

Le basi dell'educazione finanziaria (sesta parte)

Introduzione

Una volta che si è compreso che si dispone del denaro sufficiente per poter essere investito, cosa si fa? Diviene di fondamentale importanza conoscere gli strumenti finanziari che permettono di farlo.

Esistono diverse tipologie di strumenti, ognuna con le proprie caratteristiche, potenziali rendimenti ma, occorre sottolinearlo, anche rischi. Ecco una breve panoramica.

- **Liquidità:** denaro contante, conti correnti e depositi a risparmio. Si tratta di una forma di investimento relativamente sicura ma offre rendimenti molto bassi esponendo il nostro capitale ad essere più probabilmente intaccato dall'inflazione.
- **Azioni:** rappresentano una quota di proprietà di una società. Quando si acquistano azioni si diviene soci di quell'azienda e, quindi, si partecipa agli utili ed anche alle eventuali perdite. Si tratta di uno strumento finanziario che offre, potenzialmente, rendimenti elevati; ma anche elevata volatilità e rischio di perdita di parte (o anche tutto, nei casi peggiori) del capitale investito.
- **Obbligazioni:** sono titoli di debito emessi da società private od enti pubblici. Quando si acquistano obbligazioni si presta del denaro a qualcuno, tecnicamente denominato *emittente*, che si impegna a restituirlo ad una data prestabilita. L'emittente, inoltre, dovrà corrispondere al prestatore del denaro gli interessi a titolo di remunerazione del servizio reso. Le obbligazioni sono considerate meno rischiose delle azioni ma offrono rendimenti inferiori.

Esistono, poi, strumenti di investimento più complessi, solo per fare qualche esempio, come i fondi comuni, gli ETF, i PAC, i derivati, le materie prime, le valute, gli strumenti previdenziali, assicurativi ed immobiliari.

In questo articolo cercheremo di approfondire le obbligazioni.



Che cosa è un'obbligazione?

L'obbligazione, come abbiamo appena accennato nell'introduzione, è un prestito che deve essere restituito, con gli interessi, secondo modalità che sono rese esplicite nel contratto. L'azienda o l'ente che riceve il denaro, ovvero il debitore, è anche denominato emittente. Emittente, in quanto emette sul mercato le obbligazioni. Chi, invece, presta il denaro, l'investitore, si chiama *obbligazionista*. Il *valore nominale*, inoltre, rappresenta l'importo che verrà rimborsato all'obbligazionista alla scadenza del contratto. Spesso, è anche detto *valore facciale*. Il *prezzo di emissione*, invece, è il prezzo a cui viene offerta l'obbligazione al momento dell'emissione. Può essere alla pari, sopra la pari o sotto la pari¹. Il *tasso di interesse*, sulla base del quale si calcola l'interesse, ovvero la remunerazione del servizio offerto dall'obbligazionista all'emittente, può essere fisso o variabile. Lo approfondiamo più avanti, in quanto particolarmente importante. Poi vi è la *scadenza*, che corrisponde alla data in cui l'emittente rimborserà l'obbligazionista. Completa il quadro delle caratteristiche principali di un'obbligazione (più avanti ne vedremo altre) la *durata*, ovvero l'intervallo di tempo compreso tra la *data di emissione* e quella di *scadenza*, ed il *rateo*, che tratteremo nell'esempio successivo.



Un esempio

Immaginiamo di voler acquistare un'obbligazione emessa dall'azienda AZY per un valore nominale di 1.000 € al tasso di interesse del 4% annuo, fisso, con una scadenza di 7 anni. L'interesse verrà pagato con cedole annuali. Cerchiamo di capire cosa accade. Il giorno di emissione ci recheremo in banca per sottoscrivere questa obbligazione e, in quella sede, se l'obbligazione è emessa alla pari, verseremo i nostri 1.000 €. Somma che l'azienda AZY riceverà. Dopo il primo anno, incasseremo l'interesse, o prima cedola, così calcolato:

$$\text{interesse lordo} = \text{tasso di interesse} \cdot \text{valore nominale} = 4\% \cdot 1.000 = 40 \text{ €}$$

Poi, al termine del secondo anno, riceveremo la seconda cedola, sempre pari a 40 € (ciò in quanto, come ipotizzato, il tasso è fisso e, pertanto, rimane costante per tutta la durata del contratto di obbligazione). E così via fino al settimo anno. E cosa accade il settimo anno? Il giorno di scadenza dell'obbligazione, riceveremo sia la settima cedola che l'intera somma che avevamo prestato. Ovvero, 1.040 €. Complessivamente, nel tempo, avremo incassato un interesse lordo di 280 €.

