

Identificativo: SS950521020CAA  
Data: 21-05-1995  
Testata: IL SOLE 24 ORE

## NON SOLO PERFORMANCE

I bilanciati in cerca di una nuova giovinezza

A cura di Silvio Bencini e Maurizio Murgia

Nella categoria dei fondi bilanciati italiani furono inseriti, al momento della nascita, alcuni fra i primi e piu' importanti fondi comuni italiani: Arca bb, Fondersel, Genercomit, Imicapital, Professionale. Con il passare del tempo la categoria ha perso importanza e oggi, con 15mila miliardi di patrimonio, rappresenta circa il 12% del totale dei fondi italiani.

Ci si puo' chiedere perche' il tipo di fondi che dovrebbe soddisfare di piu' l'esigenza dell'investitore medio abbia perso importanza man mano che l'industria dei fondi cresceva. Una risposta e' che l'investitore medio esiste nelle statistiche ma non nella realta': un fondo che voglia essere tutto per tutti non fa contento nessuno. Peggio accade se il fondo e' aggressivo. Finche' l'aggressivita' premia il fondo viene venduto indistintamente a vedove, orfani e speculatori incalliti; quando le cose vanno male il comportamento del fondo appare incomprensibile e, data la forte mobilita' della gestione, imprevedibile.

Se il fondo, invece, e' statico, chiunque puo' costruirselo da se' combinando un po' di fondo azionario e un po' di fondo monetario. Inoltre i fondi bilanciati italiani sono puniti dal pessimo comportamento della Borsa italiana rispetto a quelle internazionali come investimento a lungo termine.

Come ha ricordato Alessandro Penati in un recente articolo (<Il Sole-24 Ore> del 7 maggio) riferito ai fondi pensione, per un investitore italiano a lungo termine ha senso avere i BoT, ma non ha senso avere la Borsa italiana. Conviene invece impiegare la parte destinata alle azioni in azioni estere. La nostra analisi comprende 42 fondi su 45 che appartengono alla categoria. L'elevato tasso di presenza e' dovuto al fatto che la categoria dei fondi bilanciati e' relativamente matura (quasi tutti i primi fondi lanciati nel 1984 e 1985 erano bilanciati) e ha avuto pochi ingressi recenti. I fondi bilanciati nazionali hanno un vincolo di investimento di almeno il 50% del patrimonio in attivita' italiane, azioni e obbligazioni.

A fine aprile questo vincolo era rispettato ampiamente: le azioni italiane e i titoli a reddito fisso in lire rappresentavano rispettivamente il 37% e il 32,3% del totale del portafoglio, con un peso complessivo delle attivita' in lire pari a poco meno del 70% (80% considerando la liquidita'). L'elevato peso delle azioni italiane giustifica anche l'uso dell'indice Mib della Borsa di Milano come parametro di riferimento nella valutazione del rendimento

corretto per il rischio.

Come si puo' vedere dalla tabella l'indice di diversificazione, cioe' la percentuale di variabilita' dei rendimenti del fondo spiegata dalla variabilita' dell'indice di Borsa, e' mediamente elevata e per 36 fondi su 42 esaminati e' superiore al 70 per cento.

Osservando la classifica osserviamo che rispetto alle altre categorie questa presenta un numero elevato di fondi con un indice di valutazioni globale positivo e uguale a zero (30). Questo risultato e' dovuto a due fattori: il primo e' che, come abbiamo gia' visto per i fondi azionari italiani, l'indice Mib e' un benchmark favorevole al gestore perche' e' "inefficiente", nel senso che puo' essere costruito un portafoglio di azioni italiane che presenta una combinazione di rischio e rendimento sistematicamente migliore; il secondo e' che il circa 30% investito in titoli esteri rende il portafoglio dei fondi bilanciati strutturalmente piu' efficiente del Mib, in quanto le Borse estere \_ sempre \_ e le obbligazioni estere \_ negli ultimi anni \_ hanno offerto un rapporto di rendimento al rischio ben piu' favorevole di quello dei titoli italiani.

