

Identificativo: SS960428018CAA
Data: 28-04-1996
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - Nell'ultimo anno le gestioni sono comunque migliorate e spesso hanno reso piu' dei BoT
Nei fondi monetari volatilita' elevata e rendimenti non sempre all'altezza
Con un patrimonio di 35mila miliardi costituiscono il 26% del sistema

SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

Nato per offrire al risparmio un veicolo di investimento e diversificazione in mercati complessi, il fondo comune si sta riducendo a sostituire BoT e pronti contro termine.

Nei primi tre mesi dell'anno le tre categorie di fondi comuni dedicate all'investimento in titoli a reddito fisso in lire hanno avuto sottoscrizioni nette per 8.030 miliardi, mentre le sottoscrizioni dell'intero sistema dei fondi sono state di 6.155 (7.911 se si considerano i fondi lussemburghesi). Cio' significa che tutte le altre categorie hanno avuto riscatti netti, sia pure di ammontare limitato.

Al 31 marzo, i soli fondi 'specializzati Italia breve termine' (piu' semplicemente: monetari) avevano oltre 35mila miliardi di patrimonio, pari al 26% del totale. Se si aggiungono i 'puri italiani' e gli 'specializzati Italia' si arriva a circa 67mila miliardi, pari al 50% del totale.

I fondi monetari - dei quali ci occupiamo questo mese - sono fondi un po' particolari.

Da un lato, perche' sono l'unico tipo di fondo nel quale, almeno in linea di principio, al gestore non si chiede di fare 'timing': non c'e' infatti una contrapposizione fra attivita' rischiosa e non rischiosa da comprare o vendere a seconda dell'andamento del mercato. In secondo luogo, perche' lo scopo del fondo e' proprio quello di offrire l'attivita' 'non rischiosa'.

La questione. Quanto sono stati capaci i gestori dei fondi monetari di offrire questo servizio?

I dati contenuti nella tabella qui a fianco offrono un quadro dell'evoluzione del comparto.

Nella parte superiore della tabella sono riportati dati relativi ai rendimenti annui dei fondi monetari nel corso dei quattro periodi di un anno terminati al marzo 1996.

Nella seconda, elaborazioni analoghe si riferiscono alle volatilita' dei rendimenti mensili degli stessi gruppi di fondi negli stessi periodi.

Come si puo' vedere il rendimento medio dei fondi monetari negli ultimi quattro anni si e' mosso all'interno di una banda il cui limite superiore e' il rendimento dei CcT e il cui limite inferiore

e' il rendimento dei BoT. Se si esclude il '94, percio', i fondi hanno in larga parte (35 su 44 nell'ultimo anno) avuto un rendimento che al netto delle commissioni di gestione e' stato comunque superiore a quello dei BoT, il che non e' poco, dovendo sempre ricordare che l'indice Banca d'Italia dei BoT paga commissioni di sottoscrizione e negoziazione.

Un altro dato interessante e' la dispersione dei rendimenti intorno alla media. Di per se' la dispersione dei rendimenti dei fondi di una categoria intorno alla loro media non significa nulla. Per i fondi monetari le cose stanno diversamente, perche' la domanda del cliente e' di avere una volatilita' minima, non di avere rendimenti adeguati al rischio assunto. Se i gestori orientano i loro investimenti in questo senso si dovrebbe riscontrare una sostanziale omogeneita' di rendimenti da fondo a fondo, misurata da una bassa variabilita' dei rendimenti intorno alla media. Come si puo' vedere, il settore si sta evolvendo in questa direzione: mentre nei primi tre anni del periodo che esaminiamo la deviazione standard dei rendimenti era intorno al 2%, nell'ultimo anno e' scesa all'1 per cento. Nel corso del tempo si e' anche ridotta la distanza fra il rendimento minimo e quello massimo: da 9 punti percentuali nel '92 a 7 nel '94 fino a 4 nel periodo terminato a marzo di quest'anno.

