

19 marzo 2008 0:00

Le obbligazioni con cedola fissa: i BTP

di Nicola Zanella



Si riporta un colloquio tra Marco, che è il consulente di investimento protagonista dei dialoghi pubblicati per Aduc e Laura, sua amica e cliente, che ha quarantaquattro anni, lavora come impiegata ed è sposata.

-Laura. Ciao Marco. Come stai?

-Marco. Ciao Laura. Tutto bene grazie. Come posso esserti di aiuto?

-Laura. Vorrei investire una parte dei miei risparmi in qualche strumento finanziario sicuro. Mi conosci, non voglio rischiare di perdere i miei soldi. Non me lo posso permettere! So che in questo modo i ritorni dai miei investimenti non potranno essere sbalorditivi, ma non posso fare altrimenti.

-Marco. Ho capito Laura. Abbiamo già discusso della relazione rischio e rendimento in finanza: dato che si presume che gli investitori siano avversi al rischio, un maggiore rischio finanziario deve essere ricompensato da un maggior rendimento che ci si attende di ricevere e viceversa. Questo significa che in media o nel lungo periodo ci si può ragionevolmente aspettare di venire remunerati per i superiori rischi che si sono sopportati, ma per periodi singoli e nemmeno tanto brevi, la relazione rischio-rendimento può portare non poche delusioni ai risparmiatori, perché non sempre viene rispettata. Ma questo discorso è più corretto farlo parlando del mercato azionario, meno per i mercati obbligazionari dove i rendimenti dei titoli dipendono principalmente dalla vita residua e dalla solvibilità finanziaria dell'emittente. Che orizzonte temporale pensi di poter avere?

-Laura. Credo di poter investire questi risparmi per almeno cinque anni, quindi anche considerando che nel portafoglio finanziario della mia famiglia ci sono già obbligazioni a breve termine come i CTZ e una quota di BTP indicizzati all'inflazione, avrei pensato di acquistare dei titoli a tasso fisso, la cui cedola sia nominale e non reale come per i BTPei. Non ne ho mai acquistati però, quindi non so molto bene il loro funzionamento.

-Marco. Laura sono d'accordo con te. Abbiamo già acquistato titoli a breve termine e dei BTPei di lungo periodo, per cui se sei sufficientemente sicura di non doverti trovare nella condizione di vendere queste obbligazioni prima della loro scadenza, scongiurando così il rischio prezzo, possiamo prendere in considerazione l'acquisto di obbligazioni a tasso fisso nominale, come i BTP o buoni poliennali del Tesoro emessi dallo stato italiano. Sai come si determina il rendimento di una obbligazione con cedola fissa?

-Laura. Nello specifico direi proprio di no! Me lo puoi spiegare?

-Marco. Mentre il rendimento di una obbligazione priva di cedole (BOT, CTZ) è dato dalla differenza tra prezzo di rimborso e prezzo di acquisto, il rendimento dei titoli che distribuiscono cedole è più complicato da calcolare e da capire soprattutto per il risparmiatore che non possiede competenze finanziarie specifiche, poiché si deve tenere conto delle cedole incassate e reinvestite al medesimo tasso e della differenza tra il prezzo di rimborso e il prezzo di acquisto. Il rendimento dato dal rapporto tra cedola nominale e prezzo secco del titolo è chiamato tasso di rendimento immediato. La differenza tra questo e il tasso di rendimento effettivo a scadenza (Tres) o tasso interno di rendimento (se non si considera la capitalizzazione frazionata, al contrario del tasso di rendimento effettivo) è che quest'ultimo è ottenuto dall'uguaglianza tra il prezzo del titolo e i flussi di cassa attesi scontati ad un determinato tasso. Essendo il tasso di rendimento effettivo a scadenza un miglior valore rispetto al rendimento

immediato, spesso i giornali economici riportano questo tasso per indicare il rendimento di un titolo con cedola. La sua elaborazione prevede un procedimento a tentativi e di solito viene utilizzato un calcolatore appositamente programmato. Mi segui Laura?

-Laura. Abbastanza. Ma le cedole che vengono distribuite come rientrano nel calcolo?

