



White Paper – Fuori dai Fondi Ciclopici

Documento Tecnico

DIAMAN SCF S.r.l.

Dipartimento Quantitativo

Autori:

Daniele Bernardi

+39 041 5969507

daniele@diaman.it

Ultimo Aggiornamento:
31 agosto 2013

Premessa

Mi sono sempre chiesto come una persona, ma anche un team di persone, potessero gestire un fondo comune di investimento con più di 10 Miliardi di valore.

Alcuni mesi fa Bill Gross, guru di Pimco, alla vigilia dello storno dei mercati obbligazionari (aprile 2013), ha annunciato che il periodo d'oro dei mercati obbligazionari era finito; ci aveva azzeccato in pieno, peccato che il suo fondo principale, abbia in seguito perso più della media; perché? La vera ragione è che il fondo in questione ha una dimensione di oltre 27 miliardi di Dollari, quindi se decide di vendere, fa mercato, ovvero affossa qualsiasi titolo lui abbia in portafoglio e quindi si auto-penalizza.

Lo scopo di questo lavoro è verificare se la dimensione di un fondo e la raccolta netta di nuovo denaro influisca o meno nei rendimenti dello stesso, sia in fase positiva di ribasso degli spread, come è avvenuto nel 2011 e 2012, sia in fase negativa in cui i tassi di interesse si sono di nuovo alzati, seppur ancora limitatamente.

Introduzione

Nel 2011 ho assistito ad una magnifica presentazione di Yossi Brandes di New York¹, relativa a quanto incidessero i costi legati all'impatto sul mercato derivante dalle scelte di fondi da 2 a 20 miliardi, dimostrando con un grafico che conservo ancora oggi, che un fondo da 20 miliardi, con una strategia in grado di dare sulla carta il 10% all'anno, se muoveva il fondo con un turnover di tre volte in un anno in realtà non guadagnava il 10% ma addirittura perdeva soldi.

Negli ultimi anni, i fondi comuni di investimento dedicati alla categoria obbligazionari, sia Emerging Market che Corporate Bond, ma anche governativi, hanno restituito agli investitori dei rendimenti fantastici, spesso sopra al 10% all'anno, attirando a sé flussi costanti di denaro che non hanno fatto altro che ingigantire le masse di pochi nomi molto noti e molto bravi commercialmente.

Il risultato di questi flussi di denaro è stato un indiscriminato restringimento degli spread, ovvero della differenza tra titoli di qualità e titoli di minore qualità, poiché questi gestori dovevano comunque collocare centinaia se non migliaia di milioni di euro in un mercato obbligazionario, grande sì, ma non infinito.

Anche un investitore poco esperto, può facilmente capire che tale fenomeno è simile a buttare benzina sul fuoco, l'effetto è subito importante, il riscaldamento è immediato, ma l'accelerazione del processo di combustione porterà a rimanere senza legna più in fretta e quindi a non potersi più riscaldare più avanti.

Lo stesso effetto lo si sta vivendo nel mercato obbligazionario oggi, dove si stanno scontando gli eccessi degli anni scorsi, e dove probabilmente sarà difficile trovare rendimenti interessanti nei prossimi anni.

Risultati

Abbiamo fatto un'analisi su oltre 2100 fondi obbligazionari europei, per capire se la dimensione dei fondi possa incidere nel bene e nel male sulle performance; sono scaturiti dei risultati molto interessanti che confermano il problema della dimensione del fondo.

Da tale analisi², riportata nei grafici qui sotto, si evincono alcuni aspetti molto importanti:

