

Identificativo: SS970202020AAA
Data: 02-02-1997
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - Con quale continuita' i prodotti piu' efficienti si riconfermano tali? Ecco un'analisi ad hoc
Vana la ricerca dei fondi migliori se i risultati non sono persistenti

Silvio Bencini e Maurizio Murgia

Nel settore del risparmio gestito ci sono due temi ricorrenti che ancora non hanno trovato una sistemazione conclusiva. 1) La gestione attiva di portafoglio produce valore aggiunto? 2) Si possono identificare i fondi d'investimento che possono sistematicamente produrre delle elevate performance? Il dibattito tra economisti e operatori e' stato, e' tutt'ora intenso e lo sara' ancora per molto tempo. Tuttavia, di fronte all'enorme mole di studi che sono stati prodotti negli ultimi 30 anni le risposte obiettive che ci sentiamo di dare sono: si' alla prima, quando pero' consideriamo i rendimenti dei fondi prima dei costi e delle commissioni di gestione, mentre e' sicuramente no alla seconda se, al solito, si guarda soprattutto alle performance passate.

Oggi, come gia' avevamo fatto due anni fa (15 gennaio 1995) affronteremo il secondo problema, conosciuto anche come la persistenza della performance di portafoglio. Due anni fa eravamo andati alla ricerca di quei fondi che avevano mostrato una continuita' dei risultati raggiunti nei precedenti quattro anni. Oggi, con molti piu' fondi nel nostro database ripetiamo l'esercizio per gli ultimi sei anni.

L'analisi superficiale. Nelle tabelle si possono osservare i fondi migliori (primi 5 o 3 a seconda della numerosita' della categoria) e i fondi ultimi in classifica rispettivamente per il primo triennio esaminato (gennaio 1991-dicembre 1993) e per quello appena ultimato (gennaio 1994-dicembre 1996). Il nostro approccio, come sempre, privilegia le classifiche sulla base della performance corretta per il rischio, sintetizzata dall'indice di valutazione globale.

Tuttavia, vengono anche presentate le performance non corrette, se il lettore pensa che questo puo' aiutarlo nelle sue decisioni. Inoltre, il lettore deve poi prendere coscienza che occorre guardare a periodi non sovrapposti, onde evitare una dei piu' banali errori che e' possibile fare nelle analisi di persistenza. Da questa grande quantita' di nomi e numeri cosa si ricava? Naturalmente una ricca base di dati per valutare e prendere importanti decisioni.

Il primo aspetto che vogliamo sottolineare e' quello dei fondi che chiameremo superstar. Sono tali quei fondi che hanno realizzato una performance corretta per il rischio positiva in entrambi i periodi, collocandosi nelle prime posizioni di classifica. Ne abbiamo evidenziato solo 5: tra questi, per usare il linguaggio del rating,

possiamo dare la AAA a Salvadanaio azionario e Genercomit Europa, perché il loro indice è cresciuto progressivamente, mentre ad altri fondi superstar riusciamo a dare solo AA perché il loro indice si è invece ridotto nel secondo triennio. Si tratta di Centrale Capital, Zetastock e Salvadanaio bilanciato. Per la gran parte dei fondi presenti nelle prime posizioni del primo triennio, si potrà notare, non c'è stata una continuità di risultati nel triennio successivo. L'analisi approfondita. C'è persistenza nella performance dei fondi italiani? La risposta, scontata, si può dare attraverso un semplice colpo d'occhio alla sintesi della base di dati che abbiamo utilizzato e che abbiamo riprodotto nelle tabelle. Non c'è infatti bisogno di elencare la batteria di test statistici utilizzati che hanno tutti rifiutato l'ipotesi che i fondi migliori del primo periodo, in media, non sono poi i migliori nel successivo. C'è però una buona notizia: i test rifiutano anche l'ipotesi che i fondi peggiori del primo periodo, non sono poi (in media) i peggiori del periodo successivo. In definitiva, anche nel settore dei fondi italiani, si può dire che la classifica di un periodo successivo indipendente tende a regredire verso la media.

Le cause. Ma perché non si osserva una persistenza nella performance dei fondi d'investimento? Ci possono essere diverse spiegazioni.

