

Misurare i rischi e ricavarne valore



10 min.

Il risk management



“LA PIETRA MILIARE DEL PROCESSO D’INVESTIMENTO È IL CONTROLLO DEL RISCHIO, NON LA RICERCA DI RENDIMENTI ELEVATI”: BENJAMIN GRAHAM, PADRE DELLA TEORIA VALUE INVESTING.

Il concetto che sta alla base della gestione del rischio all’interno di un portafoglio è la consapevolezza che il patrimonio gestito non è di proprietà del consulente finanziario o della società che esso rappresenta, ma del sottoscrittore. È quindi prioritario adottare tutte quelle tecniche e quei comportamenti atti a ridurre l’insorgere di rischi non gestiti che possono depauperare il patrimonio dei risparmiatori stessi. Il prenditore di rischio (positivo o negativo che sia) è quindi il risparmiatore. Dalla necessità di proteggere le risorse non di proprietà si è sviluppato il “Risk Management”.

Il ricorso a tale strategia si è reso possibile solamente in tempi

recenti superati i limiti della ridotta disponibilità di strumenti finanziari e l’inadeguatezza dei sistemi di information technology.

Il concetto di rischio e gli obiettivi del risk management

Ritorniamo al concetto di rischio visto nell’articolo del numero 6/2016 di INVESTORS’.

Ogni attività di investimento, o anche imprenditoriale, è connessa al rischio, indispensabile per creare valore. Da qui la definizione del rischio come evento futuro incerto che può influenzare in modo sia positivo che negativo il raggiungimento degli obiettivi. Il punto è assicurare il giusto equilibrio che

protegga il portafoglio da potenziali perdite permanenti lasciando la libertà di agire sapendo che la potenziale ricompensa di ogni decisione di business è sia consapevolmente ponderata con i rischi corrispondenti sia allineata ai livelli di rischio tollerati.

“I gestori di portafoglio sono innanzitutto gestori del rischio. È proprio questo il modo giusto di concepire gli investimenti per poter conseguire rendimenti regolari e appetibili. Se non si pensa per prima cosa al rischio, ci si può svegliare un giorno e accorgersi di avere subito una perdita permanente di capitale” Ashwin Alankar, Global Head of Asset Allocation & Risk Management in Janus Capital.

Il risk management è il processo utilizzato per la formulazione delle strategie e progettato per:

- individuare eventi potenziali che possono influire sull'attività di portafoglio;
- gestire il rischio entro i limiti del rischio accettabile;
- fornire una ragionevole sicurezza sul perseguimento degli obiettivi.

Il RM consente un'efficace ed efficiente gestione delle condizioni di incertezza e dei relativi rischi ed opportunità, con conseguente possibilità di salvaguardia o di creazione di valore.

In sintesi il RM ha l'obiettivo di minimizzare la “volatilità negativa” massimizzando la “volatilità positiva” (figura 1).

La scelta del profilo di rischio

Di primaria rilevanza è la definizione degli obiettivi che si intende raggiungere, tra i quali ricopre un'elevata importanza la scelta del profilo di rischio del risparmiatore (o l'imprenditore in ambito aziendale). Tale misura, anche nota come rischio accettabile, assume un valore cruciale, in quanto tutte le scelte vengono influenzate da questo parametro.

È poi compito principale del risk management identificare le strategie coerenti con il rischio accettabile scartando quelle inidonee, a causa di una eccessiva o insufficiente rischiosità, per conseguire gli obiettivi di redditività prefissati. È necessario quantificare la ragionevolezza nel raggiungere gli obiettivi prefissati con la TOLLERANZA AL RISCHIO: tale soglia di confidenza è il termine col quale si indica il livello di variazione massima