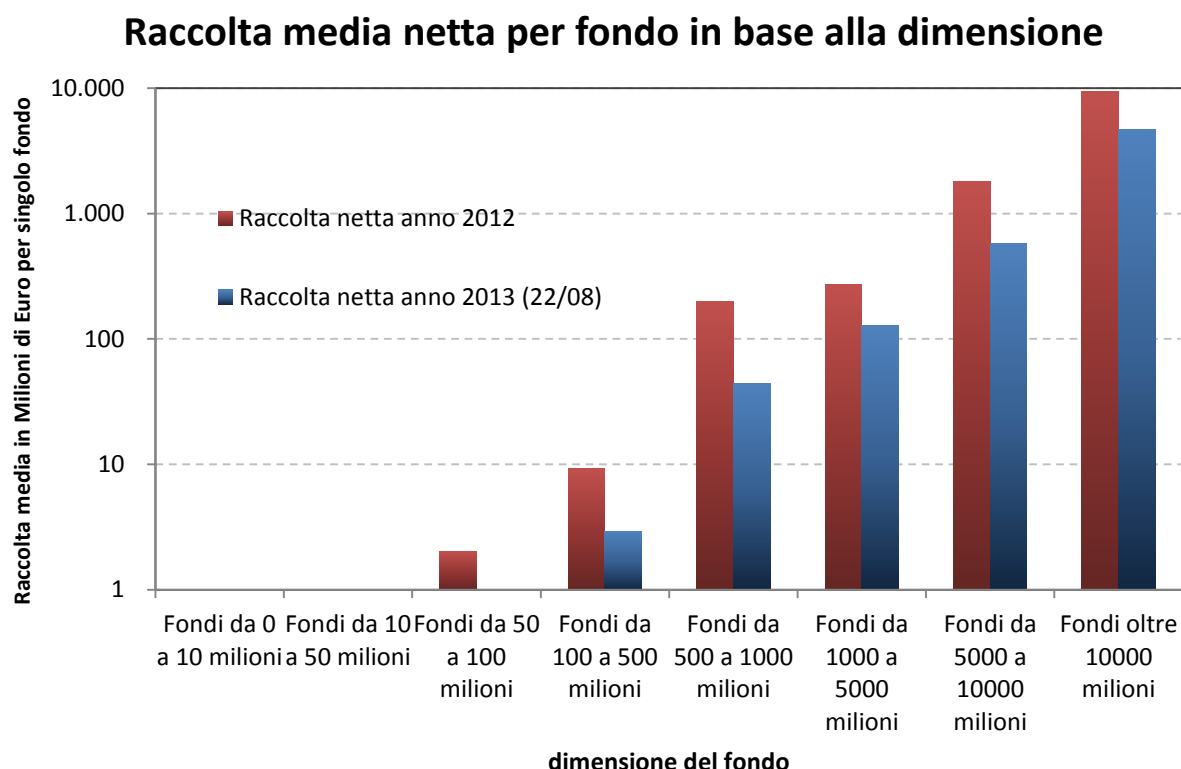
- 1) Nella fase di crescita dei mercati, più grande era un fondo più raccoglieva denaro dagli investitori; questa tendenza è ancora in atto nonostante si siano invertiti i rendimenti (es. anno 2012); (grafico 1)

¹ Relazione al 6° QUANTITATIVE & RISK Management Workshop – Milano 2011

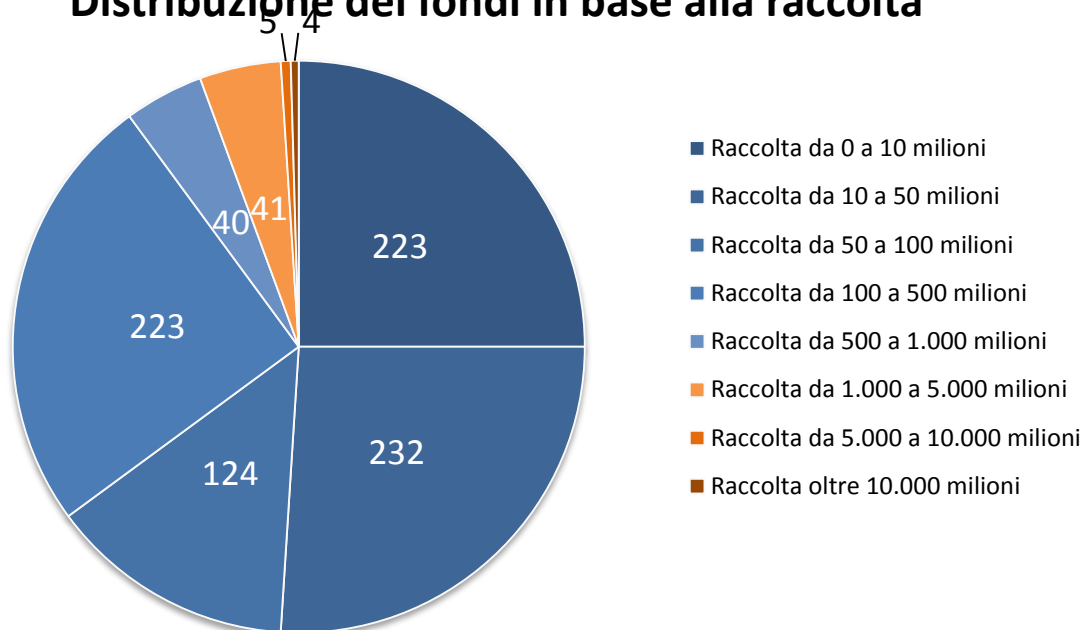
² Fonte dati: Fida Srl, Elaborazioni DIAMAN SCF

