

## Le percezioni del rischio di eventi estremi in prossimità degli annunci di misure non convenzionali di politica monetaria

Masazumi Hattori, Andreas Schrimpf e Vladyslav Sushko

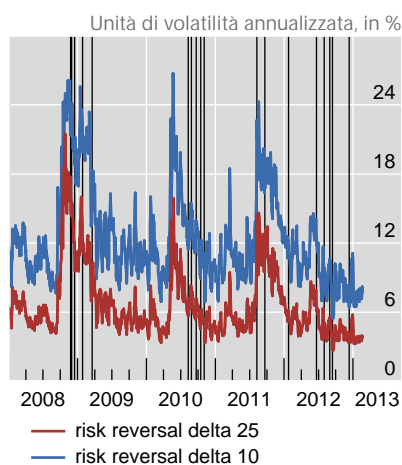
Si ritiene che gli interventi non convenzionali di politica monetaria varati da varie banche centrali nel corso degli ultimi anni abbiano contribuito (almeno in parte) ad attenuare alcuni dei rischi più immediati di andamenti sfavorevoli per i mercati finanziari e l'economia globale<sup>1</sup>. Tuttavia le evidenze di quello che si potrebbe definire l'"impatto sul rischio di eventi estremi" (o tail risk) delle politiche monetarie non convenzionali sono perlopiù aneddotiche. Questo riquadro presenta evidenze quantitative che mostrano come gli annunci collegati alle politiche non convenzionali abbiano sostanzialmente attenuato la percezione del mercato del rischio di eventi estremi. In realtà, gli effetti di tali politiche potrebbero essere stati più ampi di quanto indicano gli studi esistenti, incentrati sugli effetti dell'allentamento quantitativo (quantitative easing, QE) sul profilo della curva dei rendimenti, i prezzi delle attività più in generale e i flussi di portafoglio.

In questa analisi le percezioni di rischi al ribasso vengono ricavate dalle informazioni tratte dai prezzi delle opzioni, in particolare la differenza tra la volatilità implicita nelle opzioni put out-of-the-money (OTM) e call OTM aventi la stessa scadenza e lo stesso delta (ovvero la divergenza del prezzo a pronti rispetto al prezzo di esercizio)<sup>2</sup>. Un'opzione OTM ha un prezzo di esercizio distante dal prezzo di mercato corrente e dunque verrà esercitata solo se il movimento di prezzo del sottostante nell'arco della vita dell'opzione è sufficientemente ampio. Poiché i rendimenti azionari presentano di norma un'asimmetria negativa, ovvero l'eventualità di un loro brusco ribasso è più probabile di quella di un brusco rialzo, le opzioni put OTM hanno maggiore probabilità di essere esercitate rispetto alle call OTM. Di conseguenza, il loro prezzo (così come la loro volatilità implicita) sarà più elevato. Tale aspetto risulta accentuato allorché gli investitori si attendono forti perdite, e richiedono pertanto premi al rischio elevati a fronte del rischio di eventi estremi. La differenza fra le due volatilità implicite, pertanto, aumenta nelle fasi di tensione, quando i costi di copertura contro il rischio al ribasso sono particolarmente elevati (grafico A, diagramma di sinistra).

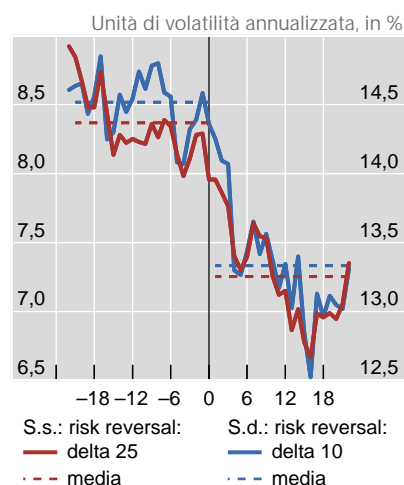
### Annunci della Fed e prezzo dei rischi di eventi estremi

Grafico A

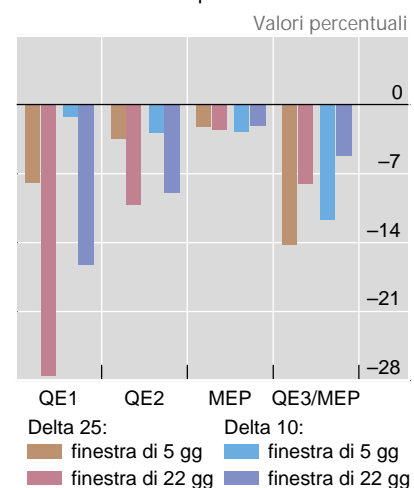
Risk reversal per l'indice S&P 500 e annunci della Fed<sup>1</sup>



