

Identificativo: SS970413016BAA

Data: 13-04-1997

Testata: IL SOLE 24 ORE

Non solo performance - La performance poco attraente dei fondi a reddito fisso punta il dito sulla qualita' della gestione di questi strumenti

Una delusione dai fondi obbligazionari

Risulta sconcertante il confronto dei rendimenti assoluti con quelli del benchmark

Silvio Bencini e Maurizio Murgia

A fine marzo i fondi obbligazionari italiani non specializzati nel breve termine avevano un patrimonio gestito totale di 81mila miliardi circa, pari al 34% del totale. Insieme agli <specializzati Italia breve termine> (altri 83mila miliardi) rappresentano il 70% del totale dei patrimoni affidati dai risparmiatori italiani ai gestori di fondi.

Gran parte di questo patrimonio si e' costituito lo scorso anno e nei primi due mesi del 1997, grazie alla raccolta tumultuosa degli sportelli bancari che trasformano cosi' raccolta indiretta in 'risparmio gestito' di gran lunga piu' redditizio.

Nel mese di marzo e' arrivata la grande delusione: fondi a 'reddito fisso' venduti come una prima difesa contro la caduta dei rendimenti dei BoT hanno avuto rendimenti negativi, che sono apparsi inconcepibili ai sottoscrittori i quali hanno prontamente trasformato le sottoscrizioni in (limitati) riscatti.

Non e' il caso di ripetere perche' sbagliano i sottoscrittori che riscattano.

Ma analizzando le performance dei fondi delle tre categorie degli 'obbligazionari misti', 'puri' e 'specializzati Italia' si e' portati a pensare che nel caso di moltissimi fondi hanno comprato una qualita' di gestione decisamente modesta.

Ricordiamo che i fondi 'misti' hanno ampia facolta' di investire in titoli esteri (fino al 60%) e azioni (fino al 15%) il che li rende una categoria con risultati potenzialmente molto diversi rispetto a quelli di un indice obbligazionario italiano. I 'puri' non possono comprare azioni, ma hanno facolta' di investire in titoli esteri fino al 40% del patrimonio. Solo gli 'specializzati Italia' hanno un profilo di rischio solamente obbligazionario italiano, con tutti i vantaggi e limiti che cio' comporta.

Un quadro sconcertante. Confrontando i rendimenti assoluti delle tre categorie con quelli del benchmark emerge un quadro sconcertante. In termini di rendimento globale cumulato nei sei anni, solo 2 fondi su 52 riescono a superare quello dell'indice Banca d'Italia generale di capitalizzazione netto dei titoli di stato quotati sul mercato telematico. Si tratta di due fondi 'puri', Carifondo Ala e Cisalpino Reddito. Immaginando di sottrarre all'indice Banca d'Italia un punto all'anno di rendimento per i costi di transazione e le commissioni di gestione, il rendimento globale dell'indice passa da 91,28% a 81,2

per cento. Anche concedendo questo 'handicap' ai gestori, il numero dei fondi che riescono a battere questo rendimento rimane basso, ed e' pari a 13.

La dispersione dei rendimenti. Un altro dato interessante e' la dispersione di questi rendimenti. Sul periodo di 6 anni la distanza accumulata fra i primi e gli ultimi e' enorme se si considera il profilo di rischio relativamente contenuto dei fondi appartenenti a queste categorie: 32 punti percentuali nei fondi 'puri', 28 punti percentuali nei fondi 'specializzati Italia' e 25 punti percentuali nei fondi 'misti'. In termine di deviazione standard si constata che i fondi con piu' elevata dispersione (8,69%) sono quelli 'specializzati Italia' mentre quelli con la dispersione minore (6,69%) sono i 'misti'. Ci si aspetterebbe il contrario, perche' il maggiore accesso ai mercati esteri e alle azioni dovrebbe produrre maggiore e non minore dispersione. La spiegazione (gia' proposta altre volte in questa rubrica) e' che di fatto si possono combinare piu' guai muovendosi lungo la curva dei rendimenti che non comprando un po' di azioni o valute estere (l'indice dei BTp nel periodo considerato ha avuto una volatilita' su base annua doppia rispetto a quella dei CcT e cinque volte a quella dei BoT).

In generale il minor rendimento non e' stato ottenuto con riduzioni del rischio tali da compensare il sacrificio. In termini di indice di Sharpe nessun fondo riesce, su 6 anni, a battere il valore dell'indice Banca d'Italia (0,1738) e solo 8 su 52 hanno un valore superiore a 0,10. Da notare che ci sono ben 6 fondi che hanno avuto rendimenti inferiori a quello del BoT (utilizzato come tasso senza rischio nel calcolo dell'indice di Sharpe) e percio' presentano valori negativi.

