

Il mercato azionario e la politica monetaria

Il presente articolo discute il ruolo del mercato azionario nell'economia e nella strategia di politica monetaria della BCE. I mercati azionari hanno tradizionalmente svolto un ruolo meno prominente nell'economia dell'area dell'euro rispetto a quanto avviene, ad esempio, negli Stati Uniti. Vi sono tuttavia indicazioni che nell'area dell'euro essi siano diventati più importanti nel corso degli ultimi anni.

In un mercato efficiente le quotazioni azionarie vengono determinate dal flusso attualizzato dei dividendi attesi che saranno distribuiti agli azionisti in futuro. In tal senso, le quotazioni azionarie sono inerentemente orientate al futuro e incorporano rapidamente qualsiasi nuova informazione che induca gli operatori di mercato a rivedere le proprie aspettative circa le grandezze economiche fondamentali che dovrebbero determinare il valore dei titoli. L'esperienza indica tuttavia anche che il clima di mercato (investors sentiment) può talvolta portare a "bolle" nelle quotazioni azionarie, una situazione in cui i corsi effettivi eccedono temporaneamente di gran lunga i valori fondamentali. Ciò nonostante, l'identificazione di tali situazioni è inerentemente molto difficile.

Le quotazioni azionarie svolgono un ruolo nelle dinamiche economiche attraverso effetti sul costo del capitale, sulla ricchezza, sul livello di fiducia e sulle situazioni patrimoniali. Esse possono inoltre fornire informazioni sulle aspettative degli operatori di mercato circa il corso futuro dell'economia. Pertanto, dato che offrono indicazioni sugli andamenti della domanda e dell'offerta aggregata, i corsi azionari devono essere tenuti sotto osservazione dalle banche centrali al fine di individuare rischi per la stabilità dei prezzi. Infine, sebbene le quotazioni azionarie non siano un obiettivo idoneo per la politica monetaria, una politica monetaria credibile, orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi, può apportare un contributo importante al funzionamento efficiente del mercato azionario.

I Introduzione

L'introduzione dell'euro nel gennaio 1999 ha agito da catalizzatore per la crescente integrazione dei mercati azionari dell'area dell'euro. Nel contempo, ampie oscillazioni delle quotazioni azionarie in tutto il mondo hanno incrementato l'interesse del pubblico e dei responsabili delle politiche economiche per gli andamenti dei mercati azionari. Alla luce di questi fatti, il presente articolo analizza il ruolo del mercato azionario nell'economia e nella strategia di politica monetaria della BCE.

L'articolo si apre con una breve analisi del ruolo del mercato azionario nel sistema finanziario, presentando alcuni dati per l'area dell'euro. Vengono poi discusse questioni teoriche riguardanti la valutazione dei titoli in un mercato efficiente e i possibili motivi di inefficienza temporanea dei mercati, con una particolare attenzione per le "bolle". Dopo aver indagato il ruolo del mercato azionario nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, l'articolo analizza perché e come il mercato azionario viene preso in considerazione nella strategia di politica monetaria della BCE.

2 Il ruolo del mercato azionario nel sistema finanziario dell'area dell'euro

Il sistema finanziario adempie alla funzione essenziale di canalizzare i risparmi delle famiglie verso il settore delle imprese e di ripartire i fondi tra queste ultime. Tale ripartizione può essere effettuata tramite il contatto diretto tra prenditori e datori di fondi sui mercati finanziari con l'emissione di titoli (quali azioni o obbligazioni), oppure indirettamente, attraverso gli intermediari

finanziari (quali banche, fondi di investimento e fondi pensione, o compagnie di assicurazione). L'efficienza dell'allocazione dei mezzi finanziari e dei rischi impliciti determina la capacità delle famiglie di differire il consumo nel tempo, nonché la capacità delle imprese di accumulare e rinnovare lo stock di capitale. Anche la crescita e il benessere economico nel lungo termine

dipendono pertanto in modo cruciale dall'efficienza del sistema finanziario.

L'importanza generale del mercato azionario all'interno del sistema finanziario dipende in larga misura da quanto ampiamente il settore delle imprese, le famiglie e gli investitori istituzionali utilizzano di norma le azioni come strumenti di finanziamento e di investimento. Ciò dipende in genere dalle motivazioni e dagli incentivi dei potenziali emittenti e detentori di titoli, che sono a loro volta determinati all'interno di una rete complessa che coinvolge le forze di mercato, la politica economica, il quadro giuridico e regolamentare del sistema finanziario, nonché l'evoluzione delle tradizioni e delle consuetudini ¹⁾.

In tale contesto le imprese emettono titoli e li collocano sui mercati (azioni quotate e scambiate nelle borse valori) oppure direttamente presso gli investitori (azioni non quotate) per raccogliere fondi esterni al fine di finanziare le proprie attività ²⁾. Inoltre, esse possono emettere o riacquistare titoli propri per modificare la struttura del loro capitale. Dato che le azioni competono con altre fonti di finanziamento delle imprese, il costo relativo del capitale azionario – ossia il differenziale tra il rendimento del capitale azionario richiesto dal mercato e il tasso di interesse su prestiti o obbligazioni, al netto delle imposte, dei costi di emissione e di altri tipi di costi – è una determinante importante dell'offerta di titoli.

Dal punto di vista della domanda, in genere le azioni fruttano un flusso di reddito periodico ai loro detentori, sotto forma di dividendi. Oltre a questi ultimi, i rendimenti azionari comprendono anche le plusvalenze o le minusvalenze patrimoniali derivanti dalle variazioni delle quotazioni azionarie. Inoltre, il possesso di azioni implica in genere il diritto di partecipare al processo decisionale dell'impresa. Ciò diventa talvolta la motivazione dominante per detenere azioni, ad esempio quando una società ricerca una partecipazione strategica in altre imprese. Le famiglie, invece, utilizzano le azioni principalmente come strumento di risparmio. Esse possono detenere azioni direttamente, oppure indirettamente tramite l'acquisizione di crediti nei confronti di investitori istituzionali che investono in azioni. La quota della ricchezza finanziaria delle famiglie

destinata al mercato azionario dipenderà dalle motivazioni che le inducono al risparmio, dal rischio percepito e dalle caratteristiche di rendimento dei portafogli azionari rispetto ad altre attività, nonché dalla loro propensione al rischio.

Dal punto di vista della politica monetaria, va sottolineato che l'importanza complessiva del mercato azionario all'interno del sistema finanziario e per l'economia nel suo insieme è determinata da fattori ciclici e a lungo termine che influenzano l'offerta e la domanda di titoli. Ad esempio, differenze nel trattamento fiscale del capitale azionario e dell'indebitamento, nonché il grado di coinvolgimento del governo nel sistema pensionistico – uno dei principali motivi del risparmio a lungo termine delle famiglie è l'accantonamento per la vecchiaia – determinano di norma le tendenze negli andamenti dei mercati azionari. Per contro, fattori a breve termine come fluttuazioni delle quotazioni azionarie e dei tassi di interesse – che possono alterare il costo relativo del capitale azionario e le attese degli investitori circa i rendimenti azionari – causano variazioni cicliche di breve periodo nell'importanza del mercato azionario per gli emittenti e i detentori di titoli. Una banca centrale deve tenere sotto attenta osservazione entrambi i gruppi di fattori, in quanto essi concorrono a determinare quanto vigorosamente gli investimenti delle imprese e i consumi privati rispondono in genere alle variazioni delle quotazioni azionarie. Questo nesso tra le quotazioni azionarie e l'attività economica fa parte del meccanismo di trasmissione monetaria e verrà discusso più in dettaglio nella sezione 4. La parte restante della presente sezione descrive brevemente le recenti tendenze nell'importanza del mercato azionario all'interno del sistema finanziario dell'area dell'euro.

