

Identificativo: SS951203016BAA
Data: 03-12-1995
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - I fondi finalizzati alla crescita del capitale non riescono a replicare il benchmark
Azionari internazionali ancora poco diversificati

SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

Guardando ai numeri, e alle conclusioni che ne trae la teoria della finanza (conclusioni che Alessandro Penati sta brillantemente esponendo nella sua rubrica domenicale su queste pagine), l'investitore italiano non dovrebbe avere dubbi su cosa fare per costruire un portafoglio fondamentalmente 'buono' come investimento a medio termine: Borse estere e BoT (o CcT), se vuole fare le cose semplici, Borse estere e obbligazioni estere, ma chiudendo il rischio di cambio, se vuole complicarsi la vita alla ricerca di un rendimento maggiore.

No a Piazza Affari. Niente Borsa italiana, perché il nostro mercato presenta un rapporto fra rendimento e volatilità da masochisti, e pochi BTp, perché se si chiude il rischio di cambio il bello del tasso fisso lo si trova anche fuori con meno rischi. Ma la teoria non è la pratica, e i dati sulle sottoscrizioni nette dei fondi italiani nei primi 10 mesi dell'anno offrono un quadro opposto. Come si può vedere dalla tabella, da gennaio a ottobre i fondi azionari internazionali hanno subito riscatti netti per 1.489 miliardi, pari al 17% del patrimonio a inizio anno. Per i bilanciati il dato è ancora peggiore, con 968 miliardi, pari al 31% del patrimonio iniziale. La fuga ha riguardato anche i fondi specializzati: i fondi 'americani' ed 'europei' hanno subito riscatti per 689 e 684 miliardi, pari rispettivamente al 35 e 23% del patrimonio netto. Si sono salvati i fondi che investono nel Pacifico, che hanno avuto una raccolta netta pressoché nulla (78 miliardi).

Questi dati si confrontano con un dato aggregato di riscatti netti di 10.750 miliardi, pari all'8% del patrimonio iniziale, dato sostenuto solo dal successo dei fondi monetari italiani, ora denominati <Specializzati Italia a breve> (2.565 miliardi di raccolta netta). Come reagiscono i gestori. Oltre che le disgrazie di un comparto nel quale l'industria delle gestioni ha investito molto, i dati della tabella danno un'idea di come operano gli investitori, o coloro che li consigliano nelle scelte di passaggio da un fondo all'altro. Infatti, si osserva una curiosa relazione inversa fra rendimento del comparto e segno o dimensione della raccolta netta. Qual è la strategia di gestione sottostante questi flussi? Quella di sempre: si vendono i titoli su cui si guadagna, si tengono - o si comprano ancora per 'far media' - i titoli su cui si perde, si comprano i titoli che sono scesi. Strategia che può anche avere una sua

giustificazione, ma che puo' portare a portafogli costruiti piu' dai movimenti dei mercati che da idee di gestione o da considerazioni di allocazione prudente di portafoglio a medio termine. Ma torniamo ai nostri fondi. Nonostante i riscatti, i fondi azionari e bilanciati internazionali continuano a rappresentare una categoria importante: in totale, considerando anche i fondi specializzati, il loro patrimonio supera i 17mila miliardi, pari al 14% del totale. Si tratta di categorie relativamente giovani, e percio' solo 23 dei 42 fondi azionari e solo 8 dei 17 fondi bilanciati internazionali hanno i 48 mesi di vita richiesti per rientrare nella nostra analisi. Dei 30 fondi (22 azionari e 8 bilanciati) che esaminiamo solo 9 (7 azionari e 2 bilanciati) presentano un indice di valutazione globale positivo e solo 6 hanno un indice di Sharpe superiore a quello del benchmark.

