

14 gennaio 2003 0:00

## Obbligazioni a cedola reale

di [Alessandro Pedone](#)

Come spesso ci capita, traiamo spunto dalle domande che riceviamo per affrontare un argomento molto poco conosciuto: le obbligazioni a cedola **reale**. Qualche giorno fa, infatti, un lettore ci ha chiesto la nostra opinione sugli OATi emessi dal Governo francese. Nella risposta abbiamo promesso di tornare sull'argomento in modo piu' approfondito: e' quello che faremo nel presente articolo.

Premettiamo, per i tecnici che leggono questo sito, che sacrificheremo spesso la correttezza formale in favore della sostanza, chiarezza (speriamo) e semplicita' dei contenuti.

### Le obbligazioni governative.

Solitamente le obbligazioni possono essere a tasso fisso o a tasso variabile ed anno varie scadenze.

La differenza fondamentale fra il tasso fisso ed il tasso variabile consiste nella volatilita' del titolo. Un investimento a tasso fisso, a lunga scadenza, e' molto piu' volatile di un investimento a tasso variabile.

Cerchiamo di capire il perche'. Questo ci tornera' utile per capire i vantaggi delle obbligazioni a cedola reale.

**Regola: i prezzi di tutte le obbligazioni si modificano in modo da fornire lo stesso rendimento a parita' di rischio.**

Questo significa che quando una persona dice di avere delle obbligazioni che hanno un buon rendimento rispetto al mercato, bisogna stare molto in allerta. Se un'obbligazione ha un rendimento superiore al mercato, automaticamente il suo prezzo aumenta facendo scendere il rendimento. Facciamo un esempio numerico. Ipotizziamo, per semplicita', che i tassi di interesse siano al 5% e che lo stato emetta un BTP (obbligazione a tasso fisso) di durata trentennale con una cedola del 5%.

Ipotizziamo adesso che l'anno successivo i tassi scendano dal 5% al 4%. Chi desidera acquistare il BTP in questione dovra' pagarlo molto di piu' del valore facciale, dal momento che ogni 100 euro di valore facciale del BTP il titolo stacca una cedola di 5 euro, mentre oggi il mercato offre solo 4 euro. Affinche' la cedola del vecchio BTP corrisponda al tasso attuale, il prezzo del BTP dovra' essere di 125, poiche' il 4% di 125 e' pari a 5 (in realta' il calcolo reale dei prezzi e' molto piu' complesso, ma in questa sede e' importante comprendere l'effetto della variazione dei tassi sul prezzo dei titoli a tasso fisso).

Viceversa se i tassi salissero dal 5% al 6%, il prezzo del BTP dovrebbe scendere a 83,4. In questo modo, infatti, il 5% di cedola (sul valore facciale) corrisponderebbe al 6% sul valore di acquisto.

A scadenza, il BTP viene comunque rimborsato al valore facciale. Chi acquista un BTP a 125, ad esempio, verra' rimborsato comunque a 100.

**Regola: Vi e' una relazione inversa fra l'andamento dei tassi di interesse ed il prezzo dei titoli obbligazionari.**

Un'obbligazione a tasso fisso, quindi, puo' essere anche molto volatile in base alla variazione dei tassi ufficiali. Le obbligazioni a tasso variabile, invece, sono meno volatili perche' adeguano le cedole al variare dei tassi.

Il classico esempio di obbligazioni a tasso variabile sono i CCT. Questi titoli dello stato italiano sono obbligazioni a tasso variabili costruite in modo molto poco efficiente. Sarebbe necessario scendere in tecnicismi troppo complicati per lo scopo di questo articolo. In questa sede basti osservare che questo adeguamento non e' proprio perfetto e questo fa si' che i CCT abbiamo comunque una volatilita' piu' ampia rispetto a quella che dovrebbero avere in teoria.

Ad ogni modo, nelle fasi (come quella che stiamo vivendo) dove i tassi ufficiali sono molto bassi conviene privilegiare le obbligazioni a tassi variabili che non quelle a tasso fisso, poiche' eventuali aumenti dei prezzi non si tradurranno in un abbassamento del prezzo del titolo.