Che la bonta' del risultato venga dalla capacita' di battere l'indice scegliendo bene i titoli lo si vede dal valore dei coefficienti di selezione titoli, positivi e spesso molto positivi, per 37 fondi su 42. Al contrario, il valore costruito nella buona selezione dei titoli viene consumato, in tutto o in parte, nel tentativo di anticipare il mercato. L'indice di "market timing" e' negativo per 38 fondi su 42. Va detto che un numero elevato di questi coefficienti non e' statisticamente significativo, cioe' non si puo' dire, con un certo margine di sicurezza, che il valore non e' diverso da zero per caso.

Ciononostante, la classifica e' coerente con quanto si ricava da analisi compiute utilizzando sistemi piu' semplici e intuitivi, come la classifica per rendimento totale del fondo (la coerenza e' pari al 94%) e l'indice di Sharpe (la coerenza e' superiore al 97%). Non sembra, invece, che la presenza delle azioni sia un fattore determinante della miglior performance. A fine aprile, a esempio, il fondo Quadrifoglio bilanciato aveva l'11% di azioni estere, ma Professionale Risparmio 0,1 per cento.

TABELLA-01

FONDI BILANCIATI ITALIANI

Dal mese di maggio 1991 al mese di aprile 1995

=====

=

N. Descrizione Val. Selez. Timing gr.  
gl. gr. tit. gr.

=====

=

1 Quadrifoglio Bilanciato 0,49 0,59 (6) -0,11 (8)  
2 Professionale Risparmio 0,47 0,99 (1) -0,11 (9)

3 Salvadanaio Bilanciato 0,36 0,53 (7) -0,14 (14)  
 4 Genercomit 0,29 0,46 (11) -0,22 (24)  
 5 Visconteo 0,23 0,75 (2) -0,44 (42)  
 6 Ing. Sviluppo Portfolio 0,21 0,73 (3) -0,22 (27)  
 7 Capitalfit 0,21 0,44 (13) -0,22 (25)  
 8 Capitalcredit 0,19 0,47 (10) -0,25 (32)  
 9 Primerend 0,19 0,62 (5) -0,29 (34)  
 10 Fondersel 0,17 0,19 (30) 0,00 (5)  
 11 Grifocapital 0,17 0,48 (9) -0,21 (23)  
 12 Arca BB 0,17 0,35 (17) -0,37 (19)  
 13 Adriatic Multi Fund 0,16 0,32 (18) -0,25 (16)  
 14 Investire Bilanciato 0,14 0,43 (14) -0,26 (33)  
 15 Azimut Bilanciato 0,14 0,73 (4) -0,39 (40)  
 16 Giallo 0,13 0,27 (24) -0,15 (17)  
 17 Carifondo Libra 0,12 0,53 (8) -0,35 (39)  
 18 Euro Andromeda 0,11 0,44 (12) -0,31 (35)  
 19 Multiras 0,10 0,24 (26) -0,13 (12)  
 20 Aureo 0,10 0,28 (21) -0,10 (7)  
 21 Professionale 0,10 0,37 (16) -0,23 (29)  
 22 Fondinvest 2 0,09 0,26 (25) -0,16 (18)  
 23 Geporeinvest 0,09 0,28 (20) -0,21 (22)  
 24 Euromobiliare Strategic Fund 0,07 0,37 (15) -0,25 (31)  
 25 Azzurro 0,04 0,28 (22) -0,24 (30)  
 26 Cisalpino Bilanciato 0,04 0,27 (23) -0,22 (28)  
 27 Gestielle B 0,01 -0,30 (39) 0,32 (1)  
 28 Venetocapital 0,01 0,16 (31) -0,15 (15)  
 29 BN Sicurvita 0,00 0,22 (28) -0,22 (26)  
 30 Spiga d'Oro 0,00 0,13 (33) -0,13 (13)  
 31 Rolomix -0,02 0,19 (29) -0,20 (21)  
 32 Fondicri 2 -0,02 0,09 (35) -0,13 (11)  
 33 Imi Capital -0,03 0,30 (19) -0,35 (38)  
 34 America -0,06 0,23 (27) -0,34 (37)  
 35 Nordcapital -0,07 -0,11 (38) 0,03 (4)  
 36 Mida Bilanciato -0,08 -0,34 (40) 0,19 (3)  
 37 Nagracapital -0,09 0,03 (37) -0,13 (10)  
 38 Intermobiliare -0,10 -0,35 (41) 0,23 (2)  
 39 Eptacapital -0,13 0,13 (34) -0,33 (36)  
 40 Capitalgest Bilanciato -0,15 0,06 (36) -0,19 (20)  
 41 BN Multifondo -0,21 0,15 (32) -0,41 (41)  
 42 Fodattivo -0,37 -0,59 (42) -0,06 (6)