Quelli che battono l'indice. Solo 3 fondi, infine, hanno un rendimento totale superiore a quello del benchmark (67,98%, cioe' 13,8% all'anno) il che si spiega considerando che i fondi non sono mai investiti al 100% e che nel periodo l'indice ha reso piu' della liquidita'. Utilizzando un indice che tenga conto dei dividendi incassati e del loro reinvestimento (la differenza e' del 2% all'anno negli ultimi quattro anni) il numero dei fondi con un indice di valutazione globale positivo scende a 2, Zetastock e Prime Global, tutti e due appartenenti alla categoria degli azionari. In realta', diversi fondi hanno avuto una politica di gestione che li ha allontanati dall'indice da noi usato come riferimento: 7 fondi azionari e 4 fondi bilanciati hanno indici di diversificazione inferiori al 70 per cento. Va comunque detto che i valori positivi sono di livello molto modesto (il massimo e' uno 0,09% mensile di extrarendimento corretto per il rischio nel caso di Zetastock) e che se si limita il campo d'osservazione solo ai valori significativamente diversi da 0 la classifica diventa pressoché deserta: 1 fondo con valore sopra lo zero, 6 fondi con valori negativi e 16 fondi per i quali l'andamento non e' significativamente diverso dall'indice.

Questa settimana <Non solo performance> prende il posto del tabellone generale <I fondi comuni a confronto>, che sara' pubblicato con i relativi aggiornamenti domenica prossima, 10 dicembre.

TABELLA-01

FONDI AZIONARI INTERNAZIONALI

Analisi dal mese di novembre 1991 al mese di ottobre 1995

```

=====
INDICI
-----
Class. Nome fondo Valutaz. Selez. Market Class. Indice
globale titoli timing di di-
versita'
=====

```

1 Zetastock 0,09 0,16 -0,01 (6) 71,54
 2 Prime Global 0,07 0,43 -0,31 (19) 78,51
 3 Eptainternational 0,06 0,06 0,01 (5) 80,81
 4 Genercomit 0,05 0,13 -0,07 (10) 90,32
 Internazionale
 5 Fondicri 0,04 0,04 0,01 (4) 86,59
 Internazionale
 6 Gesticredit 0,03 0,30 -0,26 (17) 81,66
 Azionario
 7 Carifondo Atlante 0,01 0,32 -0,28 (18) 42,42
 8 Centrale Global -0,03 -0,23 0,20 (1) 88,78
 9 Carifondo Ariete -0,05 -0,06 -0,04 (8) 61,10
 10 Personalfondo -0,05 0,27 -0,37 (22) 57,68
 Azionario
 11 Gestielle I -0,06 -0,21 0,07 (2) 64,94
 12 Risparmio Italia -0,07 0,04 -0,24 (16) 28,97
 Borse Internazion.
 13 Euromobiliare -0,08 0,73 -0,95 (23) 41,86
 Capital Fund
 14 Professionale -0,08 0,21 -0,31 (20) 81,88
 Internazionale
 15 Lagest Azionario -0,09 -0,04 -0,07 (9) 89,38
 Internazionale
 16 Sanpaolo Hambros -0,10 -0,11 -0,03 (7) 84,71
 Internazionale
 17 Sogesfit Blue Chips -0,12 -0,03 -0,13 (13) 77,81
 18 Ducato Azionario -0,12 -0,09 -0,21 (15) 16,65
 Internazionale
 19 Adriatic Global Fund -0,14 -0,14 -0,08 (11) 83,51
 20 Fideuram Azione -0,27 -0,12 -0,11 (12) 94,69
 21 Ing Sviluppo -0,30 -0,21 0,01 (3) 97,45
 Indice Globale
 22 Investire Internaz. -0,35 -0,05 -0,32 (21) 87,81

 =====
 Class. Nome fondo Rendim. Indice Patrim.
 totale di (in mld)
 Sharpe

=====

Class.	Nome fondo	Rendim.	Indice Patrim.
1	Zetastock	0,129	38,9
2	Prime global	0,118	542,0
3	Eptainternational	0,109	80,6
4	Genercomit	0,105	223,3
	Internationale		
5	Fondicri	0,102	165,6
	Internationale		
6	Gesticredit Azion.	0,101	217,0
7	Carifondo Atlante	0,076	354,6
8	Centrale Global	0,076	314,4
9	Carifondo Ariete	0,047	357,2
10	Personalfondo	0,044	127,0
	Azionario		
11	Gestielle I	0,039	97,0
12	Risparmio Italia	-0,005	654,0
	Borse Interna		
13	Euromobiliare	-0,001	69,0
	Capital Fund		
14	Professionale	0,054	210,1
	Internazionale		
15	Lagest Azionario	0,061	365,5
	Internazionale		
16	Sanpaolo Hambros	0,048	161,2
	Internazionale		

