



MAGGIO 2023

ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY INDEX (EPU)

#MICROSTRUCTURE



INDICE

| | |
|--|-----------|
| INTRODUZIONE | 3 |
| EPU E VIX: CHE RELAZIONE C'È | 7 |
| EPU E LA TEORIA DELLA RIFLESSIVITA' | 9 |
| BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA | 11 |

Autore

Domenico Esposito



INTRODUZIONE

L'Economic Policy Uncertainty Index (EPU) messo a punto da tre economisti anglosassoni, nasce allo scopo di misurare l'incertezza della politica economica statunitense, per poi ampliare il proprio spettro di indagine ad altri 21 paesi attraverso il GEPU (Global Economic Policy Uncertainty Index), che altro non è che una media ponderata del PIL degli indici EPU nazionali di 21 Paesi: Australia, Brasile, Canada, Cile, Cina, Colombia, Francia, Germania, Grecia, India, Irlanda, Italia, Giappone, Messico, Paesi Bassi, Russia, Corea del Sud, Spagna, Svezia, Regno Unito e Stati Uniti.

L'indice mensile è costruito sulla base di tre componenti sottostanti:

1. Il grado di copertura giornalistica delle dieci maggiori testate americane relativamente all'incertezza sulla politica economica; questa componente è la risultante dei dati raccolti da 10 grandi quotidiani, che sono: USA Today, Miami Herald, Chicago Tribune, Washington Post, Los Angeles Times, Boston Globe, San Francisco Chronicle, Dallas Morning News, New York Times e Wall Street Journal.

Da questi giornali, viene costruito un indice normalizzato del volume di articoli di cronaca che discutono dell'incertezza della politica economica.

2. Il numero di disposizioni del codice fiscale federale destinate a scadere, con questa componente che si basa sui rapporti del Congressional Budget Office (CBO) che compilano gli elenchi delle disposizioni temporanee del codice fiscale federale. Si tratta di una variabile rilevante poiché le misure fiscali temporanee sono una fonte di incertezza per le imprese e le famiglie perché il Congresso spesso le proroga all'ultimo minuto, minando la stabilità e la certezza del codice fiscale.
3. Il disaccordo tra i previsori economici, con questa componente dell'indice che si basa sul Survey of Professional Forecasters della Federal Reserve Bank di Philadelphia. In questo caso si procede alla misurazione della dispersione nei dati a livello individuale per tre delle variabili di previsione direttamente influenzate dalla politica governativa: CPI, acquisti di beni e servizi da parte delle

amministrazioni statali e locali e acquisti di beni e servizi da parte del governo federale.

La scelta di queste variabili deriva dal fatto che queste sono direttamente influenzate dalle azioni di politica monetaria e fiscale.

In aggiunta all'indice mensile, è possibile analizzare i dati di un indice EPU giornaliero costruito sulla base dell'aggregatore di notizie Newsbank, che copre circa 1.500 giornali statunitensi. L'ampia copertura di Newsbank produce un numero sufficiente di articoli per generare un conteggio giornaliero significativo.

Considerando le medie mensili dell'indice giornaliero, si ottiene una correlazione di 0,85 con l'indice mensile (costruito sui 10 quotidiani indicati sopra), il che indica un alto grado di somiglianza.

A livello pratico si procede ad una ricerca negli archivi digitali di ogni quotidiano della seguente terna di termini: "incertezza" o "incerto"; "economico" o "economia"; e uno o più dei seguenti termini politici: "congresso", "deficit", "Federal Reserve", "legislazione", "regolamentazione" o "Casa Bianca" (comprese varianti come "incertezze", "regolamentazione" e "la Fed").

