

ANALISI FONDI COMUNI

# Rischi sistemici al test dei fund selector

**Nella costruzione di portafogli con fondi di terzi si rende sempre più necessaria un'analisi qualitativa che eviti l'eccessiva concentrazione in singole aree geografiche o temi specifici**

di **BIAGIO CAMPO**

**I**l ruolo del fund selector, la figura professionale preposta alla costruzione di portafogli attraverso fondi comuni d'investimento, è cambiato nel corso degli ultimi anni avvicinandosi a quello di gestore. Il contesto di incertezza che si vive sui mercati ha fatto sì che, nel processo di selezione dei fondi, il fund selector deve includere un maggior numero di variabili che vanno oltre la mera analisi quantitativa. L'andamento altalenante del mercato finanziario italiano negli ultimi anni testimonia che gli investitori attribuiscono al nostro Paese anche rischi specifici trascurati in passato. Abbiamo chiesto a **Fabio Catalano**, portfolio manager di AcomeA Sgr, **Ruggero Carraro**, fondatore di Horo Capital, **Carlo Gentili**, socio fondatore di Nextam Partners e **Gabriele Roghi**, responsabile consulenza investimenti di Invest Banca, cosa cambia nel processo di selezione fondi quando i rischi di un mercato di riferimento sono legati ad aspetti politici e sistemici, piuttosto che a quelli economici e societari.

**I criteri di analisi**

“La selezione quantitativa attraverso un'analisi per percentile dei componenti del peer group che utilizza numerosi dati statistici (la performance rolling, la performance annuale, la deviazione standard, lo sharpe ratio e il drawdown, su un periodo di analisi rolling di tre anni) non si modifica

in funzione dei rischi specifici di un singolo mercato - spiega Catalano - a meno che non si selezionino prodotti che investono unicamente nel mercato stesso. In relazione alla costruzione del portafoglio in fondi di terzi, l'analisi qualitativa è determinante per verificare la concentrazione in singole aree, settori o temi di investimento che rappresentano i gestori selezionati. La verifica della composizione dei singoli portafogli permette quindi di realizzare l'asset allocation più in linea con le proprie convinzioni. La volatilità dei

**Il ruolo dei fund selector si sta avvicinando sempre di più a quello dei gestori**

mercati può diventare un'opportunità, determinando posizionamenti tattici senza modificare la composizione core del portafoglio”. Per la costruzione dei portafogli “è fondamentale - secondo Gabriele Roghi - effettuare valutazioni di opportunità che per loro stessa natura non possono essere inserite in dati quantitativi. Valutare lo scenario geopolitico o la situazione sociale e politica delle singole nazioni diventa determinante nella selezione”. “Il caso della primavera araba di inizio 2011 è emblematico: il tema di investimento era spinto dalle case pro-

dotto, nascevano come funghi nuovi strumenti che investivano nell'area, poi sono arrivati i disordini ed il valore degli investimenti è diminuito. Discorso radicalmente diverso per i problemi dell'eurodebito ampiamente conosciuti e che ognuno valuta a proprio modo. Diventa quindi fondamentale il fattore soggettivo, che necessita di una costante informazione, di un processo di analisi a 360° di molte voci differenti per formare un'idea non mainstream e adeguare in modo coerente il portafoglio di investimento”, prosegue Roghi. Di parere contrario Carraro, per il quale eventuali rischi politici presenti nei Paesi più sviluppati non vanno anteposti a un'analisi di tipo fondamentale. Ad esempio, guardando “il rapporto deficit/Pil oppure il Total net government liabilities/Pil dell'Italia, inferiore rispetto a quello della maggior parte dei Paesi europei e degli Usa (Italia 364%, Francia 549%, Germania 418%, Inghilterra 442%, Usa 541%) il nostro Paese non risulta particolarmente rischioso”.

**Il punto di vista della boutique**

“Per quanto riguarda la selezione di gestori azionari abbiamo sempre prediletto un processo d'investimento basato sull'analisi fondamentale nella convinzione che fosse la scelta migliore per affrontare periodi di mercato complessi, inclusi quelli con la presenza di rischi politici e sistemici”, sottolinea Gentili di Nextam Partners. Per quanto riguarda invece la selezione di fondi obbligazionari valgono i medesimi principi di diversificazio-



ne e qualità ma, a causa della maggior sensibilità dell'asset class a rischi politici e sistemici, "poniamo particolare attenzione nel ricercare fund manager abili nella gestione di mandati con un certo grado di libertà in termini di posizionamento sulla curva dei rendimenti e di selezione geografica degli emittenti". In un processo bottom up è importante comprendere dove si collocano le vendite di un'azienda, qual è la solidità dei clienti, mentre è secondario il domicilio o il luogo di quotazione. "E' fondamentale analizzare dove si collocano le vendite di un'azienda, qual è la

solidità dei clienti, mentre è secondario il domicilio o il luogo di quotazione. Anzi in molte occasioni l'incapacità del mercato di approfondire le analisi consente ai gestori di approfittare di quotazioni scontate", continua Gentili.

