
ECONOMIA MONETARIA

Il mercato dei titoli

Prezzo dei titoli e tassi di interesse

- ▶ Il prezzo dei titoli incorpora informazioni riguardanti le prospettive economiche generali e degli emittenti (si ricordino le nozioni di efficienza informativa del mercato).
- ▶ I prezzi dei titoli cambiano in base agli eccessi di domanda e offerta nei relativi mercati.

L'equilibrio sul mercato dei titoli

Abbiamo visto in precedenza che il mercato dei titoli è caratterizzato dalla seguente equazione:

$$T_H^d + T_C^d + T_B^d = T_E^s + T_G^s$$

La domanda di titoli ha dunque 3 componenti:

$$T^d = T_H^d + T_C^d + T_B^d$$

mentre l'offerta ha 2 componenti:

$$T^s = T_E^s + T_G^s$$

Mercato primario e secondario

- ▶ Analizzeremo i due comparti del mercato dei titoli:
 - ▶ **primario**: si scambiano titoli di nuova emissione;
 - ▶ **secondario**: si scambiano titoli emessi in precedenza;
- ▶ Poiché è sul secondo che si scambiano i maggiori volumi, è il mercato secondario che influenza quello primario.
- ▶ L'analisi partirà pertanto dal mercato secondario.

La domanda nel mercato secondario dei titoli

Ricordiamo le componenti della domanda:

$$T^d = T_H^d + T_C^d + T_B^d$$

Occorre ora **determinare da quali variabili esse dipendono**.

- ▶ T_C^d dipende da scelte di politica monetaria e possiamo trattarla come una variabile **esogena**;
- ▶ T_H^d dipende dalle **scelte di portafoglio** delle famiglie;
- ▶ T_B^d dipende dalle **scelte di portafoglio** delle banche.

La domanda nel mercato secondario dei titoli

- ▶ Una delle **applicazioni della teoria delle scelte di portafoglio** viste in precedenza riguarda la domanda dei titoli.
- ▶ Ricordando quanto studiato, e generalizzando possiamo affermare che **la domanda di titoli dipende**:
 - ▶ positivamente dal rendimento dei titoli,
 - ▶ negativamente dal rischio dei titoli,
 - ▶ negativamente dal rendimento delle attività alternative ai titoli,
 - ▶ positivamente dal rischio delle attività alternative ai titoli.

$$T^d = T(r_T^e, r_J^e, \sigma_T, \sigma_J, F)$$

$\begin{matrix} & & & & \\ & + & - & - & + & + \end{matrix}$

La domanda nel mercato secondario dei titoli

- ▶ La quantità domandata di un titolo aumenta all'aumentare del suo rendimento atteso (r_T^e)
- ▶ data l'aspettativa del prezzo di vendita (p_T^e), il tasso di interesse e il valore nominale (p_T^n), il rendimento atteso è

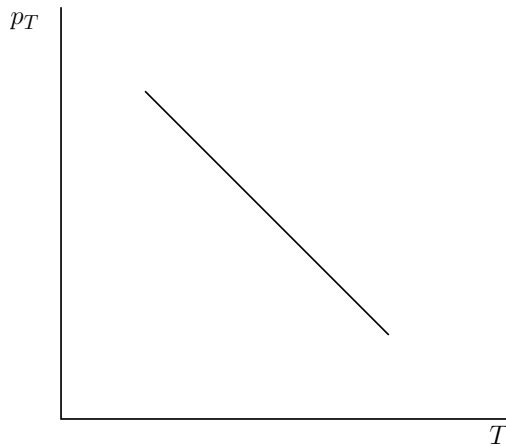
$$r_T^e = \frac{p_T^e - p_T}{p_T} + \frac{p_T^n}{p_T} i_T$$

- ▶ da cui vediamo che il rendimento di un titolo varia in modo inversamente proporzionale al prezzo del titolo
- ▶ concludiamo pertanto che la domanda di un titolo diminuisce all'aumentare del suo prezzo.

