

Identificativo: SS960721016CAA
Data: 21-07-1996
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - I fondi che investono nei titoli esteri non sempre hanno una strategia precisa sul rischio valutario
Gli obbligazionari internazionali in ordine sparso sulla gestione del cambio

SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

Quale obiettivo di gestione deve avere un fondo obbligazionario internazionale? La domanda sembra retorica ma non lo è. Per molti investitori italiani un fondo obbligazionario internazionale dovrebbe unire il meglio di due mondi: il rendimento elevato e sicuro dei titoli in lire quando in Italia le cose vanno bene, la sicurezza delle obbligazioni e delle divise estere quando la lira e i titoli di Stato vacillano, e in più, se possibile, le obbligazioni e le divise estere che si apprezzano di più contro lira quando questa vacilla. Poiché questo in passato è stato promesso agli investitori e' comprensibile che molti lo abbiano creduto e sperato.

In realtà, come abbiamo già osservato altre volte, una strategia di gestione di questo tipo presenta numerosi limiti.

Pensioni impossibili. Innanzitutto è estremamente difficile da realizzare. Anche se pochi gestori lo ammettono, prevedere dove vanno i tassi di cambio è un'arte che ha a che fare più con la stregoneria che con la scienza finanziaria o la maturità professionale del gestore. Per rendersene conto basta compiere l'esercizio un po' crudele di scorrere qualche studio di previsione in materia vecchio di uno o due anni. Ma poiché il grosso dei guadagni e delle perdite sulle obbligazioni estere si fa sul cambio ci si trova a giocare la partita sul terreno più difficile.

Non solo. La diversificazione verso altri mercati obbligazionari si traduce in una minore variabilità media del corso delle obbligazioni in portafoglio ma questo beneficio viene del tutto o quasi annullato dall'aumento di volatilità del valore del portafoglio prodotto dal tasso di cambio. Certo, il gestore può risolvere il problema scegliendo una fra due possibili strategie passive. Una è quella di assumere che se un cliente ha comprato un fondo obbligazionario estero voleva il rischio cambio e dunque non è lui gestore a doversi preoccupare di questo. L'altra è quella di 'coprire' sistematicamente il rischio di cambio. In questo modo elimina costi e benefici dell'andamento del cambio della lira e produce un portafoglio che in teoria e in pratica è 'efficiente' per l'investitore italiano.

Stuck in the middle. Invece, i gestori sembrano aver scelto di 'stare in mezzo'. Ma, come si può vedere dalle due tabelle che si riferiscono all'analisi del rendimento corretto per il rischio dei fondi 'obbligazionari puri' e 'misti internazionali', questa

strategia nel lungo periodo sembra aver prodotto piu' danni che benefici. La nostra analisi confronta i fondi obbligazionari esteri italiani con l'andamento dell'indice Jp Morgan dei titoli di Stato esteri, un portafoglio che contiene obbligazioni a tasso fisso di 14 Paesi, con una durata media di circa 6 anni nel quale l'area dollaro e yen pesano poco piu' del 50% del totale. Insomma, si tratta di un indice completamente esposto a tutti i rischi connessi alla volatilita' del cambio e dei corsi delle obbligazioni estere.

Eppure, dal confronto con questo indice i fondi italiani escono molto male. Nessuno dei 15 fondi esaminati sul periodo di quattro anni e' riuscito a realizzare un rendimento assoluto superiore a quello dell'indice e tutti i fondi salvo il primo (Zetabond) hanno avuto un rendimento inferiore del 30% rispetto a quello del benchmark. Due, addirittura, hanno avuto un rendimento che e' meno della meta'.

Si puo' osservare che l'indice riflette la capitalizzazione di rendimenti non soggetti alla ritenuta alla quale sono invece soggetti i fondi italiani. E' difficile valutare il peso di questo fattore, da un lato perche' i fondi possono comunque incrementare il rendimento acquistando titoli non di Stato o esenti da ritenuta, dall'altro perche' la ritenuta si applica solo agli interessi in valuta, non alle variazioni del cambio. Comunque, perfino applicando la ritenuta del 12,5% all'intera crescita dell'indice si ottiene un rendimento (64%) superiore a quello del migliore fondo.