Il sistema finanziario dell'area dell'euro è ancora dominato dall'intermediazione bancaria, pertanto i mercati azionari svolgono un ruolo meno prominente di quanto non avvenga, ad esempio, negli Stati Uniti, che sono per tradizione

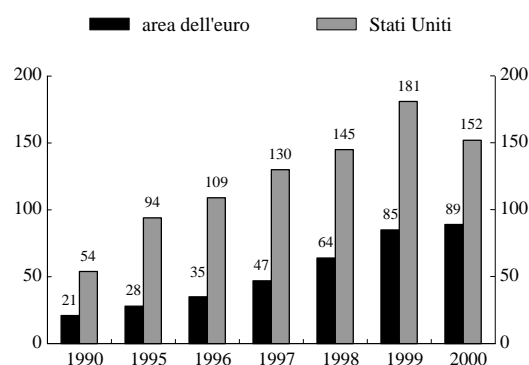
1) Cfr. *The euro equity markets*, BCE, agosto 2001.

2) *Per una trattazione delle diverse forme di capitale azionario, cfr. riquadro 1 nell'articolo* Caratteristiche del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro *nel Bollettino mensile di febbraio 2001.*

più fortemente basati sul finanziamento tramite mercato. Diversi elementi possono tuttavia indicare che negli ultimi anni i mercati azionari hanno assunto un ruolo in parte più importante nell'area. L'importanza complessiva del mercato azionario è molto spesso misurata dal rapporto tra il valore di mercato di azioni nazionali scambiate in una borsa valori del paese (capitalizzazione di mercato) e il prodotto interno lordo (PIL) nominale. La figura mostra l'andamento del rapporto capitalizzazione/PIL per l'area dell'euro e gli Stati Uniti dal 1990 al 2000. Da un lato, la figura indica chiaramente che la dimensione del mercato azionario statunitense era (in termini relativi) da due a tre volte circa maggiore di quella del mercato azionario dell'area dell'euro. Dall'altro lato, il mercato azionario dell'area è cresciuto più rapidamente di quello degli Stati Uniti. Il rapporto è circa quadruplicato tra il 1990 e il 2000 nell'area dell'euro, si è quasi triplicato negli Stati Uniti. Gran parte di questo aumento della capitalizzazione di mercato è stato tuttavia sospinto dall'andamento dei corsi azionari. Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dagli indici ampi dei corsi, sono aumentate del 320 per cento tra la fine del 1989 e la fine del 2000, mentre nello stesso periodo quelle statunitensi sono cresciute del 240 per cento ³⁾.

Considerando un indicatore diverso su un periodo più recente, il numero di società nazionali quotate nelle borse valori dell'area dell'euro è cresciuto da 3.900 alla fine del 1998 a 4.900 alla fine

Figura
Capitalizzazione di mercato di azioni nazionali in percentuale del PIL



Fonti: FIBV ed elaborazioni della BCE.

del 2000 ⁴⁾. Inoltre, l'ammontare di nuovo capitale raccolto sui mercati azionari dell'area è aumentato da 130 miliardi di euro nel 1998 a 320 miliardi di euro nel 2000. Mentre le offerte pubbliche iniziali rappresentavano soltanto un terzo dell'emissione lorda di azioni dell'area nel 1998, la loro quota è aumentata al 50 per cento nel 2000 ⁵⁾.

I bilanci e i flussi finanziari dei settori non finanziari ⁶⁾ dell'area dell'euro confermano sostanzialmente il ruolo gradualmente crescente del mercato azionario nel sistema finanziario dell'area. In termini di consistenze, le azioni quotate delle società non finanziarie sono aumentate dal 42 per cento delle loro principali passività (azioni quotate, prestiti nazionali più titoli diversi da azioni) nel quarto trimestre del 1997 al 51 per cento nel trimestre corrispondente del 2000. La percentuale di azioni quotate nelle attività finanziarie totali detenute da tutti i settori non finanziari è salita nel 2000 al 21 per cento, dal 14 per cento del 1997. All'accresciuta esposizione diretta di questi settori ai mercati azionari si aggiunge la maggiore detenzione indiretta di titoli tramite l'investimento in quote di fondi comuni e in prodotti assicurativi. La quota degli investimenti in fondi comuni non monetari nelle attività totali del settore non finanziario è salita dall'8 per cento del 1997 al 12 per cento nel 2000. Inoltre, i fondi comuni hanno aumentato in misura sostanziale la proporzione di azioni nelle proprie attività totali ⁷⁾. Sebbene gli investimenti dei settori non finanziari in prodotti assicurativi siano rimasti sostanzialmente costanti attorno al 21 per cento delle attività totali tra il 1997 e il 2000, sembra che le compagnie assicurative e i fondi pensione abbiano parimenti accresciuto la dimensione relativa delle azioni detenute.

3) Misurate dagli indici totali dei corsi azionari Datastream per l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

4) Cfr. The euro equity markets, BCE, agosto 2001, pag. 11.

5) Ibid, pag. 17.

6) I settori non finanziari comprendono le Amministrazioni pubbliche, le società non finanziarie e le famiglie, che includono le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie. Tutti i valori sono calcolati sulla base dei dati pubblicati nella sezione Statistiche dell'area dell'euro del Bollettino mensile.

7) In base alle statistiche della Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI), i fondi di investimento nell'area dell'euro hanno aumentato la quota di azioni nelle proprie attività totali dal 24 per cento del 1998 al 40 per cento nel 2000. Cfr. The euro equity markets, BCE, agosto 2001, pag. 29.

Gran parte dell'incremento nelle consistenze di azioni quotate rispecchia tuttavia effetti di rivalutazione causati da corsi azionari in netto rialzo⁸⁾. È possibile verificare tali effetti di rivalutazione utilizzando flussi finanziari al costo storico. In base a tali dati, il fabbisogno totale di finanziamento esterno delle società non finanziarie è cresciuto del 27 per cento tra il quarto trimestre del 1997 e il quarto trimestre del 2000, mentre il finanziamento tramite l'emissione di azioni quotate è aumentato soltanto del 17 per cento nello stesso periodo. Pertanto, al costo storico, il finanziamento delle imprese tramite

capitale di rischio è di fatto diventato meno importante rispetto ad altre fonti di finanziamento esterno tra il 1997 e il 2000. Per quanto riguarda la struttura delle attività detenute, gli investimenti in attività finanziarie dei settori non finanziari, valutati al costo storico, sono cresciuti del 21 per cento tra il quarto trimestre del 1997 e il corrispondente trimestre del 2000. Le posizioni dirette in azioni quotate sono addirittura aumentate del 38 per cento in tale periodo, confermando l'accresciuta importanza dei titoli quale strumento di investimento per i settori non finanziari.

3 Cosa determina le quotazioni azionarie?

Affinché il mercato azionario adempia in modo adeguato alle sue funzioni economiche, le quotazioni azionarie non devono deviare sistematicamente dal loro valore "fondamentale". Tale valore dipende, in termini generali, dal flusso di reddito futuro che ci si attende dalle società generino. Si considera che la condizione di efficienza sia rispettata se i corsi azionari rispecchiano completamente tutte le informazioni disponibili rilevanti per la valutazione dei titoli. Se tale condizione non è rispettata, è possibile che le quotazioni azionarie inviino segnali errati agli operatori di mercato circa la reale redditività e i veri rischi di determinate società, o addirittura del mercato azionario nel suo insieme. Ciò condurrebbe a sua volta a un'inefficiente allocazione del capitale nell'economia, poiché alcune società relativamente non redditizie potrebbero attrarre le scarse risorse finanziarie che avrebbero potuto essere investite in progetti alternativi, caratterizzati da maggiore produttività o minor rischio.

La parte restante di questa sezione contiene una presentazione dell'approccio economico standard per la valutazione dei titoli – il modello dei dividendi attualizzati – e un'analisi delle possibili fonti di inefficienza dei mercati, con una particolare enfasi sulle bolle dei mercati azionari.