White Paper – Fuori dai Fondi Ciclopici

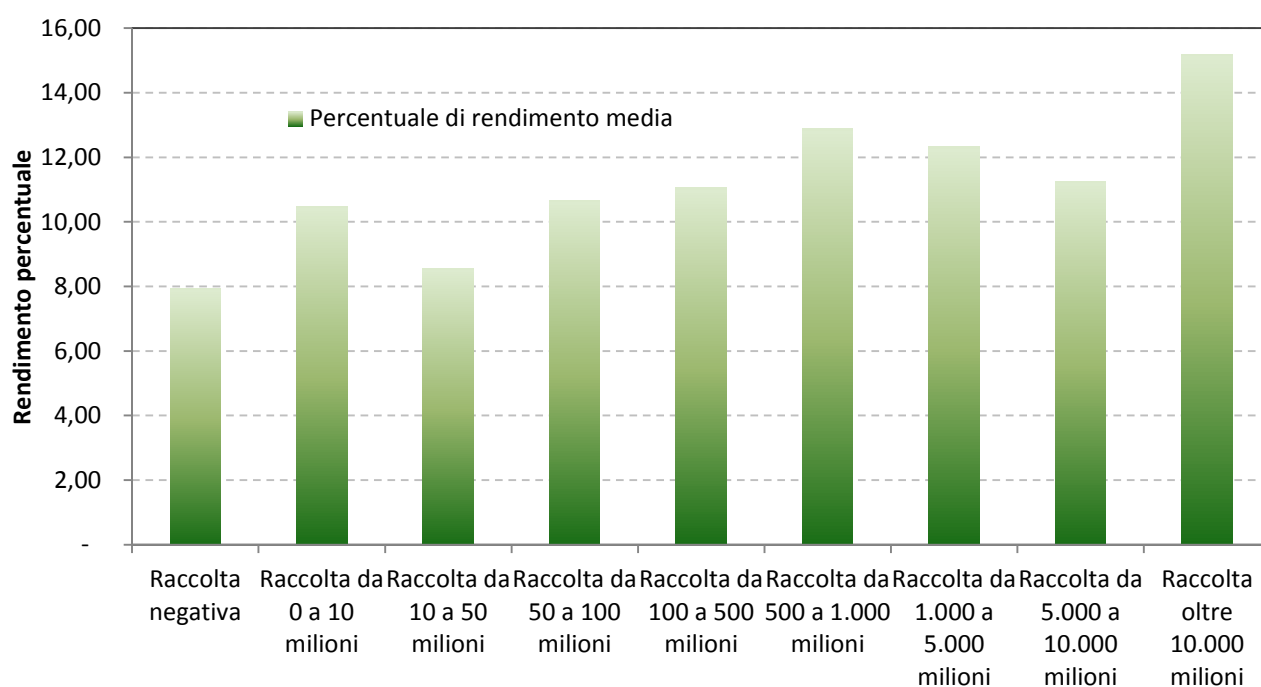
- 2) Nella fase di crescita del mercato, la raccolta è stata polarizzata sui grandi nomi: i primi 50 fondi, pari a meno del 3% dei fondi, hanno realizzato una raccolta netta di oltre 226 miliardi, pari all'80% della raccolta netta del 2012; (grafico 2)
- 3) Nel 2012, anno di forte crescita dei valori obbligazionari, grazie soprattutto alla riduzione degli spread (dovuta alla forte liquidità sui mercati), tendenzialmente i fondi che hanno raccolto di più hanno anche ottenuto rendimenti migliori; (grafico 3)
- 4) Nel 2013, escludendo la categoria dei fondi da 1 miliardo a 5 miliardi, c'è una chiara tendenza ad un deterioramento delle performance all'aumentare delle masse, e questo nonostante i grossi fondi continuino a ricevere flussi di denaro ingenti; (grafico 4)
- 5) I fondi obbligazionari sotto i 10 milioni sono mediamente meno efficienti a causa dei costi fissi; (grafico 4)
- 6) La dimensione ottimale in questa fase di mercato sono i fondi da 10 a 50 milioni, evidentemente perché la loro ridotta dimensione permette al gestore di avere la massima flessibilità operativa; (grafico 4)
- 7) Se si dovessero interrompere i flussi di raccolta nei grossi fondi, il divario di rendimento e soprattutto di rischio di perdita tra fondi snelli e fondi ciclopici potrebbe aumentare notevolmente;