Un altro dato interessante e' l'andamento della volatilita' dei rendimenti. Come si puo' notare, questa si e' ridotta fortemente nei quattro anni, anche se la riduzione sembra interamente spiegata dal fatto che meno volatili sono stati strumenti d'investimento sottostanti, BoT e CcT. Il confronto con le volatilita' dei due strumenti mette anche in evidenza come i fondi monetari, ancora oggi, si comportino piu' come CcT che come BoT. Mentre infatti ci sono solo due fondi che nell'ultimo anno hanno avuto una volatilita' di rendimento inferiore a quella dell'indice dei BoT, ce ne sono ben 12 che hanno avuto una volatilita' di rendimento superiore a quella dei CcT e solo 17 che sono stati al disotto almeno delle media fra i due parametri.

I giudizi. In conclusione, il settore tende a una maggiore omogeneita' di prodotto e a una politica di gestione tesa a ridurre la volatilita', ma comunque l'occhio dei gestori rimane rivolto piu' al ricco (ma rischioso) CcT che non al povero (ma prudente) BoT. E proprio perche' esiste questa ambiguita' le nostre analisi di rendimento corretto per il rischio sono questo mese effettuate utilizzando i due parametri di riferimento.

La prima tabella presenta i dati calcolati utilizzando come benchmark il CcT. Il fatto che, come abbiamo gia' visto i fondi monetari abbiano rendimento molto inferiori a quelli dei CcT, ma rischiosita' simile fa si' che nessuno di questi riesca a battere il benchmark, ne' in termini assoluti, ne' tantomeno in termini corretti per il rischio. D'altro canto, i valori del 'grado di diversificazione' sono sufficientemente elevati (soprattutto rispetto a quelli che si ottengono utilizzando il BoT come benchmark) ma in 7 casi su 17 sono inferiori al 70% il che fa pensare che il CcT sia un benchmark accettabile ma non ottimale.

La seconda tabella presenta stime effettuate utilizzando i BoT come benchmark. I numeri ottenuti non sono direttamente paragonabili con quelli precedenti, perché i rendimenti utilizzati sono quelli 'grezzi' anziché depurati del rendimento del BoT. A esempio l'indice di Sharpe è il rapporto fra rendimento e sua deviazione standard, anziché fra rendimento in eccesso rispetto al BoT e sua deviazione standard, e ciò spiega il fatto che i numeri siano tutti positivi e molto più elevati in valore assoluto.

Il cambio di parametro favorisce molto Azimut Garanzia, perché questo fondo persegue proprio la strategia di minimizzare la volatilità del rendimento anche a scapito del rendimento (che è comunque diminuito dalla commissione di gestione). Inizialmente isolata, la strategia di Azimut Garanzia si sta diffondendo presso altri gestori. Nell'ultimo anno, a esempio, ben 14 fondi hanno avuto una volatilità del rendimento mensile inferiore a 0,16%, cioè alla metà di quella dei CcT nello stesso periodo. Azimut Garanzia, con 0,06 rimane quello con il valore inferiore, ma non è più l'unico. Mediceo Monetario, a esempio, ha 0,08, Fideruam Moneta 0,10, Imi 200 e Centrale Cash c/c 0,11, e così via.

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: è 'il valore aggiunto' offerto dal gestore. È il rapporto tra l'extrarendimento mensile del fondo rispetto al benchmark (derivante dall'attività di stock picking e di market timing del gestore) e la sua volatilità.

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

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

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

TABELLA-01

QUATTRO ANNI DI OSSERVAZIONE

Rendimenti e volatilità dei fondi e dei Benchmark.

