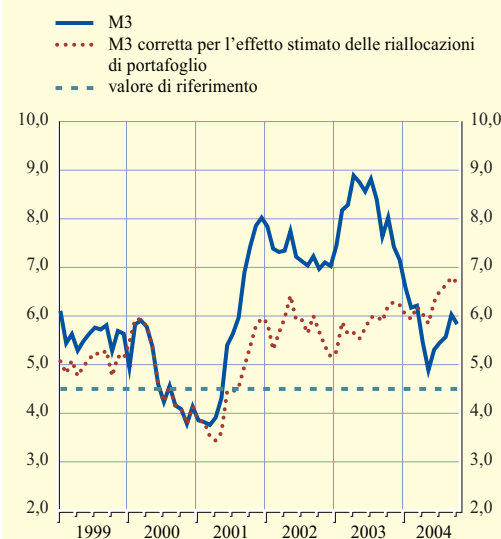


anni si sia attenuata, i residenti nell'area dell'euro continuano a essere relativamente cauti nelle loro scelte d'investimento. Ciò potrebbe riflettere un grado di avversione al rischio ancora elevato da parte degli investitori in seguito a un protratto periodo di perdite in conto capitale sui mercati azionari (cfr. riquadro 2 *Avversione al rischio e andamenti degli aggregati monetari*). Quest'elevata avversione al rischio potrebbe spiegare perché lo stimolo associato con il basso livello dei tassi di interesse sembra aver dominato le dinamiche monetarie negli ultimi mesi.

Le straordinarie riallocazioni di portafoglio a scapito delle azioni e a favore delle attività monetarie nel periodo compreso tra il 2001 e la metà del 2003 hanno fortemente influenzato gli andamenti monetari degli ultimi anni. Combinando informazioni ottenute da varie fonti, tra cui analisi statistiche, valutazioni soggettive e analisi istituzionali, è possibile costruire delle stime quantitative di tali riallocazioni di portafoglio e utilizzarle per correggere la serie ufficiale di M3¹⁾. Come mostra la figura 4, la stima della crescita di M3 sui dodici mesi corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio ha superato il tasso di crescita ufficiale di M3 negli ultimi due trimestri, poiché il tasso ufficiale è stato frenato dal venir meno delle riallocazioni di portafoglio. Inoltre, il tasso di crescita di M3 corretto ha continuato ad aumentare, confermando il vigore delle dinamiche monetarie sottostanti, che nella serie ufficiale di M3 sono in parte celate dal venir meno delle passate riallocazioni di portafoglio. Va tuttavia sottolineato che le stime della crescita di M3 corretta per l'impatto delle riallocazioni di portafoglio sono caratterizzate da un considerevole grado di incertezza e dovrebbero pertanto essere interpretate con cautela.

Figura 4 M3 e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: Le stime dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio su M3 sono costruite sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

1) Per maggiori dettagli, cfr. la sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, Bollettino mensile, ottobre 2004.

Riquadro 2

L'AVVERSIONE AL RISCHIO E L'ANDAMENTO DEGLI AGGREGATI MONETARI

Le scorse riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie sembrano ricomporsi con un ritmo molto graduale, malgrado le incertezze economiche, geopolitiche e finanziarie si siano attenuate a partire dall'estate del 2003. Il permanere di un eccesso di liquidità potrebbe essere riconducibile a un incremento dell'avversione al rischio, che avrebbe determinato un aumento della preferenza degli investitori per attività monetarie liquide e sicure. Dato il prolungato periodo di grande incertezza tra il 2001 e la metà del 2003, l'avversione al rischio degli investitori potrebbe essere rimasta elevata, ostacolando una più rapida normalizzazione del comportamento

di allocazione di portafoglio degli investitori. Questo riquadro illustra una misura intuitiva che approssima l'avversione al rischio, la quale indica come nell'area dell'euro essa sia stata superiore alla media fino a tutto novembre 2004.

