

Identificativo: SS951224016BAA
Data: 24-12-1995
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - Su 124 fondi specializzati nel reddito fisso domestico, solo 23 passano l'esame
I gestori obbligazionari? - Vanno scelti con attenzione

SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

Con 66.426 miliardi di patrimonio al 30 novembre, ripartiti in 124 fondi, i fondi obbligazionari a prevalente destinazione domestica rappresentano la parte più importante del patrimonio totale dei Fondi comuni italiani. Questi fondi sono oggi divisi in quattro categorie: Misti italiani, Puri italiani, Specializzati Italia, Specializzati Italia a breve termine. Lo scopo di questa minuziosa divisione in categorie è di garantire una maggiore corrispondenza fra l'etichetta e il contenuto e, soprattutto, per evitare di nuovo che chi crede di aver comprato un fondo monetario, si trovi sulle montagne russe del mercato dei CcT e BTp a lungo termine. Il portafoglio. In realtà, questa garanzia c'è, ma solo in parte. Nel caso degli Specializzati Italia (il limite è alle sole attività a reddito fisso in lire) e degli Specializzati Italia breve termine (la vita media del portafoglio non deve superare 24 mesi) la corrispondenza fra contenitore e contenuto è evidentemente elevata. I Misti italiani prevedono un massimo del 15% in azioni e un massimo del 60% in attività estere. Solo 17 fondi su 26 hanno azioni in portafoglio, con un peso, comunque, molto basso, sempre inferiore al 6% e solo in tre casi (Genercomit, Griforend e Phenixfund) superiore al 5% (a fine novembre). Anche il ricorso alle obbligazioni estere non è frequente: solo in 7 fondi le obbligazioni estere superano il 10% del patrimonio e, comunque, sono sempre inferiori al 30 per cento. I Puri italiani non possono investire in azioni, ma possono avere fino al 40% di obbligazioni estere. In realtà, queste pesano solo per il 10% sul totale dei portafogli e intorno a questa media ci sono forti differenze: su 23 fondi, 6 non ne hanno, 6 ne hanno meno del 10% e solo in due casi (Euromoney e Quadrifoglio Obbligazionario) il peso delle obbligazioni estere si avvicina al limite di categorie (39 e 31 per cento).

La preferenza del pubblico per le cose semplici e facilmente identificabili, da un lato e la volontà delle banche di trasformare, comunque, i titoli in deposito in quote di fondi hanno avuto quest'anno un effetto decisivo sull'andamento della raccolta netta delle diverse categorie. Le quattro categorie considerate insieme hanno subito riscatti netti pari a 1.091 miliardi, ma questa somma è il saldo di 3.218 miliardi di raccolta netta degli Specializzati Italia breve termine e di 4.309 miliardi di riscatti netti delle altre categorie.

L'analisi. Partendo dal dato piu' semplice, osserviamo che solo 2 fondi sui 71 esaminati, Eptobond e Carifondo Ala, hanno un rendimento totale sui quattro anni superiore a quell'indice di mercato e solo altri 4 hanno un rendimento superiore al 50 per cento. In termini corretti per il rischio, utilizzando la nostra regressione, questi due fondi hanno un valore di rendimento positivo rispetto al benchmark, insieme a Gestielle Liquidita'. Al contrario, nessun fondo riesce a battere il benchmark in termini di indice di Sharpe. Se consideriamo le due componenti della performance globale, osserviamo che il market timing da', mediamente, un contributo pari a zero o moderatamente (e, spesso, in modo non significativo) negativo. Al contrario, la selezione titoli ha valori negativi e, in certi casi, con valori assoluti molto elevati, superiori ai 20 centesimi al mese. Una possibile spiegazione e' che dalla fine 1993, i fondi obbligazionari avevano esposto sempre di piu' il portafoglio verso i BTp, con durate ben superiori a quelle medie di mercato. Allontanandosi dall'indice in questo modo i fondi l'hanno pagata due volte: uno, perche' i BTp sono andati malissimo; due, perche', al contrario del passato, i CcT non hanno seguito i BTp nelle crisi periodiche e sono, percio', andati molto bene.

