

---

## ECONOMIA MONETARIA E FINANZIARIA

(4)

Gli impieghi finanziari del risparmio

---

## Teoria microeconomica standard

La scelta consumo-risparmio viene analizzata dalla teoria microeconomica con la teoria della scelta intertemporale.

In questa si assume che ci sia **un'unica attività finanziaria**. Tale attività è rappresentata da quelli che abbiamo definito titoli a rendimento fisso. Per questi titoli il tasso di rendimento effettivo (TRE) è uguale al tasso di interesse in quanto il loro prezzo non varia nel tempo a causa delle variazioni di domanda e offerta.

## Altri titoli

Ma i soggetti investono la loro ricchezza anche in altri titoli.

I TRE dei titoli detenuti sono diversi.

Ci chiediamo: **Perché i soggetti detengono attività che hanno un TRE più basso di quello massimo?**

Ad esempio: perché si detengono depositi bancari (che hanno un basso rendimento) accanto ad altri titoli con un più alto rendimento? Non sarebbe meglio investire tutto nei titoli con un più alto rendimento atteso?

Inoltre la ricchezza è in gran parte detenuta in attività con basso TRE.

## Altri titoli

Come abbiamo visto, esistono

- titoli a interesse fisso e valore variabile e
- titoli a rendimento variabile.

Per questi titoli il prezzo cambia nel tempo. Ad una certa data futura il prezzo può assumere diversi valori. **Supponiamo** di conoscere i prezzi possibili e che siamo in grado di attribuire ad ognuno di questi una probabilità. In sostanza il prezzo di un titolo ad una data futura è una **Variabile Casuale** di cui conosciamo la distribuzione di probabilità.

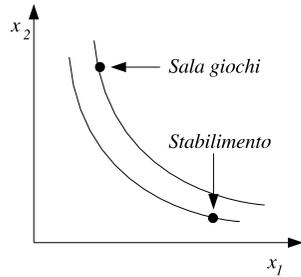
Se vogliamo analizzare la scelta del soggetto in presenza di questi titoli dobbiamo stabilire come egli decide in presenza di Variabili Casuali.

## Esempio

Scelta tra aprire uno stabilimento balneare o una sala giochi. Indichiamo con  $x_1$  il ricavo se il tempo è buono;  $x_2$  il ricavo se il tempo è cattivo.

L'insieme di scelta è costituito dai due punti della figura.

In questo esempio il soggetto sceglie di aprire la sala giochi (curva di indifferenza più alta).



In questo contesto la decisione è sul numero di giorni (in un certo periodo) in cui andare allo stabilimento o alla sala giochi.

In sostanza si deve decidere come combinare le due Variabili Casuali.

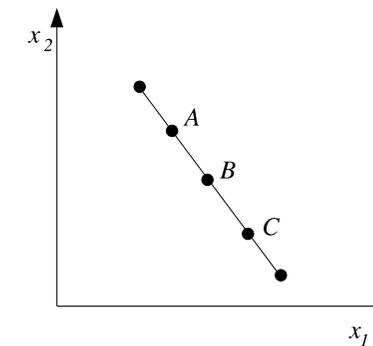
## Combinazione delle due variabili

Supponiamo ora che la decisione non sia o l'una o l'altra Variabile casuale, ma che si possa possedere contemporaneamente le due attività (sala giochi e stabilimento) con le seguenti limitazioni:

- non si può tenere aperte le due attività contemporaneamente;
- si viene a conoscenza delle condizioni climatiche solo dopo essersi recati al lavoro;
- non si può cambiare decisione dopo aver osservato le condizioni climatiche.

Quindi ogni mattina il soggetto deve decidere quale attività fare e una volta arrivato al lavoro saprà se il tempo è buono o cattivo.

Se si ha la possibilità di combinare le variabili casuali, l'insieme di scelta si amplia.



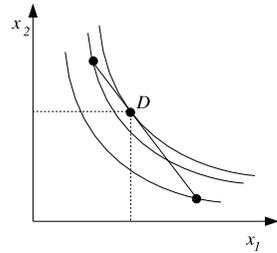
Ad esempio:

il punto A rappresenta la combinazione di redditi che si ottiene tenendo aperta la sala giochi il 75% dei giorni;

il punto B quella che si ottiene aprendo la sala giochi per il 50% dei giorni. Ecc.

## Scelta

La possibilità di combinare variabili casuali consente di raggiungere utilità più elevate.