La valutazione di titoli tramite il valore attualizzato di dividendi futuri

In genere, le attività finanziarie sono valutate a seconda del valore attualizzato del flusso di cassa

futuro che gli investitori prevedono di ottenere detenendo l'attività. I tassi di sconto applicati ai flussi di cassa futuri corrispondono ai tassi di rendimento attesi che gli investitori richiedono per detenere l'attività nel proprio portafoglio. Se applicato alla valutazione delle azioni, il metodo del flusso di cassa attualizzato corrisponde al modello dei dividendi attualizzati. Le quotazioni azionarie sono efficienti se corrispondono al valore attualizzato dei dividendi futuri (razionalmente) attesi (cfr. appendice).

I tassi di sconto possono essere scomposti in una misura del "costo opportunità", ossia il rendimento atteso su un investimento non azionario, e in un corrispondente premio per il rischio specifico dell'investimento in azioni. Se gli investitori non si curassero delle differenze di rischio tra le varie attività, in equilibrio ci si aspetterebbe lo stesso tasso di rendimento da tutte le attività. In tale caso, il tasso di sconto per i titoli sarebbe pari a questo tasso di interesse uniforme. Gli investitori avversi al rischio, tuttavia, richiedono maggiori tassi di rendimento per detenere attività più rischiose. La differenza tra i tassi di rendimento attesi su attività più e meno rischiose costituisce pertanto un premio per il rischio e riflette sia le preferenze degli investitori nei confronti del rischio, sia la loro valutazione della rischiosità delle attività. Dato che le azioni tendono a

8) Cfr. l'articolo Fonti di finanziamento e investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro nel *Bollettino mensile del maggio 2001*.

essere più rischiose, ad esempio, dei titoli di Stato o dei depositi bancari, gli investitori richiedono corrispondentemente un maggiore tasso di rendimento atteso per detenere azioni. Di fatto, il premio (per il rischio) azionario, approssimato empiricamente per mezzo della media a lungo termine del differenziale tra i rendimenti osservati delle azioni e quelli di obbligazioni a lungo termine o di depositi bancari a breve termine, risulta in genere positivo.

La principale conclusione tratta dal modello dei dividendi attualizzati è che i prezzi delle azioni sono inerentemente orientati al futuro o, in altri termini, che il mercato azionario “scambia il futuro”. Inoltre, le variazioni dei corsi azionari sono per lo più sospinte da “notizie”, ossia da flussi di informazioni che spingono gli operatori di mercato a rivedere le proprie aspettative circa le grandezze economiche che rappresentano le determinanti fondamentali del valore dei titoli. Queste proprietà possono essere particolarmente utili per la politica monetaria, in quanto le quotazioni azionarie possono essere utilizzate come indicatori delle aspettative degli operatori di mercato circa l'attività economica futura (che è connessa ai futuri utili societari e dividendi). Tale tematica sarà ulteriormente analizzata nella sezione 4.

Possibili fonti di “inefficienza” del mercato azionario

Il fatto che le determinanti economiche fondamentali delle quotazioni azionarie non sono direttamente osservabili implica che per valutare se il prezzo delle azioni è determinato in modo efficiente è necessario giudicare se le aspettative degli investitori circa i rendimenti futuri, i tassi di interesse e i rischi del mercato azionario siano giustificabili e correttamente rispecchiate nei corsi azionari. Quali ragionamenti possono essere utilizzati per giungere a tale conclusione? In genere, una tale valutazione deve essere basata su considerazioni sia empiriche che teoriche.

In teoria, l'ipotesi di efficienza del mercato poggia sull'assunto che gli investitori hanno un incentivo a utilizzare tutte le informazioni disponibili quando devono decidere a quale prezzo vendere o comprare titoli. Anche se non tutti gli investitori utilizzano le informazioni disponibili in

modo razionale, un efficiente meccanismo di arbitraggio assicura che gli investitori razionali spingano i prezzi dei titoli a livelli sufficientemente vicini ai loro valori fondamentali. L'arbitraggio funziona perfettamente quando, ad esempio, gli investitori razionali possono vendere (o vendere allo scoperto) un titolo “sovrapprezzato” in un mercato e simultaneamente acquistare come copertura la stessa attività o un titolo con la stessa struttura di rendimenti in un altro mercato, dove il titolo è apprezzato correttamente o è sottoprezzato. L'effetto degli scambi degli arbitraggisti porta i prezzi a equilibrarsi rapidamente sui due diversi mercati al livello fondamentalmente giustificato. Questo meccanismo è efficace per condurre a prezzi efficienti anche se non tutti gli investitori si comportano razionalmente, a patto che esistano stretti sostituti delle azioni.

Nei mercati azionari reali tali sostituti perfetti delle azioni non sono tuttavia facilmente disponibili. Di conseguenza, l'arbitraggio basato sui valori fondamentali diventa rischioso, in quanto richiede l'utilizzo di sostituti imperfetti. Ciò implica il rischio che i prezzi relativi delle attività percepite come sopravvalutate e sottovalutate possano distanziarsi ancora di più nell'orizzonte temporale di investimento a causa dell'arrivo di buone o cattive notizie circa uno dei titoli (rischio idiosincratico) o a causa di attività di scambio di investitori non informati (investitori che operano basandosi su informazioni irrilevanti).

L'arbitraggio rischioso si scontra con capacità limitate di assunzione dei rischi da parte degli arbitraggisti, che possono insorgere a causa di vincoli all'indebitamento e di ridotti orizzonti temporali dell'investimento. Ciò limita la loro possibilità di riportare le quotazioni azionarie in linea con le grandezze economiche fondamentali. Ad esempio, un orientamento a breve termine può essere la risultante di una gestione di portafoglio delegata e dei corrispondenti problemi d'agenzia. I gestori di fondi comuni, ad esempio, possono opporre resistenza ad assumere una posizione d'arbitraggio se non prevedono che le quotazioni azionarie ritornino ai loro valori fondamentali entro il periodo di valutazione della performance, dato che la remunerazione dei gestori di fondi è in genere basata su misure di performance a breve termine. Inoltre, i gestori

possono temere che perdite temporanee derivanti dal detenere posizioni di arbitraggio possano indurre i piccoli investitori a vendere le loro quote del fondo, il che può obbligare il fondo a liquidare tali posizioni prima che i prezzi ritornino a livelli efficienti.

L'arbitraggio imperfetto non è tuttavia sufficiente a creare inefficienze di mercato. Deve essere accompagnato da una qualche forma di comportamento irrazionale da parte di almeno alcuni investitori (clima di mercato). Le teorie del "clima di mercato" – basate su risultati di studi sperimentali e teorie psicologiche sulla formazione di opinioni – tentano di spiegare le motivazioni che spingono gli investitori a comportarsi in modo tale da allontanare i prezzi dai loro valori fondamentali. Queste possono essere per lo più ricondotte alle categorie dell'"eccesso di reazione" e delle "strategie di investimento che seguono la tendenza". Secondo le teorie dell'eccesso di reazione gli investitori, dopo una serie di buone (cattive) notizie sugli utili, diventerebbero eccessivamente ottimisti (pessimisti) circa il fatto che gli annunci di utili futuri saranno parimenti positivi (negativi), spingendo le quotazioni azionarie a livelli indebitamente elevati (bassi). Gli investitori che seguono la tendenza del mercato comprano titoli dopo un aumento dei prezzi e vendono in seguito a un calo. Tale comportamento può derivare, tra l'altro, da attese estrapolative sui prezzi o da strategie tecniche di contrattazione.

Le imperfezioni dei mercati finanziari reali, combinate con la potenziale minaccia dell'irrazionalità da parte di alcuni investitori, implicano che l'efficienza delle quotazioni azionarie rimane una questione empirica. I riscontri pratici relativi all'efficienza delle quotazioni azionarie sono tuttavia abbastanza misti, a seconda per lo più del contesto teorico prescelto e della metodologia utilizzata. Dato che il valore fondamentale delle azioni non è direttamente osservabile, è impossibile decidere con certezza se a un determinato momento i titoli siano o meno prezzati in modo efficiente. Ciò nonostante, l'esperienza suggerisce che il clima di mercato può talvolta condurre a "bolle" delle quotazioni azionarie, una situazione in cui i corsi effettivi eccedono temporaneamente di gran lunga i valori fondamentali.

