



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Risk free

(Prima parte) La nozione di “*risk free*” è molto importante all’interno del sistema finanziario e, soprattutto oggi, interessa da vicino il risparmiatore-investitore. Designa infatti quegli investimenti – o meglio ancora il tasso di rendimento di quegli investimenti, di norma obbligazionari – emessi da entità assolutamente solvibili, in una data moneta e con una certa scadenza. In pratica si tratta di strumenti finanziari che non portano con sé alcun rischio di credito, in quanto vi è la completa sicurezza, almeno teorica, del rimborso alle condizioni ed al termine prefissati al momento dell’emissione. Va tuttavia prestata attenzione ad un fatto: il concetto di “*risk free*” si riferisce al puro rischio di credito, ma non, ad esempio, al rischio tasso. Se fra il momento dell’acquisto e della vendita del titolo, qualora lo si voglia liquidare prima della scadenza naturale, le condizioni di mercato variano, il prezzo può risultare inferiore e dunque il risultato dell’investimento può essere anche notevolmente inferiore rispetto a quello stimato. Né “*risk free*” esclude il rischio reinvestimento delle cedole, nel senso che i redditi periodici potrebbero dover essere reinvestiti a condizioni diverse rispetto a quelle iniziali. Si potrebbe anche aggiungere che l’assenza di rischio di rimborso non esclude che esso avvenga ad un valore della moneta, cioè ad un potere di acquisto effettivo, diverso rispetto al momento dell’investimento, in quanto eroso nel frattempo dall’inflazione e dalla conseguente svalutazione monetaria. Ma questa è un’altra storia. Per il mercato, “*risk free*” vuol dire dunque assoluta certezza del rimborso alla scadenza prevista e del pagamento periodico delle cedole. Il concetto è importante anche per un’altra ragione. Infatti il tasso di rendimento di questi titoli “ultra-sicuri” serve di base per il calcolo dei tassi di tutte le altre categorie di titoli, sia sul mercato del reddito fisso, sia anche per altre classi di attivi. Ad esso si aggiunge uno *spread*, cioè un differenziale, in base alle categorie dell’emittente, al suo settore operativo, alla sua dimensione ed affidabilità, alle caratteristiche del prestito e quant’altro. Il tasso “*risk free*” diventa quindi un riferimento per il mercato finanziario nel suo complesso. Trova applicazione anche in ambito azionario, per valutare la congruità dei prezzi ed individuare la presenza eventuale di turbolenze e di bolle speculative.

Ma a questo punto si pone una questione abbastanza delicata. Cosa è oggi davvero “*risk free*”, nel senso che abbiamo definito? (*segue*) - GLT

L’autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l’Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Risk free

(Seconda parte) Abbiamo concluso lo scorso articolo chiedendoci cosa sia oggi realmente “*risk free*”, cioè quale strumento finanziario risulti sicuramente esente dal rischio di credito, o rischio emittente, dopo aver comunque osservato che ciò non esime dal rischio di reinvestimento delle cedole, dal rischio di tasso, che può influire sul corso prima della scadenza ed altro ancora. Ed abbiamo pure notato l'importanza del tasso *risk free* quale base per calcolare altri parametri rilevanti all'interno del mercato finanziario, non solo nell'ambito del reddito fisso, ma anche in quello azionario e di altro tipo ancora.

Tradizionalmente si sono considerate prive di rischio le emissioni governative di breve durata, cioè con scadenza del rimborso abbastanza ravvicinata. Perché titoli governativi, cioè sovrani ? Perché nel pensare comune l'emittente pubblico, cioè statale, è stato visto come “al di sopra di ogni sospetto”, impossibilitato a fare *default*, cioè a non onorare le scadenze, o peggio ancora a fallire, perché, se non altro, lo stato gode della prerogativa di stampare moneta per far fronte ai propri impegni. Ovviamente ciò introduce la questione circa l'indipendenza della banca centrale e circa il valore effettivo della moneta via via stampata.