Richiamo al capitolo 2

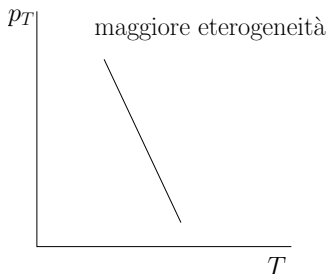
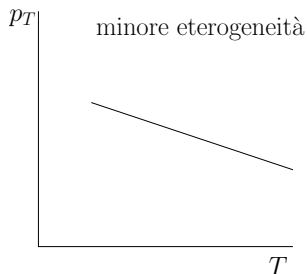
- ▶ I singoli investitori valutano il titolo sulla base delle loro aspettative di reddito e di prezzo futuro, e scontano con il tasso di rendimento richiesto.
- ▶ Dal confronto tra il valore che ogni agente attribuisce al titolo e il prezzo corrente abbiamo che:
 - ▶ se la valutazione è superiore, lo mantiene in portafoglio, o lo domanda;
 - ▶ se la valutazione è inferiore lo offre, o non lo domanda.
- ▶ all'aumentare del prezzo si riducono i soggetti disposti ad acquistare il titolo,
- ▶ concludiamo ugualmente che **la domanda di un titolo diminuisce all'aumentare del suo prezzo.**

Rappresentazione grafica



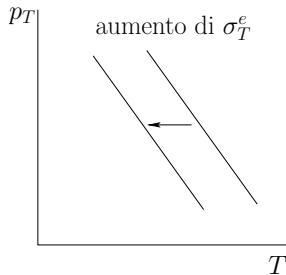
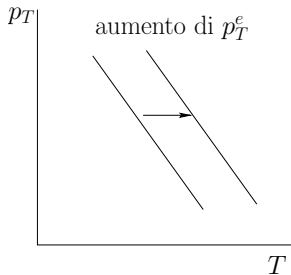
Inclinazione della domanda

- ▶ è determinata dall'eterogeneità delle valutazioni dei soggetti: minore eterogeneità implica minore inclinazione (maggiore elasticità)
- ▶ una curva meno inclinata (più elastica) implica maggiore sensitività delle quantità domandata al variare del prezzo



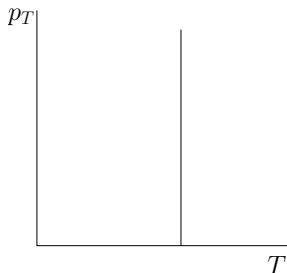
Spostamenti della curva

- ▶ Sono legati a
 - ▶ attese sui prezzi futuri: un aumento di p_T^e determina uno spostamento verso destra,
 - ▶ variazione dei rischi: un aumento del rischio determina uno spostamento verso sinistra



Curva di offerta

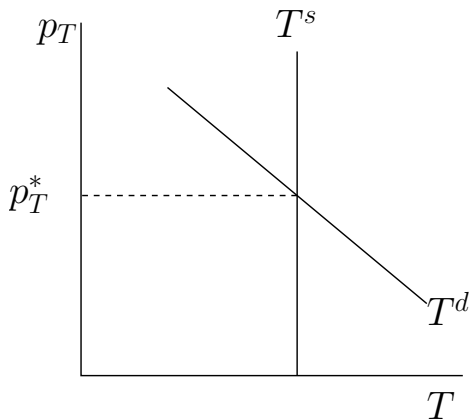
- ▶ nel mercato secondario la quantità esistente di titoli è data e non può dunque variare al variare del prezzo
- ▶ la curva di offerta è pertanto verticale