Risultati negativi. Anche le performance corrette per il rischio sono tutte negative, sempre con l'eccezione di Zetabond. E' difficile dire dove sia la causa di questi pessimi rendimenti, se cioe' sia in errori nella scelta dei mercati e della durata dei titoli, o nel tentativo di gestire attivamente il rischio di cambio, o in un insieme dei due. Sicuramente, dal comportamento dei fondi nell'ultimo anno si puo' dedurre che molti gestori hanno gestito attivamente il cambio e, questa volta, lo hanno fatto nella direzione giusta. Negli ultimi 12 mesi, infatti, ben 26 su 34 dei fondi 'obbligazionari puri' analizzati hanno un rendimento superiore a quello del benchmark (-2,47%) e 18 di questi hanno avuto un rendimento positivo. Oltre al caso estremo di Carifondo Bond (11,78%), quattro fondi hanno avuto un rendimento superiore o prossimo al 5% (Fondersel Internazionale, Gestifondi Obbligazionario Internazionale, Zetabond, Fondicri Primary Bond). Il fatto importante e' che questi rendimenti superiori al benchmark sono stati ottenuti con volatilita' sempre inferiori.

Discorso analogo vale per gli 'obbligazionari misti' che hanno tutti superato il rendimento del benchmark, sia pure, in questo caso, con volatilita' non sempre inferiori.

Quale benchmark. Che i gestori si allontanino molto dal benchmark lo si vede anche da alcuni valori, molto bassi, dell'indice di diversificazione (una misura di quanto la variazione di rendimento del benchmark spiega la variazione di rendimento del fondo). Nel periodo di tre anni, ben 7 fondi su 19 hanno un valore inferiore al 50 per cento.

Per superare i problemi posti dalla volatilita' del cambio, molte societa' di gestione hanno recentemente proposto fondi obbligazionari

espressamente destinati a un'area valutaria o geografica.

Il gestore di questi fondi sa di essere valutato in marchi, dollari, yen o quant'altro e non si preoccupa dell'andamento in lire del valore del fondo.

I fondi di questo tipo sono gli 'specializzati area marco' e 'area dollaro' e i fondi con 'altre specializzazioni'. Poiche' mancano dati su un periodo adeguato ci siamo limitati ad analizzare questi fondi sull'ultimo anno, calcolandone la volatilita' dei rendimenti mensili e l'indice di Sharpe.

Un'analisi comparativa dei rendimenti ha senso solo per le prime due categorie, dove la politica di gestione e' unica e dove si puo' utilizzare l'indice Jp Morgan dei singoli mercati. Come si puo' vedere, nel complesso i fondi specializzati non sono in grado di battere gli indici locali in termini di rendimento assoluto, ma hanno realizzato volatilita' decisamente piu' basse.

Le tabelle di <Non solo performance> hanno l'obiettivo di presentare le analisi delle performance corrette per il rischio del portafoglio finanziario di tutti i fondi delle categorie presenti da almeno quattro anni.

Indice di valutazione globale: e' <il valore aggiunto> offerto dal gestore. E' il rapporto tra l'extrarendimento mensile del fondo rispetto al benchmark (derivante dall'attivita' di stock picking e di market timing del gestore) e la sua volatilita'.

Indice di Sharpe: e' il rapporto tra l'extrarendimento del fondo rispetto a un tasso privo di rischio (BoT a 6 mesi) e la volatilita'.

Performance corretta per il rischio: e' l'extrarendimento mensile del fondo rispetto al benchmark.

Grado di diversificazione: misura quanta parte della performance del fondo dipende dall'andamento del suo benchmark.

Questa settimana la rubrica <Non solo performance> prende il posto del consueto tabellone <I fondi comuni a confronto>, del quale viene pubblicata una parte qui sotto, relativa ad alcune delle categorie che non sono oggetto di questa puntata.

Il tabellone <I fondi comunia confronto> sara' nuovamente pubblicato assieme a tutte le categorie di prodotti dei fondi comuni italiani nella edizione di <Risparmio & Mercati di domenica prossima, 28 luglio.

