

Renato Di Lorenzo

rdlea@libero.it

# CHI DICEVA CHE I BOND NON SONO RISCHIOSI?

Le grandi legnate i risparmiatori le hanno sempre prese con le "tranquille" obbligazioni. E anche stavolta... Ma le autorità di controllo dov'erano? Il titolo? A questi prezzi Google è un gran bel buy

**Sam, ora che la polvere si è un po' depositata, che ne pensa della bolla finanziaria che ha fatto tanti morti e feriti?**

Il Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, in un'audizione davanti al Senato ritrasmessa da Sebastiano Barisoni a *Radio 24* il 21 ottobre scorso, ha detto fra l'altro che i derivati, se usati bene, servono a ridurre il rischio, ma se usati male lo aumentano.

**Cos'ha da obiettare?**

Intanto che non si capisce bene che cosa voglia dire l'usarli bene o l'u-

sarli male: uno strumento viene usato per quello che è. L'uso dello strumento dipende dalle norme che lo regolano, e le norme che lo regolano le fanno o le ispirano le autorità di vigilanza di cui fa parte anche Banca d'Italia a pieno titolo.

**Mi sa che c'è dell'altro.**

Il Governatore dimentica che i mercati finanziari sono un gioco a somma zero: quel che guadagna un operatore lo perde un altro operatore.

**Dunque?**

Dunque se un operatore, usando ad esempio i derivati, copre il suo rischio in maniera efficace, c'è una controparte che ha aumentato il suo rischio nella stessa misura.

**Può fare un esempio?**

Prenda una semplice opzione put su Fiat che lei compera perché teme che le azioni Fiat che ha in portafoglio scendano di prezzo.

**Non mi è chiaro il meccanismo.**

L'opzione put aumenta di prezzo se il titolo scende. Quindi in teoria se le Fiat scendono, quello che si per-

## Ma il Roe è al 20% con zero debiti

L'andamento in Borsa di Google a partire dalla quotazione. Il 20 novembre 2008 il prezzo era sceso ancora sino a 260 dollari, poco più di un terzo rispetto al massimo di 724,80 dollari toccato meno di un anno fa.

GOOGLE INC CL A  
as of 4-Nov-2008



Copyright 2008 Yahoo! Inc.

<http://finance.yahoo.com/>

## Titolo Usa consigliato: Google

de sul valore del titolo lo si guadagna sul prezzo della put che sale.

### Vada avanti.

Se quello che ho detto succede davvero, e quindi chi ha comperato la put ha controbattuto efficacemente il rischio di discesa del prezzo, chi ha venduto la put può star tranquillo che ha perso altrettanto, e se non è successo a lui è successo a qualcun'altro nella lunga catena di acquisti e vendite e coperture e ricoperture.

### Proprio perché il gioco è a somma zero...

Nella stessa trasmissione di *Radio 24* il direttore dell'Ania, l'associazione delle compagnie assicurative, Galli, ha detto che lui non ha ancora capito perché è successo tutto 'sto casino.

### Credo non sia l'unico.

Sempre in quella trasmissione, il presidente di Borsa Italiana, Tantazzi, ha dato questa interpretazione: gli Stati Uniti erano terrorizzati dall'esempio giapponese di una lunga stagnazione e per evitarla hanno abbassato troppo i tassi. Ne è conseguito un desiderio degli investitori di fuggire dallo strumento obbligazionario classico, tipo i Titoli del Tesoro, e le banche d'affari si sono allora inventate degli strumenti che somigliavano a obbligazioni - e lo erano in effetti - ma che rendevano di più essendo però più rischiose.

### Lei non è d'accordo con Tantazzi?

Sì, salvo che in un punto: la tendenza a soddisfare la domanda di maggiori rendimenti aumentando il rischio non è legata all'abbassamento dei tassi negli Usa, me è strutturale. La popolazione dei risparmiatori le legnate non le ha quasi mai prese con le azioni, ma con le obbligazioni: Argentina, Parmalat, Ciro, obbligazioni societarie etc. etc.

### Anche le azioni però...

Se uno ha la pazienza di aspettare detenendo delle buone azioni il rischio è minimo. Dal '29 in poi, oscillando oscillando, il Dow è

sempre aumentato, e lo ha fatto per un motivo molto semplice: perché rappresenta la produzione di ricchezza di fior di aziende, e quella, oscillando oscillando, aumenta sempre, mentre le obbligazioni non rappresentano che se stesse.