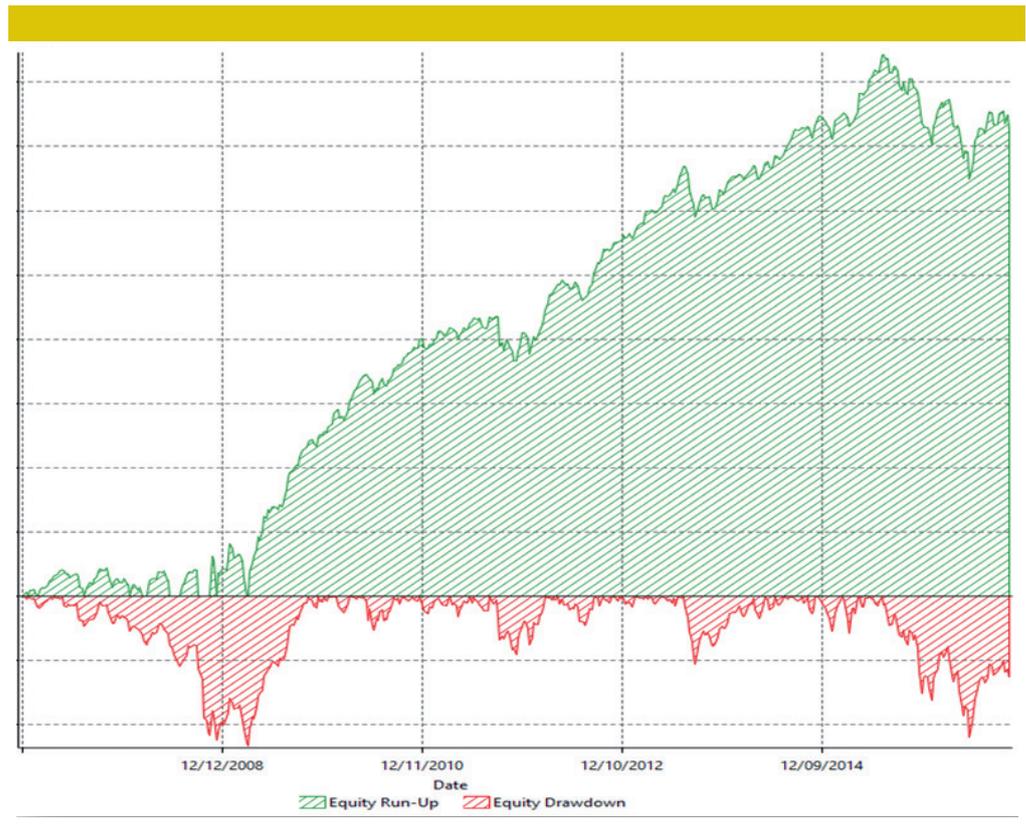


Figura 1: Equity Run-up & Drawdown

Il grafico rappresenta il controllo del drawdown in rapporto alla crescita del capitale investito, indicando la volatilità negativa rapportata alla volatilità positiva nel backtest del portafoglio.

Fonte: Rielaborazione dati con Multicharts

ritenuto ammissibile rispetto a un obiettivo in precedenza definito. Ricerche psicologiche hanno dimostrato che quasi tutti reagiscono più intensamente al dolore per le perdite che alla gioia per la vittoria. Per cui un aspetto importante della tolleranza al rischio è la determinazione preliminare della reazione ad una perdita. Anche se questa dovesse rivelarsi un semplice rovescio a breve termine è fondamentale essere preparati (figura 2).

Il RM costituisce quindi un valido aiuto per allineare al profilo desiderato le strategie e i relativi rischi.

Il processo di identificazione del rischio

Il secondo passo è l'identificazione dei rischi a cui si è esposti in modo da individuare le minacce esistenti e a stabilirne le caratteristiche.

I fattori di rischio sono di norma classificati in relazione alla loro origine. Questa può essere:

- esterna, come ad esempio l'instabilità politica, l'andamento macroeconomico, le calamità naturali, ecc.;
- interna, di tipo strategica, operativa e finanziaria.

I RISCHI FINANZIARI rappresentano la categoria di rischi più immediatamente percepita dal risparmiatore e comprendono:

- il rischio di liquidità, ossia il rischio di impossibilità temporanea di vendere un titolo in portafoglio. Da qui la necessità di monitorare i tempi di liquidazione delle posizioni

meno liquide in condizioni di mercato normale e sotto stress;

- il rischio di credito, cioè il rischio di default di una controparte che non è in grado di rimborsare il debito; da qui la necessità di analisi degli spread, dei CDS e della volatilità dei titoli;
- il rischio di mercato, il più conosciuto dal risparmiatore, è inteso come rischio correlato alle fluttuazioni del valore del portafoglio in seguito a variazioni delle condizioni di mercato. Il rischio di mercato si sviluppa a sua volta in:

- rischio azionario (esposizione azionaria);
- rischio di cambio (esposizione valutaria);
- rischio obbligazionario (sensibilità alle curve dei tassi);
- rischio di credito (spread emittenti);
- VaR, CVaR, Stress tests.

