

Identificativo: SS960128020BAA  
Data: 28-01-1996  
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - Numeri favorevoli per la maggioranza dei fondi che investono nelle Borse estere  
Piu' vincitori che vinti nella sfida dell'azionario internazionale

Silvio Bencini e Maurizio Murgia

Pacifico Europa o America? Grandi possibilita' di crescita con grandi rischi nei Paesi in via di sviluppo (e quali?) o le garanzie dei mercati sviluppati con tassi di sviluppo da economie invecchiate? In pochi anni, i risparmiatori italiani sono passati da un menu che comprendeva tre scadenze di BoT (a tassi fissati dal Tesoro) e le azioni italiane, a uno che comprendeva una ventina di mercati e valute diverse. Alcuni hanno reagito come il morto di fame e sete nel deserto di fronte al banchetto dei gelati nelle vignette della Settimana Enigmistica (prosegue perche' non hanno il pistacchio), altri si sono infilati a testa bassa nelle difficili scelte fra mercati e settori esteri.

Gli specialisti. L'industria dei fondi ha offerto materia in abbondanza; a fine dicembre, oltre a 43 'banali' fondi azionari internazionali esistevano 85 fondi specializzati in investimenti azionari in Europa, America, Pacifico, Mercati Emergenti e settori industriali o Paesi non riconducibili alle altre categorie.

Le societa' di gestione hanno scelto di offrire prodotti molto settorializzati per diversi motivi.

Perche' cosi' si lascia 'in basso', al cliente e al promotore finanziario che lo consiglia, la scelta piu' difficile, quella cosiddetta asset allocation. Perche' si aumenta il numero di tavoli su cui giocare, e percio' la speranza di vincere su uno di questi (i fondi si vendono su rendimenti passati). Perche', infine, i prodotti nuovi non hanno storia di rendimenti e sono piu' commerciabili.

I fondi specializzati esteri sono un fenomeno recente. Escludendo le <Altre specializzazioni>, solo 23 fondi su 64 hanno piu' di quattro anni di vita (o piu' di quattro anni di appartenenza alla stessa categoria) e percio' la nostra analisi e' limitata a pochi prodotti, soprattutto in certe categorie.

Esame superato. Osservando le tabelle congiuntamente, notiamo subito che i numeri sono relativamente favorevoli all'attivita' dei gestori: dei 23 fondi esaminati, ben 14 hanno un indice di valutazione globale positivo e 21 hanno un indice di Sharpe positivo. Alcuni fondi hanno anche un indice di Sharpe superiore o uguale a quello del benchmark: 6 fondi azionari europei (fra questi Zetaswiss, che merita un discorso a parte), 2 fondi asiatici e 2 fondi americani.

Nelle nostre nuove tabelle, oltre agli indici di rendimento corretto per il rischio, pubblichiamo anche l'effettivo ammontare del

rendimento realizzato (o bruciato) dal fondo nei quattro anni, sempre al netto del rischio assunto. Il lettore potrà notare come i rendimenti cumulati siano, al massimo, dell'ordine del 10% in quattro anni (Genercomit Europa e Investire America), cioè a dire di poco più del 2% all'anno.

Il valore aggiunto. Qualche lettore potrà stupirsi e chiedersi se valga la pena pagare un gestore per avere solo il 2% all'anno in più di quanto si avrebbe con una strategia passiva. Considerando la natura dei fondi la risposta è certamente affermativa. Semmai, questi numeri sono utili per capire quanto sia difficile realizzare e illusorio aspettarsi mirabolanti extrarendimenti su benchmark molto diversificati e efficienti come possono essere gli indici di Borsa internazionali.

Tra l'altro, considerando che questi rendimenti sono al netto di tutti i costi di gestione e negoziazione (ma non di sottoscrizione), sono interessanti per l'investitore non solo i numeri positivi, ma anche i numeri negativi 'piccoli' in valore assoluto.

A esempio, fra i fondi americani i tre fondi con segno negativo dell'indice di valutazione globale (Adriatic Americas Fund, Prime Merrill America, Cristoforo Colombo) hanno comunque una performance cumulata corretta per il rischio negativa sì, ma dell'ordine, come massimo, dell'1,1% all'anno (meno cioè delle commissioni di gestione).

Nel complesso, i benchmark scelti sembrano adatti a spiegare l'andamento dei fondi. L'indice di diversificazione (che non è altro che la misura di quanta variabilità del rendimento del fondo è spiegata dal rendimento del benchmark) è sempre molto elevato e superiore al 70%, con la sola esclusione del già citato Zetaswiss e dei due fondi che investono nei mercati emergenti.

Le singole categorie. Veniamo ora alle singole categorie. Nei fondi <Azionari Europa> primeggiano, a quattro anni, Zetaswiss e Genercomit, seguiti da un gruppo, relativamente numeroso, di gestori che hanno grosso modo fatto come l'indice.

Queste posizioni sono confermate anche sul periodo dei due anni più recenti, con la novità però di Centrale Global, che occupa la prima posizione, e con la retrocessione di Select Europa, che risulta dodicesimo.

La categoria degli <Azionari America> è probabilmente quella dove il gioco è più difficile, e dove anche si presenta più spazio per l'attività di stock picking dei gestori; infatti, è grazie a un coefficiente positivo e significativo molto elevato che Investire America è riuscito a realizzare un extrarendimento corretto per il rischio del 10,62% in quattro anni, contro un indice di mercato quasi imbattibile. Il successo di Investire America è però dovuto agli eccellenti risultati nei primi due anni del periodo, perché negli ultimi due risulta solo quinto in classifica, a vantaggio di Genercomit e Prime Merrill.