La classifica dei rendimenti corretti per il rischio presenta poche sorprese: fra i 'misti' italiani i primi quattro per rendimento globale (Centrale Reddito, Salvadanaio Obbligazionario, Rendicredit, Genercomit Rendita) sono anche i primi quattro per valore dell'indice di Sharpe; lo stesso accade per gli 'specializzati Italia', Eptabond e Arca RR sono primi in entrambe le classifiche; le uniche sorprese si riscontrano nei 'puri', dove a fianco di Carifondo Ala e Cisalpino Reddito, primi in entrambe le classifiche, troviamo Geporend e Gestielle Liquidita' con un indice di Sharpe relativamente superiore alla loro performance assoluta.

La volatilita'. Osservando gli indici R quadro, che indicano la percentuale di volatilita' del rendimento di ciascun fondo spiegata dalla volatilita' dell'indice, mediamente l'indice Banca d'Italia appare un parametro appropriato di confronto. Vi sono pero' casi di valori eccezionalmente bassi, come quelli di Fondimpiego (0,336, 5[^] in classifica), Prudential Obbligazionario (0,463, ultimo) fra i 'misti', Intermoney (0,472, 4[^] in classifica) e Euromoney (0,547, 9[^] in classifica) fra i 'puri' e Eptabond (0,576, 1[^] in classifica) e Ducato Reddito Italia (0,489, 3[^] in classifica) fra gli 'specializzati Italia'.

Esaminiamo le tre categorie sempre in termini assoluti e' utile verificare la stabilita' dei rendimenti generati. In sostanza, si

tratta di verificare se la classifica a sei anni descriva un comportamento continuato anche di recente o solo un periodo fortunato ormai terminato.

Per farlo consideriamo separatamente le due classifiche a tre anni dal '91 al '94 e dal '94 al '97 escludendo dal conto i nuovi arrivati.

Nella categoria dei 'puri italiani' questa verifica riserva poche sorprese. Carifondo Ala e Cisalpino Reddito ci confermano i primi nei due sotto-periodi, mentre qualche modifica riguarda in peggio Euromobiliare reddito (dal 3^o al 9^o posto) e in meglio San Paolo Vega (dal 12^o al 3^o posto) e Euromoney (dall'11^o al 4^o posto).

Considerando i fondi nuovi negli ultimi tre anni Cisalpino Reddito e Carifondo Ala devono dividere le prime posizioni con due fondi Deutsche Bank (Oasi Obbligazionario Italia e Oasi Monetario Italia) e Personal Lira.

Nella categoria 'misti italiani' vi sono differenze piu' pronunciate.

In positivo ci sono i casi di Fondimpiego, che passa dal 19^o posto in classifica nei primi tre anni al 1^o nei successivi tre, con un rendimento cosi' elevato (39,48% e un indice di Sharpe pari a 0,288) che gli consente di realizzare, a sei anni, un 5^o posto in classifica, di Gestielle (dal 18^o al 3^o posto) e di Rologest (dal 15^o al 5^o posto). In negativo, vanno rilevati i casi di Griforend, Phenixfund e Rologest, che nella classifica a sei anni risultano al 7, 8 e 9 posto ma negli ultimi tre anni si sono rispettivamente piazzati al 16, 15 e 14 posto.

Infine, gli 'specializzati Italia'. Fra i peggioramenti osserviamo Eptabond, che negli ultimi tre anni e' 18^o, Professionale Reddito Italia (16^o) e Lagest Obbligazionario Italia (17^o). Due fondi in netto miglioramento sono invece San Paolo Fondi Antares (2^o) e Nordfondo (3^o).

Peggiora la qualita' della gestione. Al di la' delle posizioni in classifica, l'esame dei risultati ottenuti dai fondi negli ultimi tre anni mostra un sensibile peggioramento della qualita' della gestione.

Infatti, i fondi che riescono a battere l'indice (+ 30,46%) passano da 2 a 5, e quelli che battono l'indice corretto per i costi (+ 26,91%) passano da 13 a 15. Ma questi limitati miglioramenti di risultato sono stati ottenuti a prezzo di rischi troppo elevati.

Mentre a sei anni, come abbiamo visto, ci sono solo 6 fondi con un indice di Sharpe negativo, a tre anni il numero sale a 36 su 58 fondi considerati.

TABELLA-01

FONDI CONTRO INDICE

(volatilita' e performance dei fondi obbligazionari e degli indici Bankitalia)

Fondi Comuni - periodo 31/3/91 - 31/3/97

=====

Perform. Perform. Perform.