1 - L'efficienza dei mercati. Come è noto a tutte le persone di buon senso, è assai difficile immaginare che un singolo gestore (o un team di gestione) abbia sistematicamente a disposizione le migliori informazioni possibili per guidare in anticipo le scelte di portafoglio. Questo è infatti ciò che serve per raggiungere delle performance positive ed evidenziarle continuamente. Se quindi non si osserva una persistenza, forse i mercati sono troppo efficienti per il livello tecnico con cui sono gestiti i portafogli. Ma se viceversa si osserva la persistenza ciò è indice di inefficienza dei mercati? No, perché i mercati non sono estremamente efficienti, e con grande fatica e applicazione si possono ottenere dei risultati. Ci sono molti esempi di gestori che hanno raggiunto delle obiettivi extra-performance. Quando le loro idee e metodi di lavoro vengono conosciute e utilizzate, le elevate performance svaniscono. Se invece le buone idee non appaiono sistematicamente nel mercato, allora osserveremo che le extra-performance sono forti in certi periodi e inesistenti in altri. Tutto ciò ci fa capire che la persistenza dovrebbe essere analizzata a livello di gestore e non di fondo. Un esercizio che in pratica è difficile da realizzare perché non disponiamo, come in altri mercati, dei dati su questo mercato del lavoro.

2 - Le commissioni. Se un fondo raggiunge delle buone performance, in media, riesce ad attirare nuovi flussi di sottoscrizioni e quindi ad accrescere ulteriormente il patrimonio gestito. Se il livello delle commissioni è fisso e parametrato al patrimonio, la società che gestisce il fondo top vedrà aumentare il flusso di ricavi e quindi soddisfare la sua funzione di profitto. Tuttavia, in tale situazione, anche i sottoscrittori vedranno soddisfatte le loro utilità, perché in realtà l'incidenza dei costi diminuirà all'aumentare del

patrimonio, per effetto delle economie di scala notoriamente rilevanti in questo settore. Ma cosa succede se le commissioni crescono piu' che proporzionalmente al crescere del patrimonio, per effetto delle cosiddette commissioni di incentivo o di performance? La buona performance del fondo sara' comunque deteriorata dal livello di costi piu' elevato e, quindi, o si riesce a ottenere dei risultati eccezionali o altrimenti si retrocedera' in classifica. Nei mercati statunitensi, in media, i fondi top performers, mantengono intatta la struttura delle commissioni, proprio perche' i ricavi e i profitti comunque aumentano al crescere della massa gestita. Che nelle commissioni di gestione dei fondi italiani ci sia qualche problema, e' stato confermato dagli stessi gestori nel recente forum organizzato dal Sole-24 Ore (27 dicembre 1996). In quella sede e' infatti emersa la necessita' di porre mano a questo problema in vista di un futuro, sempre piu' probabile, con rendimenti a una cifra. Consiglio finale per i sottoscrittori. Le implicazioni delle nostre analisi per le scelte dei fondi da parte dei sottoscrittori sono chiare: occorrono ben altre informazioni oltre alla performance passata per aumentare le probabilita' di scegliere i fondi vincenti del prossimo triennio. Agli investitori che comunque vogliono scegliere i fondi sulla base delle performance passate suggeriamo la seguente strategia: scegliete solo un fondo buono che sia il piu' idoneo al vostro orizzonte e obiettivo d'investimento. Come abbiamo cercato di illustrare l'attivita' di selezione (ranking) dei fondi migliori puo' essere descritta come un processo statistico che in media, nel periodo successivo, produce risultati negativi. Se si tentasse di creare un portafoglio di fondi il rendimento negativo si accentuerebbe. Assumendo la normalita' dei rendimenti dei fondi (e quasi sempre e' cosi') le nostre elaborazioni ci dicono che nel periodo esaminato le probabilita' che un fondo al top nel primo periodo dia un rendimento positivo (corretto per il rischio), nel secondo periodo sono del 23%. Con un portafoglio equi-distribuito tra 5 fondi top nel primo periodo le probabilita' di ottenere un rendimento positivo nel secondo periodo sono solo del 12%. Non vi sorprendete, ma in queste strategie di portafoglio la diversificazione non paga,

Questa settimana la rubrica <Non solo performance> prende il posto del consueto tabellone <I fondi comuni a confronto>, che sara' nuovamente pubblicato integralmente nell'edizione di <Risparmio & Mercati> di domenica prossima 9 febbraio.

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: e' <il valore aggiunto> offerto dal gestore. E' il rapporto tra l'extrarendimento mensile del fondo rispetto al benchmark (derivante dall'attivita' di stock picking e di market timing del gestore) e la sua volatilita'.