In realtà l'esempio è incompleto: mancano le spese e le commissioni richieste dalla banca ed il prelievo fiscale operato dallo Stato. Diciamo subito che spese e commissioni non sono sempre le stesse e dipendono dalla banca con cui si opera. La buona notizia è che, spesso, sono contrattabili. Il prelievo fiscale, invece, non è contrattabile².

¹ Alla pari significa che il prezzo a cui viene offerta l'obbligazione è uguale al suo valore nominale, o facciale.

² La questione del prelievo fiscale, in Italia, è estremamente complessa e variegata. Per le obbligazioni, questo è pari al 12,5% se si tratta di obbligazioni emesse dal Tesoro dello Stato italiano, da altri Stati inclusi nella "white list", da enti territoriali italiani e da organismi internazionali (ad esempio, BEI e FESF/ESM).

Il 26%, invece, si applica quando l'emittente è una società privata, una banca, un ente non equiparato a titoli di Stati (come Ferrovie dello Stato, Eni ed ENEL che fino al 2014 godevano della tassazione al 12,5%), conti deposito e certificati di deposito).

E quindi, tornando all'esempio, quale è il rendimento netto dopo il prelievo fiscale?

$$\text{interesse lordo} \cdot (1 - \text{prelievo fiscale}) = 40 \cdot (1 - 26\%) = 40 \cdot 74\% = 29,6 \text{ €}^3$$

Somma non ancora del tutto netta in quanto, come già ricordato, mancano le spese e le commissioni che vanno alla banca.

Cosa accade se, invece, e come succede spesso, quell'obbligazione non la compriamo all'emissione ma nel corso di vita dell'obbligazione stessa? Torniamo all'esempio e supponiamo di voler acquistare quell'obbligazione a distanza di sei mesi dall'emissione. Naturalmente la acquisteremo da qualcuno che l'avrà comprata il giorno dell'emissione. Quanto dovremo spendere per quell'obbligazione? Il valore nominale, innanzitutto (se le condizioni di mercato non sono mutate), più gli interessi maturati ma non ancora incassati da colui che l'aveva acquistata all'emissione (tecnicamente, tali interessi, vengono denominati "rateo"). Essendo trascorsi sei mesi, tali interessi saranno esattamente la metà della cedola. Diversamente, occorrerà rapportare il periodo trascorso alla durata di un anno e moltiplicare il tutto per il valore della cedola. In formula:

$$\text{rateo} = \frac{\text{interesse lordo} \cdot \text{numero di giorni trascorsi dall'ultimo stacco cedola}}{365}$$

Sempre in riferimento all'esempio, se l'acquisto lo facciamo dopo 130 giorni dall'ultimo stacco cedola, avremo:

$$\text{rateo} = \frac{40 \cdot 130}{365} = 14,25 \text{ €}$$

Naturalmente, questo è il rateo lordo, sul quale dovrà sempre essere applicata l'imposizione fiscale secondo l'aliquota dovuta.

Ma ci sono rischi?

Per molto tempo si è pensato che la sottoscrizione di un'obbligazione non comportasse rischi. Purtroppo, sono molti i casi di risparmiatori che hanno visto la mancata restituzione delle somme prestate. Parmalat e Cirio, per fare un esempio di *obbligazioni corporate*⁴, ma anche le obbligazioni argentine, per fare un esempio di obbligazioni emesse da uno stato sovrano.

Cerchiamo, allora, di comprendere bene la questione del rischio connesso con la sottoscrizione di un'obbligazione.

³ Ricordo che 1, espresso in percentuale, equivale a 100%.

⁴ Un'obbligazione corporate, detta anche *corporate bond*, è un titolo di debito emesso da una società privata (non dallo Stato o da enti pubblici) per finanziare le proprie attività. In pratica, quando si acquista un'obbligazione corporate, si sta prestando denaro ad un'azienda.