### Torniamo ai desideri del pubblico.

E' noto a chiunque vada in banca e osservi, che la richiesta continua dei risparmiatori è quella di avere qualche mezzo punto in più di interesse sulle "tranquille" obbligazioni, lungi dal considerare le "rischiose" azioni.

### Dunque?

In un sistema capitalistico, per lo più liberista, quando c'è una domanda si crea immediatamente un'offerta. Solo che sulle obbligazioni nessuno può inventare nulla.

### Nel senso?

Nel senso che quello è un mercato immenso, monitorato continuamente dai tesoriери e dai gestori, e sulle obbligazioni, al contrario che sulle azioni (così come sui cambi e sulle materie prime), i conti si sanno fare benissimo: si sa con esattezza in ogni istante qual è il "prezzo giusto" di un'obbligazione, e quindi se si crea una discrepanza di prezzo tra obbligazioni di fatto uguali, questa viene immediatamente coperta dagli arbitraggi finché i rendimenti di due obbligazioni diventano, appunto, uguali.

### E allora?

Allora per dare qualche centesimo in più di rendimento bisogna dare a chi lo chiede delle obbligazioni che non sono di fatto uguali, cioè contengono nascosto il verme del rischio. Questo è quello che succede giornalmente.

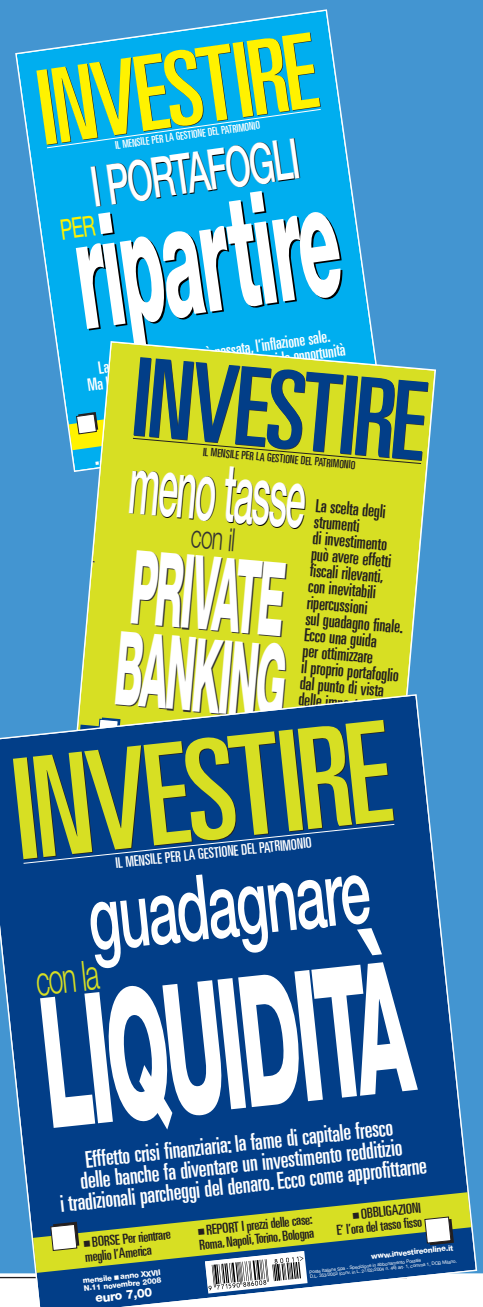
### Esempi?

E' famoso quello delle obbligazioni con il cedolone iniziale seguito da una stringa di basse cedole. In banca la vendevano così: "lei adesso se la compera, incassa il cedolone, e poi la vende". Solo che omettevano di dire - quasi sempre perché non lo sapevano nemmeno