La misurazione del rischio

All'analisi qualitativa se ne deve accompagnare una quantitativa dei rischi, misurando:

- la probabilità di avvenimento,
- la stima degli effetti.

Solo dalla combinazione di queste due componenti si possono ottenere le informazioni necessarie all'adeguata valutazione delle scelte di risk management. Questa comparazione deve inoltre essere effettuata regolarmente nel tempo, in modo da cogliere le costanti mutazioni cui i fenomeni rischiosi sono soggetti.

L'orizzonte temporale utilizzato per valutare il rischio deve essere coerente con l'orizzonte temporale della relativa strategia e dei relativi obiettivi.

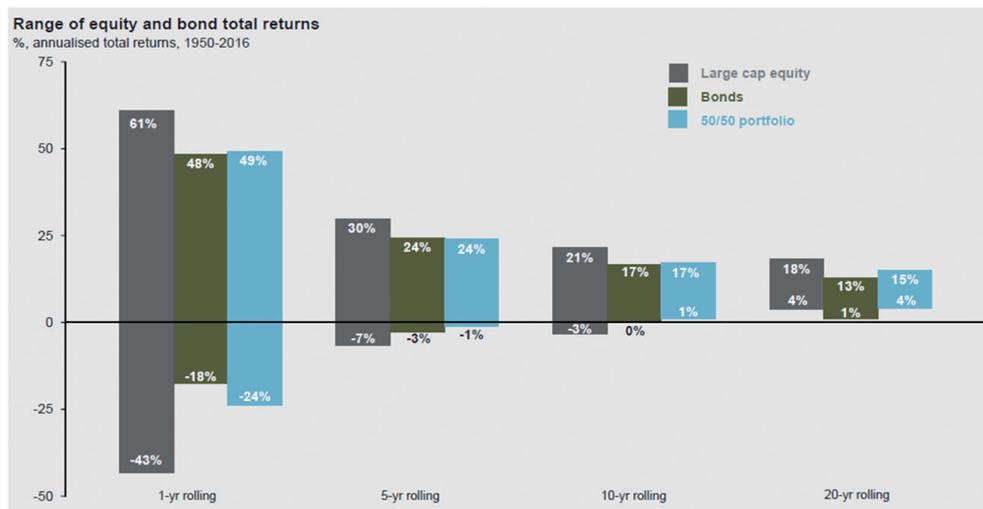
Aumentando il numero di tentativi (sottoperiodi) si hanno maggiori possibilità che il rendimento finale si assesti sul va-

Figura 2: Wylie Tollette - Senior Vice President e Director of Performance Analysis and Investment Risk presso Franklin Templeton Investments

"Penso sia capitato a tutti noi di ripensare a quei momenti in cui sui mercati si sono verificati livelli storici di volatilità e di ricordarci come, di fronte all'abisso che ci si apriva davanti, forse non ci era stato possibile valutare gli eventi in maniera razionale. Ritengo ci siano diversi modi di mantenere la giusta prospettiva. Il primo è di attraversare questo tipo di mercati estremi con un portafoglio ben diversificato - si tratta senz'altro della caratteristica più importante. In secondo luogo, penso che avere un'idea di quello che potrebbe essere il comportamento di un portafoglio nell'eventualità in cui si verificano condizioni di mercato estreme, prima che l'ipotesi si concretizzi, aiuti a mantenere una visione di lungo periodo - il mio team dedica a questo aspetto una quantità di tempo e di energie non indifferenti. Infine, ritengo essenziale lavorare con una società che abbia un'ottica di lungo periodo. Si pensi a quanto possa contribuire a generare il panico lavorare invece con una società non particolarmente orientata a mantenere una visione di lungo termine nei momenti di difficoltà dei mercati....

