

Identificativo: SS951029016DAA
Data: 29-10-1995
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE

I gestori prendono piu' rischi se devono recuperare perdite

SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

Che cosa spinge una societa' di gestione a fornire un buon servizio? Nel caso di un fondo comune di tipo aperto, la prospettiva di raccogliere sempre piu' soldi fra gli investitori e la possibilita' di addebitare commissioni di gestione a una massa amministrata sempre piu' grande.

La domanda e la risposta sono banali, ma aprono un argomento interessante, e cioe' quello dell'efficienza degli incentivi offerti ai gestori per fare bene il loro lavoro. Un incentivo e' efficiente se induce l'agente a fare il piu' possibile l'interesse del suo 'principale'. Nel caso del gestore di fondi, l'interesse del cliente e' che sia realizzato il massimo rendimento dato il profilo di rischio del fondo.

Non e' detto, pero', che l'industria dei fondi si comporti in questa maniera. In uno studio recentemente pubblicato dal National Bureau of Economic Research (< Risk taking by mutual funds as a response to incentives >) i due economisti Judith Chevalier e Glenn Ellison discutono la questione partendo dall'osservazione di un dato di fatto: gli investitori premiano i fondi che hanno un risultato passato migliore sottoscrivendone le quote a danno dei fondi peggiori.

I due autori sottopongono a una nuova verifica empirica questa affermazione, e la confermano scoprendo pero' che la relazione e' 'non lineare' e cioe', in parole povere, che il mercato non tratta nella stessa maniera un fondo che va relativamente bene rispetto a un fondo che va relativamente male. In particolare, il premio in termini di sottoscrizioni nell'anno successivo se si va meglio della media e' in genere superiore alla penalizzazione, in termini di riscatti, che riceve il fondo se va peggio della media nella stessa misura.

Questa osservazione concorda con l'osservazione comune. Anche nel mercato italiano, e' vero che la buona performance e' stata premiata, ma e' anche vero che pessimi gestori e pessime performance hanno potuto beneficiare di ingenti flussi di sottoscrizioni. C'e' pero' un problema. Se cosi' stanno le cose, allora il gestore e' incentivato a prendere piu' rischi, soprattutto se deve recuperare posizioni in classifica. Infatti: se gli va bene, verra' premiato dal mercato con molte sottoscrizioni, se gli va male verra' punito, ma con pochi riscatti.

Nel loro studio, Chevalier ed Ellison immaginano che i gestori siano in competizione per il risultato realizzato nell'anno solare, e che a

fine settembre di ogni anno valutino la loro posizione. Se stanno realizzando un risultato peggiore della media hanno un incentivo forte ad aumentare il rischio, in sostanza a giocare d'azzardo nella speranza che esca il colore su cui hanno puntato.

Per verificare la loro ipotesi, i due autori analizzano 400 fondi azionari americani dal 1982 al 1992 e confrontano la rischiosità del loro portafoglio nel periodo gennaio-settembre e nel periodo ottobre-dicembre. Il risultato sorprendente è che questa aumenta in modo significativo, proprio come previsto, e soprattutto per i fondi 'giovani', quelli cioè nati da poco tempo che hanno più bisogno di far crescere il patrimonio in gestione (e che, potremmo aggiungere, sono esclusi dalle analisi di rischio perché presentano poche osservazioni).

Identificativo: SS951029016CAA
Data: 29-10-1995
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - I guadagni degli Obbligazionari esteri sono al di sotto del rendimento dell'indice
Il gioco di cambio e tassi che complica la rischiosita'

A cura di Silvio Bencini e Maurizio Murgia

Le categorie dei fondi Obbligazionari puri internazionali e Obbligazionari misti internazionali hanno il vincolo di investire almeno il 60% del portafoglio in attivita' estere. I misti possono investire il 15% in azioni. A fine settembre le due categorie comprendevano 43 fondi, per la maggior parte di recente costituzione o trasferimento, tanto che solo 9 hanno una storia di rendimenti superiore al minimo di 48 mesi previsto dalla nostra analisi. Con un patrimonio di 7.278 miliardi, rappresentano meno del 6% del totale dei fondi italiani, e sono, da alcuni mesi, oggetto di pesanti riscatti.

E' difficile dire quale sia l'origine dei riscatti: da un lato puo' darsi che i clienti realizzino quello che ritengono un utile ormai consolidato, non ritenendo probabile una ulteriore svalutazione della lira; ma puo' anche darsi che la ripresa delle quotazioni di questi fondi sia l'occasione per uscire da un prodotto che ha offerto si' un rendimento elevato nel corso di questi anni, ma a prezzo, soprattutto nel '94, di rischi elevati. Comunque sia, la nostra analisi offre un quadro per certi versi ambiguo, ma complessivamente non favorevole ai gestori.

Le ambiguita', prima di tutto. Come si puo' notare, la classifica in termini di valutazione globale presenta alcune importanti differenze rispetto a quella basata sulla semplice variazione della quota o dell'indice di Sharpe.

In particolare, Imibond, che e' secondo per rendimento totale e indice di Sharpe, risulta penultimo in base all'indice di valutazione globale. Al contrario, Primebond, che e' quarto in termini di indice di valutazione globale, e' penultimo in termini di rendimento totale e indice di Sharpe.

Quale rischiosita'. La spiegazione e' che in questo caso i due fondi si differenziano molto per il valore del beta (1) rispetto all'indice di mercato, numero che entra negativamente nella valutazione, in quanto espressione dell'esposizione del fondo al rischio. Imibond ha un beta molto elevato (0,896) mentre Primebond ne ha uno molto basso (0,563).