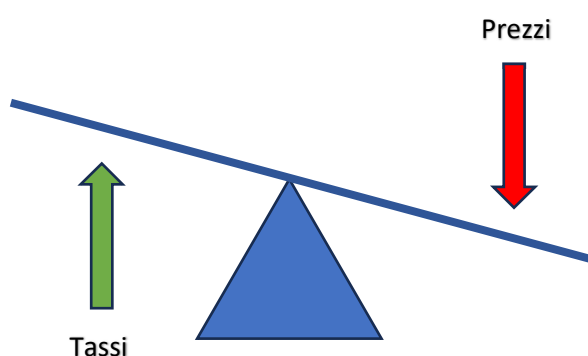
Il rischio di credito

Per rischio di credito si intende la possibilità che l'emittente dell'obbligazione non sia più in grado di rimborsare, alla scadenza, il capitale (o parte di esso), oppure una o più cedole. In altre parole, è il rischio che l'emittente divenga insolvente o fallisca. Il rischio di credito è anche denominato rischio di default o rischio emittente.

Questo rischio viene valutato dalle agenzie di rating che assegnano un giudizio (o, appunto, rating) alle obbligazioni⁵. Più alto è il rating, minore è il rischio e minore sarà l'interesse ricevuto. E viceversa.



Il rischio di tasso di interesse



Il prezzo delle obbligazioni a tasso fisso mostra una relazione inversa rispetto al tasso di interesse: quando i tassi salgono, scendono i prezzi di tali obbligazioni e viceversa. Se si possiede un'obbligazione a tasso fisso con una cedola del 2% e i tassi di mercato salgono al 3% l'obbligazione posseduta diviene meno attraente per gli investitori, i quali possono ottenere un rendimento maggiore investendo in nuove obbligazioni. Conseguentemente, sul mercato secondario⁶, il prezzo dell'obbligazione al 2% dovrà necessariamente scendere.

Questo rischio è rilevante solo se l'investitore ha la necessità di vendere l'obbligazione prima della sua naturale scadenza. In questo caso, dovrà necessariamente accettare una perdita in conto capitale. Se, invece, ha la pazienza (e la possibilità) di attendere la naturale scadenza dell'obbligazione, allora il suo capitale rimane intatto. In questo caso, rimane comunque la perdita inerente alla minor corresponsione di interessi dovuta alla crescita del tasso di interesse di mercato.

Le obbligazioni a tasso variabile, invece, non hanno questo rischio in quanto il tasso di interesse corrisposto varia adeguandosi al tasso di interesse del mercato.

Il rischio di inflazione

Come ormai dovrebbe essere chiaro, l'inflazione erode il potere d'acquisto del denaro nel tempo. L'inflazione si contrappone al tasso di interesse che remunera un'obbligazione: se il tasso di inflazione è superiore al rendimento dell'obbligazione, il valore reale dell'investimento diminuisce. Facciamo un esempio. Se un'obbligazione ha un rendimento dell'1,5% e l'inflazione è al 2% il valore dell'investimento, dopo un anno, si ridurrà dello 0,5%. Pertanto, il rendimento reale di un'obbligazione è quasi sempre inferiore al rendimento nominale. Quasi, in quanto i due rendimenti possono anche coincidere, ma solo se il tasso di inflazione è nullo. Per calcolare il valore effettivo del rendimento, quindi, occorre sempre tener conto dell'incidenza dell'inflazione.

Facciamo un esempio numerico. Supponiamo ci venga offerta la possibilità di sottoscrivere un'obbligazione, di durata quinquennale, al tasso fisso del 4%. Il rendimento nominale, lordo, al termine del periodo, sarà del

⁵ Moody's, Standard & Poor's e Fitch sono tra le agenzie di rating più note al mondo. Un rating più alto, come AAA, indica un rischio inferiore; mentre, un rating come C o D indica un rischio maggiore.

⁶ Il mercato secondario è il luogo in cui vengono scambiati i titoli obbligazionari *dopo* la loro emissione sul mercato primario. In altre parole, è il mercato in cui gli investitori possono comprare e vendere obbligazioni che sono già in circolazione.

