

**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 |

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