Questo caso mette bene in luce un limite del nostro modello e, in generale, di tutti i modelli in cui il rischio e' espresso da un'unica variabile. Nel caso di un'analisi di portafogli internazionali, le dimensioni di rischio sono invece almeno due

(tassi e cambi) e le possibilità di assumere rischi elevati pur avendo un beta basso sono amplissime (esempio: posizioni coperte in termini di cambio ma molto aggressive in termini di durata dei titoli in portafoglio rispetto all'indice).

Al di là delle posizioni in classifica, osserviamo che non c'è nessun fondo che in termini di rendimento totale abbia superato il risultato ottenuto da un portafoglio non gestito, e cioè quello dei titoli di Stato esteri contenuti nel paniere dell'indice JP Morgan.

La differenza è molto grande, 23 punti percentuali fra il 91% dell'indice e il 68% di Zetabond. In parte può essere spiegata con gli oneri di negoziazione e le spese sostenute dai fondi, oneri e spese che non gravano sull'indice. Inoltre, c'è un problema di differente trattamento fiscale: l'indice descrive una capitalizzazione lorda, mentre le cedole dei titoli di Stato esteri sono soggette a ritenuta, come soggetti a ritenuta sono i premi sulle vendite a termine di valuta (ma non gli utili su cambi).

Un'altra spiegazione sta nella differente esposizione al rischio di cambio. I fondi esteri italiani hanno e continuano ad avere una parte del portafoglio investita in attività in lire superiore al peso che queste hanno nell'indice. I fondi della categoria Misti internazionali a fine settembre avevano solo il 60% del patrimonio investito in obbligazioni estere, mentre per i Puri internazionali la percentuale saliva all'80 per cento. Inoltre, i gestori tendono a coprire il rischio di cambio su parte delle attività denominate in valuta estera. Questo, in tempi di svalutazione della lira, ha ridotto il rendimento relativo, ma si è anche tradotto in un rischio inferiore, almeno per alcuni fondi (e infatti Zetabond e Imibond hanno indici di Sharpe simili a quello del benchmark).

La gestione del cambio. Questa della gestione o meno del rischio di cambio è una questione chiarita in termini tecnici, ma aperta in termini commerciali. In termini tecnici il gestore che copre gran parte del rischio di cambio sul suo portafoglio obbligazionario estero fa bene, perché elimina una componente di volatilità a fronte della quale non riceve, a lungo termine, nessuna remunerazione. In termini commerciali la questione è certamente vista in modo diverso. L'idea di diversificare il solo rischio di tasso a cambio coperto è di difficile spendibilità commerciale, mentre i due aspetti della speculazione (compro valuta per guadagnare) e della protezione (voglio valuta per non diventare più povero) toccano più immediatamente la sensibilità dell'investitore e le capacità argomentative di chi glielo vende. Il risultato è una vita difficile per tutti: gestori e clienti. I primi perché si trovano ad avere, di fatto un doppio benchmark, quello in lire quando la lira è forte, quello in valuta quando la lira è debole e così finiscono per avere una posizione attiva in cambi; i secondi perché dopo aver scoperto, nel 1994, che anche sulle obbligazioni estere si può perdere, hanno scoperto, nel 1995, che perfino quando la lira si svaluta si può non guadagnare.

Alcune società cercano di superare il problema istituendo fondi denominati in valuta, in modo che il gestore operi senza porsi il

problema del rischio di cambio contro lira. Per ora i fondi di questo tipo sono solo 18, con un patrimonio totale in gestione di 34 miliardi. Di questi, 7 sono specializzati nell'area dollaro e 7 nell'area marco.

(1) Il beta e' l'indice che misura la rischiosita' di un portafoglio in relazione all'indice di mercato (benchmark): se il beta e' maggiore di 1, significa che il portafoglio e' piu' rischioso della media del mercato (perche' ne amplifica le oscillazioni), il contrario se e' minore di 1.

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 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.

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, 5 novembre.

TABELLA-01

FONDI OBBLIGAZIONARI PURI E MISTI INTERNAZIONALI

Analisi dal mese di ottobre 1991 al mese di settembre 1995

=====

==

C Nome fondo Indice Rendi- Indice Patri-
l Valutaz. Selez. Market Indice mento di monio
a globale titoli timing divers. totale Sharpe (in

s mld)

s.

=====

==

1 Zetabond 0,07 - 0,15 0,23 74,78 68,97 0,163 15,2
2 Fondersel - 0,10 - 0,39 0,28 74,84 55,81 0,078 192,0
Internazionale
3 Epta 92 - 0,10 0,07 - 0,22 37,94 51,65 0,066 90,1
4 Primebond - 0,18 - 0,50 0,20 64,48 46,30 0,025 231,0
5 Adriatic - 0,20 - 0,11 - 0,14 78,63 59,37 0,089 746,0
Bond Fund
6 Centrale - 0,20 - 0,37 0,21 89,36 58,23 0,088 514,7
Money
7 Arcobaleno - 0,32 0,04 - 0,26 79,56 50,12 0,061 330,8
8 Imi Bond - 0,37 - 0,21 - 0,06 94,42 63,63 0,100 234,0
9 Ing Sviluppo - 0,41 - 0,47 - 0,02 75,70 36,87 - 0,029 217,6
Bond

--

Benchmark: indice JP Morgan mondiale dei titoli di Stato in
dollari,
convertito in lire. Rendimento totale: 91,46% - Indice di Sharpe:
0,185.

#