TABELLA-01

FONDI OBBLIGAZIONARI PURI INTERNAZIONALI

Analisi dal mese di luglio 1992 al mese di giugno 1996

=====						
Indice Performance %						

Cl.	Nome fondo	Corr.	Grado di	Val. gl.	Sharpe	Totale rischio divers. %
=====						
1)	Zetabond	0,087	0,16	65,35	4,43	76,45
2)	Fondersel internazionale	-0,068	0,08	53,15	- 3,78	75,60
3)	Oasi obbligazionario					

internazionale -0,069 0,07 50,98 - 3,82 62,45
 4) Euromobiliare bond fund -0,141 0,08 52,20 - 7,62 80,57
 5) Centrale money -0,166 0,06 50,47 - 8,96 90,15
 6) Epta 92 -0,177 0,02 43,76 - 9,52 41,29
 7) Adriatic bond fund -0,197 0,07 53,06 -10,50 79,27
 8) Gesticredit globalrend -0,251 0,04 46,14 -13,21 88,92
 9) Arca bond -0,256 0,01 41,33 -13,46 85,14
 10) Lagest obbligazionario
 internazionale -0,256 0,02 43,59 -13,47 79,65
 11) Imi bond -0,270 0,06 52,32 -14,13 95,48
 12) Ducato reddito -0,273 neg. 26,60 -14,29 17,94
 internazionale
 13) Primebond -0,286 0,00 39,78 -14,90 67,85
 Benchmark JP Morgan World 0 0,16 80,52 - -

 TABELLA-02

FONDI OBBLIGAZIONARI MISTI INTERNAZIONALI

Analisi dal mese di luglio 1992 al mese di giugno 1996

=====
 Indice Performance %

Cl. Nome fondo Corr. Grado di
 Val. gl. Sharpe Totale rischio divers. %

=====
 1) Arcobaleno -0,298 0,05 46,18 - 9,34 80,57
 2) Ing Sviluppo bond -0,669 -0,04 33,27 -19,80 76,26
 Benchmark JP
 Morgan World 0 0,16 80,52 - -

TABELLA-03

FONDI OBBLIGAZIONARI SPECIALIZZATI AREA DOLLARO

Statistiche orizzonte 12 mesi dal mese di luglio 1995 al mese di
 giugno 1996

=====
 Perf. Media Dev. Std Indice

Cl. Nome fondo tot. % mens. % mens. % Sharp

=====
 1) Arca bond dollari 0,16 0,02 1,06 neg.
 2) Nordfondo area dollaro -1,24 -0,09 1,67 neg.
 3) Genercomit America bond -1,86 -0,14 1,65 neg.
 4) North America bond -2,17 -0,17 1,77 neg.
 2,83 0,26 2,32 neg.

--
 TABELLA-04

FONDI OBBLIGAZIONARI SPECIALIZZATI AREA MARCO

Statistiche orizzonte 12 mesi dal mese di luglio 1995 al mese di
 giugno 1996

=====
 ==

Perf. Media Dev. Std Indice

Cl. Nome fondo tot. % mens. % mens. % Sharp

=====
 ==
 1) Mediceo Monetario Europa (obbl.) -1,37 -0,11 1,09 neg.
 2) Arca bond Ecu -2,74 -0,23 1,13 neg.
 3) Nordfondo area marco -2,75 -0,22 1,33 neg.
 4) Genercomit Eurobond -4,44 -0,37 1,04 neg.
 5) North Europe bond -6,14 -0,51 1,67 neg.
 Bechmark JP Morgan Germany -1,80 -0,12 2,65 neg.

--

TABELLA-05

FONDI OBBLIGAZIONARI ALTRE SPECIALIZZAZIONI

Statistiche orizzonte 12 mesi dal mese di luglio 1995 al mese di giugno 1996

=====

==

Perf. Media Dev. Std Indice

Cl. Nome fondo tot. % mens. % mens. % Sharp

=====

==

1) Ing Sviluppo emerg. markets 20,33 1,62 3,89 0,24
2) Aureo GestioB 15,60 1,22 1,09 0,49
3) Vasco de Gama 12,88 1,02 0,65 0,50
4) Oasi obbligazionario globale 6,29 0,51 0,96 neg.
5) Arca bond yen - 3,35 -0,27 1,45 neg.
Benchmark JP Morgan World - 4,51 -0,37 1,50 neg.

--

TABELLA-06

GLI ALTRI FONDI COMUNI A CONFRONTO

Legenda:

- 1) Var. % a 1 mese
- 2) Var. % a 1 anno
- 3) Rendim. annuo comp. a 3 anni
- 4) Class.
- 5) Rendim. annuo comp. a 5 anni
- 6) Class.