### Selezionare l'esposizione all'Italia

La correlazione del mercato italiano è elevata rispetto a quelli dell'area mediterranea mentre è bassa rispetto alle aree core quali Francia e Germania e a quelle ex-euro come UK, Svizzera e Paesi scandinavi. Le elezioni politiche e i rischi di ingovernabilità hanno aumentato la dispersione del mercato italiano, che reagisce con un beta più elevato alle notizie politiche ed economiche. "Effettuando un'analisi quantitativa sui prodotti europei, in base a differenti dati statistici - continua Catalano - i gestori che hanno avuto una significativa esposizione sul mercato italiano (che ha sottoperformato i principali indici europei negli ultimi sei anni) non emergono in termini di consistenza e di rapporto rischio rendimento". Tuttavia quando si investe sul segmento specifico del lusso la presenza di aziende italiane è elevata. Storicamente la correlazione tra comparto azionario ed obbligazionario a livello mondiale è aumentata nel corso degli ultimi anni. Per il mercato italiano il legame tra spread e comparto bancario, che pesa circa il 45% del listino,

è estremamente elevata, anche se ultimamente il problema maggiore viene dalle sofferenze, legate alla debolezza del ciclo economico. "Quest'ultimo è a sua volta legato, in modo un po' meno intuitivo, con lo spread e resta collegato ai problemi del comparto bancario: meno crescita, meno sostenibilità del debito privato, maggiori sofferenze, debolezza del comparto bancario", osserva Roghi. In considerazione della posizione della Bce espressa la scorsa estate "è probabile che la correlazione tra obbligazioni e Piazza Affari rimarrà elevata solo nel tratto medio lungo della curva dei titoli a tasso fisso, mentre nel tratto fino a tre anni la correlazione sarà meno pronunciata", sottolinea Catalano. Tuttavia, "per quanto riguarda le società con da un elevato livello di esportazioni e un minor ricorso al finanziamento bancario, si potranno osservare casi di de-correlazione tra mercato obbligazionario e azionario. In ogni caso, ci vorrà ancora molto tempo prima che le valutazioni tornino, come prima della crisi, ad essere influenzate più dal settore d'appartenenza che dal Paese di residenza", termina Gentili. "Il fatto che l'Italia abbia un deficit/Pil inferiore al 3% farà sì che non ci sarà bisogno di un ulteriore piano di austerità nel breve termine; l'Europa, e in particolare l'Italia, sono sicuramente a buon mercato in termini di valutazioni (p/e)", conclude Carraro. **F**

## LA TENDENZA DI MEDIO E LUNGO TERMINE PER GLI INDICI FIDEURAM SUI FONDI COMUNI

dati aggiornati al 26.03.2013

INDICI FONDI FIDEURAM	MEDIO TERMINE	LUNGO TERMINE	INDICI FONDI FIDEURAM	MEDIO TERMINE	LUNGO TERMINE
Indice Fid. azionario Italia	▶	▲	Indice Fid. obbligazionari corporate	▶	▲
Indice Fid. azionario eurozona	▲	▲	Indice Fid. obbligazionari Usd	▶	▶
Indice Fid. azionario Europa	▲	▲	Indice Fid. obbligazionari gov. medio t. Usd	▶	▶
Indice Fid. azionario America	▲	▲	Indice Fid. obbligazionari emergenti	▶	▶
Indice Fid. azionario Pacifico	▲	▲	Indice Fid. obbligazionari inter. gov.	▶	▶
Indice Fid. azionario emergenti	▶	▲	Indice Fid. obbligazionari altre spec.	▶	▶
Indice Fid. bilanciati	▶	▲	Indice Fid. obbligazionari flessibili	▶	▲
Indice Fid. bilanciati obbligazionari	▶	▲	Indice Fid. monetari eurozona	▶	▲
Indice Fid. obbligazionari misti	▶	▲	Indice Fid. flessibili	▶	▲
Indice Fid. obbligazionari gov. breve t.	▶	▶			
Indice Fid. obbligazionari gov. medio t.	▶	▶			

fonte: Elaborazione F su dati Bloomberg

Gli indici Fideuram rappresentano un valore di sintesi calcolato giornalmente prendendo a riferimento il sistema di classificazione dei fondi adottato da Assogestioni. Gli indici sono calcolati come media ponderata delle quotazioni giornaliere dei fondi rientranti in una data categoria. La tendenza di medio termine si riferisce al possibile andamento dell'indice in un orizzonte temporale di 6 mesi mentre quella di lungo termine si riferisce al possibile andamento dell'indice in un orizzonte di 12 mesi.