20% (senza considerare il reinvestimento del flusso cedolare. Ma cosa possiamo dire del rendimento reale? Prima dell'investimento, nulla (nessuno ha la "sfera di cristallo" per poter affermare quanto varrà l'inflazione negli anni a venire). A posteriori, certamente, lo possiamo calcolare. Supponiamo, pertanto, che al momento della restituzione del prestito si siano registrati, per ognuno dei cinque anni trascorsi, i seguenti livelli di inflazione: 1%, 1,5%, 2%, 1,8%, 2,3%. Quale valore avrebbe avuto, un capitale nominale, dopo tale periodo. Senza ricorrere ad una formula, proviamo a farlo assieme, anno per anno. Dopo il primo anno, un capitale nominale di 100 varrebbe:

$$\text{capitale dopo il 1° anno} = 100 - 1\% \cdot 100 = 100 - 0,01 \cdot 100 = 100 \cdot (1 - 0,01) = 100 \cdot 0,99 = 99$$

Per calcolare il capitale reale dopo il secondo anno, occorre considerare che all'inizio del secondo anno il capitale di partenza non è più 100, ma 99. Quindi:

$$\text{capitale dopo il 2° anno} = 99 - 1,5\% \cdot 99 = 99 - 0,015 \cdot 99 = 99 \cdot (1 - 0,015) = 99 \cdot 0,985 = 97,515$$

Vi risparmio il resto dei calcoli (invitandovi, comunque, a farli per esercizio e per comprendere che abbiate capito correttamente). Dopo il quinto anno avremo un capitale di: 91,686, come mostra la figura 1 dove, con Excel, ho eseguito il calcolo richiesto. Quindi, riepilogando, un capitale pari a 100, dopo il periodo di cinque anni con i tassi di inflazione ipotizzati, è divenuto pari a 91,686, circa, perdendo 8,314. Pertanto, al rendimento nominale del 20%, avremmo dovuto sottrarre l'8,31% di inflazione per ottenere il rendimento effettivo reale.

	A	B	C
1	capitale ad inizio anno	tasso inflazione	capitale a fine anno
2	100	1%	99
3	99	1,50%	97,515
4	97,515	2%	95,5647
5	95,5647	1,80%	93,8445354
6	93,8445354	2,30%	91,68611109
7			
8	inflazione cumulata:	8,31%	

Figura 1

Ora, però, per essere più precisi, dovremmo assoggettare all'erosione dell'inflazione anche il flusso cedolare. Ad esempio, consideriamo la prima cedola. Noi la incassiamo dopo il primo anno e non la reinvestiamo (questa è l'ipotesi). Al termine del secondo anno, però, non avremo più, in mano, 4 punti, bensì:

$$\text{valore della cedola, incassata dopo il 1° anno, al termine del 2°} = 4 - 1,5\% \cdot 4 = 3,94$$

E così via per gli anni successivi, adottando, per ciascuno di questi, il tasso di inflazione registrato in quell'anno. Completato il lavoro per la prima cedola, dovremo ripeterlo per la seconda e, poi, per tutte le altre (vedi figura 2). L'ultima cedola, avendola all'istante finale assieme alla restituzione del capitale, non va soggetta a tale svalutazione. Come si osserva dalla figura 2, dai 20 punti iniziali, scendiamo a 19,21 circa. Pertanto, alla fine del periodo, il valore reale del nostro capitale sarà:

$$\text{valore reale del capitale al termine del periodo} = 91,69 + 19,21 = 110,90$$

E non 120! Da un lato, abbiamo incassato un flusso cedolare di 20 punti e, dall'altro, abbiamo avuto un'inflazione che ha eroso capitale e flusso cedolare. Se avessimo tenuto sotto il materasso i nostri 100 punti, dopo il periodo di cinque anni questi avrebbero mostrato un valore reale di 91,69, con una perdita superiore all'8%!

	A	B	C
1	capitale ad inizio anno	tasso inflazione	capitale a fine anno
2	100	1%	99
3	99	1,50%	97,515
4	97,515	2%	95,5647
5	95,5647	1,80%	93,8445354
6	93,8445354	2,30%	91,68611109
7			
8	prima cedola	tasso inflazione	capitale a fine anno
9		1%	
10	4	1,50%	3,94
11	3,94	2%	3,8612
12	3,8612	1,80%	3,7916984
13	3,7916984	2,30%	3,704489337
14			
15	seconda cedola	tasso inflazione	capitale a fine anno
16		1%	
17		1,50%	0
18	4	2%	3,92
19	3,92	1,80%	3,84944
20	3,84944	2,30%	3,76090288
21			
22	terza cedola	tasso inflazione	capitale a fine anno
23		1%	
24		1,50%	0
25		2%	0
26	4	1,80%	3,928
27	3,928	2,30%	3,837656
28			
29	quarta cedola	tasso inflazione	capitale a fine anno
30		1%	
31		1,50%	0
32		2%	0
33		1,80%	0
34	4	2,30%	3,908
35			
36	flusso cedolare rivalutato:		19,21104822

Figura 2

È facile dimostrare che il rischio inflazione è tanto più significativo quanto maggiore è la durata dell'obbligazione e quanto minore è il rendimento dell'obbligazione stessa.