=====

==

1) 2) 3) 4) 5) 6) 7)

=====

==

FONDI AZIONARI ITALIANI

--

Alto Azionario 02/29001615 -3,56 - - - -
Arca 27 02/480971 -3,64 -0,79 5,26 11 10,49 2
Aureo Previdenza 02/4815351 -4,94 -5,69 3,53 18 7,22 10
Azimut Globale 02/80251 -5,09 -0,91 2,89 22 6,92 12
Crescita
Capitalgest Azione 030/294189 -3,85 -4,54 1,84 27 3,90 20
Carifondo Delta 1678/26032 -4,61 -1,00 4,72 14 - -
Centrale Capital 02/863551 -4,14 0,04 6,76 6 10,15 5
Cisalpino Azionario 02/8052379 -4,40 -0,25 298 21 5,49 16
Comit Plus 02/66981969 -5,70 - - - -
Euromobiliare Risk 02/62041 -4,60 7,09 7,68 4 8,16 6
Fund
Finanza Romagest 06/398991 -4,94 -4,75 -2,72 29 1,93 22
Fondinvest 3 167/803006 -4,57 0,30 5,18 12 7,02 11
Fondo Trading 02/877144 -2,55 0,95 6,78 5 -0,28 23
Galileo 011/6657111 -4,73 -0,80 2,83 23 - -
Genercomit Capital 02/76000825 -4,76 -5,98 3,39 19 5,72 15
Gepocapital 06/854496 -4,13 -1,32 3,54 17 5,05 17
Gestielle B. 02/48195760 -10,37 -26,63 -1,48 28 -0,38 24
Grifoglobal 055/2396031 -6,04 -4,82 - - - -
Imindustria 06/546961 -3,44 2,64 6,46 8 7,74 8
Industria Romagest 06/398991 -5,12 2,87 8,34 2 6,09 14
Interbancaria 02/28091 -5,08 -5,55 3,17 20 4,33 18
Azionario

Lombardo 02/783023 -4,48 -3,09 6,17 9 10,43 3
 Phenixfund Top 06/6385308 -4,38 0,03 2,59 25 3,43 21
 Prime Capital 02/62871 -4,75 0,83 3,62 16 8,02 7
 Prudential Azionario 02/77392505 -3,93 2,11 - - - -
 Prudential Small Cap 02/77392505 -2,67 -2,72 - - - -
 Quadrifoglio Azionario 06/4821670 -4,86 -5,73 2,51 26 7,23 9
 Risparmio Italia 1678/25055 -4,88 0,56 4,37 15 6,89 13
 Azionario
 Roloitaly 051/6408482 -4,35 2,03 - - - -
 Salvadanaio Azionario 1678/26011 -4,89 1,51 8,16 3 10,42 4
 Sanpaolo Azioni 011/55691 -3,46 6,43 - - - -
 Sanpaolo F. Junior 011/55691 -5,98 -4,14 6,47 7 11,42 1
 Sagesfit Finanza 0522/451703 -5,20 -2,54 5,05 13 - -
 Venetoblue 045/8081095 -4,25 0,29 2,81 24 - -
 Venetoventure 045/8081095 -4,35 4,26 8,45 1 - -
 Venture Time 02/724081 -0,11 -6,39 6,00 10 4,26 19
 Zenit Azionario 02/85091 1,56 - - - - -
 Azionari italiani -4,74 -1,06 3,40 - 6,03 -