Nella figura, il soggetto sceglie il punto D.

Il punto D identifica una variabile casuale ottenuta combinando le due variabili casuali di partenza.

## Rappresentazione di una VC

Si: Quando si ha una VC è possibile calcolare dei valori che la descrivono parzialmente o in modo completo.

Ad esempio la VC gaussiana (o normale) è descritta totalmente dalla sua media e dalla sua deviazione standard.

Questo significa che se conosciamo media e deviazione standard di una VC distribuita "normalmente" siamo in grado di

- conoscere tutti i possibili esiti e
- abbinare ad ogni possibile esito una probabilità.

## Rappresentazione di una VC

VC= variabile casuale.

Negli esempi precedenti abbiamo potuto rappresentare le VC nel piano  $x_1, x_2$  in quanto si tratta di casi particolari, ovvero:

- gli esiti possibili sono due e sono uguali per tutte le VC;
- le probabilità sono le stesse nei due stati.

Ma in genere, soprattutto quando si parla del prezzo o del rendimento dei titoli, il numero di esiti possibili è elevatissimo (infinito) e la probabilità di un certo stato varia da VC a VC.

Esiste un modo per sintetizzare questo numero elevatissimo di informazioni?

## Riassumendo

Le VC possono essere rappresentate sinteticamente da un ridotto numero di parametri. Nel caso di VC normali ne bastano due: media e deviazione standard.

Nel nostro studio assumeremo che:

- esistano titoli a valore e rendimento variabile (che chiameremo nel prosieguo titoli rischiosi) e titoli a rendimento fisso (che chiameremo titoli privi di rischio), e che
- il valore e il rendimento dei titoli rischiosi sono delle VC normali.

Possiamo dunque rappresentare graficamente i nostri titoli sul piano deviazione standard-media.

## Nelle prossime diapositive

Per consentire la scelta occorre:

1. identificare l'insieme ammissibile;
2. determinare le curve di indifferenza;
3. effettuare la scelta utilizzando i due concetti precedenti.

Nelle prossime diapositive faremo questi tre passi con una rappresentazione media-deviazione standard delle VC.

La parte più laboriosa è l'individuazione dell'insieme ammissibile. A tale scopo adottiamo la seguente strategia:

- identificazione dell'insieme sotto l'ipotesi che esistano solo titoli rischiosi;
- estensione di tale insieme al caso in cui ci siano titoli privi di rischio.

Una combinazione dei titoli è una nuova VC. Per rappresentarla dobbiamo calcolare la sua media e la sua deviazione standard.

Sappiamo dalla statistica che la media di una combinazione di VC è

$$\mu = \mu_1\alpha_1 + \mu_2\alpha_2 \quad (1)$$

mentre la deviazione standard è

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\sigma_1^2\alpha_1^2 + \sigma_2^2\alpha_2^2 + 2\alpha_1\alpha_2\sigma_{12}} \quad (2)$$

dove

$$\sigma_{12} = \rho\sigma_1\sigma_2$$

è la covarianza e  $\rho$  il coefficiente di correlazione.  $\rho$  è importante in quanto varia tra -1 e 1 e quindi è un indice che permette confronti.

## 1 Insieme ammissibile con due titoli rischiosi

Situazione:

abbiamo soltanto due titoli rischiosi (i titoli a rendimento fisso verranno inseriti successivamente). indichiamo con  $\mu_1$  e  $\mu_2$  le medie del rendimento e  $\sigma_1$  e  $\sigma_2$  le relative deviazioni standard.<sup>1</sup>

Dobbiamo investire la ricchezza ( $F$ ) in uno di questi o una combinazione dei due.

Chiamiamo  $\alpha_1$  la percentuale di ricchezza investita nel titolo 1 e  $\alpha_2$  quella investita nel titolo 2.

<sup>1</sup>Sul libro di testo la media del rendimento è indicata con  $r_i^e$  quindi nel confrontare con il libro si tenga conto che  $r_1^e = \mu_1$  e  $r_2^e = \mu_2$

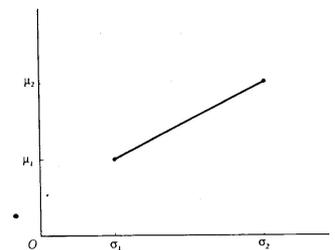
## Combinazione di due titoli con $\rho = 1$

Se  $\rho = 1$  le variazioni del rendimento dei due titoli in un certo periodo sono uguali. ad esempio Se il rendimento del titoli 1 è aumentato dello 0,5% anche quello del titolo 2 è aumentato dello 0,5%.