Il rischio di liquidità

Quando si decide di rivendere un'obbligazione, prima della sua naturale scadenza, occorre rivolgersi al mercato secondario. Ora, però, che cosa può accadere? Che questa obbligazione, magari perché emessa da

una piccola società, presenta volumi di scambio molto bassi. Questo significa che si potrebbe essere costretti a rivenderla a prezzi non equi, soprattutto se non si ha un sufficiente lasso di tempo a propria disposizione.

Questo tipo di rischio, come si vedrà analizzando altri strumenti, è sempre presente nei mercati cosiddetti *sottili*.⁷

Il rischio di reinvestimento

È il rischio associato al reinvestimento delle cedole. Di che si tratta? È molto semplice: se i tassi scendono, il denaro che rientra in occasione dello stacco delle cedole, non potrà essere reinvestito allo stesso tasso di rendimento.

Il rischio di cambio

Se si investe in obbligazioni denominate in una valuta diversa da quella del proprio paese, si diviene esposti al rischio di cambio. Le fluttuazioni del tasso di cambio possono incidere favorevolmente o sfavorevolmente sull'intero investimento. Per capire meglio come il tasso di cambio possa influenzare un investimento in obbligazioni, facciamo un esempio.

Supponiamo che un investitore dell'Eurozona, per esempio residente in Italia, decida di sottoscrivere un'obbligazione emessa da una società USA del valore nominale di 1.000 \$ con cedola annuale del 5%. Nel momento in cui avviene la sottoscrizione, il cambio €/€ è 1,11. Ciò significa che per comprare un euro, ci vogliono 1,11 dollari. Vediamo quanto spenderebbe, il nostro investitore, in euro:

$$\text{Spesa per l'acquisto dell'obbligazione} = \frac{\text{Valore nominale}}{\text{tasso di cambio}} = \frac{1000}{1,11} = 901 \text{ €}$$

La cedola che l'investitore percepirà è pari a 50 \$ e, se al momento dello stacco della cedola il tasso di cambio rimane tale, in euro sarà pari a:

$$\text{Valore della cedola in euro} = \frac{\text{Valore nominale}}{\text{tasso di cambio}} = \frac{50}{1,11} = 45 \text{ €}$$

Ora, supponiamo che l'euro si apprezzi rispetto al dollaro portandosi ad un tasso di cambio €/€=1,20. Che cosa succede al valore dell'investimento ed al valore della cedola? Vediamolo assieme.

$$\text{Valore dell'obbligazione} = \frac{\text{Valore nominale}}{\text{tasso di cambio}} = \frac{1000}{1,20} = 833 \text{ €}$$

$$\text{Nuovo valore della cedola in euro} = \frac{\text{Valore nominale}}{\text{tasso di cambio}} = \frac{50}{1,20} = 42 \text{ €}$$

Naturalmente, se l'euro dovesse deprezzarsi rispetto al dollaro, le cose, per il nostro investitore, andrebbero decisamente meglio! Provate, per esercizio, a ricalcolare il nominale dell'investimento ed il valore della cedola per un tasso di cambio alla pari (€/€=1,00).

Come mitigare i rischi?

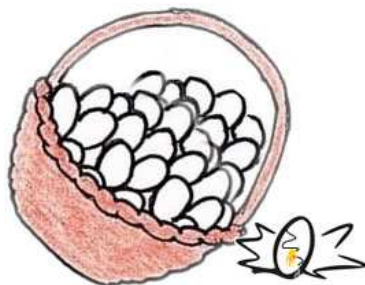
Ora che abbiamo compreso quali possono essere i rischi associati ad un investimento in obbligazioni, cerchiamo di capire come limitarli (annullarli, non è possibile).