-Marco. Ottima domanda! Per ottenere il rendimento effettivo a scadenza il risparmiatore deve riuscire a reinvestire tutte le cedole e al medesimo tasso, che invece tende a variare nel tempo, per cui tale rendimento deve essere considerato solo teorico. Ricordati che per ottenere circa il Tres netto si puo' diminuire il tasso di rendimento effettivo lordo del 12,5%, pari all'aliquota d'imposta.

-Laura. Prima mi parlavi del rendimento immediato dell'obbligazione. Come lo si calcola? Mi fai un esempio concreto?

-Marco. Il tasso di rendimento immediato al lordo della ritenuta del 12,5% per un'obbligazione con cedola annuale e' pari a: $(\text{cedola nominale}/\text{corso secco}) * 100$. Se l'obbligazione distribuisce cedole semestrali, la formula del rendimento immediato lordo su base semestrale risulta: $(\text{cedola nominale}/\text{corso secco}) * 100$. Il rendimento immediato su base annua, se la cedola e' semestrale, e' pari a: $[(1/2 \text{ cedola nominale}/\text{corso secco}) + 1]^2 - 1 * 100$. Se si desidera conoscere il rendimento immediato di un BTP con quotazione 98 e cedola del 6% annuale (3% su base semestrale) si devono svolgere le seguenti operazioni: rendimento annuo a capitalizzazione semplice: $(6/98) * 100$, pari a 6,12% e rendimento a capitalizzazione composta: $[(3/98 + 1)^2 - 1] * 100 = 6,22\%$.

-Laura. E se si acquista non al momento dell'asta di collocamento?

-Marco. Se il titolo e' acquistato dopo l'asta di collocamento, per ottenere un rendimento immediato piu' preciso converrebbe considerare come denominatore del rapporto il prezzo *tel quel* maggiorato delle spese e commissioni di intermediazione. Evidentemente il tasso di rendimento immediato diventa un indicatore impreciso quando l'obbligazione viene acquistata sotto o sopra la pari (100), poiche' e' a quest'ultimo valore che il titolo viene rimborsato. Per ovviare a questo rendimento semplice e poco accurato, si fa riferimento come si e' visto al tasso di rendimento effettivo a scadenza (anch'esso in realta' poco indicativo del tasso che si otterra' veramente dall'investimento), che invece prevede il reinvestimento delle cedole ricevute.

-Laura. Ma non esiste un modo semplice per ottenere il tasso di rendimento effettivo a scadenza?

-Marco. Si esiste, ma un po' impreciso. Se mi segui con attenzione provo a farti un esempio. Ipotizziamo l'acquisto al prezzo di 92 di una obbligazione con cedole fisse annuali pari al 4%, rimborso alla pari (100) e con tre anni alla scadenza (devono essere ancora distribuite tre cedole). Si calcola il rendimento immediato che e' pari a $(4/92)$, ossia 4,35%. Il tres considera il reinvestimento delle restanti tre cedole, per cui si deve calcolare il tasso composto: $(4,35/3) = 1,45\%$ a cui si aggiunge un'unita' e si eleva alla terza, ossia al numero delle cedole, dunque $(1,0145)^3 = 1,0441$, a cui si sottrae un'unita' e si ottiene $(1,0441 - 1) = 4,41\%$, che e' pari al tasso composto. Dato che si e' acquistato il titolo a 92 e verra' rimborsato a 100, si ha una plusvalenza $(100 - 92)$ pari a 8, che e' da considerare un rendimento aggiuntivo dell'investimento. Lo si divide per il numero di anni tra la data in cui si e' comprato e la data di scadenza, per cui $(8/3) = 2,67\%$. Per calcolare approssimativamente il Tres si deve aggiungere tale tasso di rendimento al tasso di rendimento immediato composto, dunque $(4,41\% + 2,67\%) = 7,08\%$. Se invece l'obbligazione e' acquistata alla stessa data al prezzo di 105, allora si ha una minusvalenza in conto capitale (si compra a 105 cio' che si riavra' rimborsato a 100), il tasso di rendimento immediato composto e' pari a 3,85%, a cui si deve sottrarre 1,66%, per cui si ottiene un Tres di circa 2,19%.

-Laura. Ho capito. Ma se non riuscissi a reinvestire sempre tutte le cedole ricevute?