17 Sogesfit Blue Chips 47,47 0,032 37,0
 18 Ducato Azionario 29,65 -0,066 96,2
 Internazionale
 19 Adriatic Global 46,83 0,030 428,0
 Fund
 20 Fideuram Azione 47,24 0,031 100,6
 21 Ing Sviluppo 51,65 0,047 20,5
 Indice Globale
 22 Investire 34,91 -0,028 65,0
 Internazionale

 FONDI BILANCIATI INTERNAZIONALI

Analisi del mese di novembre 1991 al mese di ottobre 1995

=====

INDICI

 Class. Nome fondo Valutaz. Selez. Market Class. Indice
 globale titoli timing di di-
 versita'

=====

1 Gesticredit Finanza 0,01 0,22 -0,20 (2) 71,55
 2 Fondo Centrale 0,01 0,18 -0,16 (3) 16,18
 3 Arca Te -0,03 -0,05 0,02 (5) 76,92
 4 Adriatic Multi Fund -0,03 0,37 -0,47 (1) 9,84
 5 Phenixfund -0,04 0,15 -0,27 (4) 11,95
 6 Gesfimi Internaz. -0,14 -0,34 0,06 (8) 42,30
 7 Nordmix -0,15 -0,32 0,13 (7) 83,41
 8 Rolointernational -0,19 -0,29 0,06 (6) 70,43

=====

Class. Nome fondo Rendim. Indice Patrim.
 totale di (in mld)
 Sharpe

=====

1 Gestcredit Finanza 57,67 0,088 163,0
 2 Fondo Centrale 51,64 0,050 298,1
 3 Arca Te 54,28 0,069 838,5
 4 Adriatic Multi Fund 41,64 0,006 77,0
 5 Phenixfund 41,09 0,006 32,6
 6 Gesfimi Internazion. 34,19 -0,038 102,0
 7 Nordmix 45,55 0,023 77,3
 8 Rolointernational 34,19 -0,024 157,3

Benchmark: Indice Morgan Stanley Capital Interna-
 tional delle Borse mondiali convertito in lire.

Rendimento totale: 67,98% - Indice di Sharpe: 0,094

La tabella riporta tutti i fondi della categoria presenti da almeno quattro anni e classificati in base al valore dell'indice di valutazione globale. L'indice di selezione titoli e l'indice di market timing sono le misure di rendimento mensile in eccesso rispetto a quello dei BoT a sei mesi realizzato dal fondo, grazie, rispettivamente, alla capacita' del gestore di scegliere alcuni specifici titoli rispetto al paniere dell'indice di mercato (benchmark), e alla capacita' del gestore di anticipare l'andamento del mercato stesso.

L'indice di diversificazione e' la misura in cui i rendimenti mensili del fondo sono spiegati dal rendimento del benchmark. L'indice di valutazione globale e' la somma dei rendimenti mensili realizzati grazie alla selezione titoli e al market timing corretta per il grado di rischio diversificabile assunto.

Il rendimento totale del fondo e' la variazione percentuale totale

del valore della quota nel periodo considerato. L'indice di Sharpe e' il rapporto fra il rendimento mensile in eccesso rispetto a quello dei BoT a sei mesi realizzato dal fondo e la variabilita' (deviazione standard) di questo rendimento. E' una misura sintetica della capacita' del gestore di realizzare piu' o meno rendimento a fronte del rischio totale assunto.

In fondo alla tabella vengono indicati il benchmark, cioe' l'indice di mercato, i cui rendimenti mensili vengono utilizzati come termine di paragone nelle analisi, il suo rendimento totale e l'indice di Sharpe nel periodo.

TABELLA-02

LA PERFORMANCE NON PREMIA LA RACCOLTA

=====
Categoria Raccolta Raccolta Var. % da
fondi netta (mld) netta (in % 1.1.95 (Indice
patr. iniz.) Fideuram)

=====
Azionari

Italiani -476 -5 -3,7
Internazionali -1.489 -17 +5,1
Spec. Italia 133 4 -6,6
Spec. Europa -684 23 +11,6
Spec. America -698 -35 +16,6
Spec. Pacifico 78 2 -11,3

Bilanciati

Italiani -2.186 -14 +0,7
Internazionali -968 -31 +6,2

Obbligazionari

Misti Italiani -1.418 -9 +9,5
Misti Internazionali -474 -70 +11,8
Puri Italiani -1.711 -9 +9,6
Puri Internazionali -2.372 -27 +11,3