⁷ L'espressione mercato sottile (in inglese, "thin market"), si riferisce a quei mercati dove vengono trattati strumenti finanziari (obbligazioni, azioni, materie prime, ecc.) con volume di scambi particolarmente basso. Questo significa che per quel mercato il numero di acquirenti/venditori attivi è molto basso. Lo svantaggio, quando si desidera negoziare tali strumenti, è di essere costretti a farlo a prezzi particolarmente sfavorevoli.

La diversificazione: un'ottima strategia

La diversificazione è considerata una delle regole auree della finanza e degli investimenti. L'idea fondamentale alla base della diversificazione è di

non mettere tutte le uova nello stesso paniere



ovvero di non concentrare i propri investimenti in un unico strumento finanziario o in un unico settore.

Ma perché è così importante? La diversificazione serve principalmente a ridurre il rischio complessivo del portafoglio. Investendo in una varietà di asset, si riduce l'impatto negativo che la performance negativa di un singolo investimento può avere sull'intero portafoglio. Si basa sul principio che asset diversi reagiscono in modo diverso alle stesse condizioni di mercato. Facciamo qualche esempio, per comprendere meglio.

Il comportamento delle azioni tende, storicamente, ad essere diverso da quello delle obbligazioni: quando il mercato azionario scende, il prezzo delle obbligazioni (a tasso fisso) tende a salire o, quantomeno, a rimanere stabile. E viceversa. Avere in portafoglio entrambi gli asset, pertanto, può bilanciare i guadagni dell'uno con le perdite dell'altro.

Oltre alla diversificazione degli strumenti (come azioni e obbligazioni) è bene diversificare anche nei settori. Se, ad esempio, si decide di investire in azioni, è opportuno investire in settori diversi (tecnologia, sanità, energia, finanza, assicurazioni, ecc.). In tal modo se il settore tecnologico, ad esempio, dovesse subire una crisi, gli investimenti in altri settori potrebbero compensare le perdite del medesimo.

Seguendo la stessa idea, la diversificazione dovrebbe anche essere attuata per aree geografiche: investire in aree geografiche diverse (Europa, Stati Uniti, Asia, ecc.) espone il portafoglio ad economie con cicli economici differenti. E ciò riduce il rischio legato ad una crisi economica che dovesse abbattersi in un singolo paese od in una singola area geografica.

Tornando alle obbligazioni, un criterio generale di diversificazione è quello di avere in portafoglio emittenti diversi, scadenze diverse e giudizi di rating altrettanto diversi.

Analisi del rating

Il rating è una valutazione sulla qualità creditizia di un'obbligazione. Meglio ancora: sulla qualità creditizia dell'emittente (società privata od organismo pubblico). Ovvero sulla possibilità che l'emittente non sia in grado di rimborsare il capitale (o parte di questo) o remunerare le cedole. Queste valutazioni sono espresse da specifiche agenzie.

In generale un rating più elevato indica un rischio di insolvenza inferiore. E viceversa. Naturalmente, come è lecito attendersi, maggiore è il rating e minore è il tasso di interesse riconosciuto all'obbligazionista. E viceversa.

Per mitigare i rischi legati al rating occorre indirizzarsi su obbligazioni *investment grade* (di buona qualità creditizia) monitorando, nel tempo, il rating di ogni singola obbligazione e quello medio dell'intero portafoglio.

Scelta della scadenza

Quale deve essere la scadenza dell'obbligazione che si intende acquistare? Non esiste una risposta univoca, a questa domanda. Dipende, naturalmente, da quale fondo personale è coinvolto. Si tratta del fondo delle spese programmate? Oppure è il fondo delle spese di emergenza? Oppure, ancora, è il fondo dedicato agli investimenti rischiosi? Se sappiamo, ad esempio, che quei soldi ci occorreranno tra un anno, allora dovremo, necessariamente, rivolgerci ad obbligazioni con scadenza un anno, o leggermente inferiore. Quindi, in definitiva, è l'orizzonte temporale e le esigenze di liquidità che determinano la scelta della scadenza di un'obbligazione.