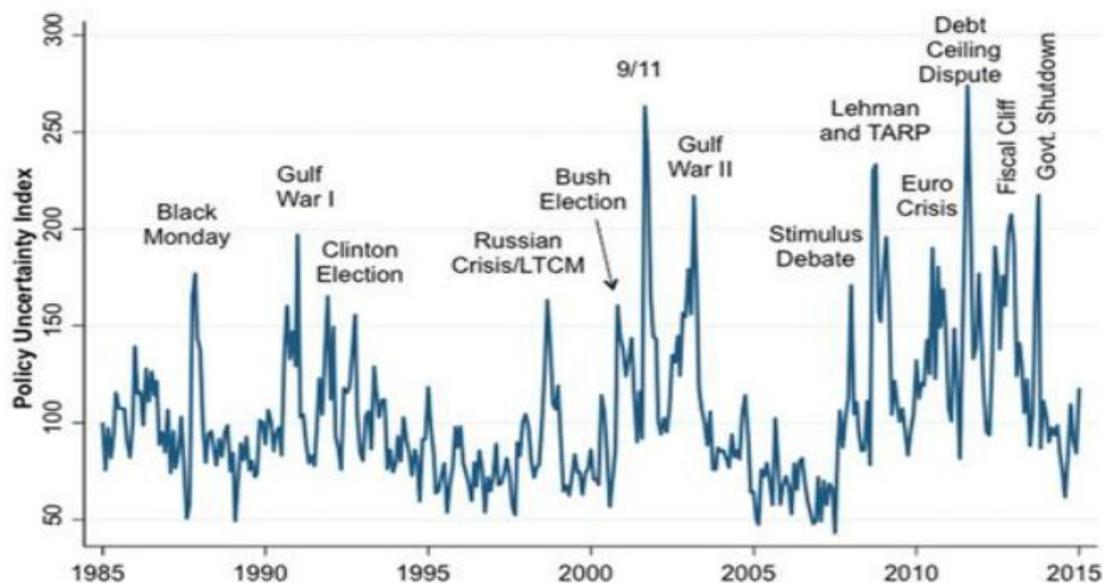
In altre parole, per soddisfare i criteri EPU, un articolo deve contenere termini in tutte e tre le categorie, riguardanti l'economia (E), la politica (P) e l'incertezza (U).

Avendo queste come premesse possiamo derivare che l'indicatore venga utilizzato allo scopo di catturare l'incertezza di chi prenderà le decisioni di politica economica, comprendere quali saranno gli effetti economici delle azioni (o dell'inazione) di politica economica, comprese le incertezze relative alle ramificazioni economiche di questioni politiche "non economiche", ad esempio, eventuali azioni militari.

Il misurare sistematicamente l'incertezza delle politiche rappresenta un passo fondamentale per affrontare diversi temi, come ad esempio il ruolo che gioca l'incertezza politica nella performance economica di lungo periodo e nelle fluttuazioni cicliche, nelle forti contrazioni e nelle grandi crisi finanziarie.

Come si può vedere nel grafico sotto proposto, in momenti di forte incertezza o di gravi crisi economiche o anche geopolitiche, l'indice tocca picchi molto alti in quanto le

determinanti dello stesso (in via principale i termini relativi all'incertezza sui quotidiani) diventano sempre più ricorrenti, motivo per cui l'indice inizia a raggiungere nuovi picchi.