-Marco. Il problema del Tres e' proprio questo: per investimenti non molto consistenti potrebbe succedere che le cedole incassate dall'acquisto dei BTP, non permettano di essere reinvestite immediatamente, in quanto minori del taglio minimo richiesto per comprare ad esempio titoli governativi, che e' di mille euro. Nel caso in cui non si avesse deciso di comprare tali strumenti per godere delle cedole periodiche, si deve ritenere utile, se non fosse possibile reinvestire le cedole nel medesimo titolo, trasferirle, ad esempio, nel conto di deposito ad alta remunerazione o nel conto on line fino a quando non si riesca a comprare, sommando le cedole rimosse, un altro taglio minimo di bond. Il rendimento effettivo a scadenza non sara' pari a quello che considera il reinvestimento delle cedole e al medesimo tasso (Tres), ma e' un semplice compromesso che il risparmiatore puo' senza difficolta' realizzare, tanto piu' che la differenza di rendimento non sara' cosi' elevata.

-Laura. In effetti io ho un conto corrente on line. E' piu' complicato acquistare questi titoli non al momento dell'emissione?

-Marco. Non direi. Solamente i calcoli per ottenere il prezzo d'acquisto sono un po' piu' impegnativi.

-Laura. Mi puoi fare un esempio?

-Marco. Per i titoli con cedole, quando i risparmiatori acquistano sul mercato obbligazioni che sono state emesse ad un prezzo inferiore al prezzo di rimborso, cioe' presentano una scarto di emissione (tassato al 12,5% all'atto del

rimborso finale del titolo), il corso secco lordo di negoziazione e' diminuito della ritenuta sullo scarto di emissione dal momento dell'emissione al giorno di valuta dell'operazione compreso. Ad esempio, se si volesse acquistare un'obbligazione al prezzo di 95, per un valore nominale di 1000 euro, 500 giorni (per valuta) dopo l'emissione e di durata di 1825 giorni, scarto di emissione di 4 (emessa dunque a 96), rateo di interessi netto di 1,2, si dovrebbe togliere dal corso secco lordo di negoziazione pari a 95, il rateo ritenuta sullo scarto di emissione che si ottiene moltiplicando lo scarto di emissione di 4 per il rapporto 500/1825, e da questo calcolando il 12,5%, poiche' in questo modo chi vende si fa carico della quota di tasse che devono essere pagate. Il rateo ritenuta e' pari allora a 0,13698. Il corso secco netto di negoziazione risulta di 94,86302. Aggiungendo a quest'ultimo il rateo di interessi, si ottiene il corso tel quel netto di negoziazione, cioe' 96,0630. Se si decidesse di investire 4000 euro di valore nominale, il controvalore dell'operazione sarebbe di 3.842,52 euro. A scadenza il compratore dei titoli non all'emissione, riscuotera' il capitale diminuito dell'intera imposta sul disaggio di emissione, che pero' non gravera' tutta su di lui, perche' come si e' visto precedentemente il prezzo di acquisto viene diminuito dell'imposta sul disaggio di emissione tra la data dell'emissione e la data di acquisto, che deve essere pagata dal venditore. Ricordati che se il titolo viene acquistato ad un prezzo inferiore al prezzo di emissione, l'imposta del 12,5% che decurta l'importo finale, non e' calcolata sul disaggio d'emissione, ma sulla differenza tra il prezzo d'acquisto e il prezzo di rimborso, che e' dunque maggiore del disaggio d'emissione; se il titolo e' acquistato ad un prezzo superiore al prezzo di emissione ma inferiore a 100 (prezzo di rimborso), l'imposta e' applicata sul disaggio di emissione; se il titolo e' acquistato ad un prezzo superiore alla pari, cioe' maggiore di 100, l'imposta si calcola ancora sul disaggio di emissione. Si capisce dunque come le imposte ricadano sulla differenza ottenuta tra il minore del prezzo d'emissione e d'acquisto e il prezzo di rimborso.

-Laura. Quanto costa comprare, ad esempio, i BTP presso la mia banca nel mercato secondario?