È possibile individuare le bolle delle quotazioni azionarie?

Come già menzionato, una bolla potrebbe emergere nel caso di una reazione emotiva degli investitori a una serie di notizie positive sugli utili, che condurrebbe ad aspettative sugli utili e sui dividendi eccessivamente ottimistiche ("bolle intrinseche"). Inoltre, le bolle possono essere la risultante di strategie di investimento che, ad esempio, seguono la tendenza, ossia di investitori che acquistano titoli attendendosi che gli aumenti dei corsi osservati continueranno, così che è possibile che si verifichino di fatto ulteriori incrementi delle quotazioni azionarie a causa dell'accresciuta domanda, provocando di conseguenza nuove attese di aumenti futuri dei corsi, e così via. In questo caso, le previsioni che si autorealizzano sono la principale forza trainante di una bolla che si autoalimenta una volta innescata da eventi estranei ("bolle estrinseche").

L'individuazione empirica di una bolla è tuttavia molto difficile, in particolare da un punto di vista *ex ante*. Ad esempio, ampi movimenti delle quotazioni non indicano di per sé una bolla, in quanto anche i titoli prezzati in modo efficiente hanno una tendenza interna a reagire fortemente alle notizie sulle grandezze economiche fondamentali.

Uno strumento comunemente utilizzato per valutare il livello delle quotazioni azionarie è quello di considerare delle misure di valutazione dei titoli, quali il rapporto dividendo/prezzo e il rapporto prezzo/utili, in un contesto storico. Tale procedimento è basato sull'idea che queste misure di valutazione dovrebbero, nel tempo, ritornare a un livello di equilibrio di lungo periodo. Secondo il modello dei dividendi attualizzati (nella forma delle equazioni 6 e 7 dell'appendice), tale livello di equilibrio di lungo periodo è determinato dal potenziale di crescita a lungo termine dei dividendi o dei guadagni societari e dai livelli di lungo periodo dei tassi di interesse reali e del premio per il rischio azionario.

Statisticamente, i raffronti storici possono essere effettuati in due modi. Un metodo semplice consiste nel paragonare le misure di valutazione correnti con le medie storiche. In alternativa, è possibile stimare una relazione di equilibrio di

lungo periodo tra, da un lato, le misure di valutazione del mercato azionario e dall'altro, ad esempio, i tassi di interesse reali e la crescita del prodotto potenziale (quale misura approssimativa della crescita dei dividendi a lungo termine), permettendo all'equilibrio di lungo periodo di variare nel tempo. Per entrambi i metodi, le sopravvalutazioni e sottovalutazioni del mercato azionario potrebbero essere indicate quando le misure di valutazione correnti si discostano considerevolmente dal livello stimato dell'equilibrio di lungo periodo.

Nessuno dei due approcci può tuttavia fornire prove sufficienti di una bolla del mercato azionario. Ad esempio, rapporti prezzo/utili straordinariamente elevati possono essere giustificati da corrette aspettative di crescita straordinaria degli utili societari su un esteso periodo di tempo futuro. In tale caso, il rapporto prezzo/utili inizialmente elevato dovrebbe diminuire nel tempo

a un livello prossimo alla sua media di lungo periodo, sotto l'impulso principalmente della concretizzazione delle attese di utili, e non di bruschi cali delle quotazioni azionarie causati dallo sgonfiamento di una bolla. Per un esempio di tali difficoltà si veda il riquadro I sul recente caso di forti aumenti delle quotazioni e di successivi cali nel mercato dei titoli altamente tecnologici.

Ne consegue che i raffronti storici non possono risolvere il problema di diagnosticare le bolle con un adeguato grado di certezza. Essi possono unicamente fornire delle deboli indicazioni di eccessi periodici dei mercati che sospingono le misure di valutazione molto al di là delle soglie fissate dai profili storici. In generale, sembra non esservi un'alternativa a un metodo più eclettico, che utilizzi tutte le informazioni e gli strumenti disponibili – dai modelli econometrici all'evidenza aneddotica – per tentare di inferire l'esistenza o meno di una bolla.

Riquadro I

Andamenti recenti delle quotazioni azionarie nel settore dell'alta tecnologia

Nel decennio compreso tra la fine del 1989 e quella del 1999 le quotazioni azionarie negli Stati Uniti, misurate dall'indice ampio Standard & Poor's 500, hanno registrato aumenti straordinariamente elevati sia in termini nominali (+315 per cento) che reali (+275 per cento) se raffrontati agli andamenti degli ultimi 130 anni. Sono state proposte una serie di possibili ragioni per spiegare questo incremento spettacolare dei corsi. I progressi tecnologici hanno spinto alcuni osservatori ad affermare che gli andamenti del mercato azionario rispecchiavano l'ingresso dell'economia statunitense in una "nuova era", in cui la crescita della produttività aveva raggiunto un livello permanentemente più elevato. I titoli altamente tecnologici, quali quelli connessi ad attività collegate a Internet, sono stati tra quelli che più hanno beneficiato di questa linea di pensiero della "nuova era". Altri hanno asserito che il premio azionario si era ridotto a livelli molto bassi per effetto di innovazioni finanziarie e della proliferazione dei gestori istituzionali del risparmio, che permettevano alle famiglie di meglio diversificare i rischi azionari e i fattori demografici¹⁾.

Si potrebbe argomentare che le quotazioni azionarie, in particolare nel settore dell'alta tecnologia, erano fortemente gonfiate dall'euforia del mercato circa le prospettive di utili per tali titoli nel futuro più distante. Man mano che sempre più investitori venivano colti da tale euforia, le quotazioni azionarie sveltavano a livelli senza precedenti. Ciò può essere stato il risultato combinato di un eccesso di reazione iniziale a fattori intrinseci e di fattori rafforzanti provenienti dall'influenza di strategie di investimento che seguivano la tendenza di mercato.

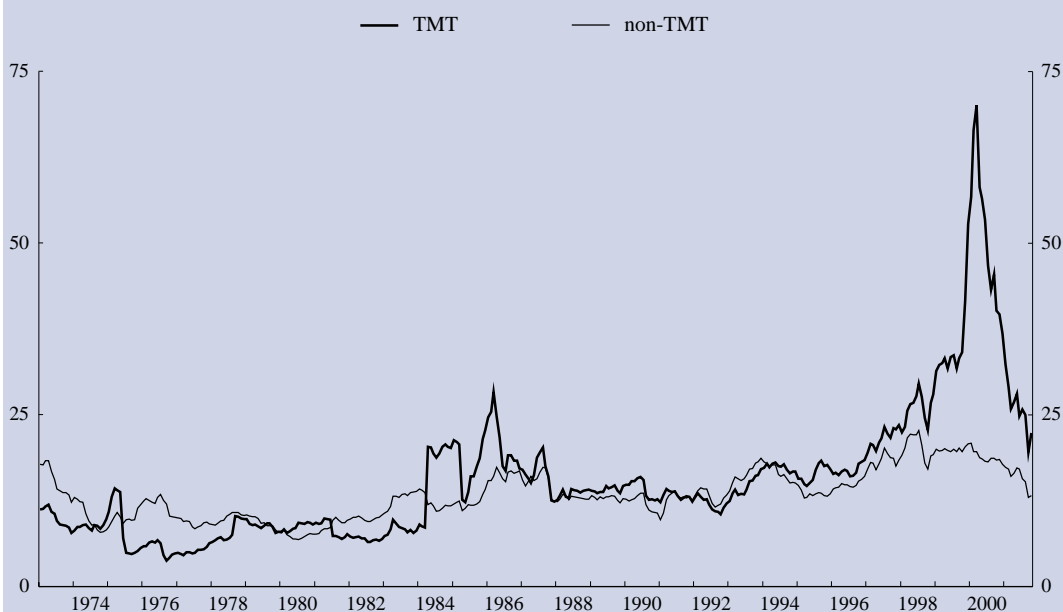
Anche se l'accelerazione più pronunciata delle quotazioni azionarie si è verificata negli Stati Uniti, essa si è trasmessa anche ai mercati azionari dell'area dell'euro, pur se con un ritardo. I rapporti prezzo/utili nel settore dell'alta tecnologia dell'area in fase di boom sono saliti nettamente, in particolare dal novembre 1999. Nel marzo del 2000, la media mensile del rapporto prezzo/utili dei titoli dei settori tecnologici, dei mezzi di informazione e delle telecomunicazioni (TMT) ha raggiunto il massimo di 70, contro una media di 13 tra gennaio 1973 e dicembre

1) Cfr. Fondo monetario internazionale, World Economic Outlook, maggio, 2000, pag. 87.