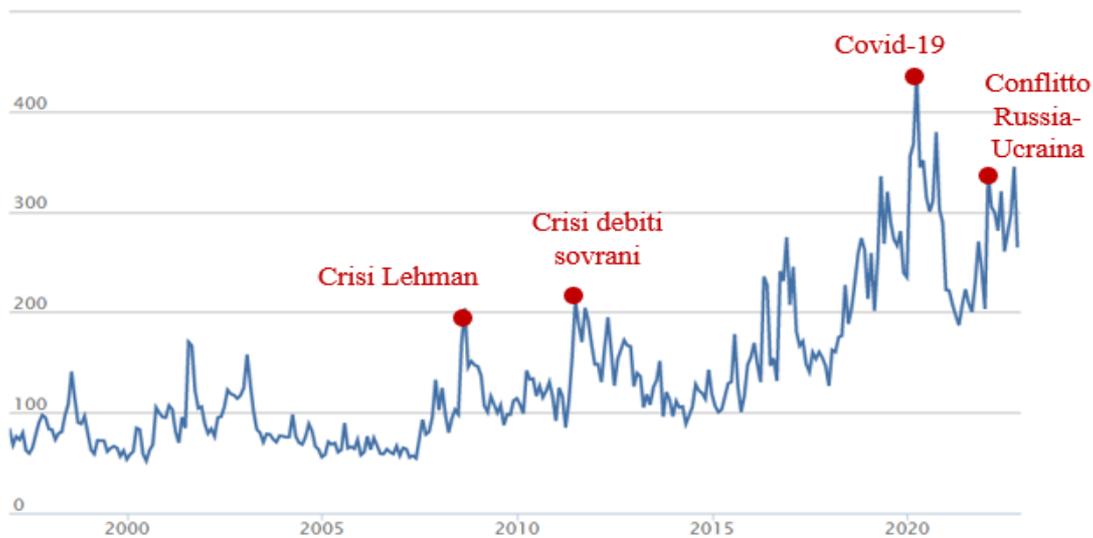


Fonte: Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*

Focalizzando l'attenzione sugli avvenimenti che hanno maggiormente scosso il panorama internazionale negli ultimi, vediamo come la pandemia da Covid-19 abbia portato il GEPU al livello più alto mai fatto registrare e ad un valore di gran lunga superiore rispetto a quello registrato nella crisi Lehman.

La pandemia ha finito per mettere in discussione i modelli di funzionamento della società e dell'economia che sembravano ormai acquisiti, spingendo studiosi e centri di ricerca a interrogarsi sulle prospettive del processo di globalizzazione avviatosi alla fine del XX secolo. La temporanea interruzione degli scambi commerciali e della mobilità delle persone, la portata dell'impatto economico del coronavirus e la crescita del senso di insicurezza ha portato con sé un grado di incertezza senza precedenti, da cui è derivato un valore del GEPU superiore ai 400 punti.

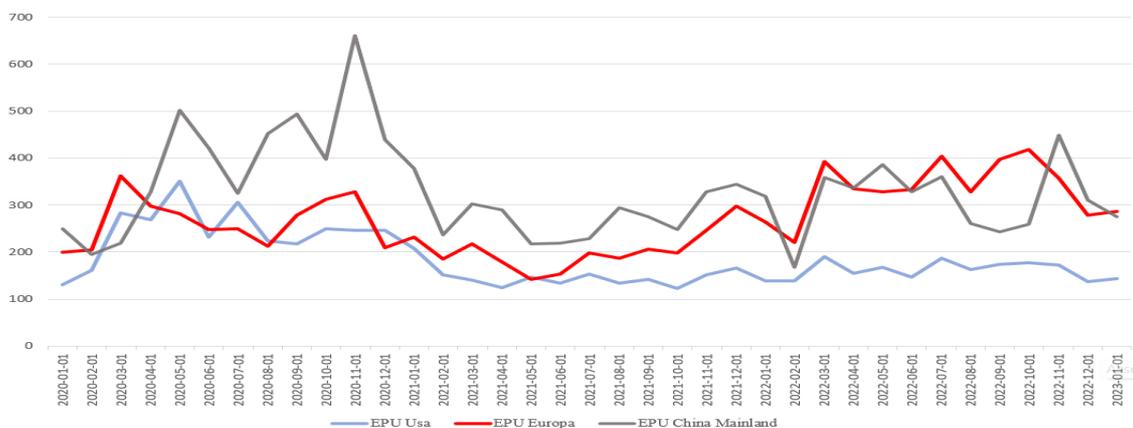
Osservando invece le conseguenze del conflitto Russia-Ucraina possiamo vedere come dopo la discesa del mese di gennaio con un clima più disteso a livello globale, l'inizio del conflitto ha portato con sé una maggiore incertezza, tensione, un evidente deterioramento dei rapporti commerciali e politici che c'erano tra la Russia e quasi il resto del mondo, ed ecco che l'indice è tornato a risalire molto violentemente.



Fonte: Policyuncertainty.com

Passando invece al confronto tra l'EPU di Usa, Cina continentale ed Europa, possiamo osservare come il valore dell'indice per gli Stati Uniti si sia mantenuto sempre più basso rispetto a quanto fatto registrare in Europa e Cina.

Guardando alla Cina continentale possiamo osservare come il 2020 sia stato l'anno in cui si sia registrata la maggiore incertezza con il picco registrato nel mese di novembre. Guardando invece agli avvenimenti più recenti possiamo vedere come all'indomani dell'inizio del conflitto Russia-Ucraina l'indice per Europa e Cina continentale sia rimbalzato nel mese di febbraio dopo la ripida discesa di gennaio. Lo svilupparsi di un conflitto ai confini dell'Europa, tensioni geopolitiche che rischiano di portare ad un escalation globale e la politica zero covid cinese sempre più stringente hanno portato ad una crescita dei valori dell'EPU.