=====

Periodo 04.92 - 04.93 - 04.94 - 04.95 -

03.93 03.94 03.95 03.96

=====

Rendimenti annui

Media dei Fondi 11,81 12,09 4,98 9,82

BoT 10,18 10,08 8,06 8,89

CcT 11,17 15,42 7,54 12,04

Numero dei fondi 17 24 30 44

Fondi con rendimento

maggiore di:
media BoT/CcT 13 9 1 13
% sul totale 76% 38% 3% 30%
BoT 16 18 1 35
% sul totale 94% 75% 3% 80%

Volatilita' dei rendimenti mensili

Media dei Fondi 1,97 2,28 1,95 1,07
BoT 0,65 0,24 0,13 0,09
CcT 1,27 0,97 0,57 0,32
Numero dei Fondi 17 24 30 44

Fondi con volatilita'

maggiore di:
media BoT/CcT 11 5 14 17
% sul totale 65% 21% 47% 39%
BoT 3 1 0 2
% sul totale 18% 4% 0% 5%
maggiore di CcT 0 7 7 12

TABELLA-02

OBBLIGAZIONARI SPECIALIZZATI ITALIA ALLA PROVA DEI CCT...
Benchmark CcT netto - Analisi dal mese di aprile 1992 al mese di
marzo 1996

=====
==

Indice Performance %

Cl. Nome Fondo Val. Corr. Grado
Gl. Sharpe Totale rischio divers. %
=====

==

1 Venetocash neg. 0,11 47,09 -1,77 87,29
2 Monetario Romagest neg. 0,12 49,15 -2,26 83,50
3 Fondo Forte neg. 0,04 43,99 -2,30 54,55
4 Carifondo lire piu' neg. 0,11 50,29 -2,49 63,42
5 Eptamoney neg. 0,01 43,32 -3,85 25,40
6 Gesticredit monete neg. 0,05 45,21 -4,12 86,40
7 Rendiras neg. 0,02 43,52 -4,23 91,03
8 Sogesfit contovivo neg. neg. 41,89 -4,30 75,41
9 Azimut garanzia neg. neg. 37,20 -4,72 16,57
10 Fideuram moneta neg. neg. 42,00 -5,07 63,02
11 Primemonetario neg. neg. 41,63 -5,94 66,01
12 Fondicri monetario neg. 0,00 42,47 -5,95 72,66
13 Risparmio Italia corrente neg. 0,01 43,18 -6,02 51,04
14 Gesfimi previdenziale neg. 0,01 43,24 -6,14 89,46
15 Bn cashfondo neg. neg. 40,34 -7,20 72,33
16 Imi 2000 neg. neg. 39,53 -9,20 73,59
17 Personalfondo monetario neg. neg. 37,35 -9,44 71,15
Benchmark Mts CcT netto 0 0,20 54,60 - -

--

TABELLA-03

...E A SERRATO CONFRONTO CON I BOT
Benchmark BoT netto - Analisi dal mese di aprile 1992 al mese di
marzo 1996

=====

==

Indice Performance %

Cl. Val. Corr. Grado

Nome Fondo Gl. Sharpe Totale rischio divers. %

=====

==

1	Azimut garanzia	2,517	2,90	37,20	28,47	13,30
2	Eptamoney	0,990	0,82	43,32	51,39	6,13
3	Venetocash	0,979	1,42	47,09	25,76	23,16
4	Fondo Forte	0,971	1,67	43,99	20,48	19,78
5	Sogesfit contovivo	0,951	1,49	41,89	21,65	19,91
6	Rendiras	0,696	1,35	43,52	16,66	29,45
7	Risparmio Italia corrente	0,579	0,77	43,18	28,35	11,14
8	Monetario Romagest	0,575	1,05	49,15	20,52	25,25
9	Fideuram moneta	0,559	1,17	42,00	15,94	20,07
10	Primemonetario	0,524	1,01	41,63	16,96	21,33
11	Gesticredit monete	0,493	1,13	45,21	15,85	16,11
12	Carifondo lire piu'	0,391	0,82	50,29	19,16	16,43
13	Fondicri monetario	0,278	0,97	42,47	9,13	22,90
14	Gesfimi previdenziale	0,250	0,99	43,24	8,14	23,65
15	Imi 2000	0,168	0,76	39,53	6,95	13,75
16	Bn cashfondo	0,162	0,96	40,34	4,86	28,43
17	Personalfondo monetario	0,134	0,85	37,35	4,52	18,20
	Benchmark Mts BoT netto	0	2,12	42,70	-	-

--

#