

**NICOLA BORRI
ENRICO MARIA CERVELLATI
DOMENICO CURCIO
ANTONIO FASANO**

L'ASSET ALLOCATION IN PRESENZA DI TASSI DI INTERESSE NEGATIVI



I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PIETRO ALESSANDRINI, Università Politecnica delle Marche	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	FRANCO FIORELLI, Università degli Studi "Roma Tre"
PIERFRANCESCO ASSO, Università degli Studi di Palermo	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi del Sannio	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	GUR HUBERMAN, Columbia University
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	NADIA LINCIANO, CONSOB
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	PINA MURÉ, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise
RITA D'ECCLESIA, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
GIORGIO DI GIORGIO, LUISS Guido Carli	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
CARMINE DI NOIA, CONSOB	ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

Giorgio Di Giorgio (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA
«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARCIANELLI, FRANCO VARETTO

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

NICOLA BORRI

ENRICO MARIA CERVELLATI

DOMENICO CURCIO

ANTONIO FASANO

L'ASSET ALLOCATION IN PRESENZA DI TASSI DI INTERESSE NEGATIVI

LUGLIO 2016



Centro Arcelli per gli Studi
Monetari e Finanziari

J.P.Morgan
Asset Management



Questo lavoro è frutto di uno sforzo comune e riflette gli esiti di una ricerca condotta dal CASMEF insieme ad Assoreti Formazione. Tuttavia è possibile attribuire i paragrafi 1, 2 e 3 a N. Borri, i paragrafi 4, 5 e 6 a D. Curcio, il paragrafo 7 ad A. Fasano e il paragrafo 8 a E.M. Cervellati.

Si ringrazia sentitamente JP Morgan Asset Management che, condividendo le finalità di approfondimento e divulgazione scientifica, di formazione per i consulenti finanziari e di educazione finanziaria, ha offerto un utile contributo alla realizzazione ed alla pubblicazione del presente lavoro. Ogni eventuale errore resta esclusivamente a carico degli autori.

INDICE

Presentazione	5
Giorgio Di Giorgio <i>Professore Ordinario di Teoria e Politica Monetaria e Direttore del Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari (CASMEF), Università LUISS Guido Carli</i>	
Marco Tofanelli <i>Segretario Generale Assoreti</i>	
1 - Introduzione	9
2 - Strumenti finanziari risk free in un contesto di tassi di interesse negativi	13
3 - Crisi finanziarie e politiche monetarie	19
4 - La propensione al risparmio e il tasso di investimento nei principali Paesi dell'Europa continentale	27
5 - Le scelte di investimento delle famiglie nei principali paesi dell'area euro.....	35
5.1 - L'impatto dei tassi di interesse sull'ammontare e sulla struttura del risparmio delle famiglie: un inquadramento teorico	35
5.2 - La composizione degli investimenti delle famiglie dei principali paesi dell'area euro	37

6 - Le scelte di investimento degli intermediari finanziari dei principali Paesi dell'area euro	45
6.1 - L'asset allocation di assicurazioni e fondi pensione e dei fondi comuni di investimento	45
6.2 - Gli intermediari finanziari alla sfida dei tassi di interesse negativi	47
6.2.1 - Gli intermediari bancari	48
6.2.2 - Gli intermediari assicurativi	48
7 - Applicazione empirica di asset allocation.....	55
7.1 - Frontiera efficiente con strumenti italiani.....	55
7.2 - Indici, titoli governativi e tasso <i>risk free</i>	62
7.3 - <i>Risk appetite</i>	72
7.4 - Applicazione al mercato giapponese.....	75
8 - Come utilizzare la teoria di portafoglio comportamentale in un contesto di tassi di interesse negativi.....	85
8.1 - Dalla teoria di portafoglio tradizionale a quella comportamentale.....	85
8.2 - Piramide stratificata degli investimenti	89
8.3 - L'illusione monetaria e la confusione tra obiettivi e mezzi per raggiungerli	92
8.4 - Teoria di portafoglio basata sui conti mentali	94
8.5 - Come utilizzare la TPCM con tassi negativi	102
9 - Conclusioni	107
Riferimenti bibliografici	109
Appendice L'asset allocation dei fondi comuni di investimento di Italia, Germania, Francia e Spagna (Q4 2008 – Q4 2015; % del totale delle attività finanziarie).....	113