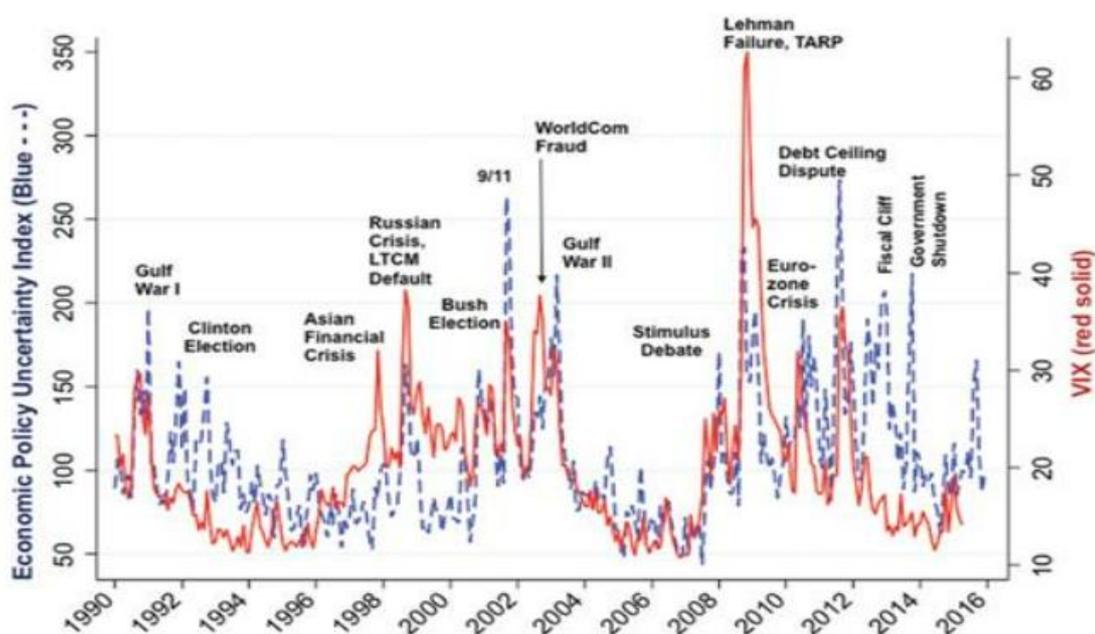
Fonte: Policyuncertainty.com

EPU E VIX: CHE RELAZIONE C'È?

Un modo ulteriore per valutare l'EPU e quindi la sua rilevanza quale strumento di misurazione dell'incertezza è il confronto con altre misure di incertezza economica.

Il termine di paragone più ovvio è con il VIX, anche se le due misure differiscono concettualmente, sia perché il VIX riflette la volatilità implicita su un periodo di 30 giorni mentre l'indice EPU non prevede un orizzonte esplicito e sia perché il VIX si riferisce all'incertezza sui rendimenti azionari, mentre l'indice EPU riflette l'incertezza politica, e non solo per i rendimenti azionari.

A questo poi aggiungiamo che il VIX riguarda solo le imprese quotate in borsa.



Fonte: Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*

Mettendo insieme a livello grafico i due indici (con dati sino al 2016) vediamo come il VIX e l'indice EPU si muovono spesso insieme (correlazione di 0,58), ma mostrano anche variazioni distinte. Ad esempio, il VIX reagisce più fortemente alla crisi finanziaria asiatica, alla frode WorldCom e al crollo di Lehman Brothers, eventi con forti connessioni finanziarie e borsistiche.

Al contrario, l'indice EPU mostra risposte più forti alla guerra nella regione del Golfo, all'elezione di un nuovo presidente e alle battaglie politiche sulle tasse e sulla spesa

pubblica, eventi che comportano chiaramente grandi preoccupazioni politiche ma che influenzano anche la volatilità del mercato azionario.

Quello che possiamo derivare è che non esista un relazione altamente significativa tra i due indici tuttavia, tenuto conto dell'impiego del VIX, possiamo vedere l'EPU come una variabile aggiuntiva, che consenta di valutare il grado di incertezza, "paura" e quindi il sentiment degli operatori di mercato al fine di assumere delle decisioni di investimento che siano coerenti con lo scenario nell'ambito del quale tali decisioni sono assunte.

EPU E LA TEORIA DELLA RIFLESSIVITA'

La teoria della riflessività sostiene che gli investitori non assumano le loro decisioni in modo oggettivo, basandosi cioè sulla realtà, ma basandosi sulla loro percezione della realtà, che risulta essere soggettiva.

