

IL FASCINO DISCRETO DEGLI ZERO COUPONS

Focus

■ I titoli obbligazionari a tasso fisso, definiti zero coupon hanno una caratteristica fondamentale: pagano gli interessi maturati soltanto all'atto del rimborso del prestito.

■ Non hanno quindi cedole e offrono il vantaggio di un limitato investimento iniziale con elevato valore finale. Possono essere utilizzati, per esempio, per costituire una seconda liquidazione quando si lascerà il lavoro.

■ Tenuto conto delle variazioni dei tassi è consigliabile effettuare l'investimento in più tranches.

■ La quota consigliabile in un portafoglio equilibrato è il 15-20%.

Non hanno cedole perché pagano gli interessi, tutti insieme, soltanto alla fine, all'atto del rimborso del prestito. Hanno una durata lunga: anche dieci anni e più. Quindi si investe poco oggi per avere molto alla scadenza. Quando e a chi convengono, come sottoscriverli, quanti tenerne in portafoglio. E, perché no, come guadagnare comprandoli e vendendoli per sfruttare gli sbalzi di prezzo legati ai tassi

■ di Angelo Drusiani

Spostare nel tempo il valore dei propri risparmi è un compito importante per l'investitore, anche se spesso complesso e rischioso. Se si sceglie un'obbligazione tradizionale, che produce interessi con cadenza fissa, trimestrale, semestrale o annuale, per incrementare il capitale a suo tempo immesso in portafoglio occorre reinvestire, ogni volta, il flusso cedolare incassato. Se questa regola viene disattesa, alla scadenza del prestito si riscuoterà lo stesso valore nominale sottoscritto a suo tempo, con un potere d'acquisto tanto più ridotto quanto maggiore sarà stata la durata dell'investimento effettuato. Molto spesso, soprattutto per le scadenze cedolari ravvicinate, quelle trimestrali o semestrali, l'importo accreditato non consente d'investire nello stesso titolo che ha prodotto gli interessi, perché troppo basso e, di conseguenza, inferiore alla quota minima di obbligazioni acquistabili. Si finisce, in tal modo, per non rispettare una delle condizioni basilari che vengono applicate per il calcolo del rendimento a scadenza di

Selezione di titoli zero coupons consigliati

ISIN	EMITTENTE	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO	RENDIMENTO LORDO	DIFFERENZIALE RENDIMENTO CON TITOLI PUBBLICI
IT0006506007	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	7-12-2020	AAA	68,00	4,06	0,148
DE0001894756	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	18-02-2021	AAA	67,68	4,03	0,117
DE0001345908	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	6-11-2030	AAA	44,42	4,22	0,120
NL0000103455	NETHERLANDS STRIP *	0,00	16-01-2032	AAA	42,92	4,15	0,078
IT0001205589	BANCA INTESA	0,00	19-02-2032	-	37,47	4,81	0,721
ES0000011876	BONOS**	0,00	1-02-2033	AAA	40,85	4,18	0,038
ES0000012593	BONOS**	0,00	31-07-1936	AAA	35,33	4,19	0,101

* EMISSIONE PUBBLICA OLANDESE PRIVATA DELLA CEDOLA

** EMISSIONE PUBBLICA SPAGNOLA

Sette emissioni di obbligazioni zero coupons presenti sul mercato, di diverse scadenze, acquistabili in qualsiasi momento. Come si vede dalla colonna del rating, si tratta di emittenti di massima affidabilità.

un investimento in titoli di Stato o societari, che consiste nella redditività prodotta dal reinvestimento delle cedole via via incassate. Un sistema per ovviare a questo inconveniente, non certo trascurabile, esiste, anche se si tratta di un mercato non particolarmente abbondante. Gli strumenti definiti zero coupons hanno una caratteristica fondamentale, che è quella di pagare gl'interessi maturati solamente all'atto del rimborso del prestito. In pratica, chi sottoscrive questa tipologia di obbligazioni non incasserà alcun flusso cedolare, durante la vita dell'obbligazione stessa, salvo che non decida di venderla sul mercato prima che il prestito giunga a maturazione. L'investitore, a fronte di questa mancanza di flusso cedolare, caratteristica che può essere considerata negativa, perché non produce ricchezza immediata per il risparmiatore stesso, gode di due importanti benefici: il basso investimento iniziale e l'elevato valore finale del prestito sottoscritto. Poiché lo strumento non produce interessi con cadenza prefissata, la remunerazione del capitale avverrà in un'unica soluzione, alla naturale scadenza, condensando, in quella data, l'intera quota interessi maturata nell'arco degli anni.