PRESENTAZIONE

Una delle eredità più complesse della serie di crisi finanziarie che ha colpito l'economia mondiale negli ultimi dieci anni, e l'Eurozona in particolare, è senza dubbio la diffusa presenza, negli ultimi due anni, di attività con rendimenti nominali negativi. Questo è il risultato del combinato disposto di politiche monetarie fortemente espansive e innovative (con l'adozione di molti strumenti non convenzionali) e di una enorme domanda di asset "sicuri" o comunque a basso rischio, in un contesto in cui la volatilità è riemersa prepotentemente. Nel momento in cui questo saggio esce, il mercato finanziario dei titoli a reddito fisso è caratterizzato da rendimenti negativi, per i paesi più solidi, come la Germania, per scadenze fino a 10 anni. Su scadenze inferiori, ma non necessariamente per titoli a breve, i rendimenti sono negativi anche per Paesi la cui solidità fiscale non può certo ritenersi "ferrea", come l'Italia o la Spagna.

Le implicazioni di questo nuovo contesto sono molteplici e riguardano le decisioni di investimento sia delle famiglie che dei grandi investitori istituzionali. Lo stesso modello di business di banche, assicurazioni e fondi pensione è sottoposto a delle sfide formidabili, il cui futuro non è agevole prevedere. E il mestiere di chi svolge il servizio di consulenza finanziaria agli investimenti, che opera per cercare oggi di rispondere a sempre più complesse esigenze di rendimento atteso e di protezione del capitale da parte dei clienti, richiede una comprensione sempre più articolata e capillare dei prodotti e delle necessità degli investitori, nonché una valutazione attenta e non meccanica della loro tolleranza al rischio, nell'ampia accezione intesa.

Questo studio inizia un percorso di riflessione, partendo dal riconoscere e valorizzare elementi finanziari già ben noti, quali appunto la domanda di "assicurazione", per poi ricostruire il processo di *asset allocation* basato sia sulla teoria tradizionale di portafoglio alla Markovitz che sui nuovi sviluppi della finanza comportamentale (*behavioral asset allocation*).

Gli autori evidenziano alcune implicazioni in tema di miglior rapporto rendimento atteso – rischio di portafoglio delle scelte ottime, e pongono le basi per studi successivi in cui affrontare il problema con le differenti ottiche, proprie dei diversi attori presenti sui mercati finanziari.

Il lavoro nasce dalla collaborazione, ormai consolidata, tra il Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari della LUISS e Assoreti, l'Associazione delle Società per la Consulenza agli Investimenti, con un ulteriore, precipuo importante obiettivo; la società di formazione di quest'ultima, Assoreti Formazione, Studi e Ricerche sta predisponendo *format* formativi innovativi sul tema, a beneficio di una migliore consulenza, che si basano proprio sulle analisi svolte dai ricercatori e sul materiale che qui viene presentato. Siamo certi che la lettura di questa ricerca e lo studio dei corsi

L'ASSET ALLOCATION IN PRESENZA DI TASSI DI INTERESSE NEGATIVI

che ne seguiranno potranno contribuire sia ad una più efficace comprensione dei fenomeni in atto da parte dei consulenti finanziari, sia alla soddisfazione del sempre maggiore bisogno di conoscenza e consigli esperti da parte dei loro clienti, in un'ottica di concreta educazione finanziaria degli stessi.

J.P. Morgan Asset Management ha generosamente offerto un utile contributo alla realizzazione e alla pubblicazione dello studio.

Giorgio Di Giorgio,
(Direttore CASMEF)

Marco Tofanelli,
(Segretario Generale Assoreti)

Quaderni di Minerva Bancaria

- Q. 1 /2013 *La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide*
Domenico Curcio, Giorgio Di Giorgio, Giuseppe Zito
- Q. 1/2014 *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*
Giorgio Di Giorgio e Mario Stella Richter (a cura di)
- Q. 2/2014 *FCHub: dopo l'anno zero*
AA.VV.
- Q. 1/2015 *Invecchiamento della popolazione ed evoluzione dei fabbisogni previdenziali e assistenziali*
Domenico Curcio, Paolo Giordani, Alessandro Pandimiglio
- Q. 2/2015 *Euro e sviluppo del mercato finanziario. La lezione di Luigi Spaventa*
AA.VV.
- Q. 3/2015 *Riflessioni sulla Risk Disclosure. Risultati della ricerca realizzata dal Forum Governance.*
AA.VV.
- Q. 1/2016 *Il bail-in*
a cura di Raffaele Lener

Editrice Minerva Bancaria s.r.l.