-----  
-

=====  
 N. Descrizione Ind. Pat.  
 divers. (mld)

=====  
 1 Quadrifoglio Bilanciato 90,04 (7) 62,2  
 2 Professionale Risparmio 85,25 (22) 419,8  
 3 Salvadanaio Bilanciato 89,36 (11) 29,9  
 4 Genercomit 90,17 (6) 1.071,2  
 5 Visconteo 79,53 (28) 292,0  
 6 Ing. Sviluppo Portfolio 77,25 (30) 90,6  
 7 Capitalfit 89,04 (14) 132,0  
 8 Capitalcredit 85,70 (19) 548,0  
 9 Primerend 73,08 (33) 525,8  
 10 Fondersel 88,73 (15) 786,2  
 11 Grifocapital 74,37 (32) 232,9  
 12 Arca BB 82,86 (24) 1.291,4  
 13 Adriatic Multi Fund 89,46 (10) 118,8  
 14 Investire Bilanciato 87,74 (17) 145,0  
 15 Azimut Bilanciato 55,11 (41) 375,0

16 Giallo 92,47 (3) 154,8  
17 Carifondo Libra 80,88 (25) 1.011,7  
18 Euro Andromeda 86,36 (18) 554,0  
19 Multiras 89,11 (13) 854,0  
20 Aureo 63,75 (39) 530,3  
21 Professionale 72,69 (35) 1.178,0  
22 Fondinvest 2 88,08 (16) 384,0  
23 Geporeinvest 92,78 (2) 106,0  
24 Euromobiliare Strategic Fund 79,27 (29) 54,0  
25 Azzurro 91,00 (5) 429,9  
26 Cisalpino Bilanciato 72,92 (34) 177,3  
27 Gestielle B 89,85 (9) 73,0  
28 Venetocapital 89,97 (8) 179,8  
29 BN Sicurvita 80,73 (26) 65,1  
30 Spiga d'Oro 62,50 (40) 14,0  
31 Rolomix 94,80 (1) 295,9  
32 Fondicri 2 65,36 (38) 68,0  
33 Imi Capital 69,84 (37) 1.357,3  
34 America 55,02 (42) 441,0  
35 Nordcapital 85,30 (21) 124,1  
36 Mida Bilanciato 84,92 (23) 10,0  
37 Nagracapital 89,15 (12) 139,7  
38 Intermobiliare 85,62 (20) 40,0  
39 Eptacapital 70,94 (36) 186,3  
40 Capitalgest Bilanciato 91,11 (4) 128,0  
41 BN Multifondo 76,67 (31) 86,5  
42 Fodattivo 79,78 (27) 15,0

---

Identificativo: SS950521020EAA  
Data: 21-05-1995  
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - FONDI COMUNI  
I fondi comuni azionari a confronto  
A cura di Silvio Bencini e Maurizio Murgia