PREZZO, DURATA E RENDIMENTO

Tecnicamente il mercato offre questa immagine dell'obbligazione zero coupon. Il prezzo del titolo, sia in fase di collocamento, sia sul mercato secondario, risentirà dei seguenti fattori: durata del prestito e rendimenti applicati sul mercato stesso. Se la scadenza del prestito è lontana e i rendimenti di mercato sono alti, il prezzo dello strumento sarà particolarmente basso, e salirà verso il valore nominale, 100, a mano a mano che diminuisce sia l'arco temporale dell'investimento, sia il rendimento che offrono i mercati obbligazionari, nel momento in cui l'investimento viene effettuato. Agli attuali livelli di rendimento, un'emissione con durata decennale costerà circa il 50% in più di uno strumento con durata ventennale. Il fascino di questo prodotto finanziario lo si scopre, allun-

gandone la scadenza e facendola coincidere, ad esempio, con un'età nella quale si presume si possa decidere di ritirarsi dal lavoro attivo, dedicandosi ad altri impegni. Un'emissione obbligazionaria che verrà rimborsata nel 2032, fra 25 anni, potrebbe rappresentare una sorta di ulteriore liquidazione, per chi abbia maturato poco più di 10 anni di attività lavorativa.

CE NE SONO POCHI

Il mercato non è particolarmente generoso, perché di titoli in circolazione non ve ne sono moltissimi, a differenza di quanto accade per le emissioni classiche che prevedono il pagamento di una cedola, durante la vita del prestito. La ragione di fondo è che molti emittenti preferiscono incassare cifre elevate, in sede di collocamento, sobbarcandosi poi il

dovere di riconoscere gl'interessi ai creditori. Indebitandosi attraverso lo strumento dello zero coupons non dovranno pagare materialmente gl'interessi stessi, ma i ratei passivi maturati andranno comunque portati in bilancio, e graveranno indirettamente sui conti aziendali. A fronte di tutto ciò, nel momento in cui i prestiti verranno immessi sul mercato s'incasseranno controvalori decisamente inferiori a quelli che s'incasserebbero con l'utilizzo di strumenti con cedola, salvo che non si proponessero emissioni per valori nominali molto elevati, che, forse, non sempre i bilanci aziendali potrebbero accettare. Ne consegue che gl'emittenti maggiormente presenti sul mercato, con questa tipologia di strumenti, risultano essere quelli pubblici, i cui bilanci vengono redatti con sistemi non analoghi a quelli

La scala del Rating

S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE
Investment Grade Superiore		
■ AAA	AAA	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ MASSIMA
■ AA+	AA1	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ ELEVATO
■ AA	AA2	
■ AA-	AA3	
■ A+	A1	EMITTENTE CON BUONA CAPACITÀ COMPLESSIVA
■ A	A2	DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
■ A-	A3	
Investment Grade Inferiore		
■ BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE
■ BBB	BAA2	AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
■ BBB-	BAA3	
Non Investment Grade		
■ BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
■ BB	BA2	AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
■ BB-	BA3	
Non Investment Grade Inferiore		
■ B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
■ B	B2	AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE
■ B-	B3	
■ CCC+		EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ
■ CCC	CAA	DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBBLIGAZIONI
■ CCC-		
■ CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO
■ C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO

Capire lettere e numeri

NELLA TABELLA: LA SCALA DEL RATING, OVVERO LE VALUTAZIONI CON LE QUALI LE AGENZIE SPECIALIZZATE MISURANO L'AFFIDABILITÀ DI CHI EMETTE OBBLIGAZIONI, E UNA SERIE DI TITOLI DI DIVERSI RATING E SCADENZE CONSIGLIATI PER QUESTO MESE. QUI SOTTO, LE NOTE ESPLICATIVE