Infine, i fondi <Azionari Pacifico>. Qui il gruppo con un po' di storia è limitato a quattro fondi, tre con numeri positivi (di cui uno, Prime Merrill, eccellente) e uno con numeri fortemente negativi,

Adriatic Far East Fund. I rendimenti negli ultimi due anni confermano questo risultato: in termini di performance la differenza fra il primo e l'ultimo e' di ben 10 punti percentuali.

TABELLA-01

FONDI AZIONARI SPECIALIZZATI EUROPA

Analisi dal mese di gennaio '92 al mese di dicembre '95

```

=====
=
Indici Performance (%)
-----
C Fondo Valuta- Sharpe Totale Corretta Grado
l zione per il diversi-
a globale rischio ficazione
s (%)
S.
=====
=
1 Zetaswiss 0,38 0,35 177,16 60,85 58,93
-----
-
2 Genercomit Europa 0,20 0,20 96,79 9,60 92,88
-----
-
3 Select Europa 0,07 0,16 83,73 4,53 85,65
-----
-
4 Prime Merrill Europa 0,06 0,16 87,67 4,17 83,40
-----
-
5 Ing Sviluppo Europa 0,01 0,13 77,99 0,76 76,03
-----
-
6 Adriatic Europe Fund 0,00 0,14 77,40 -0,03 85,74
-----
-
7 Gesticredit Euroazioni 0,00 0,15 76,23 -0,04 88,54
-----
-
8 Imieurope 0,00 0,15 86,07 -0,08 95,46
-----
-
9 Investire Europa -0,22 0,08 58,90 -9,17 90,96
-----
-
10 Europa 2000 -0,23 0,08 60,95 -9,30 86,21
-----
-
11 Fondinvest Europa -0,31 -0,02 38,76 -16,45 74,63
-----
-
Benchmark: Indice Morgan 0 0,15 91,80 - -
Stanley Europe
-----
-

```

ZETASWISS

Rendimento annuo composto a 3 anni 25,88

Variazione % a 1 anno 30,66

TABELLA-02

FONDI AZIONARI SPECIALIZZATI AMERICA

Analisi dal mese di gennaio '92 al mese di dicembre '95

```
=====
=
C Indici Performance (%)
1 -----
a Fondo Valuta- Sharpe Totale Corretta Grado
s zione per il diversi-
s. globale rischio ficazione
=====
=
1 Investire America 0,14 0,22 102,19 10,62 79,62
-----
-
2 Imiwest 0,04 0,18 103,49 2,52 89,76
-----
-
3 Genercomit NordAmerica 0,00 0,17 92,92 -0,07 91,43
-----
-
4 Adriatic Americas Fund -0,02 0,15 86,01 -1,69 75,84
-----
-
5 Prime Merrill America -0,03 0,15 79,99 -1,74 86,58
-----
-
6 Cristoforo Colombo -0,05 0,14 80,88 -4,62 78,86
-----
-
Benchmark: Indice Morgan - 0,18 101,35 - -
Stanley North America
-----
-

```

TABELLA-03

FONDI AZIONARI SPECIALIZZATI PACIFICO

Analisi dal mese di gennaio '92 al mese di dicembre '95

```
=====
=
Indici Performance (%)
1 -----
C Fondo Valuta- Sharpe Totale Corretta Grado
l zione per il diversi-
a globale rischio ficazione
s (%)
s.
=====
=
1 Prime Merrill Pacifico 0,07 0,11 65,48 5,45 76,98
-----
-
2 Investire Pacifico 0,03 0,09 61,47 2,13 75,60
-----
-
3 Imi East 0,01 0,08 67,34 1,05 92,72
-----
-

```

4 Adriatic Far East Fund -0,08 0,04 49,43 -7,91 78,62

-----  
-  
Benchmark: Indice Morgan 0 0,08 69,19 - -  
Stanley Far East  
-----

-  
TABELLA-04

FONDI AZIONARI SPECIALIZZATI PAESI EMERGENTI

Analisi dal mese di gennaio '92 al mese di dicembre '95

=====

C Indici Performance (%)

1 -----  
a Fondo Valuta- Sharpe Totale Corretta Grado  
s zione per il diversi-  
s. globale rischio ficazione

=====

1 Prime Emerging Markets -0,15 0,00 37,72 -19,19 49,84

-----

2 Fondinvest Paesi -0,26 -0,10 11,59 -33,36 39,72  
Emergenti

-----

Benchmark: Indice Morgan 0 0,13 101,10 - -  
Stanley Emerging Markets  
(23)

-----

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.

Le classifiche sono stilate sulla base dell'indice di valutazione  
globale. Gli indici di valutazione globale e di Sharpe misurano  
l'efficienza della gestione attiva di portafoglio del fondo. Essi  
indicano il rendimento aggiuntivo generato dalla gestione per ogni  
aumento (a esempio: 1%) della rischiosita' del portafoglio.

I due indici si differenziano nella tipologia di rischio di  
portafoglio considerato: l'indice di Sharpe utilizza la volatilita'  
totale, mentre l'indice di valutazione globale tiene conto del  
rischio mantenuto nei confronti del benchmark (tracking error). Per  
il periodo esaminato, la performance totale e' la rivalutazione  
della

quota del fondo, mentre la performance corretta per il rischio e'  
la

somma dell'extra-rendimento del fondo generato dalla gestione di  
portafoglio attiva (selezione titoli e market timing).

Il modello di analisi della performance utilizza come tasso privo  
di

rischio il Bot a 6 mesi. Il grado di diversificazione misura quanta  
parte della performance del fondo dipende dall'andamento del suo  
benchmark.

#