L'equazione (2) diventa:

$$\sigma = \sqrt{(\sigma_1\alpha_1 + \sigma_2\alpha_2)^2}$$

$$\sigma = \sigma_1\alpha_1 + \sigma_2\alpha_2$$



Si noti che in questo caso non esiste nessuna combinazione ( $\alpha_1, \alpha_2$ ) con  $\sigma = 0$ : **il rischio non può essere eliminato.**

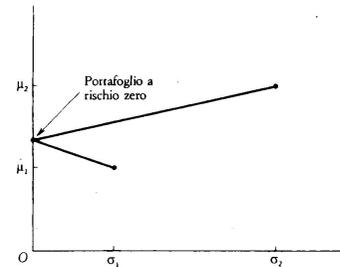
## Combinazione di due titoli con $\rho = -1$

Se  $\rho = -1$  le variazioni del rendimento dei due titoli in un certo periodo sono uguali ma di segno contrario. ad esempio Se il rendimento del titoli 1 è aumentato dello 0,5% quello del titolo 2 è diminuito dello 0,5%.

L'equazione (2) diventa:

$$\sigma = \sqrt{(\sigma_1\alpha_1 - \sigma_2\alpha_2)^2}$$

$$\sigma = |\sigma_1\alpha_1 - \sigma_2\alpha_2|$$



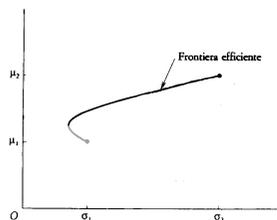
Si noti che in questo caso esiste una combinazione  $(\alpha_1, \alpha_2)$  con  $\sigma = 0$ : **il rischio può essere eliminato.**

## Frontiera efficiente

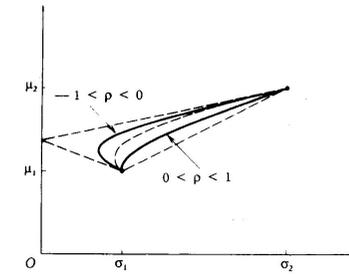
La **frontiera efficiente** è il sottoinsieme di tutti i portafogli possibili che contiene i portafogli efficienti.

**Portafoglio efficiente:** un portafoglio è efficiente se non esistono altri portafogli che hanno

- lo stesso rendimento ma minor rischio;
- lo stesso rischio ma maggior rendimento;
- un maggior rendimento e un minor rischio.



## Combinazione di due titoli con $-1 < \rho < 1$



La situazione è intermedia rispetto alle due precedenti.

## Combinare più di due titoli rischiosi

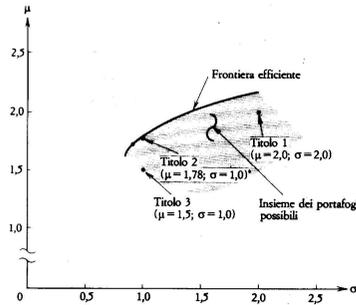
In questo caso le variabili che ci interessano hanno un'espressione più complicata

$$\mu = \sum_k \mu_k \alpha_k$$

$$\sigma = \sqrt{\sum_k \sigma_k^2 \alpha_k^2 + \sum_{kj} \sigma_{kj} \alpha_k \alpha_j}$$

occorre tener conto di tutte le correlazioni che i titoli hanno tra di loro:  $\sum_{kj} \sigma_{kj} \alpha_k \alpha_j$ .

Calcolando i valori di  $\mu$  e  $\sigma$  per tutte le combinazioni  $\{\alpha_i\}$  che soddisfano  $\sum \alpha_i = 1$  si ottiene l'insieme delle possibilità ammissibili.



Graficamente: l'area ombreggiata è l'insieme delle possibilità ammissibili.

Ogni punto è una combinazione di titoli che chiamiamo portafoglio.

Un portafoglio è una variabile casuale che può a sua volta essere combinata con altre.

## Combinazione di un titolo privo di rischio e di un portafoglio di titoli rischiosi

Anche un titolo privo di rischio può essere visto come una VC. Si tratta di una particolare VC detta "degenere" ovvero che può assumere un solo valore con probabilità pari a 1.

Le nuove combinazioni ammissibili si trovano lungo una retta in quanto il titolo privo di rischio ha *standard deviation* uguale a zero.