TABELLA-01

LA PERSISTENZA NEGLI AZIONARI E NEI BILANCIATI

=====

Analisi di performance orizzonte 36 mesi da gennaio 94 dicembre 96

Nome fondo Indice Performance

val. Gl. totale (%)

=====

AZIONARI ITALIANI

Primi 5

1 Salvadanaio Azionario 0,21 22,21

2 Fondo Trading 0,15 29,67

3 Industria Romagest 0,09 20,95

4 Centrale Capital 0,07 18,42

5 Euromobiliare Risk 0,07 20,78

Ultimi 5

23 Azimut Globale Crescita -0,33 1,95

24 Interbancaria Azionario -0,34 2,97

25 Aureo Previdenza -0,38 0,12

26 Finanza Romagest -0,52 -5,09

27 Gestielle B -0,54 -6,25

AZIONARI INTERNAZIONALI

Primi 5

1 Ing. Sviluppo Indice Globale 0,119 27,60

2 Zetastock 0,062 29,52

3 Ducato Azionario Internazionale 0,004 25,19

4 Gesfimi Innovazione -0,104 19,24

5 Genercomit Internazionale -0,111 18,54

Ultimi 5

27 Capitalgest Internazionale -0,400 2,30

28 Adriatic Global Fund -0,406 1,80

29 Investire Internazionale -0,433 0,52

30 Gestifondi Azion. Internaz. -0,450 -1,52

31 Gestielle I -0,545 -6,14

AZIONARI SPECIALIZZATI ITALIA

Primi 3

1 Capitalras 0,075 16,72

2 Arca Azioni Italia 0,064 16,87

3 Professionale Gestione Italia 0,054 16,39

Ultimi 3

14 Gestielle A -0,230 4,32

15 San Paolo Aldebaran -0,235 2,59

16 Carimonte Azionario Italia -0,298 0,90

AZIONARI SPECIALIZZATI EUROPA

Primi 3

1 Centrale Europa 0,252 38,08

2 Genercomit Europa 0,172 33,04

3 Gesticredit Euroazioni 0,009 27,26

Ultimi 3
13 Euromobiliare Europe Equity Fund -0,402 14,09
14 Select Europa -0,416 15,10
15 Investire Europa -0,455 13,83

AZIONARI SPECIALIZZATI AMERICA

Primi 3
1 Prime Merrill America 0,070 46,37
2 Genercomit Nordamerica -0,202 35,90
3 Fondersel America -0,336 29,85

Ultimi 3
9 Adriatic Americas Fund -0,837 15,58
10 America 2000 -0,917 14,79
11 Cristoforo Colombo -1,054 9,47

AZIONARI SPECIALIZZATI PACIFICO

Primi 3
1 Euromobiliare Tiger Far East -0,038 23,57
2 Prime Merrill Pacifico -0,191 -1,18
3 Imi East -0,223 -14,18

Ultimi 3
7 Adriatic Far East Fund -0,606 -18,84
8 Investire Pacifico -0,612 -15,13
9 Centrale Giappone -0,713 -23,55

BILANCIATI ITALIANI

Primi 5
1 Salvadanaio Bilanciato 0,189 24,76
2 Carifondo Libra 0,142 24,37
3 Professionale Risparmio 0,136 30,47
4 Fondattivo 0,089 25,82
5 Ing. Sviluppo Portfolio 0,080 24,48

Ultimi 5
32 Capitalgest Bilanciato -0,347 7,16
33 BN Sicurvita -0,453 4,31
34 BN Multifondo -0,519 2,75
35 Aureo -0,522 2,12
36 Intermobiliare 0,533 3,46

BILANCIATI INTERNAZIONALI

Primi 3
1 Phenixfund -0,086 18,92
2 Gesticredit Finanza -0,134 16,85
3 Fondo Centrale -0,141 15,21

Ultimi 3
12 Investire Globale -0,43 -0,50
13 Fideuram Performance -0,44 -1,29
14 Oriente Romagest -0,51 -5,59

=====

Indice Performance
Nome fondo val. Gl. totale (%)

=====

AZIONARI ITALIANI

Primi 5

1 Lombardo 0,33 78,62
2 Primecapital 0,21 62,85
3 Salvadanaio Azionario 0,18 59,06
4 Centrale Capital 0,18 60,80
5 Azimut Globale Crescita 0,17 66,76

Ultimi 5

13 Gepocapital -0,057 39,88
14 Capitalgest Azione -0,083 37,35
15 Interbancaria Azionario -0,101 35,81
16 Venture Time -0,110 32,41
17 Gestielle B -0,156 30,46