L'equilibrio

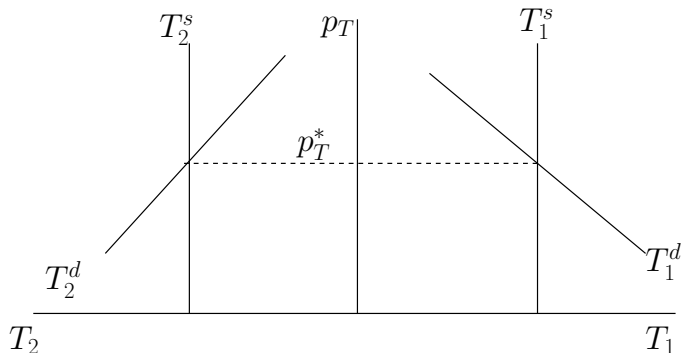
- ▶ L'intersezione tra la domanda e l'offerta determina il prezzo di equilibrio,
- ▶ questo determina anche il tasso di rendimento atteso,
- ▶ Il tasso di rendimento segnala la valutazione degli agenti sulle condizioni future
- ▶ le **variazioni** dei tassi di rendimento riflettono i **cambiamenti** nelle aspettative e nell'avversione al rischio dei soggetti (**potenziale informativo dei prezzi**).

rappresentazione grafica



Sostituibilità tra titoli: i differenziali di rendimento

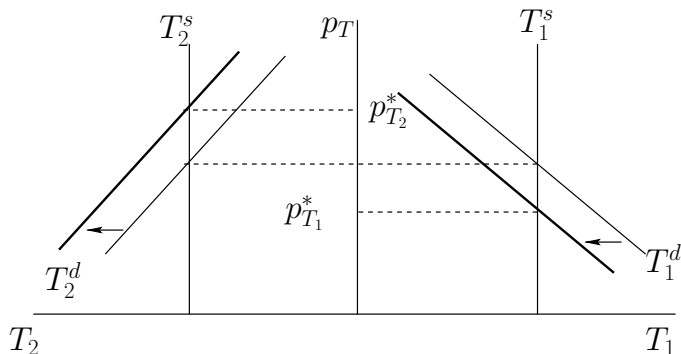
- a parità di condizioni (liquidità, rischio ecc.), il rendimento dei titoli deve essere lo stesso.



I differenziali di rendimento

- ▶ I differenziali di rendimento sono causati da spostamenti di domanda da un titolo all'altro.
- ▶ Ad esempio, dati due titoli 1 e 2, se si percepisce un aumento di rischio di 1
 - ▶ Diminuirà la domanda di 1 e aumenterà quella di 2 (la domanda si sposterà dal titolo 1 al titolo 2)
 - ▶ il prezzo di 1 diminuirà, mentre quello di 2 aumenterà
 - ▶ il rendimento di 1 aumenterà, mentre quello di 2 diminuirà

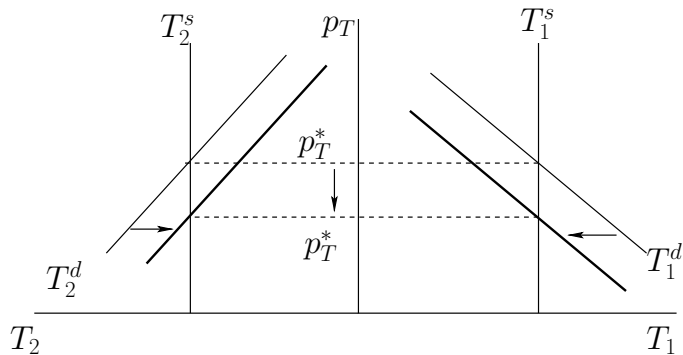
I differenziali di rendimento



I differenziali di rendimento riflettono dunque le differenti caratteristiche dei titoli.

Sostituibilità tra titoli e altre riserve di valore

- ▶ in caso di riduzioni generalizzate delle aspettative di reddito futuro dei titoli ad esempio,
- ▶ diminuirà sia la domanda di 1 che di 2 (le due curve di domanda si spostano nella stessa direzione nei due mercati).
- ▶ Si ridurrà sia il prezzo di 1 che quello di 2
- ▶ aumenterà sia il rendimento di 1 che quello di 2



l'informazione nel prezzo

- ▶ Se le forze che determinano la domanda dei titoli sono quelle individuate, il maggior rendimento riflette principalmente il maggior grado di rischio.
- ▶ Ci sono tuttavia altre forze che determinano la domanda di titoli legate non legate ai “fondamentali”.