### In formule

Sia il titolo 1 il portafoglio di titoli rischiosi caratterizzato da  $(\mu_r, \sigma_r)$  e il titolo 2 quello privo di rischio caratterizzato da  $(R_f, 0)$ .

Le equazioni 1 e 2 diventano:

$$\mu = \mu_r \alpha_r + R_f \alpha_f$$

$$\sigma = \sqrt{\sigma_r^2 \alpha_r^2 + 0 \alpha_f^2 + 2 \alpha_r \alpha_f \rho \sigma_r \cdot 0} = \sqrt{\sigma_r^2 \alpha_r^2} = \sigma_r \alpha_r$$

dove:

$\alpha_r$  è la percentuale di  $F$  detenuta nel portafoglio di titoli rischiosi;

$\alpha_f$  è la percentuale di  $F$  detenuta nel titolo privo di rischio.

Si ricordi che

$$\alpha_r + \alpha_f = 1$$

Dalla seconda equazione della diapositiva precedente otteniamo

$$\alpha_r = \frac{\sigma}{\sigma_r}$$

ricordando che  $\alpha_f = 1 - \alpha_r$ , la prima equazione diventa

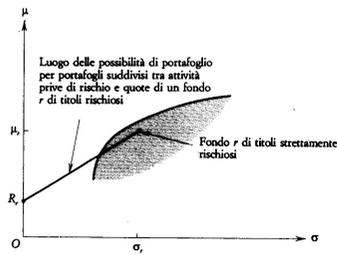
$$\mu = \mu_r \alpha_r + R_f - R_f \alpha_r = R_f + (\mu_r - R_f) \alpha_r$$

utilizzando la prima equazione di questa diapositiva si ottiene

$$\mu = R_f + \frac{\mu_r - R_f}{\sigma_r} \sigma$$

che è l'equazione di una retta con intercetta  $R_f$  e coefficiente angolare  $\frac{\mu_r - R_f}{\sigma_r}$ .

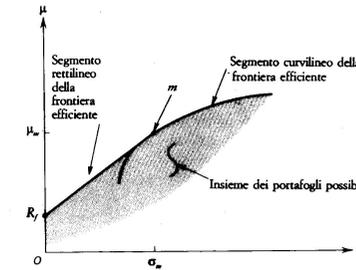
## Rappresentazione grafica



l'insieme ammissibile individuato nella figura precedente non è quello migliore: è possibile scegliere portafogli rischiosi (da combinare con il titolo privo di rischio) che diano maggiore rendimento a parità di rischio.

È possibile in sostanza ampliare l'insieme ammissibile.

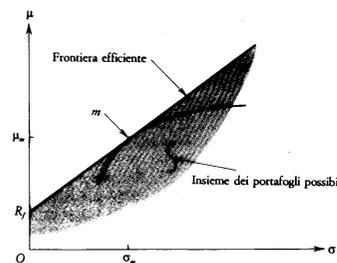
L'insieme ammissibile più ampio che è possibile ottenere è rappresentato qui sotto



Il portafoglio indicato con  $m$  è molto importante: è quello che se verrà scelto consentirà di ampliare al massimo l'insieme di scelta.

Viene detto "portafoglio di mercato".

Se diamo ai soggetti la possibilità di vendere allo scoperto ( $\alpha_f < 0$ ) si ottiene un ulteriore ampliamento dell'insieme ammissibile.



Possiamo scrivere l'equazione della frontiera efficiente. Si tratta di una retta con intercetta pari al tasso privo di rischio ( $R_f$ ) e passante per il punto  $(\sigma_m, \mu_m)$

$$\mu = R_f + \frac{\mu_m - R_f}{\sigma_m} \sigma$$

Questa viene detta "retta di mercato" (*capital market line*).

L'inclinazione della linea ci dice quanto rendimento possiamo ottenere se accettiamo aumenti di rischio. Il coefficiente  $\frac{\mu_m - R_f}{\sigma_m}$  è definito come il prezzo del rischio o premio per il rischio.

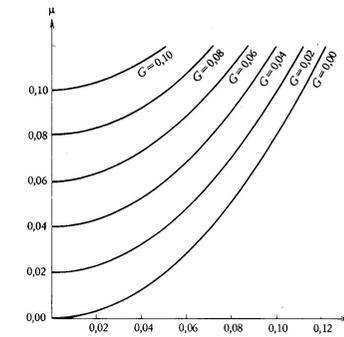
## 2 Curve di indifferenza

Per poter effettuare la scelta, il soggetto deve avere un ordinamento di preferenze sulle variabili casuali.