Le ragioni dei gestori. Di fronte alla grande maggioranza di indici di valutazione globale negativi (68 su 71) la prima tentazione e' di prendersela con i gestori del reddito fisso incapaci di fare meglio di un CcT dimenticato a rendere.

Qui occorre fare un paio di precisazioni. La prima, gia' fatta altre volte, riguarda la particolarita' degli indici di mercato obbligazionario rispetto a quelli di mercato azionario che li rende difficilmente superabili dal gestore. La differenza piu' importante sta nel fatto che nel mercato obbligazionario la strategia del 'comprare e tenere' (buy and hold) non e' praticabile perche' il passare del tempo cambia la natura del portafoglio e cio' impone continui ribilanciamenti che comportano costi di transazione. La seconda e' che i gestori di azionario italiano sembrano tanto bravi perche' vengono normalmente confrontati con indici al netto dei dividendi. Se si utilizzano indici che incorporano l'incasso e il reinvestimento dei dividendi, i numeri diventano, anche qui, negativi.

La seconda precisazione riguarda la dimensione assoluta dei numeri. Se gettiamo uno sguardo sui numeri peggiori, troviamo numeri che giustificano le critiche: ci sono fondi che hanno dato un rendimento cumulato inferiore a quello del benchmark di 20 punti percentuali e che, anche correggendo le minori performances per tenere conto del minor rischio assunto, si sono mangiati fra i 10 e i 12 punti percentuali in quattro anni.

Il peso delle commissioni. Ma sono i numeri appena al disotto dello zero che meritano un'analisi piu' approfondita, analisi resa facile dal fatto che il nostro indice di valutazione globale e' una misura assoluta di rendimento percentuale mensile corretto per il rischio prodotto dal fondo al disopra o al disotto del benchmark (al contrario dell'indice di Sharpe, che e' una misura relativa). A

esempio, il primo fondo della categoria Obbligazionari misti italiani, Centrale reddito, ha una performance globale rispetto al benchmark di -0,02% al mese. Su base annua, cio' significa circa 25 centesimi (2 centesimi capitalizzati per 12 mesi) di minor rendimento, un'inezia considerando che 25 centesimi e' meno di quanto si paga per comprare titoli di Stato per importi piccoli e che il termine di paragone e' molto severo.

Al lettore la scelta del livello discriminante. Ma se decidiamo che un livello globale di spese accettabile per avere lo stesso servizio offerto dall'indice Banca d'Italia del mercato telematico, e' dell'1% annuo (il che equivale, nelle nostre tabelle a un indice di valutazione globale pari a 0,08) allora 23 fondi obbligazionari passano l'esame senza problemi.

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.

Foto: FOTO-01 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, 31 dicembre.