Risposta media in prossimità degli annunci della Fed



Variazioni relative su 5 e 22 giorni nelle varie fasi di politica monetaria



<sup>1</sup> Le linee verticali indicano gli annunci della Fed sugli acquisti di titoli e sulle proprie intenzioni future ("forward guidance"), e i relativi discorsi. Prime due fasi del Large-Scale Asset Purchases della Fed (QE1 nel 2008-09 e QE2 nel 2010): 25 novembre 2008, 1° dicembre 2008, 16 dicembre 2008, 28 gennaio 2009, 18 marzo 2009, 10 agosto 2010, 27 agosto 2010, 21 settembre 2010, 15 ottobre 2010 e 3 novembre 2010; Maturity Extension Program (MEP, avviato nel settembre 2011): 9 agosto 2011, 21 settembre 2011, 25 gennaio 2012, 20 giugno 2012 e 1° agosto 2012; attuale programma di acquisti illimitati di titoli del Tesoro e di mortgage-backed securities delle agenzie governative (QE3/MEP, avviato nel settembre 2012): 31 agosto 2012, 13 settembre 2012 e 12 dicembre 2012.

Fonti: Federal Reserve; Bloomberg; elaborazioni degli autori.

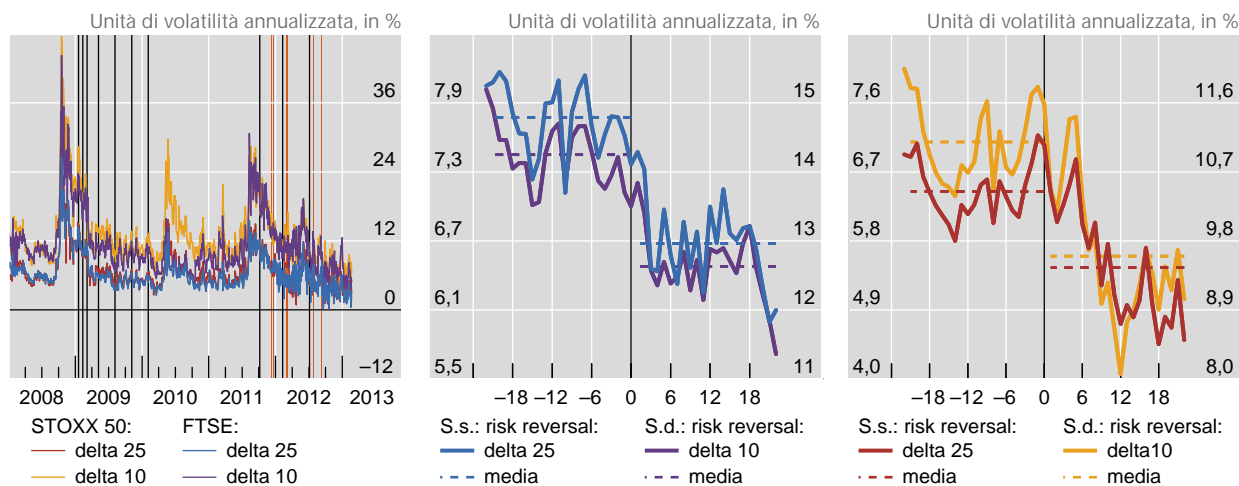
## Annunci della BoE e della BCE e prezzo dei rischi di eventi estremi

Grafico B

Risk reversal per gli indici FTSE 100 e DJ EURO STOXX 50 e annunci di BoE e BCE<sup>1</sup>

Risposta media in prossimità degli annunci della BoE

Risposta media in prossimità degli annunci della BCE



<sup>1</sup> Le linee verticali nere indicano gli annunci della BoE sugli acquisti di titoli e i relativi discorsi: 19 gennaio 2009, 11 febbraio 2009, 5 marzo 2009, 7 maggio 2009, 6 agosto 2009, 5 novembre 2009, 4 febbraio 2010, 6 ottobre 2011, 9 febbraio 2012 e 5 luglio 2012; le linee verticali rosse indicano gli annunci e i discorsi della BCE relativi alle ORLT a tre anni e alle ODM: 8 dicembre 2011, 21 dicembre 2011, 29 febbraio 2012, 26 luglio 2012 (primo giorno di negoziazione dopo l'annuncio della sera precedente) e 6 settembre 2012 (primo giorno di negoziazione dopo l'annuncio della sera precedente).

Fonti: BCE; Bank of England; Bloomberg; elaborazioni degli autori.

Di conseguenza, i risk reversal possono rappresentare un utile indicatore della percezione del rischio di un tracollo dei mercati azionari da parte degli operatori. Essi differiscono dall'indice VIX, comunemente utilizzato per valutare i timori degli investitori, che non registra specificamente i rischi al ribasso, essendo una misura simmetrica della volatilità attesa<sup>9</sup>.

