo difficile contesto, si sono intensificati i timori degli investitori per l'eventuale uscita della Grecia dall'area dell'euro e i suoi potenziali effetti su larga scala.

... accentuano i rischi al ribasso

La reazione iniziale più visibile si è avuta nei mercati valutari, dove l'euro ha cominciato a deprezzarsi nei confronti del dollaro (grafico 7, diagramma di sinistra). Al contempo, i premi delle opzioni indicavano un marcato aumento del rischio percepito di deprezzamento dell'euro rispetto alle altre principali valute (grafico 7, diagramma centrale). Ciò detto, le attese di deprezzamento sono rimaste alquanto moderate rispetto alla seconda metà del 2011. Contemporaneamente, i dati sui contratti futures in essere continuavano a evidenziare l'attesa di un indebolimento dell'euro da parte degli investitori finanziari (grafico 7, diagramma di destra). In base ai dati sul posizionamento degli operatori, la sterlina è stata utilizzata a copertura di sorprese negative per l'euro. La divisa britannica potrebbe inoltre aver beneficiato di variazioni nella composizione valutaria delle riserve di taluni Stati.

## Si riducono gli afflussi ai mercati emergenti al rallentare della crescita

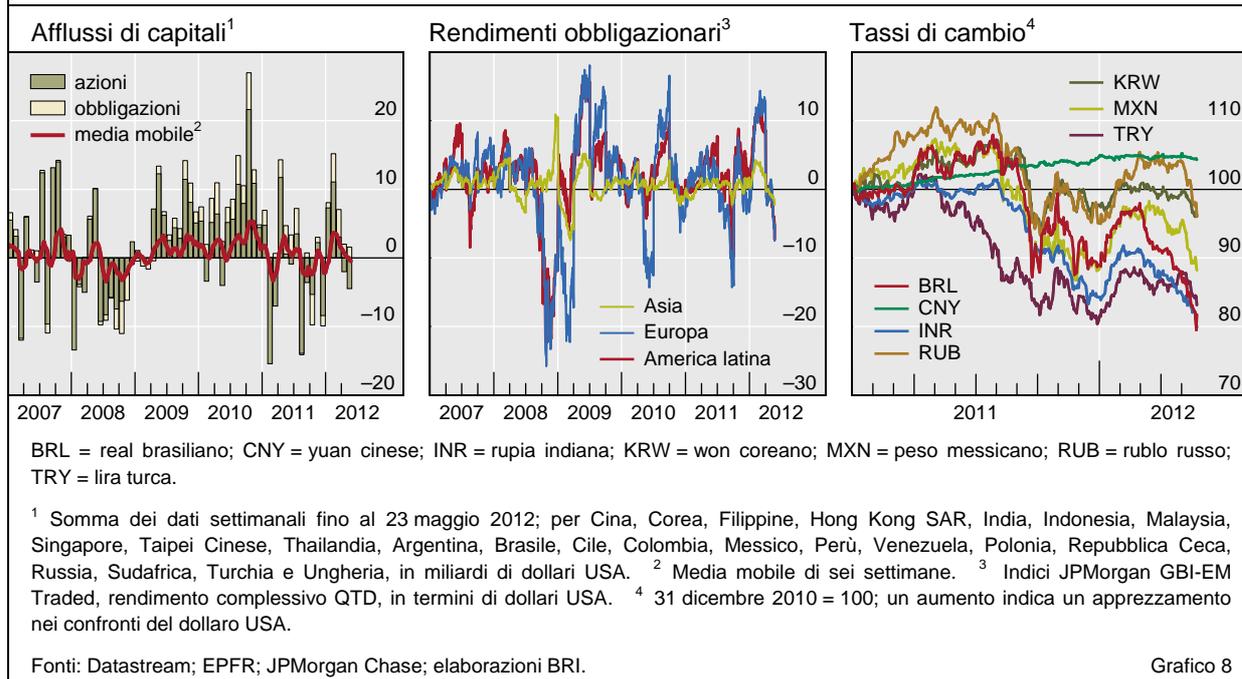
I timori per le prospettive congiunturali delle economie avanzate hanno inoltre indotto gli investitori a riconsiderare la tenuta della crescita nei mercati emergenti.

Rallenta la crescita cinese

In Cina gli indicatori economici hanno confermato che l'espansione sta gradualmente rallentando in seguito all'inasprimento della politica economica lo scorso anno e al calo della domanda estera. Dai dati economici di aprile su produzione industriale, commercio, prezzi degli immobili e investimenti si è avuta conferma che l'economia ha registrato una decelerazione gestibile. Di fronte alla crescita più moderata, al calo dell'inflazione e alle ulteriori flessioni dei prezzi delle abitazioni nella maggior parte delle città cinesi, la banca centrale ha ridotto rapidamente il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche il 12 maggio, adducendo la necessità di conseguire un incremento stabile della crescita economica. L'intervento ha suscitato aspettative di un ulteriore allentamento della politica monetaria. In linea con ciò, i non-deliverable forward a 1 anno sul cambio renminbi/dollaro USA hanno iniziato a scontare un moderato deprezzamento della valuta cinese nella prima metà di maggio.

Gli indicatori economici hanno segnalato una decelerazione della crescita anche in America latina e nell'Europa orientale. Alla luce del rallentamento congiunturale e dell'attenuarsi delle spinte inflazionistiche, in aprile la banca centrale del Brasile ha abbassato il tasso di riferimento di 75 punti base, portandolo al 9%, ossia a un livello inferiore di 300 punti base al recente picco del 2011. L'intervento ha accentuato le pressioni al ribasso sul real brasiliano, che si è notevolmente deprezzato nei confronti del dollaro in aprile (grafico 8, diagramma di destra).

## Flussi di capitali e prezzi delle attività nei mercati emergenti



Dopo una breve fase di vigore nei primi due mesi dell'anno, a partire da marzo gli afflussi di capitali verso i mercati emergenti hanno rallentato (grafico 8, diagramma di sinistra). Il loro calo ha trovato riscontro nei rendimenti obbligazionari dei mercati emergenti, che sono notevolmente diminuiti verso la fine del periodo, in particolare rispetto agli elevati livelli della parte precedente dell'anno (grafico 8, diagramma centrale). Un andamento simile aveva caratterizzato l'ultima parte del 2011.

Gli afflussi di investimenti verso i fondi obbligazionari dei mercati emergenti sono tornati a crescere in misura significativa, in particolare nelle prime settimane di maggio, con il riemergere delle incertezze legate all'area dell'euro. Specularmente, i fondi specializzati in obbligazioni dell'Europa occidentale hanno registrato deflussi. Al contempo, i fondi azionari dei mercati emergenti hanno risentito in modo più evidente delle prospettive di crescita meno favorevoli, iniziando a registrare deflussi in aprile. I tassi di cambio dei mercati emergenti hanno parimenti rispecchiato questo mutamento di umore in aprile e maggio: numerose valute hanno ceduto tutti i guadagni conseguiti in precedenza rispetto al dollaro USA (grafico 4, diagramma di destra).

Gli afflussi verso i mercati emergenti si riducono ...

... ma tornano ad aumentare con l'intensificarsi dell'incertezza