- 1) CEDOLA VARIABILE: RENDIMENTO TITOLI DECENNALI MENO 1 PUNTO
- 2) BANCA OLANDESE. CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 12,5 CENTESIMI DI PUNTO-MINIMO 50MILA EURO 28-7-2010: OPZIONE RIMBORSO A 100 O STESSA CEDOLA CON MAGGIORAZIONE 62,5 CENTESIMI
- 3) BANCA OLANDESE. CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 5 CENTESIMI DI PUNTO
- 4) CEDOLA VARIABILE: TASSI EURIBOR 3 MESI PIÙ 0,20 PUNTI
- 5) CEDOLA VARIABILE: RENDIMENTO BOT SEMESTRALE PIÙ 30 CENTESIMI DI PUNTO
- 6) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 15 CENTESIMI DI PUNTO
- 7) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 20 CENTESIMI DI PUNTO
- 8) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 45 CENTESIMI DI PUNTO 29-6-2010: OPZIONE RIMBORSO A 100 O STESSA CEDOLA CON MAGGIORAZIONE 1,05 PUNTI
- 9) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 40 CENTESIMI DI PUNTO
- 10) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 25 CENTESIMI DI PUNTO
- 11) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 1,25 PUNTI
- 12) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 3,125 PUNTI - MINIMO 50MILA EURO 15-11-2008: OPZIONE RIMBORSO A 102
- 13) SOCIETÀ CHE OPERA NEL SETTORE DEI SERVIZI PER VIAGGIARE CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 2,10 PUNTI
- 14) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 1 PUNTO
- 15) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 2,875 PUNTI - MINIMO 50MILA EURO
- 16) CEDOLA VARIABILE: TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 2,75 PUNTI 15-10-07: OPZIONE RIMBORSO A 102

APRILE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-05-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
FR0000570673	OAT (GOVERNO DI FRANCIA)	3,10	25-01-2009	AAA	98,33	3,96	1
XS0217360824	RABOBANK NEDERLAND	3,894	28-07-2015	AA+	100,10	4,00	2
XS0179783146	POPULAR FINANCE EUROPE	3,853	10-11-2008	AA	99,99	3,95	3
XS0213927667	BANCA INTESA	4,056	3-03-2017	AA-	100,08	4,09	4
IT0004101447	CCT	3,96	1-07-2013	A+	100,65	4,05	5
XS0178270905	BANCO POPOLARE VERONA NOVARA	3,896	17-10-2008	A	100,07	3,99	6
XS0211145965	BANCA LOMBARDA E PIEMONTESE	3,972	30-01-2012	A-	100,15	4,06	7
XS0222841933	BANCA POPOLARE DI MILANO	4,172	29-06-2015	BBB+	100,75	4,24	8
DE000A0DLWM8	METRO	4,134	7-10-2009	BBB	100,54	4,07	9
XS0242012952	BANCHE POPOLARI UNITE	4,022	30-07-2008	BBB-	99,99	4,14	10
XS0195560262	GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	4,972	30-06-2009	BB+	100,10	5,10	11
XS0273978592	BOMBARDIER	6,939	15-11-2013	BB	102,73	6,51	12
XS0195307367	TUI	5,914	17-08-2009	BB-	102,07	5,08	13
XS0202314083	FORD CREDIT EUROPE BANK	4,722	30-09-2009	B+	97,92	5,78	14
XS0282457349	GROHE HOLDING	6,62	15-01-2014	B	100,89	6,61	15
XS0270503369	RHODIA	6,507	15-10-2013	B-	102,18	6,24	16

societari e che, per tale ragione, sono in grado di proporre prestiti per importi consistenti. Quest'aspetto assume importanza, nell'ambito della strategia posta in essere dall'investitore, perché gli consente di disporre di strumenti liquidi, con i quali accedere al mercato con sufficiente facilità, sia nel caso voglia acquistare questi strumenti sul mercato secondario, una volta che gli stessi sono stati collocati, sia nel caso decida di venderli anzitempo.