% su base media

annua mensile

=====

(Cap. Netto) CcT Indice 88,46% 11,13% 0,89%

(Cap. Netto) BtP Indice 101,61% 12,38% 0,99%
 (Cap. Netto) BoT Indice 70,31% 9,27% 0,74%
 (Cap. Netto) Generale 91,28% 11,40% 0,91%
 Prime Obb. Misti Ital. 78,25% 10,10% 0,81%
 Prime Obb. Puri Italia 78,23% 10,10% 0,81%
 Prime Obb. Sp. Italia 74,72% 9,74% 0,78%
 Fideuram Obb. Misti Italia 78,12% 10,09% 0,81%
 Fideuram Obb. Puri Italia 76,94% 9,97% 0,80%
 Fideuram Obb. Sp. Italia - 9,97% 0,80%

=====
 Dev.Stan
 Deviazione su base Indice di
 Standard annua Sharpe
 =====

(Cap. Netto) CcT Indice 0,751 2,601 0,196
 (Cap. Netto) BtP Indice 1,505 5,212 0,166
 (Cap. Netto) BoT Indice 0,293 1,016 0
 (Cap. Netto) Generale 0,978 3,390 0,173
 Prime Obb. Misti Ital. 1,145 3,966 0,063
 Prime Obb. Puri Italia 0,942 3,263 0,075
 Prime Obb. Sp. Italia 1,008 3,491 0,043
 Fideuram Obb. Misti Italia 1,119 3,876 0,064
 Fideuram Obb. Puri Italia 0,877 3,037 0,068
 Fideuram Obb. Sp. Italia - - 0,068

TABELLA-02

OBBLIGAZIONARI A CONFRONTO
 (Periodo: 29/3/91 - 28/3/97)

=====
 Performance Performance Dev. Stan
 % su base su base
 annua (%) annua
 =====

PURI ITALIANI

 1) Carifondo Ala 98,54 12,10 4,633
 2) Cisalpino Reddito 96,85 11,94 4,336
 3) Euromobiliare Reddito 84,34 10,72 4,316
 4) Intermoney 83,79 10,67 4,572
 5) GepoRend 82,16 10,50 3,369
 6) Fondicri I 80,64 10,35 4,678
 7) S. Paolo Fondi Vega 80,33 10,32 2,969
 8) Gestielle Liquidita' 79,49 10,23 2,368
 9) Euromoney 79,26 10,21 3,951
 Azimut Globale Reddito 77,03 9,98 3,524
 GenerComit Monetario 74,73 9,74 2,253
 Quadrifoglio Obbligaz. 74,42 9,71 3,871
 Agrifutura 72,51 9,50 4,133
 Interbancaria Rendita 65,95 8,80 2,914
 Benchmark: Indice generale 91,28 11,40 3,388
 Bankitalia dei titoli di Stato

MISTI ITALIANI

 1) Centrale Reddito 90,41 11,32 3,855
 2) Salvadanaio Obbligaz. 87,57 11,04 4,205
 3) Rendicredit 84,15 10,70 3,951
 4) GenerComit Rendita 83,91 10,68 3,356
 5) Fondimpiego 80,74 10,36 3,610
 6) Sforzesco 79,99 10,28 3,532
 7) Griforend 78,26 10,10 3,676

8) Phenixfund 2 76,43 9,91 4,592
9) Rologest 76,22 9,89 3,223
Aureo Rendita 76,14 9,89 4,537
Ing Sviluppo Reddito 74,28 9,69 3,904
Gestielle M 74,04 9,67 3,222
Capitalgest Rendita 73,60 9,62 3,529
Nagrarend 73,54 9,61 4,618
Venetorend 72,07 9,46 3,591
Investire Obbligaz. 71,11 9,36 4,241
Prime Cash 70,91 9,33 3,921
Money Time 66,32 8,84 2,595
Prudential Obbligazion. 65,05 8,70 5,692

SPECIALIZZATI ITALIA

1) Eptabond 88,59 11,14 4,556
2) Arca RR 84,82 10,77 3,406
3) Ducato Reddito Italia 84,05 10,69 4,463
4) Professionale Redd. Ita. 81,75 10,46 4,286
5) Italmoney 79,51 10,23 3,761
6) Imirend 77,32 10,01 3,766
7) Verde 76,82 9,96 3,799
8) Lagest Obbligaz. Italia 75,84 9,85 4,184
9) S. Paolo Fondi Antares 75,12 9,78 3,674
Gestiras 75,08 9,78 3,615
Mida Obbligazionario 73,54 9,61 3,814
Risparmio Ita. Reddito 72,85 9,54 4,236
Nordfondo 72,41 9,49 2,425
Gestiras Coupon 71,18 9,36 2,791
Prime Club Obb. Italia 69,25 9,16 4,370
Fondinvest 1 69,13 9,15 4,373
Cooprend 68,96 9,13 3,203
Euromob. Rendifit 64,64 8,66 3,153
BN Rendifondo 60,30 8,17 3,437

