

Identificativo: SS961103016BAA
Data: 03-11-1996
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - Banche e investitori li snobbano. Eppure c'e'
qualita' tra gli Azionari internazionali
I fondi piu' adatti alla crescita del capitale
SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

Giustamente, la pagina dedicata ai fondi italiani del Sole-24 Ore del 5 ottobre, si intitolava <La Caporetto dei fondi azionari>. Mentre reti di vendita e banche sembrano ormai solo in grado di collocare obbligazionari e monetari puri italiani, i fondi azionari e bilanciati, italiani e internazionali, collezionano da mesi record di raccolta netta negativa.

Se si puo' capire la disaffezione degli investitori per la Borsa italiana, non si giustifica la fuga dagli azionari internazionali. Numeri alla mano avere Borse estere alla lunga ha sempre premiato, con un rischio certamente maggiore di quello dei Cct, ma non cosi' elevato e non cosi' 'intollerabile' da giustificarne addirittura l'assenza dal portafoglio del risparmiatore piu' prudente.

E, come si puo' constatare dall'analisi che segue, l'industria delle gestioni italiane offre numerosi prodotti che in passato hanno realizzato combinazioni di rendimento e rischio sia accettabili in assoluto, sia decisamente migliori di quelle che si sono ottenute nei fondi azionari italiani.

Su 26 fondi azionari internazionali per i quali sono disponibili quattro anni di rendimenti mensili, 10 hanno realizzato un rendimento corretto per il rischio, al netto delle commissioni subite, superiore a 0, e hanno percio' aggiunto valore a una gestione puramente passiva. In realta', considerando che, comunque, i costi che un cliente avrebbe sostenuto per acquistare azioni estere fuori da un fondo (e non tenendo conto dei problemi di diversificazione del portafoglio), si puo' dire che, grosso modo, tutti i fondi appartenenti alla prima meta' della classifica hanno dato un servizio positivo al cliente.

Un discorso analogo vale per i bilanciati internazionali: 3 su 11 hanno creato valore aggiunto, circa la meta' si colloca su valori accettabili in termini relativi a una situazione reale di investimento diretto.

In termini di Indici di Sharpe il quadro e' molto piu' favorevole al gestore. Tutti i fondi azionari e bilanciati escluso uno hanno un valore di indice superiore a 0; ma questo, in realta', piu' che merito dei gestori e' merito del benchmark, che ha un valore elevato, e superato solo da 4 fondi.

Nessuno sopra il benchmark. Nessun fondo riesce a realizzare un rendimento totale superiore a quello del benchmark (93,78%) e solo 3 (Euromobiliare Capital Fund, Carifondo Atlante e Genercomit

Internazionale) superano l'89% in 4 anni. Va ricordato, comunque, che l'indice utilizzato non comprende l'incasso e il reinvestimento dei dividendi e perciò è una misura di riferimento favorevole al gestore di un fondo che, invece, i dividendi può incassarli (sia pure soggetti a ritenute fiscali pesanti).

Sulla significatività dell'analisi si possono fare due osservazioni. La prima è che sia per i fondi azionari sia per i fondi bilanciati abbiamo indici di diversificazione (si tratta dei coefficienti $<R$ quadro> delle regressioni che indicano quanta variabilità del rendimento del fondo è spiegata dalla variabilità del rendimento del benchmark) solo in due casi sopra il 90% e in ben 16 casi inferiori al 70%, con alcuni vistosi valori estremi come quelli dei primi tre fondi bilanciati. I gestori possono essersi allontanati dal benchmark in tanti modi: realizzando distribuzioni del portafoglio fra Paesi molto diverse da quelle dell'indice mondiale, o muovendosi lungo due altre direzioni di rischio e cioè quella del cambio e quella della durata dei portafogli obbligazionari, oppure, infine, utilizzando strumenti derivati. Apparentemente così facendo hanno ottenuto buoni risultati, visto che fra i primi 10 fondi solo Genercomit Internazionale ha un indice di diversificazione superiore all'80%. Ma noi non siamo in grado di dire come ci sono riusciti. La seconda riguarda le due componenti dell'indice di valutazione globale, esposte in dettaglio per ciascun fondo azionario internazionale nella tabella di sinistra.