A questo punto e' necessario introdurre il concetto di tasso nominale e tasso **reale**. Il tasso di interesse nominale non tiene in considerazione l'effetto dell'inflazione. E' il calcolo piu' facile da eseguire. Investo 100, ottengo 5 di cedola: il tasso di interesse nominale e' il 5%. Il tasso reale, invece, tiene in considerazione l'andamento dell'inflazione. Nella situazione di prima, se l'inflazione fosse il 2% il tasso di interesse reale sarebbe del 3%; se l'inflazione fosse il 5%, il tasso di interesse reale sarebbe pari a zero.

E' il caso, ad esempio, dei tassi di interesse applicati sulla maggioranza dei conti correnti bancari. Pur essendo tassi di interesse nominale leggermente positivi, sono interessi reali negativi.

**Regola: L'interesse che conta non e' quello nominale ma quello reale, cioe' al netto dell'inflazione.**

In Gran Bretagna e negli Stati Uniti vi e' una lunga tradizione di obbligazioni che hanno una cedola reale. Anche l'Italia, per un brevissimo periodo, propose un titolo di stato del genere (i cosiddetti Ctr emessi nel 1981). Attualmente solo il Governo Francese propone dei titoli di stato denominati in Euro e indicizzati all'inflazione europea.

Sono i cosiddetti OAT-ei; vediamo in sintesi come funzionano. La cedola del titolo (che e' il 3% per la scadenza decennale e del 3,15% per la scadenza trentennale) non e' calcolata sul valore nominale del titolo (cioe' su base 100) bensì sul valore nominale rivalutato per l'inflazione. A scadenza, il titolo non viene rimborsato a 100, bensì al valore nominale rivalutato per l'inflazione.

In pratica, la cedola e' quella parte di interesse che puo' essere speso senza diminuire il valore reale dell'investimento fatto.

Questi titoli hanno molti vantaggi e qualche svantaggio. Il principale svantaggio, lo diciamo subito, e' legato alla relativa scarsita' dei titoli scambiati. Chi ha questi titoli in portafoglio, normalmente, tende a portarli a scadenza e questo fa si' che la differenza fra il prezzo denaro e lettera (cioe' la differenza fra chi e' intenzionato ad acquistare e chi a vendere) sia insolitamente alta per il mercato obbligazionario.

Detto questo, i vantaggi di questi titoli sono numerosi, specialmente per gli investitori poco esperti. Garantirsi un rendimento al netto dell'inflazione del 3% e' un risultato di tutto rispetto.

Questi titoli sono emessi dal Governo francese ed hanno il massimo grado di affidabilità (rating tripla A, cioe' il massimo). Il meccanismo e' molto semplice da comprendere ed i titoli garantiscono un flusso di reddito che puo' essere speso senza diminuire il potere di acquisto del complesso del proprio patrimonio (cosa che non e' vera, ad esempio, per i BTP).

Le commissioni di acquisto per questi titoli, di solito, sono un po' piu' alte di quelle per l'acquisto di titoli di stato italiani. Ci sono banche on-line (ad esempio ImiWeb) che applicano commissioni del 1,9 per mille senza costi fissi.

Per quanto riguarda la volatilità di questi titoli, una volta compreso il meccanismo spiegato all'inizio dell'articolo, si puo' comprendere come queste obbligazioni siano atipiche, perche' e' il meccanismo di indicizzazione all'inflazione che le rende meno volatili rispetto ad un'obbligazione a tasso fisso classica a parità di scadenza.

Anche da questo punto di vista, quindi, queste obbligazioni sono molto appropriate per i risparmiatori che non hanno molta esperienza in campo finanziario.

Bisogna ricordare che l'inflazione europea (o Francese) ai quali gli OAT sono legati non e' quella italiana anche se non dovrebbe discostarsi di molto.

In conclusione gli OAT-ei sono degli strumenti ottimi, specialmente per il risparmiatore non molto esperto che rifugge dalle complicazioni e dai rischi finanziari. Garantirsi un rendimento del 3% superiore all'inflazione e' un risultato molto buono. Non sono molti gli investitori, negli ultimi 10/15 anni, che possono vantare una performance del genere.