Scegliere un'obbligazione a tre anni, quando, invece, quei soldi ci potrebbero occorrere tra un anno, è un rischio. È vero, si potrebbe obiettare, che il tasso di rendimento, per un'obbligazione a tre anni, è maggiore di quello di un'obbligazione ad un anno (anche questa affermazione, non è sempre vera). Ed è anche vero che, dopo un anno, rivolgendoci al mercato secondario, si potrà rivendere la nostra obbligazione rientrando del denaro occorrente. Ma, come abbiamo visto a proposito della relazione tra tasso e prezzo di un'obbligazione, se i tassi dovessero salire, ci ritroveremmo con un'obbligazione il cui prezzo è diminuito: e ciò ci costringerebbe a registrare una perdita, in conto capitale, nel momento della vendita dell'obbligazione sul mercato secondario.

Fondi comuni

Per mitigare i rischi legati all'investimento in obbligazioni, è utile considerare l'utilizzo di ETF o fondi obbligazionari diversificati. Si tratta di una strategia molto efficace ed utile soprattutto per due ragioni:

- spesso non si dispone del capitale sufficiente per costruire un portafoglio diversificato;
- è necessario seguire con una certa assiduità il portafoglio per capire se e quando vendere un'obbligazione presente nello stesso o aggiungerne una nuova.

Cerchiamo di capire meglio.

A differenza dell'acquisto diretto di singole obbligazioni⁸, che spesso richiedono importi elevati per una diversificazione efficace, i fondi comuni permettono di accedere ad un paniere di titoli con un investimento iniziale relativamente basso. Acquistando una singola quota di un fondo, infatti, si investe proporzionalmente in tutti i titoli che compongono l'indice replicato dal fondo. Facciamo un esempio. Immaginiamo di voler diversificare il nostro portafoglio investendo in obbligazioni emesse da 50 organismi, pubblici e/o privati, diversi. Acquistare direttamente le obbligazioni di ciascun emittente richiederebbe un capitale considerevole (sull'ordine dei 50.000 €). Con un fondo che replica un indice obbligazionario composto da questi 50 emittenti si può ottenere la stessa diversificazione con un investimento molto più contenuto, pari al prezzo di una singola quota del fondo (spesso, inferiore a 1.000 €).

Utilizzando i fondi, inoltre, non è necessario passare ore ad analizzare bilanci, performance aziendali o prospettive di mercato per scegliere le singole obbligazioni da inserire in portafoglio. La selezione è già stata fatta dal gestore del fondo.

Nella scelta di un fondo, poi, occorre capire se rivolgersi a fondi a gestione attiva o a gestione passiva. Le differenze, tra le due categorie, sono notevoli. Sia in termini di costi che di performance. E non solo. È un argomento che approfondiremo in un successivo articolo.

⁸ A titolo di esempio, il taglio minimo per l'acquisto di un BTP dello Stato italiano è di 1.000 € (valore nominale, o facciale).

Ancora sul lessico

Corso secco

Il *corso secco* è il prezzo dell'obbligazione a cui viene quotata sul mercato escludendo gli interessi maturati (ovvero il *rateo*). È espresso in percentuale del valore nominale dell'obbligazione. Ad esempio, 100 significa che l'obbligazione è quotata alla pari. Mentre, 95, vuol dire che è quotata sotto la pari ed il prezzo secco è uguale al 95% del valore nominale. Invece, 106, vuol dire che è quotata sopra la pari ed il valore di mercato è pari al 106% del valore nominale. Il corso secco, in sostanza, riflette l'andamento del mercato obbligazionario e la percezione del rischio emittente.

Tel quel

Il *Tel quel* è il prezzo effettivamente pagato da chi acquista quell'obbligazione. È pari alla somma del corso secco e del rateo.

$$Tel\ quel = corso\ secco + rateo$$

Il *Tel quel* è il prezzo che compare nell'estratto conto ed indica l'effettivo esborso dell'acquirente.

Tasso di interesse

Il tasso di interesse di mercato è il rendimento offerto da investimenti alternativi equivalenti. Ma cosa intendiamo per equivalenti? Sostanzialmente due condizioni: medesimo orizzonte temporale (durata dell'obbligazione) e stesso livello di rischio.

Il tasso di interesse è influenzato, principalmente, da fattori macroeconomici come l'inflazione, la politica della banca centrale di riferimento e l'andamento della crescita economica.

Relazione tra corso secco e tasso di interesse

Nelle obbligazioni a tasso fisso il valore del corso secco ha un andamento inverso rispetto al tasso di interesse: se i tassi di interesse di mercato aumentano il corso secco delle obbligazioni (già emesse e, pertanto, trattabili sul mercato secondario) diminuisce. E viceversa. Questo concetto è già stato detto. Ma perché accade ciò?