TABELLA-01

I FONDI COMUNI AZIONARI A CONFRONTO

=====

=

Var. % Rend. % annuo  
a 12 mesi comp. a 3 anni

=====

=

FONDI AZIONARI

-----

-

GLOBALI NAZIONALI

-----

-

Arca 27	-6,06	17,04
Aureo Multiazioni	_	_
Azimut Globale Crescita	-11,80	14,85
Bn Capitalfondo	_	_
Capitalgest Azione	-9,07	9,54
Carifondo Delta	-18,31	29,31
Carimonte Az. Italia	-11,11	7,70
Centrale Capital	-8,97	19,41
Cisalpino Azionario	-13,15	11,53
Corona Ferrea Azionario	0,57	_
Corona Ferrea Small Cap.	_	_
Ducato Azionario Italia	_	_
Euro-Aldebaran	-12,44	13,92
Eurojunior	-5,91	18,88
Euromobiliare Risk Fund	-12,12	15,13
Finanza Romagest	-16,99	9,50
Fondicri Selezione Italia	-13,22	17,88
Fondinvest 3	-9,12	14,12
Fondo Lombardo	-8,49	19,36
Fondo Trading	-7,31	5,83
Galileo	-11,04	10,83
Genercomit Capital	-4,23	14,84
Gepocapital	-8,87	12,18
Gestielle A	-7,49	11,16
Imindustria	2,72	13,85
Industria Romagest	-11,01	14,01
ING Sviluppo Azionario	-14,30	20,67
ING Sviluppo Iniziativa	-10,28	19,00
Interbancaria Azionario	-8,99	12,54

Phenixfund Top -12,87 9,92  
Primecapital -6,40 14,84  
Primeclub Azionario -5,88 16,10  
Quadrifoglio Azionario -8,90 15,71  
Risparmio It. Azionario -12,00 13,84  
Roloitaly \_ \_  
Salvadanaio Azionario -6,55 19,76  
Sogesfit Finanza -10,27 \_  
Venetoblue -13,33 \_  
Venetoventure -8,72 \_  
Venture Time -4,10 12,22  
Azionari Globali Nazionali -7,97 12,55

-----  
-  
FONDI AZIONARI ITALIA  
-----

-  
Arca Azioni Italia -8,95 22,19  
Aureo Previdenza -14,56 18,44  
Capitalras -9,87 \_  
Cliam Azioni Italiane \_ \_  
Fondersel Industria -15,60 9,96  
Fondersel Servizi -17,78 10,13  
Gesticredit Borsitalia -13,70 \_  
Gestifondi Az. Italia -13,16 \_  
Gestnord Piazza Affari -11,00 \_  
Grifoglobal \_ \_  
Imi-Italy -14,33 17,62  
Investire Azionario -12,20 14,64  
Lagest Azionario Italia -12,47 18,92  
Mediceo Piazzaffari -10,96 \_  
Oasi Azionario Italia \_ \_  
Padano Indice Italia \_ \_  
Performance Italia \_ \_  
Prime Italy -15,00 15,94  
Professionale Gest. Italia -11,94 \_  
Risparmio Italia Crescita -17,33 \_  
Zecchino \_ \_  
Azionari Italia -12,66 16,37  
Indice Azionari Italiani -10,22 13,94

-----  
-  
FONDI AZIONARI GLOBALI INTERNAZIONALI  
-----

-  
Adriatic Global Fund -3,24 13,97  
Aureo Global 2,56 \_  
Azimut Borse Int. -4,43 \_  
Azimut Trend 2,85 \_  
Bn Mondialfondo -2,55 13,85  
Capitalgest Inter. -0,42 8,82  
Carifondo Ariete -8,83 13,17  
Carifondo Atlante -6,57 13,49  
Carifondo Paesi Emergenti \_ \_  
Cariplo Blue Chips \_ \_  
Centrale G7 Blue Chips \_ \_  
Centrale Global 0,79 13,88  
Cisalpino Action 2,30 \_  
Cliam Azioni Estere \_ \_  
Commodities Equity Fund \_ \_  
Credis Trend \_ \_