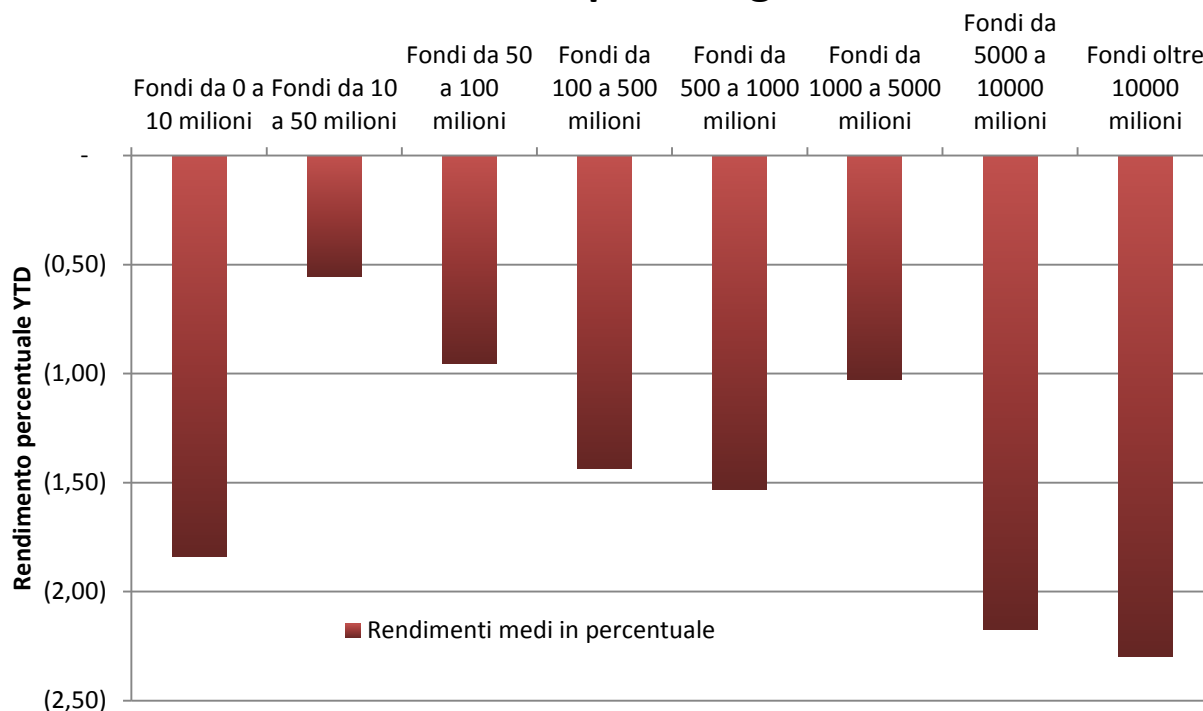
Distribuzione dei fondi in base alla raccolta



Rendimenti medi in base alla raccolta nel 2012



Rendimenti medi YTD per categoria al 22/08/2013



Conclusioni

Le domande da porsi sono quindi due:

- 1) Il fondo su cui investo è troppo grande?
- 2) Dove conviene allocare i soldi destinati al reddito fisso?

La risposta alla prima domanda non è banale, poiché un gestore che ha dimostrato di essere bravo va premiato e non punito, però è importante capire se la sua performance è stata dovuta dai rischi che si è preso e dai flussi di denaro che gli sono arrivati, e soprattutto bisogna capire se ha una dimensione tale per cui oggi se deve muoversi e prendere decisioni importanti, è in grado poi di implementarle.

Di conseguenza ricopre fondamentale importanza capire dove sono stati allocati i propri investimenti, per evitare di trovarsi prima o poi con il cerino in mano.

Oltremodo importante è capire anche la strategia che viene adottata dal fondo di investimento obbligazionario, poiché se è prevalentemente investito su asset class con alto rischio, con duration elevate o con forme strutturate complesse, tutte tipologie di strumenti che fino a fine 2012 hanno offerto rendimenti a doppia cifra, è oggi più che mai il momento di prendere decisioni importanti e posizionarsi su fondi con duration basse o addirittura che possano andare

White Paper – Fuori dai Fondi Ciclopici

corti di duration (mediante vendita di future sul Bund o sul T-note) o su fondi che investano su titoli High Yield ma di qualità, e quindi fondi che hanno sottoperformato negli anni passati ma hanno avuto caratteristiche di rischio inferiori (tipicamente evidenziabili da indicatori statistici come l'ulcer index).