"Non vorrei sembrare un disco rotto ma una qualche forma d'incertezza si profila sempre all'orizzonte e se la considerassimo una ragione sufficiente per non investire, finiremmo con non investire mai. Il segreto sta nell'investire ma con la chiara consapevolezza dei rischi che ci si assume."

Fonte: Franklin Templeton Investments - Beyond Bulls & Bears



Source: Strategas/Ibbotson, J.P. Morgan Asset Management. Large cap equity represents the S&P 500 Composite and Bonds represents the Strategas/Ibbotson US Government bond index. Returns shown are per annum and are calculated based on monthly returns from 1950 to August 2016 and include dividends. Guide to the Markets - Europe. Data as of 30 September 2016.



Figura 3: Stati Uniti: rendimento degli attivi per periodo di detenzione

Non è possibile escludere i movimenti negativi sui mercati, ma secondo i dati storici gli investitori hanno molte meno probabilità di subire perdite su orizzonti di lungo periodo. È importante, quindi, che gli investitori mantengano una prospettiva di lungo termine. Il grafico illustra questa teoria. Gli investitori non devono necessariamente attendersi, per il futuro, gli stessi tassi di rendimento che abbiamo osservato in passato. Tuttavia, da 65 anni a questa parte i portafogli misti con una componente azionari e una obbligazionaria non registrano rendimenti negativi su un periodo di dieci anni consecutivi, malgrado le forti oscillazioni nei rendimenti annui dal 1950.

Fonte: JPMorgan Investment

lore medio della distribuzione statistica. Di conseguenza all'estendersi dell'orizzonte temporale di riferimento dovrebbe ridursi il grado di avversione al rischio.

In un'ottica di lungo periodo è possibile accettare rischi maggiori per conseguire maggiori guadagni: il lungo orizzonte temporale rende infatti possibile compensare eventuali perdite dovute ad andamenti negativi temporanei dei mercati (figura 3).

Strumenti probabilistici

L'analisi probabilistica si concentra sulla valutazione dell'eventualità di un evento aleatorio e del suo impatto. Gli strumen-

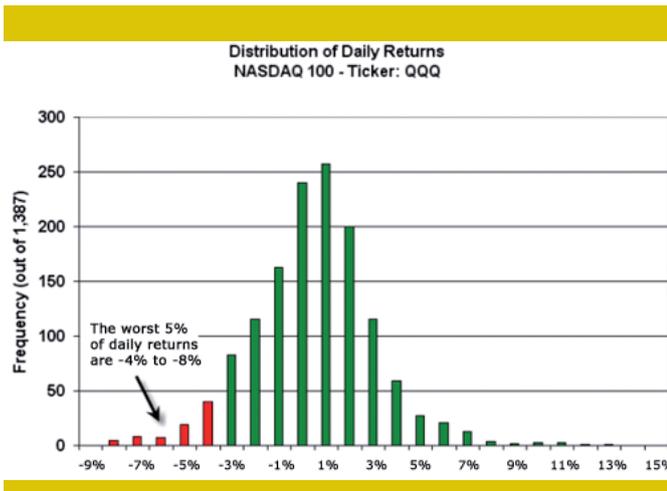


Figura 4: VaR – Value at Risk

Il grafico rappresenta una serie storica dei rendimenti giornalieri del Nasdaq. Notare le barre rosse che compongono la coda sinistra dell'istogramma. Questi sono il più basso 5% dei rendimenti giornalieri composto da perdite giornaliere dal 4% all'8%. Poiché questi sono i peggiori 5% di tutti i rendimenti giornalieri, possiamo dire con un intervallo di confidenza del 95% che la perdita giornaliera peggiore non supererà il 4%. Se vogliamo aumentare il nostro intervallo di confidenza, abbiamo bisogno solo di spostarci a sinistra sull'istogramma nelle prime barre rosse, -8% e -7%, che rappresentano il peggiore 1% dei rendimenti giornalieri: con il 99% intervallo di confidenza ci aspettiamo che la perdita giornaliera peggiore non supererà il 7%.