Se il tasso di interesse di mercato aumenta, le nuove obbligazioni rifletteranno, nelle cedole, tale aumento. Ciò significa che i possessori delle vecchie obbligazioni, avranno in mano obbligazioni meno attraenti. E, se volessero venderle, dovrebbero farlo ad un prezzo (corso secco) inferiore. Se, invece, il tasso di interesse di mercato diminuisce, anche il flusso cedolare delle nuove obbligazioni sarà inferiore. E questo vuol dire che i possessori delle vecchie obbligazioni, avranno in mano obbligazioni più attraenti. E, volendo venderle, lo farebbero ad un prezzo superiore.

Facciamo un esempio. Immaginiamo di acquistare, all'emissione, un'obbligazione del valore nominale di 1.000 € con tasso cedolare annuo del 5% ed una durata di 4 anni. Se, successivamente, i tassi di interesse di mercato salgono al 6%, per rendere competitiva l'obbligazione acquistata, questa dovrà avere un corso secco inferiore. Diciamo 95. E questo vuol dire che, rivendendola, incasseremmo 950 €. Se, invece, i tassi di interesse di mercato dovessero scendere al 4%, l'obbligazione acquistata diverrebbe più appetibile portando il suo prezzo, ad esempio, a 107. Rivendendola, in questo caso, incasseremmo 1.070 €.

Obbligazioni e titoli di stato

Per essere precisi, se l'emittente è uno stato sovrano, come l'Italia, l'obbligazione prende il nome di titolo di Stato. Quindi, il titolo di Stato è una particolare categoria di obbligazioni emesse da uno Stato sovrano per finanziare il proprio debito e le spese statali.

Aggio e disagio di un'obbligazione.

Se un'obbligazione viene emessa sopra la pari, la differenza tra il prezzo di emissione ed il valore nominale costituisce l'aggio. Ad esempio, un'obbligazione del valore nominale di 1.000 € che viene emessa a 1.070 € avrà un aggio di 70 €.

Quando, invece, viene emessa sotto la pari, la differenza suddetta è negativa e corrisponde al disagio.

L'aggio diminuisce il rendimento effettivo di un'obbligazione, dal momento che il calcolo della cedola è sempre effettuato sul valore facciale. Al contrario, per la medesima ragione, il disagio aumenta il valore effettivo del tasso di interesse. Facciamo un esempio. Se un'obbligazione, del valore nominale di 1.000 €, viene emessa a 1.075 € con un tasso di interesse del 3%, il tasso effettivo sarà pari:

$$\text{Tasso effettivo} = \frac{3\% \cdot 1.000}{1.075} = 2,79\%$$

generalizzando:

$$\text{Tasso effettivo} = \frac{\text{tasso nominale} \cdot \text{valore nominale}}{\text{prezzo di emissione}}$$

Naturalmente, tali tassi sono sempre al lordo delle imposte.

Conclusioni

Abbiamo cercato di trattare il tema delle obbligazioni evitando eccessivi tecnicismi concentrandoci sui concetti chiave e sull'importanza di questo strumento per la gestione del proprio denaro. Abbiamo compreso che acquistare un'obbligazione equivale a prestare i nostri soldi ad un organismo pubblico o privato. Organismo che si impegna a restituire, a scadenza, il capitale ricevuto e, periodicamente, a pagare gli interessi. Abbiamo altresì compreso che l'obbligazione rappresenta un debito mentre l'azione è una quota di proprietà di un'azienda. Sono stati esaminati gli elementi chiave di un'obbligazione: l'emittente, il valore nominale, la scadenza, la cedola ed il prezzo. E, successivamente, si è cercato di evidenziare quali sono i rischi connessi con l'acquisto di un'obbligazione e, come mitigarli.

Infine, abbiamo accennato alla possibilità di acquistare obbligazioni in modo indiretto, attraverso l'acquisto delle quote di un fondo comune.

Certo, dopo la lettura di queste pagine, non possiamo affermare di essere divenuti esperti in obbligazioni. Però, sicuramente, ne sappiamo molto di più e, per approfondire, c'è sempre modo: basta solo la volontà di farlo!