DIVERSI DA BOT E CTZ

I due strumenti privi di cedola più noti al pubblico dei risparmiatori italiani sono i Bot ed i Ctz, ma la loro durata, che varia da un minimo di tre mesi ad un massimo di due anni, li allontana dagli zero coupons a basso prezzo, poiché le quotazioni dei Bot e dei Ctz, sia in fase di collocamento, sia sul mercato secondario, sono di poco inferiori al valore nominale, 100. Pur assolvendo ad un compito importante, per chi desidera investire a breve termine, i due strumenti non sono assimilabili a quelli con scadenza molto più lunga, perché coprono il tratto iniziale della curva dei rendimenti, mentre gli altri coprono la parte finale della curva stessa.

S'adattano questi strumenti all'attuale fase dei mercati finanziari, che, in prospettiva, potrebbero evidenziare rendimenti crescenti, anche in misura superiore alle attese?

QUANDO CONVIENE

In teoria, un'emissione a cedola fissa o con cedola pagata in un'unica soluzione, come nel caso degli zero coupons, offre migliori opportunità, quando i tassi ufficiali e i rendimenti di mercato stanno diminuendo. Al tempo stesso, non sempre è possibile effettuare gli investimenti nelle situazioni più favorevoli, perché ora s'ipotizzano tassi crescenti, nei prossimi mesi, ma basterebbe che le rilevazioni statistiche indicassero che le economie occidentali salgono in misura inferiore al previsto, perché le aspettative mutino radicalmente, e i prezzi attuali di questi prodotti finanziari risulteranno inferiori a quelli che si potrebbero scambiare sul mercato fra qualche mese. Una strategia da

applicare potrebbe essere l'investimento graduale in questi strumenti, suddividendo l'immissione in portafoglio tra ora e nei prossimi mesi, creando un comparto del proprio portafoglio a prezzi mediati. Che peso attribuire a queste obbligazioni?

QUANTI AVERNE

Se si è cassetisti, la percentuale potrebbe attestarsi al 15-20%, suddividendo la quota tra almeno due debitori. Il loro grado d'affidabilità deve essere molto alto, perché la durata dell'investimento è lunga e necessita di garanzie di solvibilità elevata. Emittenti assegnatari della tripla A, dalle agenzie di rating, come gli emittenti pubblici o quelli sovranazionali, assimilati ai debitori pubblici, rappresentano la controparte ideale cui destinare parte dei propri risparmi. Anche la presenza di Banche italiane offre ampi margini di garanzia e induce a ritenere che la presenza di loro strumenti in portafoglio sia un'ottima opportunità d'investimento. Il prodotto zero coupons non rappresenta uno strumento ad uso esclusivo dell'investitore cassetista, ma s'adatta anche al risparmiatore che ama movimentare il portafoglio, anche se a velocità ridotta.

COMPRARLI & VENDERLI

Chi ipotizzasse un calo dei rendimenti, nell'arco dei prossimi 12-18 mesi, potrebbe acquistare gradualmente questa tipologia di titoli, per rivenderli verso la parte finale del prossimo anno, spuntando un guadagno in conto capitale importante. Le oscillazioni dei prezzi degli zero coupons sono rilevanti, dal momento che non v'è un flusso cedolare a supportare il capitale, nei confronti delle variazioni relative all'attesa sul futuro dei tassi d'interesse. A fronte di tassi che variano di un punto, in teoria il prezzo di un'emissione decennale potrebbe modificarsi di 10 punti, ma il mercato, molto spesso, ne rallenta il movimento. Va da sé che, chi è ottimista sul futuro dei tassi e ne prevede un calo, farebbe bene ad attuare un strategia che ipotizzi una presenza via via crescente, entro i limiti percentuali indicati, di questa tipologia di strumenti. ■

“ Se si è cassetisti, la percentuale potrebbe attestarsi al 15-20%, suddividendo la quota tra almeno due debitori. Il loro grado di affidabilità deve essere molto alto, perché la durata di questi investimenti è lunga e necessita di garanzie di solvibilità elevata ”