Fonte: www.investopedia.com

Qual è la massima perdita, generata da un movimento avverso di un fattore di rischio che può essere subita nel corso di un determinato orizzonte temporale?

ti di più comune applicazione sono quelli basati su principi statistici. Affinché l'esame delle osservazioni passate possa rivelarsi significativo, è necessario selezionare un campione consistente in termini di dimensione, orizzonte temporale e comparabilità delle osservazioni. A tale fine, l'analisi degli eventi passati costituisce il punto di partenza.

Le principali tecniche di esame delle distribuzioni probabilistiche di frequenza e impatto degli eventi aleatori sono:

- il VaR - Value at Risk,
- il back-testing.

Il VAR risponde a diverse esigenze, stimando:

- una misura comune ai diversi tipi di rischio (credito, mercato, tasso, ecc.), considerando il portafoglio nella sua globalità e non come l'insieme di più strumenti presi separatamente, dove ad esempio la duration misura il rischio di interesse dei titoli obbligazionari e il beta il rischio dei titoli azionari;
- una misura di rischio interpretabile e comprensibile da



Figura 5: Esempi di analisi di scenari prospettici elaborati da Aladdin by BlackRock

La funzionalità "Scenari powered with Aladdin by BlackRock" è dedicata all'analisi degli effetti che alcuni scenari di mercato, storici e prospettici, hanno su indicatori finanziari (es. tassi di interesse, tassi di cambio, ecc.), asset class, portafogli modello e portafogli "personalizzati" di asset class. Il modello di gestione del rischio di portafoglio di BlackRock Solutions, da cui derivano i dati relativi agli scenari simulati, utilizza oltre 111.750 diversi fattori di rischio. Nella definizione dei fattori di rischio, BlackRock Solutions ha l'obiettivo di catturare e "modellare" i movimenti più rilevanti di mercato che si verificherebbero in un determinato scenario, così da definire l'impatto, sul singolo strumento finanziario o su un portafoglio, dello shock che si desidera simulare. Lo shock simulato negli scenari viene applicato su uno o più fattori di rischio preselezionati. Il modello di gestione del rischio di BlackRock Solutions, quindi, identifica l'esposizione di un singolo strumento finanziario o di un portafoglio a diversi fattori di rischio, come spread, valute, stile di gestione, settore, ecc., e lo scenario viene costruito "perturbando" tali fattori. Fonte: Black Rock

tutti: la massima perdita che un portafoglio può conseguire dato un certo livello di confidenza (probabilità), nel corso di un determinato orizzonte temporale.

La prima istituzione a sviluppare un modello VaR fu la banca statunitense JP Morgan, autrice del modello Risk Metrics. Altre istituzioni hanno poi sviluppato propri modelli.

La domanda alla quale tutti i modelli VaR tentano di dare risposta è: "qual è la massima perdita, generata da un movimento avverso di un fattore di rischio (prezzo, cambio, tasso, ecc.) che può essere subita nel corso di un determinato orizzonte temporale, tale che vi sia una probabilità molto bassa (es. pari al 5%) che la perdita superi tale importo?" (figura 4). Altra forma di valutazione è il BACK-TESTING che ha natura consuntiva: stima le performance che determinate strategie avrebbero realizzato se applicate in contesti passati. Questa metodologia nasce come strumento di analisi nell'ambito di studi naturali, in particolare meteorologici, e viene applicato agli studi economici per la prima volta nel 1983 quando Louis

Mendelsohn, esperto di analisi tecnica dei mercati finanziari, lo inserisce nei suoi modelli di analisi tecnica.

Il back-testing costituisce uno strumento per evidenziare i limiti e gli errori compiuti in passato; pur non consentendo previsioni puntuali sulle performance future. L'utilizzo di condizioni realmente verificatesi nel passato conferisce al back-test una maggiore significatività rispetto alle analisi di ipotetici scenari predisposti artificialmente. Questa tecnica viene solitamente adoperata da banche e imprese di investimento per valutare strategie di asset allocation, di trading, di copertura, ecc.

L'ANALISI DI SCENARIO ricorre allo studio delle performance generate per ciascun ipotetico contesto futuro; sono solitamente plurimi, in modo da consentire una migliore valutazione.