AZIONARI INTERNAZIONALI

Primi 5

1 Centrale Global 0,23 82,20
2 Genercomit Internazionale 0,17 96,74
3 Fondicri Internazionale 0,12 84,17
4 Zetastock 0,09 78,01
5 Arca27 0,08 74,33

Ultimi 5

14 Fideuram Azione -0,11 65,77
15 Investire Internazionale -0,16 56,76
16 Risparmio Borse Internazionale -0,17 45,70
17 Personalfondo AZ -0,22 45,91
18 Ducato Azionario Internazionale -0,22 37,26

AZIONARI SPECIALIZZATI ITALIA

Primi 3

1 Primeclub Azionario Italia 0,22 64,05
2 Ing. Sviluppo Azionario 0,21 69,68
3 Lagest Azionario Italia 0,13 58,34

Ultimi 3

6 Investire Azionario -0,13 36,37
7 Carimonte Azionario Italia -0,18 30,00
8 Gestielle A -0,34 21,70

AZIONARI SPECIALIZZATI EUROPA

Primi 3

1 Prime Merrill Europa 0,19 103,27
2 Ing. Sviluppo Europa 0,04 77,14
3 Genercomit Europa 0,03 78,92

Totali 0,26 -

Ultimi 3

4 Europa 2000 0,01 69,50
5 Fondinvest Europa -0,01 53,89
6 Euromobiliare Europe Equity Fund -0,10 49,20

AZIONARI SPECIALIZZATI AMERICA

Primi 3

1 Cristoforo Colombo 0,055 96,62
2 Genercomit Nordamerica 0,016 99,16
3 Euromobiliare America Equity Fund 0,001 52,33

Ultimi 3

N.d.
N.d.
N.d.

AZIONARI SPECIALIZZATI PACIFICO

Primi 3

1 Prime Merrill Pacifico 0,34 89,74
2 Euromobiliare Tiger 0,10 45,32
3 Ing. Sviluppo Asia -0,12 3,31

Ultimi 3

N.d.

N.d.

N.d.

BILANCIATI ITALIANI

Primi 5

1 Quadrifoglio Bilanciato 0,311 62,45
2 Salvadanaio Bilanciato 0,242 58,59
3 Aureo 0,220 64,72
4 Primerend 0,220 66,70
5 Azimut Bilanciato 0,220 70,35

Ultimi 5

31 Nagracapital -0,24 31,32
32 BN Multifondo -0,24 30,68
33 Rolomix -0,27 30,53
34 Mida Bilanciato -0,51 17,06
35 Fondattivo -1,26 -12,92

BILANCIATI INTERNAZIONALI

Primi 3

1 Arca TE 0,34 84,22
2 Gesticredit Finanza 0,05 66,10
3 Rolointernational -0,03 52,48

Ultimi 3

5 Adriatic Multi Fund -0,20 46,11
6 Nordmix -0,21 55,27
7 Phenixfund -0,38 33,20

LA PERSISTENZA NEGLI OBBLIGAZIONARI
=====

Analisi di performance orizzonte 36 mesi da gennaio 94 a dicembre 96

Indice Performance

Nome fondo val. Gl. totale (%)
=====

OBBLIGAZIONARI MISTI ITALIANI

Primi cinque

1 Fondimpiego 0,292 42,48
2 Gestielle M -0,068 27,84
3 Rologest -0,077 30,18
4 Salvadanaio Obbligazionario -0,131 30,88
5 Genercomit Rendita -0,137 27,75

Ultimi cinque

15 Griforend -0,478 19,93
16 Primecash -0,498 20,19
17 Ing. Sviluppo Reddito -0,564 18,29
18 Aureo Rendita -0,566 18,92
19 Phenixfund 2 -0,578 19,44

OBBLIGAZIONARI PURI ITALIANI

Primi cinque

1 Oasi Obbligazionario Italia 0,184 37,85
2 Oasi Monetario Italia 0,086 29,96
3 Personal Lira 0,014 32,15
4 Genercomit Monetario -0,247 27,20
5 Sanpaolo F. Vega -0,469 27,24

Ultimi cinque

14 Azimut Globale Reddito -1,668 20,52
15 Agrifutura -1,863 18,94
16 Fondicri 1 -1,963 20,17
17 Intermoney -2,005 17,36
18 Pitagora -2,140 18,74