--

FONDI AZIONARI INTERNAZIONALI

--

Adriatic Global Fund 1678/24023 -4,18 1,00 4,89 24 8,39 16
 Aureo Global 02/4815351 -3,76 -0,45 7,37 10 - -
 Azimut Borse Internaz. 02/80251 -4,73 2,42 5,58 21 - -
 BN Mondialfondo 081/5528345 -4,61 0,44 4,80 25 - -
 BPB Rubens 02/480971 -4,22 - - - - -
 Capitalgest 030/294189 -4,37 -2,80 1,24 30 - -
 Internazionale
 Carifondo Ariete 1678/26032 -5,10 10,02 9,02 3 9,90 8
 Carifondo Atlante 1678/26032 -6,11 9,50 9,55 2 12,22 2
 Cariplo Blue Chips 1678/26032 -3,66 5,76 - - - -
 Centrale G7 Blue Chips 02/863551 -3,55 2,41 - - - -
 Centrale Global 02/863551 -3,74 5,54 5,07 23 10,80 5
 Cliam Azioni Estere 02/6571870 -6,15 0,99 - - - -
 Credis Trend 02/724141 -7,53 -6,42 - - - -
 Ducato Azionario 1670/13691 -6,41 3,09 6,24 15 6,86 19
 Internaz.
 Epta International 02/88271 -3,68 -0,30 5,96 18 10,61 7
 Euromobiliare Capital 02/62041 -4,58 7,09 7,47 9 8,06 17
 Fund
 Fideuram Azione 06/546961 -4,94 -0,47 5,86 19 8,48 14
 Fondicri 06/488981 -5,23 3,18 6,72 12 11,42 4
 Internazionale
 Galileo Internazionale 011/6657111 -4,28 4,59 7,08 11 - -
 Genercomit 02/76000825 -3,69 2,80 7,57 8 11,90 3
 Internazionale
 Geode 045/800141 -5,17 1,12 2,70 28 - -
 Gesfimi Innovazione 02/783023 -5,40 -2,93 - - - -
 Gesticredit Azionario 02/48195312 -5,16 0,51 7,69 6 10,64 6
 Gestielle I 02/48195760 -7,90 -15,01 0,29 31 6,07 20
 Gestifondi Azionario 06/8418152 -6,12 -9,14 2,54 29 - -
 Intern.
 Ing Sviluppato Indice 1678/30037 -4,16 3,18 8,32 4 9,60 10
 Glob.
 International Stock 06/398991 -2,73 - - - - -
 Manag.
 Investire 02/28091 -4,08 -1,88 3,43 26 6,03 21
 Internazionale
 Lagest Azionario 1670/14706 -3,94 0,39 5,25 22 9,72 9

Internaz.
Oasi Azionario 02/77952434 -5,70 -0,19 2,76 27 - -
Internaz.
Oltremare Stock 02/88271 -2,61 22,24 - - - -
Performance Azionario 02/62872324 -4,69 -1,82 6,49 14 - -
Personalfondo 167/803006 -4,96 5,26 7,91 5 8,69 12
Azionario
Prime Club Az. 02/62871 -5,92 - - - - -
Internaz.
Prime Global 02/62871 -5,93 3,38 7,60 7 - -
Profession. Gest. 1670/14706 -3,98 0,93 6,17 17 9,58 11
Internaz.
Putnam Global Equity 02/8052379 -4,51 -1,78 - - - -
Putnam Global Equity 02/8052379 - - - - - -
(\$)
Risp. Italia Borse 1678/25055 -5,02 -1,53 6,20 16 7,18 18
Internaz.
Sanpaolo F. Andromeda 011/55691 -3,90 -0,86 4,85 n.s 7,05 n.s
.
Sanpaolo-Hambros 011/55691 -4,90 -4,55 5,65 20 8,40 15
Intern.
Sogesfit Blue Chips 0522/451703 -4,20 -2,95 6,56 13 8,65 13
Tallero 02/89516354 -3,96 -5,08 - - - -
Zetastock 1678/26011 -2,61 8,60 11,40 1 12,69 1
Azionari -4,77 1,60 5,95 - 8,89 -
Internazionali

--
FONDI SPECIALIZZATI PAESI EMERGENTI

--
Azimut Trend Emerging 02/80251 -4,35 - - - - -
Carifondo Paesi 1678/26032 -0,87 2,92 - - - -
Emergenti
Centrale Emerging Asia 02/863551 -4,89 0,81 - - - -
Lit.
Emerging Market Equity 0522/451703 -4,49 -11,45 - - - -
F.
Fondicri Alto 06/488981 -3,38 7,81 - - - -
potenziale
Fondinvest Paesi 167/803006 -2,02 -2,94 1,72 2 3,69 1
Emerg.
Geode Paesi Emergenti 045/800141 -1,47 - - - - -
Gestielle Emerging 02/48195760 -4,53 - - - - -
Markets
Gestnord Paesi 02/66980685 -3,11 - - - - -
Emergenti
Ing Svil. Emerg. 1678/30037 -1,52 6,10 - - - -
Market E.
Mediceo America Latina 1678/22048 -2,54 -5,60 - - - -
Mediceo Asia 1678/22048 -5,36 - - - - -
Prime Emerging Markets 02/62871 -3,73 -4,64 4,73 1 - -
Sanpaolo-Hambros E. 011/55691 -1,72 4,72 - - - -
Em.
Specializzati Paesi -2,41 -0,74 - - - -
Emerg.

--
Fonte: Banca Fideuram

#