Gestione attiva o passiva? Questi dati, nel segno e nella dimensione, sono coerenti con i dati che abbiamo presentato altre volte anche per i fondi italiani e indicano una verità nota: i gestori riescono a fare meglio di una strategia 'passiva' (comprare l'indice di borsa e dimenticarselo) quando si impegnano nella selezione dei titoli migliori. Quando cercano di battere l'indice inseguendo la volatilità del mercato (comprare basso e vendere alto) normalmente sbagliano e perdono soldi.

Il problema è che solo questa seconda affermazione è attendibile dal punto di vista statistico. La prima, quella relativa alla capacità di selezione titoli non lo è, perché tutti i coefficienti non sono, dal punto di vista statistico, significativi.

Cio' che stupisce è anche l'enorme dispersione dei valori, dispersione che è presente anche considerando i rendimenti corretti per il rischio. In termini di rendimento totale, fra il primo (Carifondo Atlante) e l'ultimo (Capitalgest Internazionale) ci sono oltre 56 punti percentuali di differenza. In termini di performance corretta per il rischio fra Euromobiliare Capital Fund e Capitalgest Internazionale ci sono più di 35 punti percentuali di rendimento. I replicanti. Qualche commento lo merita l'andamento di Ing Sviluppo Indice, un fondo gestito con una tecnica 'passiva' che prevede la costruzione di un portafoglio di azioni estere in grado di replicare il più possibile l'andamento dell'indice Morgan Stanley. Nei quattro anni il fondo ha sostanzialmente rispettato l'obiettivo di gestione: l'indice di diversificazione, che indica quanta parte della volatilità del rendimento è spiegato dall'indice di Borsa, è pari

al 97% ed e' il piu' elevato della categoria; il rendimento cumulato corretto per il rischio e' inferiore a quello dell'indice stesso ma l'indice di Sharpe e' pari a quello del benchmark.

Questo fondo non gestito, ha il limite di non poter compiere scelte geniali, ma offre anche la importante garanzia di non poter commettere neanche i disastrosi errori di tanti gestori 'attivi' che si e' lasciato alle spalle. E, poiche' nel gioco della gestione vince chi sbaglia meno, la strategia passiva si trova di fatto a essere una strategia che offre risultati mai eccezionalmente positivi, ma mediamente superiori alla media. Al di la' della classifica a quattro anni, dove il fondo occupa l'11# posto su 26 e' interessante osservare i piazzamenti nei quattro anni presi singolarmente: 12# nel '92; 17# su 31 nel '93; 1# su 36 nel '94 e 9# su 43 nel '95.

I dati su Sviluppo Indice, uniti alle considerazioni sui soldi che si perdono nel timing e ai risultati estremamente negativi ottenuti da quelli che sbagliano si possono condensare in una domanda perche' ancora tante societa' di gestione in grado di assumere onesti tassisti si ostinano e operare come se avessero ingaggiato Schumacher?

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 comuni a confronto> sara' nuovamente pubblicato integralmente nell'edizione di <Risparmio & Mercati> di domenica prossima, 10 novembre.

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.

SILVIO BENCINI

MAURIZIO MURGIA

TABELLA-01

DOVE INDOVINANO I GESTORI

=====

Fondo Indice Indice

di selezione di market-timing
titoli

```
=====
Euromobiliare Capital Fund 1,03 -0,72
Carifondo Atlante 0,62 -0,33
Genercomit Internazionale 0,19 -0,09
Zetastock 0,29 -0,14
Personal Fondo Azionario 0,36 -0,23
Carifondo Ariete 0,4 -0,25
Risparmio Borse Internazionali -0,11 0,17
Prime Global 0,45 -0,42
Ing Sviluppo Indice Globale 0,07 -0,11
Fondicri Internazionale 0,19 -0,23
Gesticredit Azionario 0,13 -0,21
Eptainternational -0,07 -0,08
Bn Mondialfondo -0,21 0,06
Sogesfit Blue Chips 0,1 -0,27
Lagest Azionario Internazionale -0,02 -0,15
Centrale Global -0,08 -0,11
Adriatic Global Fund 0,06 -0,27
Professionale Internazionale 0,11 -0,34
Gestielle I -0,44 0,19
San Paolo Hambros -0,12 -0,16
Fideuram Azione -0,08 -0,21
Investire Internazionale -0,18 -0,15
Geode -0,34 -0,11
Capitalgest Internazionale -0,41 -0,05
Media 0,08 -0,175416667
-----
```