OBBLIGAZIONARI PURI INTERNAZIONALI

Primi tre

1 Zetabond -0,087 17,47
2 Oasi Obbligazionario internazionale -0,173 14,69
3 Euromobiliare Internat Bond -0,252 10,28

Ultimi tre

21 Performance Obbligazionario -0,741 -4,45
22 Primebond -0,780 -5,43
23 Lagest Obbligazionario Internazionale -0,801 -6,46

OBBLIGAZIONARI ITALIANI SPEC. BREVE TERMINE

Primi cinque

1 Capitalgest Moneta 0,046 28,44
2 Investire Monetario -0,110 28,17
3 Select Riserva Lire -0,204 25,98
4 Centrale Conto Corrente Cash -0,250 25,20
5 Fondo Forte -0,362 25,17

Ultimi cinque

23 Fondicri Monetario -1,363 19,78
24 Personalfondo Monetario -1,505 18,69
25 Risparmio Italia Corren. -1,799 15,32
26 Eptamoney -1,804 13,76
27 Mida Monetario -2,797 9,86

OBBLIGAZIONARI SPEC. ITALIA

Primi cinque

1 Ducato Reddito Italia 0,124 38,56
2 Nordfondo -0,457 27,09
3 Arca MM -0,609 25,22
4 Gestiras Coupon -0,987 23,15
5 Cooprend -1,079 21,52

Ultimi cinque

18 Risparmio Italia Reddito -2,071 20,12
19 Fondersel Reddito -2,163 21,62
20 Eptabond -2,360 18,02
21 Bn Rendifondo -2,722 14,59
22 Fondinvest 1 -3,211 13,95

=====

Indice Performance

Nome fondo val. Gl. totale (%)

=====

OBBLIGAZIONARI MISTI ITALIANI

Primi cinque

1 Centrale reddito 0,21 56,34
2 Aureo Rendita 0,07 53,71
3 Primecash 0,04 48,66
4 Griforend -0,02 50,73
5 Phenixfund 2 -0,03 55,14

Ultimi cinque

15 Gestielle M -0,34 39,57
16 Rologest -0,35 39,72
17 Nagrarend -0,35 47,12
18 Investire Obbligazionario -0,38 42,59
19 Fondimpiego -0,77 26,10

OBBLIGAZINARI PURI ITALIANI

Primi cinque

1 Cisalpino Reddito 0,336 61,33
2 Carifondo Ala 0,246 62,53
3 Intermoney 0,244 61,14
4 Azimut Globale Reddito 0,195 52,93
5 Euromoney 0,117 52,22

Ultimi cinque

9 Sanpaolo F. Vega -0,075 47,23
10 Geporend -0,076 49,96
11 Genercomit Monetario -0,235 41,03
12 Quadrifoglio Obbligazionario -0,314 44,77
13 Interbancaria Rendita -0,400 40,26

OBBLIGAZIONARI PURI INTERNAZIONALI

Primi tre

1 Primebond 0,18 75,55
2 Zetabond 0,16 66,96
3 Centrale Money 0,12 75,46

Ultimi tre

5 Adriatic Bond Fund 0,02 79,26
6 Ducato Reddito Internazionale -0,02 37,23
7 Imi Bond -0,63 68,42

OBBLIGAZIONARI ITALIANI SPEC. BREVE TERMINE

Primi cinque

1 Eptamoney 0,30 50,64
2 Carifondo Lire Piu' 0,29 54,23
3 Risparmio Italia Corrente 0,19 49,79
4 Fondicri Monetario 0,10 45,09
5 Monetario Romagest 0,04 46,38

Ultimi cinque

11 Euromobiliare Contovivo -0,14 38,00
12 Rendiras -0,18 39,38
13 Imi 2000 -0,20 43,60
14 Bn Cashfondo -0,21 40,08
15 Mida Monetario -1,52 35,08

OBBLIGAZIONARI SPEC. ITALIA

Primi cinque

1 Eptabond 0,37 66,45
2 Professionale Reddito Italia 0,21 57,62
3 Mida Obbligazionario 0,20 52,15

4 Italmoney 0,18 54,40
5 Primeclub Obbligazionario Italia 0,08 51,38
Ultimi cinque
16 Nordfondo -0,49 39,30
17 Euromobiliare Rendifit -0,49 42,67
18 Cooprend -0,50 42,77
19 Gestiras Coupon -0,56 43,01
20 Ducato Reddito Italia -0,96 38,72

#