# INVESTIRE

## IL MENSILE PER LA GESTIONE DEL PATRIMONIO

OGNI MESE IN EDICOLA



## Avventure e misteri



Samuel Monk è il protagonista dei romanzi di Renato Di Lorenzo L'Assalto (Mondadori), Evidenze, Tara e Katarina e il Pericolo della Neve (Foschi Editore), I Trafficanti (Hobby & Work), fino all'ultimo: Penombre (Hobby & Work), e di altri a venire con ritmo serrato. Apparve per la prima volta in un manuale di finanza: Tecniche di Previsione (Il Sole 24 ORE). In queste storie, Sam è coinvolto, suo malgrado, in avventure e misteri. Ne viene a capo grazie alle sue personalissime intuizioni e ricette sul successo, per scoprire le quali è spesso necessario rileggere più volte i testi, onde dischiuderne tutti i diversi livelli di lettura. L'autore è uno dei più noti trader italiani. Ha scritto una serie di best seller sulla Borsa e l'analisi tecnica pubblicati da Il Sole 24 ORE. Le interviste sono virtuali, gli argomenti assolutamente reali.

loro – che, una volta staccato il cedolone, il prezzo dell'obbligazione calava immancabilmente più che proporzionalmente.

### E lo si sarebbe potuto sapere?

Per forza. Bastava un foglio di lavoro. Gliel'ho detto: sulle obbligazioni i conti si fanno alla perfezione.

### Altro esempio?

Mi ha scritto un risparmiatore chiedendomi che ne pensavo della proposta che gli ha fatto il bancario di turno: "Lei si compera un'obbligazione in lire turche, che rende tanto, e copre il rischio di cambio"; omettendo di dire (sono sicuro che, di nuovo, non lo sapeva nemmeno lui) che il costo della copertura è inevitabilmente maggiore della differenza di rendimento.

Naturalmente dopo poche settimane le obbligazioni turche hanno perso il 50%, e la domanda è la solita: non è per caso che la Banca teneva il tracollo e tentava di ammorzare ai clienti quelle che aveva in portafoglio? La Consob e Bankitalia non è che per caso gironzolavano da quelle parti a controllare che questo non accadesse? Non è che per caso vanno ora a controllare che questo non sia accaduto?

### Insomma: le autorità di vigilanza...

Stupisce anche il loro stupore attuale su questo grande selloff innescato dai subprime. Una parte importante del problema di cui stiamo parlando è il fatto che nessuno sapeva quanto era grosso il bubbone, da cui un disorientamento generale negli stessi governi che non sapevano cosa diavolo dovevano fare.

### Come mai questo?

Perché le autorità di vigilanza si erano semplicemente dimenticate di obbligare le banche a inserire in bilancio ogni posta. In gran parte le obbligazioni tossiche non erano inserite in bilancio e questo era bellamente consentito dalle norme che, fra l'altro, salvo errori non sono ancora state modificate. E' il sistema delle banche e del loro monitoraggio che è tossico, per non parlare di quella immensa bufala

che sono i rating.

### Che si deve fare?

Far affluire i finanziamenti direttamente alle imprese di produzione senza l'intermediazione bancaria.

### E' come dirlo. La gente non si fida delle azioni: i loro prezzi sono troppo ballerini nel breve termine.

Se si riuscisse a esercitare un po' di fantasia indipendente, di soluzioni se ne troverebbero quante se ne vuole.

### Ad esempio?

Le imprese di produzione emettono obbligazioni che rendono un po' più dei titoli di Stato e queste sono assicurate da una compagnia di assicurazioni con il backing dello Stato. I risparmiatori sono contenti, tanto più se se le vanno a comperare alla Posta, che ha ancora un'aura di garanzia statale anche lei. In caso di fallimento della compagnia, il rimborso del capitale è assicurato.

### Altri vantaggi?

Che accedrebbero al finanziamento del risparmio del pubblico solo le imprese che hanno un fondo di rispettabilità, e non anche quelle che hanno il solo merito di finanziarie campagne elettorali.

### Ci sarebbe il problema di valutare la bontà dell'emittente.

Così gli ispettori di Bankitalia avrebbero da fare qualcosa di professionalmente più gratificante che andare a caccia degli assegni postdatati accettati in Banca e tenuti nel cassetto da un Direttore di filiale distratto.

### Il titolo adesso.

Dia retta: Google si è dimezzato di prezzo. A un PEG inferiore a 1, un ROE oltre il 20% e zero debiti, è un gran bel buy.

### Ricordiamo che il suo foglio per il calcolo del fair value di un'azione sarà spedito via e-mail a chiunque lo richiederà?

Con molto piacere.

Grazie Sam. ■