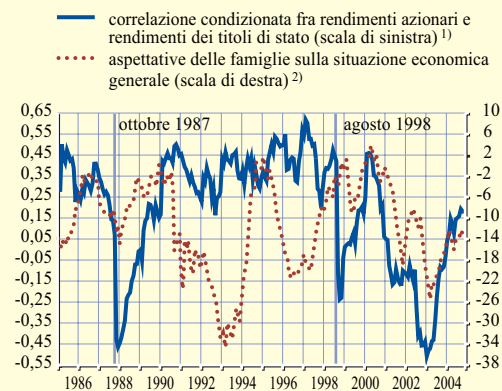
Il termine "avversione al rischio" si riferisce alla preferenza generale degli investitori per attività sicure (rispetto ad attività rischiose). Non essendo osservabile, è necessario fare affidamento su una stima dell'avversione al rischio basata su un modello teorico o una proxy empirica che si ritiene ne catturi la dinamica; questa, probabilmente, si modifica nel tempo, aumentando in particolare durante le recessioni e i periodi di inattese notizie sfavorevoli sulle variabili macroeconomiche fondamentali ¹⁾, quali gli shock negativi all'inflazione e all'attività economica.

Una misura dell'avversione al rischio è data dalla correlazione tra i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine e gli indici del mercato azionario, che dovrebbe essere una proxy ragionevole giacché i mercati dei titoli di Stato sono meno sensibili di quelli azionari ai mutamenti dell'atteggiamento verso il rischio degli investitori ²⁾. Nei periodi di maggiore avversione al rischio, le quotazioni delle due classi di attività dovrebbero muoversi in direzioni opposte ³⁾, mostrare cioè una correlazione negativa oppure indurre gli investitori ad abbandonare i mercati azionari per puntare sulle obbligazioni. In periodi "normali", invece, un'ordinaria allocazione delle attività suggerirebbe una correlazione positiva tra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari dal momento che bassi tassi di interesse sostengono le quotazioni azionarie.

La figura A fornisce una stima della correlazione condizionata ⁴⁾ tra il rendimento su un indice ampio del mercato azionario e il rendimento su un indice di titoli di Stato decennali nell'area dell'euro. La misura suggerisce che l'avversione al rischio è cambiata notevolmente nel tempo, con variazioni sostanziali spesso coincise con shock occorsi in campo finanziario. Al riguardo, va detto che l'avversione al rischio è sensibilmente aumentata con il crollo del mercato azionario nell'ottobre del 1987 e con la crisi russa e dei Long Term Capital Management (LTCM) all'inizio dell'autunno del 1998, accentuandosi anche in risposta alla serie di shock economici, finanziari e geopo-

Figura A Aspettative delle famiglie sulla situazione economica generale e correlazione condizionata fra rendimenti azionari e rendimenti dei titoli di stato a lungo termine

(dati mensili)



Fonti: stime della BCE.

1) Indice dei rendimenti del DJ EURO STOXX e indice dei rendimenti sui titoli di stato a dieci anni.

2) Valutazione delle famiglie sulla situazione economica generale sui successivi 12 mesi, saldi percentuali. Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

- 1) Cfr. M.W. Brandt e K.Q. Wang, *Time-varying risk aversion and unexpected inflation*, Journal of Monetary Economics, volume 50, n. 7, ottobre 2003, pagg. 1457-1498; cfr. anche J.Y. Campbell e J.H. Cochrane, *By force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior*, Journal of Political Economy, volume 107, n. 2, aprile 1999, pagg. 205-251.
- 2) Cfr. anche il riquadro 2 *Il sensibile aumento della volatilità dei corsi azionari nell'area dell'euro nel 2002*, nel Rapporto annuale della BCE del 2002.
- 3) Cfr. N. Tarashev, K. Tsatsaronis, e D. Karampatos, *Investors' attitude towards risk: what can we learn from options?*, BIS Quarterly Review, giugno 2003, pagg. 57-66.
- 4) La correlazione condizionale tra i rendimenti obbligazionari e azionari viene stimata utilizzando un modello GARCH multivariato (cfr. R.F. Engle e K. K. Kroner, *Multivariate Simultaneous Generalized ARCH*, Econometric Theory, volume 11, n. 1, 1995, pagg. 122-150).

litici verificatisi tra il 2001 e la metà del 2003. Sebbene nei primi due periodi l'avversione al rischio sia tornata rapidamente ai livelli precedenti, l'inversione di tendenza dopo la metà del 2003 appare lenta.