1998 (secondo dati Datastream). Benché i corsi dei titoli TMT siano saliti a livelli senza precedenti, il rapporto prezzo/utigli di altri titoli è aumentato a un massimo di soltanto 21 nel gennaio 2000, rispetto a un valore medio di 13 – lo stesso del settore TMT – nel periodo 1973-98. Ciò indica che, se i titoli fossero stati sopravvalutati durante il recente periodo di boom, il fenomeno sarebbe stato per lo più confinato ai titoli altamente tecnologici.

Rapporto prezzo/utigli di azioni dei settori tecnologici, media e telecomunicazioni (TMT) e dei settori non-TMT nell'area dell'euro

(medie mensili)



Fonte: Datastream.

Dall'aprile del 2000 i prezzi dei titoli TMT sono calati bruscamente, riflettendo i crescenti timori degli investitori in merito alla capacità di tali titoli di soddisfare le attese di utili elevate. Tra marzo 2000 e ottobre 2001 le quotazioni azionarie del settore TMT sono diminuite di circa il 70 per cento, mentre nello stesso periodo i titoli non TMT sono scesi soltanto del 15 per cento. Di conseguenza, nell'ottobre 2001 il rapporto prezzo/utigli dei titoli TMT era calato a 22, un livello ancora superiore alla media storica. Per contro, il rapporto prezzo/utigli dei titoli non TMT era sceso a 15, molto vicino alla sua media storica.

Di conseguenza, non sono state attese di utili materializzatesi a far ridurre i rapporti prezzo/utigli a livelli prossimi agli standard storici, bensì una correzione dei corsi, il che è più in linea con l'interpretazione della presenza di una bolla nei recenti andamenti del settore dell'alta tecnologia. Tuttavia, ciò che suffraga l'ipotesi della sopravvalutazione non è la delusione delle aspettative di utili degli investitori di per sé, ma piuttosto la dinamica complessiva dei recenti andamenti nel settore dell'alta tecnologia, nonché diverse indicazioni di straordinaria euforia di mercato e di eccessivo ottimismo in merito agli utili alla fine degli anni novanta.

4 Le fluttuazioni del mercato azionario e l'attività economica

Il processo attraverso cui la politica monetaria può influenzare l'economia in generale, e il livello dei prezzi in particolare, è conosciuto come meccanismo di trasmissione monetaria. Si tratta

di una catena lunga e complessa di rapporti di cause ed effetti che descrive i nessi tra la politica monetaria, i prezzi delle attività finanziarie e le condizioni di offerta e di domanda nei mercati

dei beni e dei servizi. Il mercato azionario è un elemento che può svolgere un ruolo in questo meccanismo di trasmissione. Prima di analizzare come gli andamenti delle quotazioni azionarie sono collegati all'economia reale, ci soffermeremo brevemente su se e come la politica monetaria possa influenzare le quotazioni azionarie.

Le reazioni delle quotazioni azionarie alla politica monetaria

L'andamento delle quotazioni azionarie reali (ossia deflazionate con un indice dei prezzi di beni e servizi) rispecchia il tasso di crescita a lungo termine degli utili societari reali. Questo è a sua volta collegato al tasso di crescita di lungo periodo potenziale dell'economia. In secondo luogo, i corsi azionari reali nel lungo termine sono determinati anche dalla tendenza dei tassi di interesse reali – che è, a sua volta, altresì connessa alla crescita economica potenziale – più un premio per il rischio azionario a lungo termine collegato alla media delle preferenze di rischio degli investitori e alle opportunità disponibili per diversificare i rischi del mercato azionario.

La politica monetaria può, nel lungo periodo, unicamente controllare la tendenza del livello generale dei prezzi di beni e servizi, che ha, a sua volta, un impatto sui profitti nominali e pertanto anche sulle quotazioni azionarie *nominali*. Per contro, l'unico effetto a lungo termine della politica monetaria sui corsi azionari *reali* è collegato al fatto che una politica monetaria orientata alla stabilità riduce l'incertezza sull'inflazione e quindi anche l'incertezza circa i prezzi nominali futuri delle attività. Ciò ridimensiona i corrispondenti premi per il rischio su, ad esempio, obbligazioni e azioni, contribuendo a rendere più efficiente l'allocazione dei fattori di produzione e innalzando quindi il tasso potenziale di crescita dell'economia. Pertanto, ci si può attendere che il passaggio a una politica monetaria indirizzata alla stabilità dei prezzi abbia anche un impatto positivo sul livello tendenziale a lungo termine delle quotazioni azionarie reali. A parte ciò, la politica monetaria non può tuttavia avere nessun altro effetto persistente sulla crescita dei dividendi reali, sui tassi di interesse reali, sul premio azionario e quindi sui corsi azionari reali.

Ciò nonostante, la politica monetaria può, nel breve periodo, esercitare un certo impatto sulle quotazioni azionarie sia nominali che reali attraverso due canali diversi ma interconnessi. In primo luogo, essa può influenzare le aspettative degli operatori di mercato circa la crescita economica a breve termine (e quindi circa gli utili societari e i dividendi a breve termine). In secondo luogo, può influire sui tassi di sconto a breve termine tramite variazioni dei tassi di interesse a breve termine sul mercato monetario. Nella pratica, gli investitori e quindi le quotazioni azionarie anticipano spesso gli effetti delle decisioni di politica monetaria. La reazione immediata del mercato azionario a una decisione di politica monetaria anticipata è in genere abbastanza modesta. Per contro, misure inattese di politica monetaria possono innescare delle variazioni delle quotazioni azionarie dopo l'annuncio della decisione. Dato che l'effetto sulle aspettative circa i dividendi e l'impatto sui tassi di sconto tendono ad assumere la stessa direzione, di solito i corsi azionari calano in risposta a un (inatteso) aumento dei tassi di interesse e aumentano in seguito a un (inatteso) taglio dei tassi di interesse.

Potrebbero tuttavia verificarsi delle deviazioni da questo profilo di reazione "normale". Ad esempio, se vi è la percezione che la banca centrale possa meglio valutare gli andamenti economici futuri rispetto al pubblico, una riduzione inattesa dei tassi di interesse può essere interpretata dal mercato come un segnale di imminenti "cattive notizie" sulla crescita economica. Di conseguenza, le quotazioni azionarie possono occasionalmente anche reagire negativamente a un taglio inatteso dei tassi di interesse ufficiali. È pertanto molto difficile prevedere in quale direzione i corsi azionari reagiranno a variazioni dei tassi di riferimento.

Le quotazioni azionarie e l'attività economica

Il mercato azionario può svolgere un ruolo nelle dinamiche economiche attraverso quattro principali canali: effetti sul costo del capitale, sulla ricchezza, sul livello di fiducia e sulle situazioni patrimoniali ⁹⁾. Il primo canale opera attraverso

9) Cfr. l'articolo La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro nel *Bollettino mensile di luglio 2000*.

l'impatto che le quotazioni azionarie possono avere sul costo del capitale proprio delle imprese e pertanto sulla loro spesa per investimenti. Un incremento dei corsi azionari può segnalare buone opportunità di investimento, in quanto tale investimento può essere finanziato a costi minori con nuove emissioni di azioni. Di fatto, quando le quotazioni azionarie salgono, il valore di mercato dell'impresa rispetto al costo di sostituzione del suo stock di capitale (il cosiddetto "q di Tobin") tende a innalzarsi. Ne consegue che sarà redditizio per la società aumentare il proprio stock di capitale, il che porterà ad aumenti della spesa per investimenti, della domanda aggregata e del prodotto. Man mano che lo stock di capitale raggiunge gradualmente il proprio maggior valore di lungo periodo, q tornerà a un livello normale.