Bolle speculative

- ▶ Provocano deviazioni persistenti dal valore fondamentale: cicli di borsa
- ▶ Hanno effetti reali
 - ▶ danneggiano altri emittenti e provocano allocazione inefficiente
 - ▶ consumo: effetto ricchezza (Modigliani)
 - ▶ distorsioni negli investimenti reali (q di tobin)
- ▶ sono causati dall'uso di modi poco costosi di ottenere informazioni
 - ▶ estrapolandole dai trend di mercato
 - ▶ estrapolandole dai comportamenti di altri soggetti (guru)

Alcune spiegazioni delle bolle speculative

- ▶ Bolle razionali crescenti
- ▶ pur sapendo che il prezzo è superiore al valore fondamentale, gli operatori si attendono un ulteriore aumento del prezzo.
- ▶ è una componente (B) che si aggiunge alla valutazione fondamentale

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E[D_{t+1}|T_t]}{(1 + \rho)^i} + B_t$$

- ▶ il prezzo dei titoli deve crescere ad un tasso almeno uguale al tasso al quale si scontano i redditi futuri.

Alcune spiegazioni delle bolle speculative

- ▶ Mode: variazioni della funzione di utilità per cui i soggetti reputano più utili di prima certe attività,
- ▶ è una componente (F) che si aggiunge alla valutazione fondamentale,
- ▶ può essere modellata con un approccio dinamico auto regressivo:

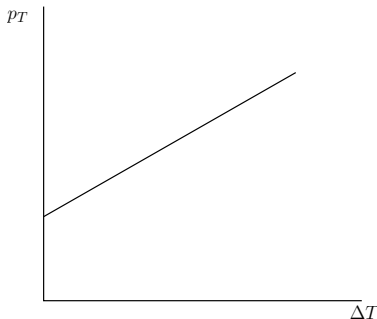
$$F_t = \gamma F_{t-1}$$

γ regola l'evoluzione della moda nel tempo:

- ▶ se $0 < \gamma < 1$ la moda si estingue tanto più rapidamente quanto minore è γ .

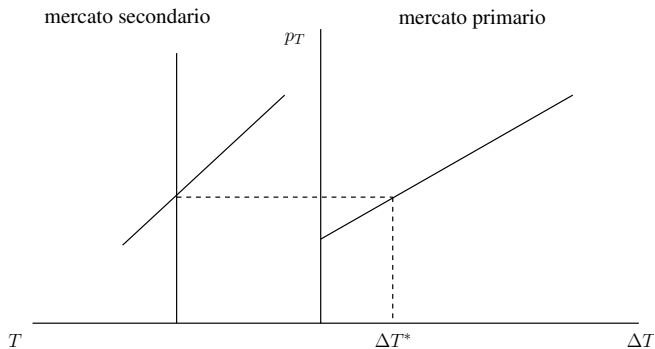
Il mercato primario

- Gli investimenti dipendono positivamente dal prezzo a pronti del titolo
- maggiore è il prezzo del titolo minore sarà il tasso di interesse pagato dall'imprenditore



Il mercato primario

- il prezzo nel mercato primario dovrà essere uguale a quello prevalente nel mercato secondario



- ▶ Un miglioramento delle prospettive economiche può avere due effetti positivi
 - ▶ aumento dei prezzi dei titoli causato dalla maggiore domanda nel mercato secondario
 - ▶ questo implica una riduzione del tasso di interesse che l'imprenditore dovrà pagare
 - ▶ una maggiore disponibilità ad investire degli imprenditori
 - ▶ spostamento verso destra della funzione degli investimenti nel mercato primario