Grafici: GRAFICO-01 Fondi obbligazionari

TABELLA-01

FONDI OBBLIGAZIONARI MISTI ITALIANI

Analisi dal mese di dicembre 1991 al mese di novembre 1995

```

=====
==
C Nome fondo Indici Rend. Indice Patri-
l ----- totale di monio
a Val. Selez. Market Indice Sharpe (in
s glob. titoli timing diver. mld)
s.
=====
==
1) Centrale Reddito 0,02 0,05 0,03 72,67 50,62 0,084 621,3
2) Euromobiliare 0,04 0,17 0,13 78,11 50,61 0,076 148,0
   Reddito
3) Fondimpiego 0,05 0,05 0,10 32,12 45,82 0,032 38,8
4) Salvadanaio 0,06 0,01 0,05 82,38 50,09 0,072 48,0
   Obbligazionario
5) Fondinvest 1 0,06 0,05 0,01 39,04 50,17 0,055 701,0
6) Money Time 0,07 0,04 0,03 54,66 43,39 0,004 14,0
7) Rologest 0,08 0,06 0,02 88,19 45,70 0,032 292,6
8) Verde 0,09 0,15 0,06 81,44 46,65 0,042 678,6
9) Rendicredit 0,09 0,06 0,03 94,65 46,96 0,043 2.270,0
10) Griforend 0,09 0,19 0,10 83,15 47,17 0,044 332,7
11) Sforzesco 0,11 0,07 0,04 93,84 45,62 0,028 269,0
12) Corona Ferrea 0,13 0,19 0,06 44,75 43,63 0,006 104,8
   Obbligazionario
13) Gestielle M 0,13 0,12 0,01 56,19 40,30 0,051 99,0
14) Capitalgest 0,14 0,12 0,02 88,13 43,14 0,002 105,5
   Rendita
15) Venetorend 0,14 0,03 0,11 87,16 43,02 0,004 685,4
16) Nagrarend 0,15 0,19 0,04 80,06 44,13 0,010 149,7
17) Euro Antares 0,16 0,19 0,03 81,02 42,46 0,010 932,7
18) Investire 0,18 0,17 0,01 82,01 41,67 0,017 206,0
   Obbligazionario
19) Genercomit 0,18 0,24 0,06 47,12 39,39 0,039 1.891,6
   Rendita
20) Sogesfit Domani 0,18 0,13 0,05 77,02 40,1.6 0,039 41,0
21) Ing Sviluppo 0,19 0,26 0,07 86,98 40,76 0,026 316,2
   Reddito
22) Phenixfund 2 0,20 0,29 0,09 89,29 41,49 0,014 43,4
23) Prime Cash 0,21 0,24 0,03 68,78 36,97 0,080 472,0
24) Aureo Rendita 0,24 0,33 0,09 58,50 37,50 0,054 389,0
-----

```

```

--
TABELLA-02
FONDI OBBLIGAZIONARI PURI ITALIANI
Analisi dal mese di dicembre 1991 al mese di novembre 1995

```

```

=====
==
C Nome fondo Indici Rend. Indice Patri-
l ----- totale di monio
a Val. Selez. Market Indice Sharpe (in
s glob. titoli timing diver. mld)
s.
=====
==
1) Carifondo Ala 0,02 0,04 0,02 67,78 56,41 0,120 1.170,9
2) Gestielle 0,00 0,04 0,04 43,93 47,71 0,084 227,0
   Liquidita'
3) Cisalpino 0,03 0,24 0,21 64,73 50,17 0,073 377,9
   Reddito

```

4) Geporend 0,03 0,02 0,01 92,28 50,35 0,091 389,0
5) Intermoney 0,04 0,04 0,00 22,16 46,38 0,036 699,0
6) Euro Vega 0,05 0,05 0,00 85,18 47,31 0,065 1.307,6
7) Genercomit 0,05 0,02 0,03 87,56 45,69 0,042 240,2
Monetario
Reddito
8) Agrifutura 0,09 0,11 0,02 55,55 45,99 0,031 308,3
9) Azimut Globale 0,09 0,21 0,12 67,68 45,03 0,021 847,0
Reddito
10) Fondicri 1 0,11 0,23 0,12 92,57 48,76 0,052 229,6
11) Euromoney 0,12 0,09 0,03 28,85 41,48 0,018 572,0
12) Quadrifoglio 0,16 0,22 0,06 91,58 42,35 0,012 40,3
Obbligazionario
13) Interbancaria 0,16 0,08 0,08 83,86 40,42 0,046 660,0
Rendita
14) Bn Rendifondo 0,17 0,22 0,05 80,11 33,82 0,129 161,5

--
TABELLA-03
FONDI OBBLIGAZIONARI SPECIALIZZATI ITALIA
Analisi dal mese di dicembre 1991 al mese di novembre 1995