Diversi fattori possono indebolire questo canale: incertezza, costi di aggiustamento e la natura irreversibile delle decisioni di investimento. L'incertezza circa la redditività futura di un investimento unitamente all'esistenza di costi irrecuperabili implica, in primo luogo, che può essere utile attendere, il che influenza i tempi delle decisioni di investimento, e in secondo luogo che possono esserci effetti soglia, ossia che i tassi di rendimento possono doversi modificare sostanzialmente prima che venga effettuato un investimento. Anche l'attesa può tuttavia essere costosa. Più a lungo si attende, più è probabile che un'opportunità di investimento molto redditizia venga colta da altri investitori, il che rende incerto l'effetto netto sull'investimento del valore dell'attesa.

Il secondo canale opera attraverso l'effetto ricchezza sui consumi. Un incremento permanente delle quotazioni azionarie implica un aumento della ricchezza finanziaria. Assumendo che gli operatori economici tentino di distribuire i loro consumi in modo uniforme nel tempo, l'aumento della ricchezza finanziaria porta a maggiori consumi correnti e futuri, stimolando la domanda e il prodotto aggregati. Va sottolineato che, per la maggior parte delle famiglie nell'area dell'euro, le variazioni delle quotazioni azionarie sembrano avere effetti di ricchezza diretti modesti, dato che la detenzione diretta e indiretta di azioni quotate è ancora relativamente

ridotta. Pertanto, vi è motivo di credere che questo canale di trasmissione non sia attualmente molto importante nell'area dell'euro, benché il suo ruolo possa essere in parte cresciuto negli ultimi anni, in linea con gli andamenti descritti nella sezione 2.

Un terzo potenziale canale è quello per cui le quotazioni azionarie possono influenzare gli investimenti e i consumi attraverso gli effetti sulla fiducia. Ad esempio, un calo dei corsi azionari può segnalare rischi di riduzioni future dell'attività economica e dell'occupazione e ciò può danneggiare la fiducia dei consumatori e l'effettiva spesa per consumi – persino di famiglie che non detengono titoli. Analogamente, una riduzione generale delle quotazioni azionarie può indurre anche le imprese che non hanno emesso azioni quotate a ridimensionare le proprie aspettative di utili e i propri piani di investimento.

Il quarto canale consiste nella possibilità che le quotazioni azionarie influenzino i consumi e gli investimenti attraverso un effetto sulle situazioni patrimoniali. Dato che nei mercati del credito le informazioni sono asimmetriche, la capacità di indebitamento di imprese e famiglie dipende dal valore delle garanzie che esse possono offrire. Con l'aumentare del valore delle garanzie cresce la capacità di indebitarsi e di investire. Questo processo, conosciuto come l'acceleratore finanziario, suggerisce che le condizioni finanziarie iniziali (ossia il rischio attribuito alle garanzie e il loro valore) sono essenziali nel determinare la portata e la durata degli effetti delle variazioni dei corsi azionari sugli investimenti e sui consumi.

Le proprietà delle quotazioni azionarie quali indicatori anticipatori

Per comprendere le proprietà delle quotazioni azionarie quali indicatori anticipatori degli andamenti economici futuri è utile fare nuovamente riferimento al modello dei dividendi attualizzati. Il modello indica ad esempio che i corsi azionari aumentano se gli investitori si attendono dividendi futuri più elevati, e diminuiscono se le attese sono di dividendi minori. Ne consegue che le variazioni delle quotazioni azionarie possono

rispecchiare una rivalutazione da parte degli operatori di mercato delle prospettive di crescita economica a breve termine, in quanto gli utili societari, e quindi i dividendi, sono strettamente collegati all'attività economica. Se le aspettative degli operatori di mercato tendono, in media, a essere confermate dai successivi andamenti economici, è possibile utilizzare i corsi azionari come previsori, o indicatori anticipatori, della crescita economica reale (cfr. riquadro 2).

Dato che le quotazioni azionarie possono tuttavia aumentare anche se gli investitori applicano un minor tasso di sconto – in conseguenza di attese di più bassi tassi di interesse reali, di una maggiore propensione al rischio o di una percezione di minori rischi azionari – non è facile individuare quale fattore determini il cambiamento delle quotazioni ad ogni dato momento.

In genere, è estremamente difficile, se non impossibile, distinguere tra movimenti dei corsi azionari giustificati da dinamiche economiche attese per il futuro e variazioni basate su altri fattori o su aspettative irrealistiche circa la crescita futura dei dividendi e quindi del prodotto. Ad esempio, gli sviluppi attesi nella tecnologia possono o meno materializzarsi. Se non si concretizzano, le aspettative saranno deluse e vi sarà una correzione dei corsi azionari che potrebbe apparire equivalente allo “sgonfiarsi” di una bolla in cui le quotazioni non erano in linea con le grandezze economiche fondamentali.

In conclusione, anche se molto spesso le quotazioni azionarie hanno proprietà anticipatrici degli andamenti economici, il loro contenuto informativo deve essere attentamente valutato congiuntamente ad altri dati economici e analisi.

Riquadro 2

Quali informazioni forniscono le quotazioni azionarie sulla crescita economica futura?

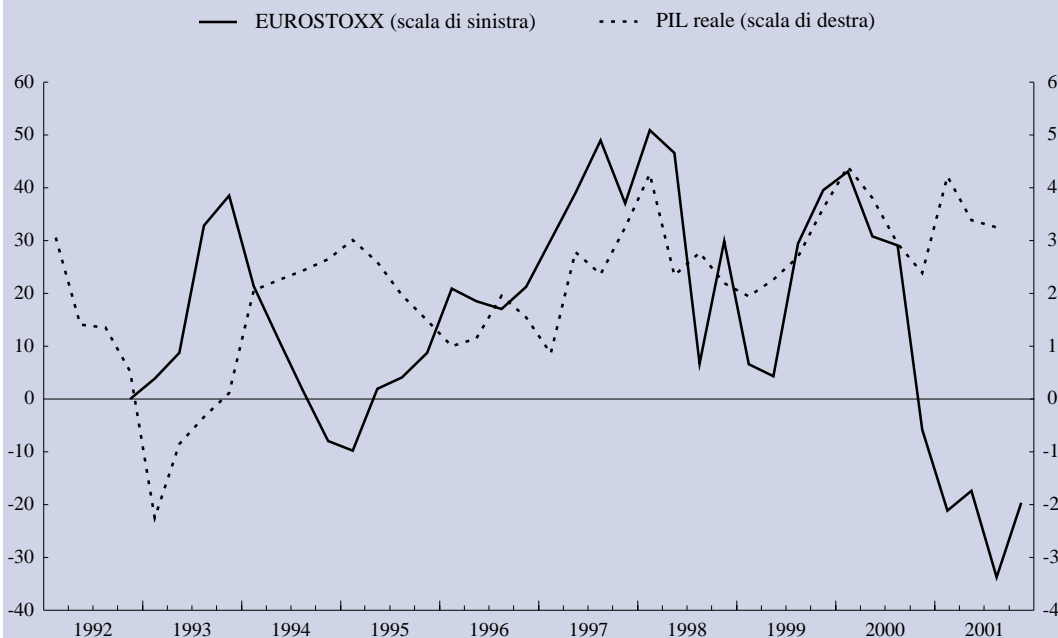
Le quotazioni azionarie rispecchiano – tra gli altri fattori – le aspettative degli operatori di mercato circa i futuri utili societari e i dividendi, rispetto ai quali dovrebbero avere un contenuto previsivo, se tali attese si concretizzassero. Ciò implica che le quotazioni azionarie dovrebbero altresì essere un ragionevole indicatore anticipatore della crescita futura dell'economia in generale, dato che l'attività economica e gli utili societari sono strettamente collegati. L'evidenza empirica riassunta nel presente riquadro conferma in ampia misura la proprietà delle quotazioni azionarie quali indicatori anticipatori dell'attività economica nell'area dell'euro.