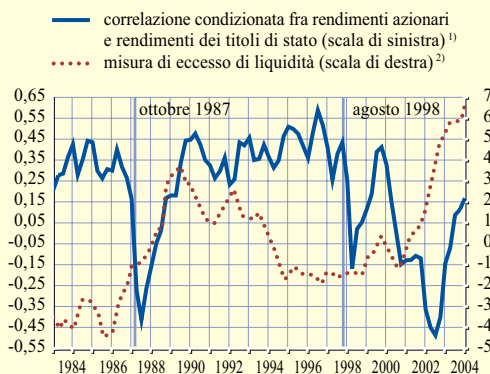
È possibile verificare la validità dell'uso della correlazione tra i rendimenti obbligazionari e azionari come misura della variazione dell'avversione al rischio confrontandola con l'indicatore delle aspettative economiche generali delle famiglie per i successivi 12 mesi tratto dall'indagine sul clima di fiducia dei consumatori della Commissione europea. Mettendo assieme le informazioni provenienti dalla correlazione condizionata e dall'indicatore delle attese delle famiglie si dovrebbe avere un quadro più completo delle variazioni nell'avversione al rischio. In particolare, una diminuzione in entrambe le misure dovrebbe essere interpretata come un segnale piuttosto forte di aumento dell'avversione al rischio. Sebbene vi siano periodi – ad esempio i primi anni novanta – in cui l'andamento della correlazione condizionata differisce sensibilmente da quello dell'indicatore delle attese, vi sono anche periodi di forte co-variazione (autunno del 1987, fine del 1988 e, soprattutto, il periodo compreso tra il 2000 e la metà del 2003). Sembra, in particolare, che il periodo tra il 2000 e la metà del 2003 sia stato caratterizzato da un notevole aumento dell'avversione al rischio tra gli investitori dell'area dell'euro.

La maggiore avversione al rischio degli investitori dell'area nel periodo citato è compatibile con alcune caratteristiche dei dati monetari: primo, una forte crescita di M3 nello stesso periodo; secondo, la ricomposizione dei portafogli a favore di strumenti negoziabili che trainava, in larga misura, la crescita di M3; e terzo, l'osservazione che l'incremento del tasso di crescita di M3 non può essere spiegato da variabili macroeconomiche fondamentali, quali l'attività e i prezzi. Come mostra la figura B, forti riduzioni della correlazione tra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari coincidono con gli incrementi di un indicatore dell'eccesso di liquidità nell'area dell'euro dal 2001 alla metà del 2003, a sostegno della tesi che il maggior eccesso di liquidità nell'area dell'euro è stato associato a una maggiore avversione al rischio e quindi a forti ricomposizioni di portafoglio da attività rischiose non incluse in M3 ad attività monetarie più sicure. Questa relazione vale anche nel caso dell'autunno del 1987, quando la correlazione tra i rendimenti obbligazionari e quelli azionari è calata notevolmente mentre l'indicatore dell'eccesso di liquidità cresceva.

La figura A mostra che l'avversione al rischio nell'area dell'euro è rimasta relativamente elevata nel 2003-04. Questo potrebbe spiegare perché le allocazioni di portafoglio degli investitori dell'area dell'euro abbiano mostrato la tendenza a normalizzarsi più lentamente di quanto l'esperienza passata non lasciasse prevedere. In effetti, sembra che nel 2004 nell'area il protrarsi di un periodo di cali delle quotazioni azionarie e di forte incertezza abbia continuato a incidere sulle decisioni di portafoglio attraverso l'impatto sulla fiducia e sull'avversione al rischio.

Figura B Liquidità in eccesso e correlazione condizionata fra rendimenti azionari e rendimenti dei titoli di stato a lungo termine

(dati trimestrali)



Fonte: stime della BCE.

1) Indice dei rendimenti del DJ EURO STOXX e indice dei rendimenti dei titoli di stato a dieci anni.

2) Misura di eccesso di liquidità basata sul modello - cfr. riquadro 3 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.