=====
Indice Beta R
di Sharpe Quadro
=====

PURI ITALIANI

1) Carifondo Ala 0,169 1,203 0,774
2) Cisalpino Reddito 0,170 1,056 0,681
3) Euromobiliare Reddito 0,097 1,160 0,830
4) Intermoney 0,089 0,927 0,472
5) GepoRend 0,104 0,956 0,926
6) Fondicri I 0,069 1,294 0,879
7) S. Paolo Fondi Vega 0,100 0,817 0,870
8) Gestielle Liquidita' 0,114 0,585 0,701
9) Euromoney 0,070 0,862 0,547
Azimut Globale Reddito 0,060 0,892 0,736
GenerComit Monetario 0,062 0,629 0,895
Quadrifoglio Obbligaz. 0,037 1,075 0,886
Agrifutura 0,023 0,996 0,668
Interbancaria Rendita -0,036 0,798 0,861
Benchmark: Indice generale 0,1738 - -
Bankitalia dei titoli di Stato

MISTI ITALIANI

1) Centrale Reddito 0,148 1,032 0,823
2) Salvadanaio Obbligaz. 0,119 1,171 0,891

3) Rendicredit 0,104 1,138 0,953
4) GenerComit Rendita 0,118 0,954 0,929
5) Fondimpiego 0,087 0,617 0,336
6) Sforzesco 0,083 1,008 0,935
7) Griforend 0,068 0,978 0,813
8) Phenixfund 2 0,046 1,270 0,879
9) Rologest 0,058 0,885 0,867
Aureo Rendita 0,044 1,078 0,849
Ing Sviluppo Reddito 0,036 1,045 0,823
Gestielle M 0,040 0,775 0,665
Capitalgest Rendita 0,034 0,967 0,862
Nagrarend 0,028 1,174 0,743
Venetorend 0,021 0,983 0,862
Investire Obbligaz. 0,013 1,147 0,840
Prime Cash 0,012 1,047 0,819
Money Time -0,037 0,596 0,605
Prudential Obbligazion. -0,017 1,143 0,463 1)

SPECIALIZZATI ITALIA

1) Eptabond 0,177 1,020 0,576
2) Arca RR 0,124 0,965 0,922
3) Ducato Reddito Italia 0,092 0,921 0,489
4) Professionale Redd. Ita. 0,082 1,100 0,757
5) Italmoney 0,075 1,034 0,868
6) Imirend 0,059 1,047 0,888
7) Verde 0,055 1,049 0,877
8) Lagest Obbligaz. Italia 0,045 1,121 0,825
9) S. Paolo Fondi Antares 0,044 0,995 0,843
Gestiras 0,044 1,055 0,979
Mida Obbligazionario 0,031 1,012 0,809
Risparmio Ita. Reddito 0,025 1,174 0,883
Nordfondo 0,031 0,685 0,916
Gestiras Coupon 0,016 0,783 0,905
Prime Club Obb. Italia 0,001 1,133 0,772
Fondinvest 1 0,000 1,165 0,816
Cooprend -0,005 0,858 0,825
Euromob. Rendifit -0,045 0,878 0,891
BN Rendifondo -0,078 0,904 0,794

Performance: variazione percentuale del valore della quota nel periodo, tenendo conto degli eventuali proventi reinvestiti. Performance su base annua: performance del periodo annualizzata con la legge dell'interesse composto. Deviazione standard: dispersione intorno alla media dei rendimenti mensili del fondo. Deviazione standard su base annua: e' calcolata moltiplicando la deviazione standard mensile per la radice quadrata di 12 (il numero dei mesi nell'anno). Indice di Sharpe: rapporto fra la differenza fra i rendimenti mensili del fondo e il rendimento senza rischio (Bot) e la deviazione standard dei rendimenti stessi. Consente di rapportare i rendimenti realizzati al rischio globale corso per ottenerli. Beta: misura l'esposizione del fondo al rischio di mercato in termini lineari. Valori superiori a 1 esprimono una esposizione a variazioni del mercato superiore a quella del mercato stesso e viceversa valori minori di 1. R quadro: e' una misura della capacita' del benchmark di spiegare la variabilita' del rendimento del fondo.

#