Primo, la figura sotto riportata mostra le variazioni percentuali sui dodici mesi delle quotazioni azionarie, con frequenza trimestrale, e del PIL reale dell'area dell'euro. In questo caso, la proprietà anticipatrice delle quotazioni azionarie è indicata dal fatto che i punti di svolta nelle serie temporali delle variazioni sui dodici mesi delle quotazioni azionarie appaiono nella maggior parte dei casi prima di quelli della crescita del PIL sui dodici mesi. Tuttavia, vi sono delle eccezioni, come ad esempio nel 1999. Secondo, un'analisi basata su una correlazione semplice dei profili di ritardo e di anticipo tra le variazioni percentuali trimestrali delle due variabili rivela che la correlazione è massima quando si considerano le variazioni correnti delle quotazioni azionarie e la crescita del PIL reale sei mesi in avanti. Terzo, una semplice analisi econometrica indica che, nell'area dell'euro, un aumento *una tantum* del 10 per cento delle quotazioni azionarie determina un incremento dello 0,3 per cento del PIL reale nel lungo periodo. Per quanto riguarda il profilo temporale di questa risposta, il PIL comincia a crescere di circa lo 0,18 per cento dopo due trimestri, mentre l'impatto totale viene raggiunto dopo circa un anno e mezzo.

Va ricordato che le metodologie utilizzate non prendono in considerazione tutti gli altri eventuali fattori che possono influenzare sia le quotazioni azionarie che l'attività economica. Di fatto, l'inclusione di altre variabili nell'analisi può modificare i risultati quantitativi qui riportati. Di conseguenza, l'indagine dovrebbe essere considerata unicamente illustrativa della proprietà delle quotazioni azionarie quali indicatori anticipatori della crescita del PIL reale (cfr. l'articolo *Il contenuto informativo degli indicatori compositi del ciclo economico dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2001 del Bollettino mensile).

Quotazioni azionarie e PIL reale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati trimestrali)



Fonti: Reuters e BCE.

È importante sottolineare che la proprietà anticipatrice non implica l'esistenza di una relazione di causalità, in senso economico, tra le quotazioni azionarie e la crescita del PIL reale. Esse possono avere la capacità di prevedere la crescita del PIL nella misura in cui gli utili correttamente anticipati delle corrispondenti società si muovono in linea con l'attività economica generale. Dal punto di vista empirico, tuttavia, è estremamente difficile separare questo ruolo più passivo del mercato azionario dal ruolo attivo da esso svolto nel meccanismo di trasmissione.

5 Il ruolo del mercato azionario per la politica monetaria

La recente volatilità dei mercati azionari di tutto il mondo ha acuito l'interesse sul possibile ruolo delle quotazioni azionarie nella politica monetaria. Questa sezione spiega come il mercato azionario viene preso in considerazione nella strategia di politica monetaria della BCE e discute inoltre le ragioni per cui le quotazioni azionarie non dovrebbero essere considerate un obiettivo di politica monetaria.

Il ruolo del mercato azionario nella strategia di politica monetaria della BCE

Il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario della BCE. La stabilità dei

prezzi è stata definita dal Consiglio direttivo della BCE come un aumento sui dodici mesi dell'euro inferiore al 2 per cento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area. Nel contesto di tale strategia, la BCE prende in considerazione i movimenti dei corsi azionari, in quanto essi sono rilevanti per valutare le condizioni economiche e quindi i rischi per la stabilità dei prezzi ¹⁰.

¹⁰ Per ulteriori riferimenti sull'obiettivo e sulla strategia di politica monetaria della BCE, cfr. gli articoli La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità nell'edizione di gennaio 1999 e I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE nel Bollettino mensile di novembre 2000.

Come menzionato nella sezione 4, le quotazioni azionarie possono essere considerate indicatori anticipatori dell'attività economica, sia perché riflettono le aspettative di mercato circa gli andamenti economici (ruolo passivo), sia a causa del loro impatto sugli andamenti economici reali (ruolo attivo). Nella misura in cui le quotazioni azionarie forniscono informazioni sull'evoluzione della domanda e dell'offerta aggregate nell'area dell'euro, esse possono contribuire a individuare gli shock che colpiscono l'economia e il grado di persistenza delle pressioni sui prezzi nell'area. Esse sono tuttavia molto volatili e possono talvolta deviare dai livelli che riflettono i valori fondamentali o "di equilibrio". Pertanto, il loro contenuto informativo è in genere più incerto e difficile da valutare rispetto a quello di altri indicatori economici.

Le quotazioni azionarie sono una delle molte variabili economiche e finanziarie tenute sotto osservazione nell'ambito del secondo pilastro della strategia di politica monetaria della BCE. In aggiunta, vi sono, occasionalmente, delle sinergie tra un'analisi degli andamenti del mercato azionario e l'analisi monetaria nell'ambito del primo pilastro della strategia di politica monetaria della BCE. Ad esempio, una combinazione di forte espansione della moneta e del credito e di corsi azionari in rapida crescita potrebbe, talvolta, segnalare che gli andamenti delle quotazioni azionarie potrebbero non essere sostenibili. In questo senso, gli aggregati monetari possono essere utili quali indicatori di "bolle" del mercato azionario. Per contro, le variazioni dei corsi azionari possono essere di aiuto nell'individuazione di fattori speciali che provocano una temporanea distorsione nel contenuto informativo degli aggregati monetari.

Le quotazioni azionarie non sono un obiettivo idoneo per la politica monetaria

Nonostante quanto esposto in precedenza, va sottolineato che le quotazioni azionarie non sono un obiettivo idoneo per la politica monetaria.

In primo luogo, la politica monetaria non può controllare le quotazioni azionarie nel lungo

periodo. Di fatto, mentre l'evoluzione dei prezzi di beni e servizi è in definitiva collegata a un'offerta eccessiva di moneta, la tendenza delle quotazioni azionarie reali è per lo più determinata da fattori reali sottostanti – ad esempio gli sviluppi tecnologici e le preferenze – che non possono essere controllati dalla politica monetaria. In secondo luogo, benché la politica monetaria possa avere un qualche impatto di breve periodo sui corsi azionari, è impossibile per la politica monetaria controllare in modo preciso le quotazioni azionarie nel breve periodo, in particolare perché è molto difficile prevedere quanto esse reagiranno a variazioni dei tassi di interesse ufficiali. In terzo luogo, e più fondamentale, è molto improbabile che le autorità monetarie abbiano informazioni migliori sulle quotazioni azionarie di equilibrio di quanto non abbia il mercato nel suo insieme. Infine, se la politica monetaria concentrasse la propria attenzione sugli andamenti dei mercati azionari, la percezione del pubblico quanto all'impegno della banca centrale nei confronti del suo obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi potrebbe esserne offuscata.

Persino una politica monetaria che tentasse anche solo occasionalmente di stabilizzare le quotazioni azionarie potrebbe condurre a problemi di azzardo morale (*moral hazard*), se i mercati iniziassero ad attendersi tale risposta in modo sistematico. Se ci si aspettasse una reazione accomodante della banca centrale in occasione di episodi di fragilità finanziaria, verrebbe di fatto fornita ai mercati finanziari un'assicurazione contro ampie perdite. Ciò potrebbe rafforzare l'assunzione di rischi da parte del settore privato, sostenendo le bolle delle quotazioni azionarie e aumentando così la probabilità di successive forti correzioni dei corsi.

Chiaramente, la questione dell'azzardo morale non implica che la politica monetaria non si dovrebbe curare dell'impatto di bruschi movimenti delle quotazioni azionarie. Dovrebbe tuttavia essere chiaro che le quotazioni azionarie non sono un obiettivo, ma semplicemente uno dei tanti indicatori che dovrebbero essere valutati e presi in considerazione nella conduzione della politica monetaria.