Quaderno n. 2 /2016

Supplemento al n. 2-3 / 2016 di Rivista Bancaria - Minerva Bancaria

Direttore responsabile Giovanni Parrillo

DIREZIONE E REDAZIONE: Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma

e.mail: redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE: EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.

presso P&B Gestioni Srl, Via di Villa Massimo, 29 - 00161 – Roma -

Fax +39 06 83700502

e.mail: amministrazione@rivistabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

Il contenuto del presente Quaderno rispecchia soltanto il pensiero degli Autori e non impegna la Direzione della Rivista
È vietata la riproduzione senza preventivo consenso della Direzione
Finito di stampare nel mese di luglio 2016 presso “Press Up” - Roma

GLI AUTORI

NICOLA BORRI

Ricercatore della Luiss Guido Carli dal 2009 e fellow del Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari (CASMEF). Dopo laurea e master in Economia Politica all'Università Bocconi, ha conseguito il PhD in Economics presso la Boston University.

Le sue principali aree di ricerca sono asset pricing e finanza internazionale. Il suo paper Sovereign Risk Premia (con Adrien Verdelhan) ha vinto il premio come miglior paper del ABI Country Risk Forum e il 2010 WRDS Best Paper Award della European Financial Management Association.

ENRICO MARIA CERVELLATI

Professore aggregato di finanza aziendale all'Università di Bologna e di corporate finance alla LUISS Guido Carli di Roma, dove è anche fellow del Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari (CASMEF), e alla Johns Hopkins University SAIS Europe. Si occupa di finanza comportamentale dal settembre 2002 e la insegna all'Università Tor Vergata di Roma. Da anni collabora con società di gestione del risparmio e banche italiane come formatore e consulente.

DOMENICO CURCIO

Ricercatore di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università degli Studi di Napoli "Federico II" e docente presso la LUISS Guido Carli. È Co-editor di Rivista Bancaria - Minerva Bancaria e research fellow presso il Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari (CASMEF). Autore di numerosi articoli su temi di intermediazione finanziaria, pubblicati in riviste nazionali e internazionali.

ANTONIO FASANO

Professore associato di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università degli Studi di Salerno e fellow del CASMEF presso la LUISS Guido Carli. Ha conseguito il dottorato in Matematica per le decisioni economico-finanziarie presso l'Università degli Studi di Roma "La Sapienza".

Una delle eredità più complesse della serie di crisi finanziarie che ha colpito l'economia mondiale negli ultimi dieci anni, e l'Eurozona in particolare, è senza dubbio la diffusa presenza, negli ultimi due anni, di attività con rendimenti nominali negativi e di una forte volatilità dei mercati.

Questo nuovo contesto ha un impatto sulle decisioni di investimento delle famiglie e dei grandi investitori istituzionali e pone la necessità, per chi svolge il mestiere della consulenza finanziaria agli investimenti, di avere una comprensione sempre più articolata e capillare dei prodotti e delle necessità degli investitori, nonché di valutare attentamente la loro tolleranza al rischio.

Questo studio inizia un percorso di riflessione in cui gli Autori - partendo da elementi finanziari già ben noti, quali la domanda di "assicurazione" e il processo di *asset allocation*, basato sia sulla teoria tradizionale di portafoglio alla Markovitz che sui nuovi sviluppi della finanza comportamentale (*behavioral asset allocation*) - evidenziano alcune implicazioni delle scelte ottimali in tema di miglior rapporto rendimento atteso-rischio di portafoglio.

Il lavoro nasce dalla collaborazione, ormai consolidata, tra il CASMEF (Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari) della LUISS e Assoreti (Associazione delle Società per la Consulenza agli Investimenti), che, con *Assoreti Formazione, Studi e Ricerche*, sta predisponendo *format* formativi innovativi sul tema, a beneficio di una migliore consulenza.

€ 15,00



ISBN 978-88-98-85408-0