Al fine di rilevare l'impatto delle politiche monetarie non convenzionali sui risk reversal, viene raffrontato il livello dei risk reversal nell'arco di un periodo di vari giorni di negoziazione prima e dopo i principali annunci in materia. Le misure del rischio di eventi estremi sono calate in media del 10 per cento in prossimità di 18 annunci della Federal Reserve (grafico A, diagramma centrale). Come mostra il grafico, a seguito degli annunci si verifica un calo immediato del rischio percepito. Tale effetto persiste per qualche tempo: i risk reversal risultano infatti mediamente più bassi sugli orizzonti di cinque giorni e superiori<sup>9</sup>.

Gli effetti sul rischio percepito sono stati più vigorosi durante la prima tornata di misure non convenzionali, e in particolare in prossimità degli annunci relativi al QE1 (grafico A, diagramma di destra). L'impatto degli annunci successivi riguardanti il QE2 o le prime fasi del Maturity Extension Program (MEP) è stato più modesto. Gli annunci della Fed paiono avere nuovamente ridotto il rischio percepito di eventi estremi nella fase attuale di QE3. Il ritrovato vigore dell'impatto degli annunci della Fed può essere compreso meglio nell'ambito di uno schema in cui gli acquisti della banca centrale sono in grado di offrire un'assicurazione contro gli eventi estremi, se accompagnati da una comunicazione chiara e dall'impegno a modulare gli interventi monetari in base all'evoluzione delle condizioni economiche<sup>9</sup>. Di conseguenza, l'impiego da parte della Fed di indicazioni prospettiche ("forward guidance") e della comunicazione di obiettivi in termini di occupazione per i programmi di acquisto titoli potrebbe aver accresciuto l'effetto del MEP e del QE3<sup>9</sup>.

Anche gli annunci effettuati da altre banche centrali potrebbero aver ridotto la percezione del rischio di eventi estremi. Le notizie relative all'acquisto di titoli della Bank of England (BoE) hanno avuto effetti simili in termini qualitativi (grafico B, diagramma centrale). La reazione più debole ai recenti annunci della BCE sembra indicare

differenze nella trasmissione delle politiche della BCE, in particolare le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni e le operazioni definitive monetarie (ODM), rispetto agli annunci di acquisti definitivi di titoli da parte della Fed e della BoE (grafico B, diagramma di destra).

<sup>①</sup> Cfr. ad esempio Olivier Blanchard, "(Nearly) nothing to fear but fear itself", *The Economist* 29 gennaio 2009; il discorso del Presidente della Fed Ben Bernanke al simposio di Jackson Hole, 31 agosto 2012; e BRI, *82<sup>a</sup> Relazione annuale*, giugno 2012. <sup>②</sup> Il delta di un'opzione denota la sensibilità del premio alle variazioni di prezzo del sottostante. Le opzioni con delta più basso (ad esempio pari a 10) hanno un prezzo di esercizio più distante da quello corrente del sottostante e risultano quindi maggiormente OTM. <sup>③</sup> Per semplicità si riportano i valori assoluti dei risk reversal, per cui un valore più elevato corrisponde a un prezzo più elevato dell'assicurazione contro il rischio di collasso. <sup>④</sup> M. Hattori, A. Schrimpf e V. Sushko, "The response of tail risk perceptions to quantitative easing", 2013, conducono un'analisi più dettagliata. Utilizzando il metodo bootstrap, gli autori riscontrano che le variazioni dei risk reversal in prossimità delle date degli annunci della Fed sono statisticamente significative e più accentuate rispetto a quelle delle semplici misure della volatilità. Essi considerano come variabili di controllo anche altri fattori che influenzano le percezioni del rischio utilizzando regressioni event study e analizzano l'impatto degli acquisti effettivi di titoli nel quadro di modelli autoregressivi vettoriali strutturali. <sup>⑤</sup> Cfr. M. Brunnermeier e Y. Sannikov, "Redistributive monetary policy", documento redatto per il simposio di Jackson Hole del 2012. <sup>⑥</sup> Il meccanismo potrebbe operare attraverso un miglioramento della posizione patrimoniale delle istituzioni finanziarie con vincoli in termini di value-at-risk (VaR), poiché gli acquisti della Fed incidono sul valore di mercato dei loro portafogli di strumenti a reddito fisso ed eventualmente altre attività. Una minore probabilità di violare i vincoli in termini di VaR potrebbe a sua volta determinare una rivalutazione dei rischi e un aumento della propensione al rischio, come mostra H.S. Shin, *Risk and liquidity*, Oxford University Press, 2010. Cfr. inoltre C. Borio e H. Zhou, "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism", *BIS Working Papers*, n. 268, dicembre 2008, per una descrizione della trasmissione della politica monetaria attraverso i bilanci e i differenziali di rischio degli intermediari finanziari.