La teoria dell'**utilità attesa** consente di ottenere tale ordinamento.<sup>2</sup>

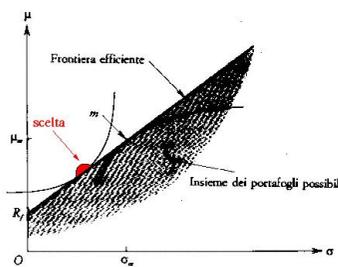
Ricordando gli insegnamenti della teoria dell'**utilità attesa**, le curve di indifferenza di un soggetto avverso al rischio possono essere rappresentate come nella figura seguente

<sup>2</sup>Lo studente tale conosce tale teoria dalla microeconomia. Questa teoria è inoltre esposta nel libro di testo al paragrafo 3 (pag. 181).



Un aumento del rischio richiede un aumento del rendimento più che proporzionale per mantenere l'utilità costante.

## 3 Scelta



Sul mercato possiamo osservare tassi di interesse diversi in quanto a impieghi più rischiosi devono corrispondere rendimenti attesi più alti.

Contrariamente a quello che si potrebbe pensare, i soggetti detengono attività liquide anche se rendono poco.

La loro presenza nei portafogli può essere giustificata dal fatto che queste attività non sono rischiose.

Tra tutti i portafogli che comprendono solo titoli rischiosi ne esiste **uno solo che è ottimale** (il portafoglio di mercato). Tutti gli individui sceglieranno di detenere questo portafoglio. La percentuale della ricchezza investita in questo portafoglio varia da individuo a individuo in base all'avversione al rischio.

## Applicazioni

- Equilibrio dei mercati delle singole attività finanziarie:
  - titoli rischiosi nazionali;
  - titoli rischiosi in valuta;
  - la domanda di moneta.
- Rendimenti teorici dei titoli rischiosi.

In particolare la **domanda** dell'attività  $K$  è data da:

$$K = \alpha_K F$$

dove  $\alpha_K$  è la frazione di ricchezza che viene detenuta nel titolo  $K$  e che possiamo determinare utilizzando la teoria del portafoglio e  $F$  è la ricchezza.

Utilizzando la teoria del portafoglio è possibile vedere che  $\alpha_K$  dipende positivamente dal rendimento atteso del titolo ( $r_K^e$ ) e dal rischio dei titoli alternativi ( $\sigma_J$ ) e negativamente dal rischio del titolo ( $\sigma_K$ ) e dal rendimento atteso dei titoli alternativi ( $r_J^e$ ).

## Equilibrio dei mercati delle singole attività finanziarie

La teoria fin qui vista ci consente di derivare la **funzione di domanda delle varie attività**.

Questa, unita ad una funzione di offerta, ci permette di individuare l'**equilibrio** sui vari mercati e di analizzare come esso varia al variare di alcuni fattori come le aspettative e il rischio delle attività.

In formule:

$$\alpha_K = k \left( \begin{matrix} r_K^e & r_J^e & \sigma_K & \sigma_J \\ + & - & - & + \end{matrix} \right)$$

e visto che

$$K = \alpha_K F$$

possiamo scrivere

$$K = K \left( \begin{matrix} r_K^e & r_J^e & \sigma_K & \sigma_J & F \\ + & - & - & + & + \end{matrix} \right)$$

Il libro di testo si sofferma

- sulla domanda dei titoli rischiosi nazionali e sui relativi mercati per valutare la formazione dei prezzi;
- sulla domanda dei titoli esteri e sul mercato valutario per descrivere i movimenti dei tassi di cambio;
- sulle determinanti della domanda di moneta.

Si rinvia al testo per la discussione. Si fa notare che un possibile filo conduttore di queste analisi riguarda l'instabilità dell'equilibrio dei vari mercati dovuta a fattori non osservabili.

A pagine 211 si legge che la domanda di moneta

“ ... può subire mutamenti repentini in risposta ad altrettanti mutamenti nelle variabili non osservabili che determinano tassi di rendimento atteso e rischiosità dei titoli”.

Ad esempio a pagina 192 si legge:

“Le determinanti della domanda dei titoli possono modificarsi di frequente e repentinamente, e quel che più conta, in risposta a variabili non osservabili, generando così le **oscillazioni ampie e imprevedibili** dei prezzi tipiche dei mercati finanziari.”