6 Osservazioni conclusive

Nonostante la recente crescita, il mercato azionario dell'area dell'euro svolge un ruolo meno importante negli andamenti economici rispetto a quanto avviene negli Stati Uniti. Ciò non implica tuttavia che i mercati azionari dell'area non siano rilevanti per la politica monetaria. In particolare, le quotazioni azionarie possono fornire informazioni complementari sulle attese di mercato circa il corso futuro dell'economia. Inoltre, i movimenti delle quotazioni azionarie sembrano avere un impatto discernibile, benché modesto, sulla domanda e sull'offerta aggregate dell'economia dell'area. In aggiunta, gli andamenti dei mercati azionari sono interconnessi con l'evoluzione della moneta e del credito.

Le informazioni che gli andamenti delle quotazioni azionarie possono fornire sono prese in considerazione nelle valutazioni sia nell'ambito del primo che del secondo pilastro della strategia di politica monetaria della BCE. Tuttavia la politica monetaria non reagisce alle quotazioni azionarie in quanto tali, ma solo nella misura in cui esse possono aggiungere informazioni supplementari per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Nel contempo, una politica monetaria credibile, orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi e quindi alla riduzione dell'incertezza circa i prezzi nominali nell'economia, contribuisce a un funzionamento efficiente del mercato azionario.

Appendice

Valutazione delle azioni secondo il modello dei dividendi attualizzati

Secondo il modello di dei dividendi attualizzati, le azioni possono essere valutate tramite il valore attualizzato dei flussi di cassa futuri cui essi danno diritto. I flussi di cassa sono composti da dividendi e guadagni in conto capitale. Questo metodo può essere applicato a qualsiasi orizzonte temporale di investimento. I paragrafi seguenti mostrano, passo per passo, come può essere derivato il modello.

Sia $E_t h_{t+1}$ il rendimento atteso e necessario per detenere un titolo nel periodo a venire (dove h indica il tasso di rendimento ed E_t aspettative razionali basate su informazioni disponibili nel periodo t). La durata del periodo corrisponderà alla frequenza con cui vengono pagati i dividendi. Il rendimento nel periodo di investimento sarà formato da due componenti: un dividendo (D_{t+1}) più una plusvalenza o minusvalenza in conto capitale ($S_{t+1} - S_t$), entrambe considerate quale percentuale della quotazione azionaria S alla fine del periodo t :

$$(1) \quad E_t h_{t+1} = E_t D_{t+1} / S_t + (E_t S_{t+1} - S_t) / S_t$$

Risolvendo per la quotazione azionaria corrente S_t si ha:

$$(2) \quad S_t = (E_t D_{t+1} + E_t S_{t+1}) / (1 + E_t h_{t+1}) \\ = \delta_{t+1} (E_t D_{t+1} + E_t S_{t+1}),$$

dove $\delta_{t+1} = 1 / (1 + E_t h_{t+1})$ è il fattore di sconto ($E_t h_{t+1}$ è il tasso di sconto). L'equazione 2 afferma che la quotazione azionaria corrente è uguale ai valori attualizzati del dividendo e del corso azionario attesi per il periodo successivo, attualizzati con il tasso di rendimento atteso. La quotazione azionaria attesa per il periodo $t+1$ può essere ottenuta portando avanti di un periodo l'equazione 2, in quanto $E_t S_{t+1} = \delta_{t+2} (E_t D_{t+2} + E_t S_{t+2})$. La sostituzione nell'equazione 2 dà:

$$(3) \quad S_t = \delta_{t+1} E_t D_{t+1} + \delta_{t+1} \delta_{t+2} (E_t D_{t+2} + E_t S_{t+2}).$$

Con sostituzione ricorsiva e presumendo, per semplicità di esposizione, che gli investitori scontino a un tasso costante h , si ottiene la formula standard per il modello dei dividendi attualizzati:

$$(4) \quad S_t = \sum_{i=1}^{\infty} \delta^i E_t D_{t+i} + \lim_{T \rightarrow \infty} \delta^T E_t S_{t+T}, \\ S_t = \sum_{i=1}^{\infty} \delta^i E_t D_{t+i}, \\ \text{if } \lim_{T \rightarrow \infty} \delta^T E_t S_{t+T} = 0.$$

La quotazione azionaria corrente è unicamente determinata se la seconda componente – il valore

attualizzato della quotazione azionaria nel futuro infinito – diventa zero. Questa condizione equivale a escludere bolle dei corsi azionari. Essa è soddisfatta se non ci sono attese di un aumento delle quotazioni azionarie più rapido del tasso di sconto, il che è garantito fintantoché gli investitori scontano al rendimento atteso nel periodo di investimento. Il modello prevede che le quotazioni azionarie aumenteranno se gli investitori si attendono dividendi futuri maggiori e/o se applicano un tasso di sconto minore, e che diminuiranno nel caso opposto. Per facilitare ulteriormente l'analisi, si ipotizzi che il tasso di crescita atteso dei dividendi sia costante e pari a g , inferiore al tasso di sconto h . In questo caso, la soluzione dell'equazione 4 si avvicina al limite:

$$(5) \quad S_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_t(1+g)^i}{(1+h)^i} = D_t \frac{1+g}{h-g}.$$

Questa forma del modello dei dividendi attualizzati è conosciuta come modello di crescita di Gordon. Manipolando l'equazione 5 e presumendo che una frazione costante ϕ degli utili G sia corrisposta sotto forma di dividendi (ossia $D_t = \phi G_t$), il modello può essere risolto per il rapporto dividendo/prezzo (D_t/S_t) e il rapporto prezzo/utili (S_t/G_t), due indicatori della valutazione del mercato azionario ampiamente utilizzati:

$$(6) \quad \frac{D_t}{S_t} = \frac{h-g}{1+g}, \quad \frac{S_t}{G_t} = \frac{\phi(1+g)}{h-g}.$$

I tassi di sconto sono in genere determinati modellando il comportamento di investitori avversi al rischio in condizioni di incertezza circa i rendimenti azionari. Il modo più semplice di trattare l'incertezza nel modello dei dividendi attualizzati è scomporre i tassi di sconto in un tasso di interesse

r , che misuri il costo opportunità, e in un premio di rischio azionario ρ . Tuttavia questa scomposizione è una semplice identità e non è pertanto operativa. Per renderla operativa è necessario un modello del premio per il rischio. Il capital asset pricing model (CAPM) è una possibilità. Si presuma che la gamma di attività comprenda un'attività uniperiodale priva di rischio (che fruttasse il tasso di interesse r_t , in genere approssimato con un tasso di interesse a breve termine) e il portafoglio di mercato di azioni. In questo caso, il rendimento atteso uniperiodale del portafoglio azionario e il corrispondente premio per il rischio possono essere specificati come:

$$(7) \quad E_t h_{t+1} = r_t + \rho_{t+1} = r_t + \lambda_{t+1} E_t \sigma_{t+1}^2,$$

dove λ_{t+1} è il "prezzo di mercato del rischio" e $E_t \sigma_{t+1}^2$ la varianza attesa dei rendimenti uniperiodali del portafoglio di mercato di azioni (che misura il rischio di mercato azionario non diversificabile). Il prezzo di mercato del rischio rispecchia il grado di avversione al rischio degli investitori e cresce all'aumentare di quest'ultimo. Di conseguenza, il CAPM, nella variante dell'equazione 7, prevede che gli investitori richiederanno un tasso di rendimento maggiore per detenere azioni se il costo opportunità r_t sale, se il loro grado di avversione al rischio aumenta e/o se la volatilità attesa della quotazione azionaria cresce.

Utilizzando le equazioni 6 e 7, si ottiene il seguente contenuto informativo per, ad esempio, il rapporto prezzo/utili: il rapporto aumenta quando gli investitori si attendono una maggiore crescita di lungo periodo dei dividendi, un maggiore rapporto utili/dividendi, minori tassi di interesse e/o un minore premio per il rischio azionario.