Strumenti non probabilistici

Gli strumenti non probabilistici si concentrano solo sulla valutazione dell'impatto di un evento aleatorio, al contrario dell'analisi probabilistica che misura anche le probabilità del suo accadimento.

Le principali tecniche riconducibili a questa categoria sono:

- l'analisi di scenario,
- lo stress testing,
- il benchmarking.

L'ANALISI DI SCENARIO ricorre allo studio delle performance generate per ciascun ipotetico contesto futuro; sono solitamente plurimi, in modo da consentire una migliore valutazione.

Gli scenari futuri vengono selezionati in modo da garantire la più completa analisi dei risultati (figura 5).

È comunque evidente che tale strumento acquista un maggior valore qualora venga combinato con uno studio delle probabilità di avvenimento di ciascuno degli scenari selezionati. Lo STRESS TESTING è una procedura che ha l'obiettivo di valutare la capacità di sopportazione di eventi estremi da parte del portafoglio di investimento.

Questi momenti hanno probabilità di accadimento estremamente contenute, ma capitano.

Le domande da porsi sono: "Cosa può accadere al nostro portafoglio, nei giorni in cui la stima viene superata? Di quale ammontare è la perdita che ci aspettiamo di subire in questi casi?"

In sostanza si tratta di acquisire nel sistema informativo gli elementi che descrivono la situazione di shock in termini di valori di mercato, volatilità e correlazioni comprese ed applicarli alla posizione verificandone il risultato.

La condizione simulata dallo scenario può essere rappresentata da un evento disastroso, anche scelto tra situazioni effettivamente realizzatesi nel passato oppure in alternativa può prevedere shock di singoli fattori di rischio (figura 6).

L'ANALISI DI BENCHMARKING ha natura comparativa e quindi non consente un apprezzamento dell'aleatorietà pienamente oggettivo. Tale tecnica prevede il confronto di rischio e performance ottenuti nelle medesime condizioni da un soggetto (benchmark) ritenuto un valido parametro di riferimento. Una corretta scelta del benchmark è fattore determinante dell'efficacia della strategia stessa.

L'alternativa al Risk Management

Ovviamente, per quanto efficace, nessun sistema di gestione dei rischi può garantire la completa certezza del raggiungimento degli obiettivi; solo la combinazione di tutti gli strumenti insieme può far sì che ci si avvicini il più possibile. D'altra parte l'alternativa sarebbe una gestione del rischio inefficiente basata sulla casualità e sul fato.

È fondamentale che le analisi siano razionali e svolte con diligenza evitando così gli effetti negativi dell'utilizzo di strumenti discrezionali e soggettivi.

Il modo in cui l'informazione è presentata può significativamente incidere su come i rischi o le opportunità sono considerati. Spesso vengono espressi giudizi soggettivi sull'incertezza senza riconoscere i limiti insiti in questi giudizi.

I risultati di diversi studi dimostrano che quando le persone prendono decisioni sono spesso eccessivamente fiduciose delle loro capacità di formulare stime corrette e non riconoscono le numerose incertezze che realmente esistono. Qualora non venga utilizzata un'analisi quantitativa degli eventi aleatori si pone subito in evidenza il limite di questo approccio.

La qualità di questa analisi risulta strettamente dipendente dalle capacità di giudizio del valutatore: la componente umana nel processo di valutazione comporta delle devianze nella stessa. La finanza comportamentale mette ben in evidenza l'irrazionalità che gli investitori dimostrano nei confronti dei fenomeni aleatori. Gli individui mostrano tendenzialmente una percezione della probabilità non esatta, tendendo a ponderare non correttamente gli eventi rischiosi, soprattutto quelli statisticamente estremi. Eventi poco verosimili tendono a essere ignorati completamente, mentre eventi molto

Lo STRESS TESTING è una procedura che ha l'obiettivo di valutare la capacità di sopportazione di eventi estremi da parte del portafoglio di investimento.