=====
==
C Nome fondo Indici Rend. Indice Patri-
l ----- totale di monio
a Val. Selez. Market Indice Sharpe (in
s glob. titoli timing diver. mld)
s.
=====
==
1) Eptabond 0,05 0,03 0,08 40,31 55,39 0,113 212,4
2) Arca MM 0,04 0,00 0,04 83,65 47,00 0,066 2.547,0
3) Ducato Reddito
Italia 0,04 0,19 0,15 45,84 49,00 0,059 18,0
4) Professionale 0,05 0,03 0,02 64,71 48,66 0,058 573,6
Reddito Italia
5) Gestiras Coupon 0,08 0,04 0,04 92,70 45,96 0,038 2.775,0
6) Nordfondo 0,09 0,03 0,06 91,45 44,03 0,008 903,3
7) Imi Rend 0,11 0,10 0,01 85,37 45,60 0,027 2.374,7
8) Lagest
Obbligazionario 0,11 0,10 0,01 75,46 45,01 0,020 1.229,2
Italia
9) Gestiras 0,14 0,12 0,02 98,34 44,26 0,011 1.674,0
10) Italmoney 0,15 0,21 0,06 69,69 41,95 0,016 1.093,0
11) Fondersel
Reddito 0,16 0,25 0,09 91,17 45,56 0,023 162,0
12) Arca RR 0,16 0,16 0,00 63,71 41,53 0,020 1.975,5
13) Cooprend 0,17 0,12 0,05 90,47 40,16 0,047 31,6
14) Rendifit 0,17 0,14 0,03 84,27 39,36 0,064 252,0
15) Risparmio Italia
Reddito 0,19 0,27 0,08 84,93 41,86 0,013 318,0
16) Mida
Obbligazionario 0,20 0,28 0,08 78,70 38,69 0,057 31,2
17) Prime Club
Obbligazionario
Ita 0,21 0,24 0,03 62,52 38,13 0,054 615,0

--
Benchmark: Indice globale Banca d'Italia di capitalizzazione netto
dei titoli quotati sul mercato telematico dei titoli di Stato.

Rendimento totale: 53,04%. Indice di Sharpe: 0,126

TABELLA-04

FONDI OBBLIGAZIONARI SPECIALIZZATI ITALIA A BREVE TERMINE

Analisi dal mese di dicembre 1991 al mese di novembre 1995

=====

==

C Nome fondo Indici Rend. Indice Patri-
l ----- totale di monio
a Val. Selez. Market Indice Sharpe (in
s glob. titoli timing diver. mld)
s.

=====

==

1) Venetocash 0,04 0,05 0,01 86,80 47,80 0,106 2.228,2
2) Monetario
Romagest 0,05 0,09 0,04 83,28 49,76 0,111 1.015,6
3) Eptamoney 0,06 0,03 0,03 25,24 45,75 0,035 202,7
4) Carifondo
Lire Piu' 0,07 0,14 0,07 63,35 49,54 0,084 1.697,3
5) Sogesfit
Contovivo 0,09 0,09 0,00 75,51 42,72 0,031 153,0
6) Azimut Garanzia 0,09 0,08 0,01 16,24 38,28 0,354 274,0
7) Gesticredit
Monete 0,10 0,08 0,02 86,47 45,59 0,041 4.457,0
8) Rendiras 0,10 0,10 0,00 91,25 44,34 0,017 1.175,0
9) Fideuram Moneta 0,11 0,12 0,01 63,94 43,01 0,015 2.525,2
10) Fondicri
Monetario 0,12 0,17 0,05 72,31 43,59 0,000 607,0
11) Risparmio Italia
Corrente 0,13 0,14 0,01 51,62 44,41 0,014 665,0
12) Primemonetario 0,13 0,15 0,02 66,22 42,30 0,027 1.098,0
13) Gesfimi
Previdenziale 0,14 0,14 0,00 89,26 43,89 0,005 98,0
14) Bn Cashfondo 0,17 0,19 0,02 71,42 40,50 0,063 354,5
15) Imi 2000 0,20 0,17 0,03 74,41 40,80 0,043 1.693,3
16) Personalfondo
Monetario 0,20 0,18 0,02 70,40 38,56 0,097 444,0

--

Benchmark: Indice globale Banca d'Italia di capitalizzazione netto
dei CcT quotati sul mercato telematico dei titoli di Stato.

Rendimento totale: 55,74%. Indice di Sharpe: 0,200

TABELLA-05

FONDI OBBLIGAZIONARI

Patrimonio netto in miliardi di lire - novembre 1995

(In istogramma sono riportati i seguenti dati)

Misti italiani (n. 26) 10.896
Puri italiani (n. 23) 11.392
Spec. Italia a breve t. (n. 47) 25.610
Spec. Itlaia (n. 28) 18.528

#