A pagina 205 si legge:

“... i fattori di variabilità dei prezzi finanziari, principalmente fattori non osservabili ..., si trasmettono anche al mercato valutario determinando la **tipica instabilità dei prezzi** delle valute ...”

## Rendimenti teorici dei titoli rischiosi

La valutazione dei titoli rischiosi è un argomento trattato dal libro di testo che presenta aspetti tecnici.

Questi vengono trattati a livello intuitivo nelle diapositive seguenti.

Si tratta del modello *Capital Asset Pricing Model*.

## II Capital Asset Pricing Model.

Se si assume che gli agenti scelgono utilizzando la **teoria del portafoglio** è possibile determinare i **rendimenti teorici dei titoli rischiosi**. Il modello che ci consente di giungere a questo risultato viene denominato "modello di valutazione delle attività finanziarie" (*Capital Asset Pricing Model*) conosciuto come CAPM.

La derivazione rigorosa si basa sull'ottimizzazione matematica. Evitiamo questa modalità procedendo in modo intuitivo.

Supponiamo che appaia sul mercato una nuova attività. Qual è la sua corretta valutazione?

in cui utilizziamo il premio per il rischio. Possiamo quindi dire che la formula appena scritta rispetta la condizione 2.

Dobbiamo ora determinare  $x_i$ .

Se usiamo la seguente formulazione  $x_i = \rho_{im}\sigma_i$ , ovvero

$$\mu_i - R_f = \frac{\mu_m - R_f}{\sigma_m} \rho_{im} \sigma_i$$

vediamo che anche la condizione 1 è rispettata:

$$\mu_i - R_f = \frac{\mu_m - R_f}{\sigma_m} 1 \sigma_m \Rightarrow \mu_i = \mu_m$$

La nuova attività è caratterizzata dalle seguenti variabili:  $\mu_i$ ,  $\sigma_i$  e  $\rho_{im}$

Il mercato implica che:

1.  $\mu_i = \mu_m$  se  $\sigma_i = \sigma_m$  e  $\rho_{im} = 1$ , e che
2. il premio per il rischio è  $\frac{\mu_m - R_f}{\sigma_m}$ .

Cerchiamo un'equazione simile alla *capital market line*. Possiamo dunque ipotizzare

$$\mu_i - R_f = \frac{\mu_m - R_f}{\sigma_m} x_i$$

possiamo riscrivere l'espressione a cui siamo giunti come:

$$\mu_i - R_f = (\mu_m - R_f) \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \rho_{im}$$

Si introduce poi la variabile  $\beta_i$

$$\mu_i - R_f = (\mu_m - R_f) \beta_i$$

con  $\beta_i = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \rho_{im}$ .

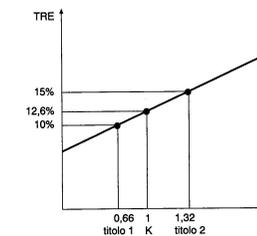
Si noti che  $\frac{\sigma_i}{\sigma_m}$  ci dà la rischiosità del titoli rapportata a quella del portafoglio mentre  $\rho_{im}$  ci informa sul grado di correlazione esistente tra il rendimento del titolo considerato e il rendimento del portafoglio di mercato.

$\beta_i$  è importante in quanto ci dà la misura del contributo del titolo alla rischiosità del portafoglio.

Se  $\beta_i = 0$  il titolo non apporta rischio e il suo rendimento è uguale a quello privo di rischio.

Un'attività con volatilità maggiore di quella di mercato  $\frac{\sigma_i}{\sigma_m} > 1$  ha un rendimento minore di quella priva di rischio se anticorrelata con il portafoglio di mercato  $\rho < 0$

I titoli rischiosi si dovrebbero collocare lungo la "retta di valutazione dei titoli" (*security market line*) qui sotto riportata



## La risposta alla nostra domanda

All'inizio di questa lezione c'eravamo chiesti:

Perchè i soggetti detengono attività che hanno un TRE più basso di quello massimo?

La risposta è dunque che i soggetti tengono conto anche del rischio, e attività con TRE basso possono contribuire a massimizzare l'utilità al pari di quelle con TRE alto in quanto hanno un più basso livello di rischio.

Ci sono tuttavia fenomeni come la lentezza dell'aggiustamento dei portafogli che la teoria del portafoglio non spiega.

## Un'osservazione importante

Se si hanno delle variabili casuali non perfettamente correlate tra di loro, la diversificazione riduce il rischio.

Fine