La mente umana, in ogni processo decisionale, non è quasi mai razionale ed è fortemente condizionata dalle emozioni, in particolare quando si devono compiere delle scelte in condizioni di incertezza.

Come evidenziato da Soros esistono quindi due realtà: la realtà oggettiva e la realtà soggettiva; mentre le realtà oggettive sono vere indipendentemente da ciò che le persone pensano, le realtà soggettive, invece, sono influenzate dalla percezione che i soggetti hanno in una certa situazione.

Collegandoci a quanto scritto sopra possiamo quindi ricavare che l'analisi congiunta dell'EPU e di altri indicatori che misurano il sentiment del mercato, potrebbe di fatto portare gli operatori a ritenere di operare in un contesto fortemente avverso, influenzando la loro percezione della realtà, con questo che ha degli inevitabili impatti sulle loro scelte. Quanto detto ci permette di capire che non è assolutamente banale operare in un contesto con riflessività positiva o negativa, in quanto questo condiziona le scelte e quindi le performance delle diverse asset class.

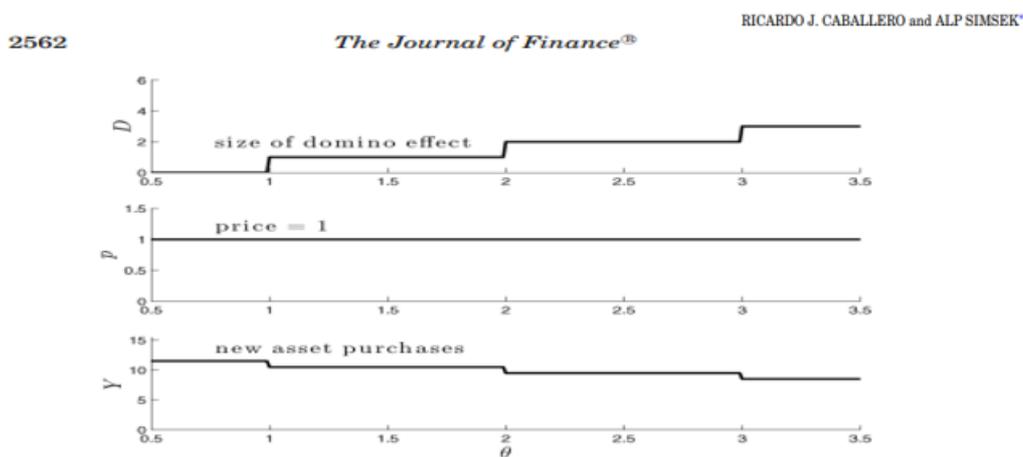


Figure 4. Equilibrium in the certainty benchmark. The top, middle, and bottom panels, respectively, plot the size of the domino effect, the asset price, and the aggregate new asset purchases as a function of the losses in the originating bank.

Fonte: *The Journal of Finance*

Collegandoci al contesto attuale quello che nelle ultime settimane sta creando una forte tensione negli operatori del mercato è rappresentato dal rischio di illiquidità del treasury. Un rischio di illiquidità del safe asset fa scattare una presunzione nel sistema tale per cui se hai degli asset più rischiosi di quella sottoppressione e meglio che ti prepari preventivamente a venderli.

Il mercato negli ultimi mesi ha venduto fortemente azionario in quanto ha visto che si intravedeva uno scenario recessivo con molta illiquidità sui treasury e ha deciso di vendere ante tempo gli asset più rischiosi ovvero l'azionario.

Questo crea sui prezzi un movimento particolare che possiamo osservare nel grafico sopra: in questo squilibrio il prezzo è sempre lo stesso; tuttavia, c'è nel sistema la presunzione di un effetto domino che va a scalini con sottostante un possibile effetto di abbassamento degli asset.

In questo emerge proprio il concetto di riflessività, ovvero la percezione del sistema che il contesto attuale stia portando ad un abbassamento del prezzo degli asset, quando in realtà questo abbassamento non si sta verificando.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

<https://www.policyuncertainty.com/index.html>

<https://academic.oup.com/qje/article/131/4/1593/2468873>

<https://www.policyuncertainty.com/media/Policy%20News%20and%20Stock%20Market%20Volatility.pdf>