Ducato Azionario Intern.	-6,51	9,93
Emerging Market Equity F.	_	_
Eptainternational	3,73	15,92
Euromobiliare Capital F.	4,23	11,18
Fideuram Azione	7,71	15,26
Fondicri Alto Potenziale	_	_
Fondicri Internazionale	1,71	17,17
Fondinvest Paesi Emergen.	-1,99	10,86
Fondinvest Servizi	0,41	13,87
Galileo Internazionale	4,58	12,26
Genercomit Internazionale	4,46	19,07
Geode	-6,48	_
Gesfimi Innovazione	9,16	_
Gesticredit Azionario	5,71	14,59
Gesticredit Pharmachem	13,21	15,12
Gesticredit Privatiz.	_	_
Gestielle I	-4,34	18,19
Gestifondi Az. Inter.	-5,22	_
Gestnord Ambiente	3,80	_
Gestnord Banking	7,02	_
Green Equity Fund	_	_
ING Svil. Eme. Mark. Equity	_	_
ING Sviluppo Indice Glob.	10,32	18,35
Investire Internazionale	2,14	11,76
Lagest Azionario Int.	2,27	15,85
Mediceo Azionario	1,08	_
Mediceo Nuove Frontiere	-7,56	_
Oasi Azionario Internaz.	-2,17	_
Performance Azionario	6,14	_
Personalfondo Azionario	-1,19	12,99
Prime Emerging Markets	-5,42	12,43
Prime Global	-0,25	17,39
Prime Special	_	_
Profes. Gestione Internaz.	4,29	12,57
Risparmio It. Bilanciato	-3,45	13,65
Sanpaolo H. Ambiente	11,89	14,09
Sanpaolo H. Finance	11,26	20,68
Sanpaolo H. International	4,67	15,98
Sanpaolo H. Industrial	4,83	15,43
Sogesfit Blue Chips	5,58	13,26
Tallero	-9,98	_
Zetastock	7,57	16,66
Azionari Globali Internaz.	1,33	13,98

-----  
-  
FONDI AZIONARI INTERNAZIONALI EUROPA  
-----  
-

Adriatic Europe Fund	2,34	15,44
Amerigo Vespucci	_	_
Arca Azioni Europa	_	_
Centrale Europa	6,03	_
Europa 2000	4,18	14,63
Fondersel Europa	1,97	_
Fondinvest Europa	2,33	8,93
Genercomit Europa	8,75	16,79
Gesticredit Euroazioni	6,04	15,37
Imieurope	8,32	16,62
ING Sviluppo Europa	2,33	17,62
ING Sviluppo Olanda	_	_
Investire Europa	6,51	14,82

Prime Merrill Europa 1,96 18,41  
Roloeuropa \_ \_  
Select Europa 5,18 19,10  
Zetaswiss 13,00 28,65  
Azionari Intern. Europa 5,98 16,97

-----  
-

FONDI AZIONARI INTERNAZIONALI AMERICA

-----  
-

Adriatic Americas Fund 9,62 17,25  
America 2000 8,27 \_  
Arca Azioni America \_ \_  
Centrale America 17,79 \_  
Cristoforo Colombo 16,10 21,69  
Fondersel America 15,03 \_  
Genercomit Nordamerica 17,49 19,66  
Gestnord America 18,36 \_  
Imiwest 18,42 18,97  
Ing. Sviluppo America 7,50 13,45  
Investire America 14,50 20,37  
Prime Merrill America 21,49 19,28  
Roloamerica \_ \_  
Azionari Intern. America 15,19 18,48

-----  
-

FONDI AZIONARI INTERNAZIONALI PACIFICO

-----  
-

Adriatic Far East Fund -11,87 16,60  
Arca Azioni Far East \_ \_  
Centrale Emerging Asia \_ \_  
Centrale Estremo Oriente -9,26 \_  
Ferdinando Magellano \_ \_  
Fondersel Oriente -6,22 \_  
Gestnord Far East -6,28 \_  
Imieast -5,42 21,99  
Ing. Sviluppo Asia -28,84 0,96  
Investire Pacifico -9,92 17,78  
Oriente 2000 -3,89 \_  
Prime Merrill Pacifico -6,19 16,08  
Roloorientale \_ \_  
Azionari Intern. Pacifico -6,09 19,30  
Indice Azionari Esteri 1,66 15,36  
Indice Fondi Azionari -4,07 13,38

-----  
-

Identificativo: SS950521020DAA  
Data: 21-05-1995  
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - L'attivit  di market timing e' resa difficile dal comportamento dei sottoscrittori  
I gestori non anticipano il mercato

A cura di Silvio Bencini e Maurizio Murgia

L'ultimo numero di <Tendenze monetarie>, la pubblicazione dell'Ufficio studi della Banca Commerciale Italiana, presenta un interessante studio sui fondi comuni d'investimento italiano e offre un ampio bilancio dell'esperienza dei primi dieci anni.