TABELLA-02

FONDI BILANCIATI INTERNAZIONALI

Analisi dal mese di Ottobre '92 al mese di Settembre '96

```
=====
Indice Performance %
Cl. Nome fondo -----
Val. Gl. Sharpe Totale Corr. Grado
rischio divers. %
=====
1 Adriatic Multifund 0,127 0,16 72,16 18,12 1,35
2 Fondo Centrale 0,111 0,17 72,42 14,31 14,15
3 Phenixfund 0,102 0,15 71,07 14,45 8,33
4 Gesticredit Finanza -0,012 0,16 65,95 -0,71 71,57
5 Nordmix -0,061 0,14 60,48 -3,49 75,65
6 Gesfimi Internazionale -0,132 0,09 51,20 -7,38 64,37
7 Armonia -0,166 0,06 46,64 -9,19 67,46
8 Gepoworld -0,281 0,00 39,30 -15,05 74,07
9 Arca Te -0,288 0,02 41,47 -15,39 75,15
10 Investire Globale -0,309 0,00 38,34 -16,41 73,57
11 Rolointernational -0,331 -0,02 35,86 -17,49 69,00
Benchmark Msci World 0 0,20 93,78 - -
-----
```

TABELLA-03

FONDI AZIONARI INTERNAZIONALI

Analisi dal mese di ottobre '92 al mese di settembre '96

```
=====
Indice Performance %
-----
Cl. Nome fondo Val. Gl. Sharpe Totale Corr. Grado
rischio divers. %
=====
1 Euromobiliare 0,120 0,21 89,22 15,64 37,24
```

Capital Fund

2 Carifondo Atlante 0,119 0,22 92,71 14,88 41,73
3 Genercomit Internazion. 0,108 0,22 89,36 5,05 89,62
4 Zetastock 0,097 0,22 79,73 7,22 62,95
5 Personalfondo Azionario 0,075 0,20 78,84 6,59 55,97
6 Carifondo Ariete 0,069 0,19 82,68 7,41 49,97
7 Sanpaolo Andromeda 0,041 0,09 56,27 6,17 2,76
8 Ducato Azionario 0,037 0,11 59,95 4,50 12,87
Internazionale
9 Risparmio Borse 0,022 0,13 66,53 2,77 30,51
Internazionali
10 Prime Global 0,019 0,18 83,41 1,43 77,74
11 Ing Sviluppo -0,067 0,19 84,26 -1,90 96,75
Indice Globale
12 Fondicri Internazionale -0,073 0,17 74,88 -2,07 83,40
13 Gesticredit Azionario -0,132 0,15 67,24 -3,73 80,92
14 Eptainternational -0,245 0,13 63,96 -6,81 85,60
15 Bn Mondialfondo -0,255 0,10 55,84 -7,08 63,90
16 Sogesfit Blue Chips -0,284 0,11 57,43 -7,83 72,65
17 Lagest Azionario -0,288 0,13 67,75 -7,95 86,59
Internazionale
18 Centrali Global -0,318 0,12 59,33 -8,74 88,69
19 Adriatic Global Fund -0,342 0,11 62,00 -9,37 80,20
20 Professionale -0,383 0,10 56,29 -10,43 84,15
Internazionale
21 Gestielle I -0,408 0,07 51,91 -11,06 47,98
22 Sanpaolo Hambros -0,473 0,09 56,44 -12,72 80,22
Internazionale
23 Fideuram Azione -0,488 0,11 63,00 -13,11 95,40
24 Investire Internazion. -0,560 0,06 49,13 -14,88 87,21
25 Geode -0,757 0,04 46,13 -19,59 76,34
26 Capitalgest Internaz. -0,776 -0,01 36,33 -20,03 84,15
Benchmark Msci World 0 0,20 93,78 - -

#