Il risk management rappresenta lo strumento più idoneo per valutare attentamente vantaggi e svantaggi degli approcci disponibili, al fine di ottenere la combinazione ideale tra GESTIONE operativa, ricorso a STRUMENTI FINANZIARI e dotazione di CAPITALE per un'efficace ed efficiente gestione del rischio

probabili vengono trattati come certi. Inoltre la stessa propensione al rischio risulta variabile in funzione alla sua entità. L'avversione al rischio predomina nel caso di eventi dannosi di entità rilevante e poco probabile, mentre nel caso di avvenimenti più probabili, ma d'impatto più contenuto, si riduce notevolmente. La tendenza all'eccessiva fiducia nella stima delle incertezze può essere attenuata con un utilizzo efficace di dati empirici. Le relazioni dedotte dall'esperienza costituiscono una base più obiettiva rispetto a stime totalmente soggettive.

Conclusione

Oggi i clienti si trovano di fronte ad un cambiamento epocale. In questi anni il risparmiatore ha continuato a cercare i rendimenti fissi e "sicuri" cui era abituato in passato, ma non sempre ha ottenuto ciò che cercava, anzi spesso si è trovato in situazioni non gradite. Il cliente dovrebbe essere reso consapevole che un patrimonio è sempre e comunque esposto ai rischi. L'investitore non può decidere di non rischiare; può esclusivamente, nel lungo termine, scegliere quali rischi è disposto a tollerare e liberarsi da quelli che ritiene eccessivi per costruire la performance. Quando chiesero ad Albert Einstein quale fosse il migliore investimento per l'umanità questi rispose: "l'interesse composto!". L'interesse composto non si limita a sommare, ma moltiplica nel tempo. Sull'importanza del tempo, Warren Buffet, il più grande investitore "value" di tutti i tempi, ricorda sempre che "il tempo è il migliore alleato dell'investitore". Ecco quindi due motivazioni per cui vale la pena rischiare: l'interesse composto e il tempo. Ma solo facendo attenzione a non lasciarsi prendere dal panico o dall'euforia nel momento sbagliato.

Il risk management rappresenta lo strumento più idoneo per

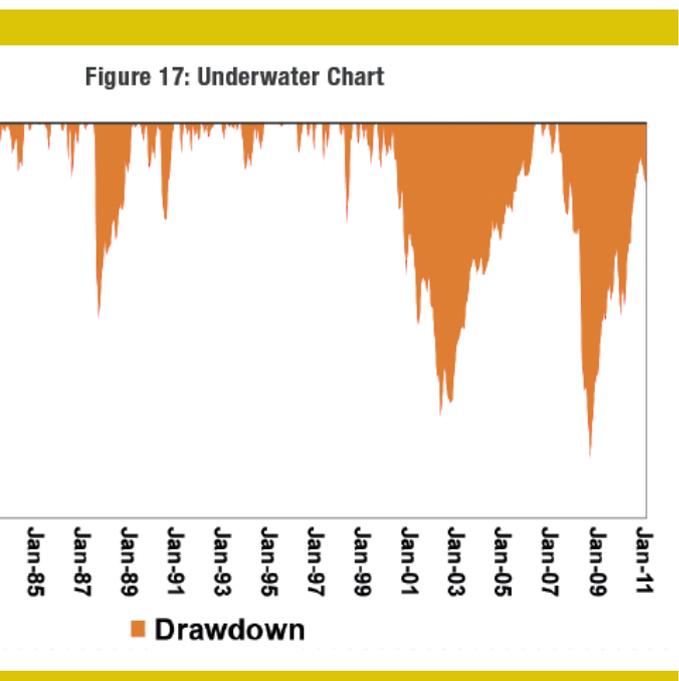


Figura 6: Eventi estremi
Drawdown analysis S&P500 dal 1970.
Fonte: www.evestment.com

valutare attentamente vantaggi e svantaggi degli approcci disponibili, al fine di ottenere la combinazione ideale tra GESTIONE operativa, ricorso a STRUMENTI FINANZIARI e dotazione di CAPITALE per un'efficace ed efficiente gestione del rischio.



Massimo Milani

Massimo Milani, dal 2000 è Private Banker in Banca Fideuram. Consulente certificato Efpa, "Master in Financial Advising" presso l'Università di Siena, Financial Upgrade Education presso Imperial College London. Si occupa di pianificazione finanziaria, previdenziale ed assicurativa, wealth management, efficienza dei portafogli di investimento.

www.milani-privatebanker.it

info@milani-privatebanker.it