Qui di seguito riportiamo e commentiamo i risultati del lavoro su due aspetti dei quali gli studiosi della Comit tentano di dare un'interpretazione strettamente quantitativa: l'analisi della performance dei fondi corretta per il rischio e le spiegazioni della volatilit  della raccolta dei fondi.

L'analisi della performance. <Tendenze monetarie> propone un'analisi del tutto simile a quella che viene proposta mensilmente in questa rubrica, con qualche differenza significativa. Il rendimento del fondo viene scomposto in tre componenti: la capacit  di selezione titoli e la capacit  di anticipare il mercato, che rappresentano la bravura del gestore, e il grado di esposizione medio al rischio di mercato.

L'analisi della Comit considera tre grandi categorie di fondi (azionari, bilanciati, obbligazionari) ed estende l'analisi a tutti i fondi dal gennaio 1985 al dicembre 1994, escludendo solo quelli con meno di 24 mesi di vita. Il vantaggio di un campione cos  ampio e' il numero elevato di osservazioni, ma il limite e' che il campione nel corso del tempo ha subito forti modificazioni (basti pensare allo sviluppo dei fondi internazionali).

Il benchmark utilizzato e' lo stesso per tutti i fondi, ed e' un portafoglio rappresentativo della ricchezza finanziaria delle famiglie investita in valori mobiliari costruito utilizzando tipici indici di mercato: 55% obbligazioni italiane, 40% azioni italiane, 3% azioni estere, 2% obbligazioni estere.

Nonostante queste differenze di metodo, i risultati confermano quelli pubblicati da qualche mese in questa rubrica riguardo alle capacit  di "stock picking" e "market timing" dei gestori. Nella capacit  di selezione dei titoli i fondi azionari sembrano in grado di aggiungere valore a una semplice politica di "comprare e aspettare"; i fondi bilanciati sono in linea con il benchmark; i fondi obbligazionari hanno un rendimento rispetto ai benchmark negativo e significativo. Nella capacit  di anticipazione del mercato il quadro e', invece, mediamente negativo. Lo studio della Comit propone una spiegazione di questo fenomeno, che riduce le responsabilit  dei gestori,

osservando che il loro comportamento e' subordinato <all'andamento dei riscatti e della raccolta: i fondi investono in borsa dopo che questa ha raggiunto un picco e le famiglie attratte dalle recenti performance sottoscrivono nuove quote. Non a caso l'errore nel timing dell'investimento e piu' evidente per i fondi azionari>.

Cosa muove la raccolta. La risposta e' nota: i rendimenti passati. Per quante prediche si facciano al pubblico dei risparmiatori la regola del comprare i fondi quando il mercato e' gia' salito e di uscirne quando e' gia' sceso viene rispettata con impressionante regolarita': come si puo' vedere dal grafico, raccolta e rendimento sembrano seguire due andamenti quasi perfettamente sovrapposti. Per valutare il peso dell'effetto gregge nelle scelte dei risparmiatori <Tendenze monetarie> propone un semplice modello nel quale la domanda di fondi viene spiegata con quattro variabili: la domanda nel periodo precedente, il rendimento nel corso del mese, il prodotto interno lordo, il rendimento dei BTp.

Il fattore trascinamento (cioe' la domanda nel periodo precedente) e il rendimento prevalgono nello spiegare la raccolta dei fondi. Un risultato interessante dell'analisi e' la verifica di quanto sia rapida la reazione a una variazione del rendimento del fondo. La rapidita' di reazione ha avuto un andamento divergente nel corso del tempo a seconda dei comparti e, sorprendentemente, e' in discesa per azionari e bilanciati e in salita per gli obbligazionari. I risparmiatori, insomma, sembrano aver capito che l'investimento azionario e' a lungo termine mentre considerano piu' speculativo quello obbligazionario.

Grafici: GRAFICO-01 Raccolta e rendimento dei fondi obbligazionari

#