Ma questa visione un po' rosea ed agiografica dell'emittente pubblico è entrata in crisi, ancora una volta, con le recenti crisi finanziarie e quanto ne è seguito. Gli eccessi della spesa si sono mostrati in tutta la loro drammaticità.

Downgrading da parte delle agenzie di rating, CDS (cioè costo dell'assicurazione per il rimborso) alle stelle, minor propensione degli investitori nei confronti dei titoli di stato, premi di rischio più elevati sui tassi di rendimento e quant'altro. Qualcuno comincia ad affermare che lo strumento veramente *risk-free* ormai esiste solo in teoria. Al momento si avvicinano a questo concetto alcuni titoli che, per loro natura, sono considerati dei *benchmark* di mercato, ad esempio il Treasury Bill USA a 3 mesi per l'area dollaro, oppure il Bund tedesco a breve per l'euro, oppure ancora il tasso Euribor.

Ma se l'investitore considera quanto avvenuto nei piazzamenti e nei crediti interbancari nei momenti più cupi della crisi, all'indomani del crollo Lehman, oppure pensa alla ventilata ipotesi di *downgrading* del debito pubblico USA (ricordiamo per inciso che gli USA non sono esenti storicamente da *default*, avendo già omesso un pagamento nel 1933), per non dire dei problemi finanziari e dell'iperinflazione tedesca all'indomani della prima guerra mondiale, ecco che l'etichetta di *risk free* applicata a questi titoli comincia a vacillare nella sua validità. (segue) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Risk free

(Terza parte) Titoli, sovrani per eccellenza, cioè emessi da stati od istituzioni sovranazionali, vista anche, per gli stati, la possibilità di stampare moneta in modo più o meno illimitato, quando la banca centrale sia consenziente. Titoli a scadenza breve, esenti da rischio *default*, cioè insolvenza, ma non da rischio tasso, cioè di variazione di prezzo prima della scadenza, e da rischio reinvestimento delle cedole periodiche al mutare delle situazioni di mercato. "Risk free" quale concetto importante per fornire la base ad altri parametri del mercato obbligazionario, azionario, e non solo, in quanto, secondo le regole del buon senso, se i tassi "risk free" sono bassi, ogni rischio aggiuntivo che uno strumento comporta andrebbe adeguatamente remunerato. Ma oggi il concetto di rischio e di relazione fra rischio stesso e rendimento atteso è stravolto, e la nozione stessa di "risk free" è rimessa in discussione dalle difficoltà in cui versano molti emittenti governativi: il mercato, fino ad ieri, ha assunto quali *benchmark* il Treasury Bill a 3 mesi per l'area dollaro ed il Bund tedesco per l'area euro. Sul debito USA, crescente ed insostenibile, pesa la spada di Damocle di uno storico *downgrading*, mentre Euroland è travagliata da problemi irrisolvibili a livello statale e di sistema bancario. E quindi corretto affermare che il concetto di "risk free" è ormai, purtroppo, solamente teorico? Parrebbe proprio di sì, mentre si disquisisce sul senso tecnico più o meno allargato di "default" e si studiano soluzioni macchinose per sanare situazioni al limite dell'insanabilità. Ma strumenti e situazioni nuove non cambiano le cose per l'investitore, come ben illustra un libro, eccezionalmente documentato, che traccia la storia dei *defaults* statali nel tempo, dei tracolli, delle crisi finanziarie, di inflazioni e svalutazioni severe subite o provocate per diminuire le esposizioni debitorie dei governi. Insomma, otto secoli di follie finanziaria raccontate da Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff nella ricca analisi "Questa volta è diverso". Purtroppo invece la storia si ripete sempre con copioni solo apparentemente aggiornati, ed a pagare, in termini di perdite effettive o di rimborsi annacquati dalla svalutazione, è immancabilmente l'investitore poco provveduto, ma non solo, in quanto le crisi coinvolgono anche emissioni che, per loro natura, sono percepite dal pubblico come garantite da un blasone imponente, intoccabili, al di sopra di ogni sospetto, esenti da rischio, appunto. (*fine*) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.