-Marco. Per poter comprare i titoli di stato italiani e' necessario aprire un dossier titoli, che e' un deposito per la custodia e amministrazione dei titoli, che oggi sono dematerializzati, da affiancare al proprio conto corrente e che se contiene solo titoli di stato, non puo' costare piu' di 10 euro a semestre. Al momento dell'acquisto e della vendita sono previste commissioni in percentuale del valore dell'investimento, che sono variabili da istituto a istituto e in genere dell'ordine dello 0,2%-0,5% per coloro che si recano allo sportello della banca o che telefonano, con l'applicazione di commissione minime, in genere fino a dieci euro e di diritti fissi, spesso dell'ordine di cinque-dieci euro. Se si adoperano i conti on line, magari aperti per sfruttare i tassi di interesse superiori che nei conti tradizionali, le commissioni di intermediazione sono inferiori. Da non dimenticare l'imposta di bollo annuale che grava sul conto corrente e pari a 34,2 euro.

-Laura. In banca trovo le date in cui verranno emessi i titoli stato?

-Marco. Le banche devono informare gli investitori per tempo della scadenza dei titoli che detengono e del termine entro cui possono prenotarne altri. Negli uffici bancari devono comunque essere esposte le date delle aste dei titoli di Stato e il termine entro cui e' possibile prenotarli. Ricordati che il prezzo a cui si sottoscrivono i BOT e' il prezzo medio ponderato dell'asta, mentre per i CTZ, CCT e BTP e' il prezzo di aggiudicazione. Questi prezzi devono essere esposti nei locali aperti al pubblico delle banche.

-Laura. Se i BTP si sottoscrivono in asta, che commissioni devo pagare?

-Marco. Per la sottoscrizione dei BOT le banche possono richiedere ai propri clienti delle commissioni massime fissate per legge: in particolare, non devono essere superiori allo 0,05% per i titoli con durata inferiore a 80 giorni, non possono superare il tetto dello 0,10% per i titoli con durata compresa tra 81 e 170 giorni, dello 0,20% per i BOT con durata tra i 171 e i 350 giorni e dello 0,30% per i titoli con vita residua superiore ai 350 giorni. Per i restanti titoli di stato (CTZ, BTP, CCT, BTPei) gli intermediari sono obbligati ad applicare alla clientela il prezzo d'asta, senza alcuna maggiorazione, poiche' e' il Ministero del Tesoro che remunera le banche collocatrici. Il prezzo d'asta dunque per questi ultimi e' gia' comprensivo delle commissioni. In generale, conviene sempre comprare i BOT in asta, poiche' commissioni richieste dagli intermediari superiori a quelle massime stabilite per le aste, deprimerebbero eccessivamente i gia' bassi rendimenti di questi titoli, e i BTP, ad esempio, a mercato, visto che sono disponibili prezzi pari a quelli di emissione gia' il giorno seguente l'asta, se non piu' bassi per effetto della mancanza delle commissioni che il Tesoro retrocede agli intermediari nel mercato primario, solo se si preferisce una certa data di scadenza gia' quotata al Mot e si e' sicuri di ottenere dal proprio intermediario commissioni relativamente basse, tali non compromettere il rendimento dell'obbligazione.

-Laura. Ma l'investimento in titoli di stato e' sicuro al 100% vero?

-Marco. No Laura. Non esiste di fatto nei mercati reali un vero titolo risk-free, come dicono gli inglesi, nemmeno i titoli di stato di paesi con solido rating sono definibili a rischio nullo. Investire i propri risparmi in titoli di stato non comporta che il rischio sia eliminato totalmente, soprattutto se l'orizzonte e' di lungo periodo: pure gli stati possono fallire o dichiarare default non rimborsando i propri debiti (ad esempio, l'Argentina), ma e' ovvio che per paesi,

quali la Francia, la Germania, l'Italia, con rating molto solidi, la probabilita' di fallire si avvicina allo zero, ma non e' zero! Come ti ho detto in precedenza, maggiore e' il rischio che caratterizza un determinato titolo, piu' alto sara' il rendimento che si dovra' ricevere per accollarsi tale rischio. E i fattori di rischio possono essere rappresentati dalla solidita' finanziaria dell'emittente, dalla durata dell'investimento, dalla liquidita' del mercato in cui si investe e cosi' via. Per questo un rating alto corrisponde a rendimenti contenuti, mentre un rating basso indica che per investire in quel titolo rischioso, si deve ricevere un tasso molto alto. Inoltre una durata dell'investimento molto lunga (ad esempio, i CTZ a lungo termine, i BTP e BTPei decennali e trentennali o i titoli di stato cinquantennali, come quelli emessi di recente dalla Francia e Inghilterra) indica un rischio molto elevato e dunque i tassi che si dovranno ottenere devono essere congrui al rischio che ci si assume; durate medie o brevi sono piu' sicure e vengono solitamente remunerate a tassi piu' bassi. La liquidita' indica i volumi di scambio nei mercati secondari degli strumenti e quindi la facilita', velocita' e i bassi costi con cui si e' in grado di acquistare o vendere tali titoli. Ricordati che minore e' la liquidita' di uno strumento, maggiori sono i rischi e i costi che si devono sopportare, e dunque tassi piu' alti dovranno essere riconosciuti ai sottoscrittori: in generale, nonostante qualche differenza tra le varie tipologie di titoli di stato, non si dovrebbero avere problemi nell'effettuare compravendite di questi titoli; discorso diverso invece per le obbligazioni emesse degli enti sovranazionali, quali la Bei, Bers e Birs, per le quali a volte tra il prezzo di acquisto e di vendita vi puo' essere un'ampia differenza, a scapito del piccolo investitore che voglia acquistare o vendere l'obbligazione prima della scadenza. Si consiglia dunque nel caso di acquisto successivo all'emissione, di inviare attraverso la propria banca ordini con limite di prezzo e di tenere questi titoli fino a scadenza, cosi' da eliminare questi spiacevoli inconvenienti. Le obbligazioni bancarie, soprattutto strutturate, del tipo index linked e in particolare legate all'inflazione, sono spesso poco liquide e con differenze tra prezzo d'acquisto e di vendita molto elevate. In piu', tale minore liquidita', e dunque maggiore rischiosita' viene remunerata meno di quanto ci si potrebbe attendere.

-Laura. Qual'e' di fatto il maggior rischio che si corre investendo in BTP, o in generale in obbligazioni a cedola fissa?

-Marco. Il rischio piu' grande e' quello d'inflazione, ossia di ricevere rendimenti reali negativi, nel caso in cui l'inflazione di periodo fosse maggiore del tasso cedolare stabilito al momento dell'emissione. Cioe' se l'inflazione risultasse ex post maggiore del tasso nominale. Ricordati che investendo nei BTP tradizionali non ci si protegge dall'inflazione inattesa, cioe' che il mercato non si attende. In presenza di rischio significativo d'inflazione, i BTP a tasso nominale di lungo termine diventano rischiosi e non possono essere considerati buoni sostituti dei BTPei. I BTP tradizionali sono una scommessa sul tasso d'inflazione futuro, a differenza dei BTPei che sono una scommessa sul tasso d'interesse reale futuro. Il problema e' che in passato il tasso reale e' stato relativamente stabile, mentre l'inflazione e' stata molto meno prevedibile. Per questo Laura ti consiglieri di dedicare una quota minoritaria del tuo portafoglio finanziario a obbligazioni a tasso nominale di lungo periodo.

-Laura. Hai ragione. Che BTP potrei acquistare a mercato?

-Marco. Al Mot (mercato obbligazionario telematico) in data 17 Marzo sono quotati i seguenti BTP a medio termine: il BTP con scadenza 15-10-2012, codice ISIN IT0004284334, cedola del 4,25%, quota a 102,15 e offre un rendimento effettivo a scadenza netto del 3,23%; il BTP con scadenza 1-02-2013, codice ISIN IT0003357982, cedola del 4,75%, quota a 104,53 e offre un rendimento effettivo a scadenza netto del 3,17%; il BTP con scadenza 1-08-2013, codice ISIN IT0003472336, cedola del 4,25%, quota a 102,47 e offre un rendimento effettivo a scadenza netto del 3,24%; il BTP con scadenza 1-08-2014, codice ISIN IT0003618383, cedola del 4,25%, quota a 102,45 e offre un rendimento effettivo a scadenza netto del 3,31%; il BTP con scadenza 1-02-2015, codice ISIN IT0003719918, cedola del 4,25%, quota a 101,99 e offre un rendimento effettivo a scadenza netto del 3,42%.

-Laura. Grazie Marco. Ho capito un po' meglio come funzionano le obbligazioni con cedola fissa ed in particolare i BTP. Ti chiamo fra due settimane cosi' decidiamo quale titolo specifico acquistare. Ciao.

-Marco. Grazie a te Laura. Alla prossima.