



rdlea@libero.it

Andiamo a rivedere la teoria di Kelly. Per affermare che una delle convinzioni più indiscusse del trading e dell'investimento in generale, contrabbandata come utile per fare asset allocation, in realtà ai gestori non serve

LA FORMULA NON VALE IL MITO

Sui metodi di trading è stato detto tutto e il contrario di tutto. Stimati guru internazionali hanno spacciato - e spacciano - per buone delle popolari ricette destinate al fallimento. Qui vi diciamo come stanno davvero le cose

■ di Renato Di Lorenzo

Quando qualcosa non è chiaro, mi diceva Giuseppe Biorci all'Università, vai (anzi: vada) a leggere il lavoro originale.

La formula di Kelly non mi ha mai convinto. Non ne capivo il rationale. Così ho seguito il consiglio di Biorci. Il lavoro è del 1956, ed è un lavoro scientifico di grande serietà, pubblicato da una delle riviste di ingegneria più importanti del mondo. Il problema che vi si pone è il seguente.

Supponete che ci sia un operatore che riceve delle informazioni attraverso un qualunque canale di comunicazione e supponete dapprima che questo canale sia magico, ossia che le informazioni siano certe, e che arrivino all'operatore in anticipo, in modo da lasciargli il tempo di agire. Tipicamente, per un trader, questa situazione magica potrebbe consistere nel vedere il grafico del prezzo aggiornato prima che il prezzo stesso venga fissato.

Allora, in questa situazione magica, il nostro operatore dovrebbe investire ogni volta tutto quello che possiede, perché il risultato è certo.

Consideriamo ora il caso reale, ossia il caso in cui l'informazione che viene trasmessa non è certa, né arriva in anticipo. Allora ci sarà una certa probabilità q di prendere una decisione sbagliata, sia perché l'informazione non dice con certezza ciò che avverrà, ma anche perché ciò che avverrà è già avvenuto, e quindi c'è un ritardo inevitabile di esecuzione o, se volete, siamo in una situazione in cui a partire dalle informazioni che arrivano noi stiamo tentando di prevedere ciò che avverrà tra poco. Questa è la situazione classica di chi fa analisi tecnica: decidere in base all'andamento passato del grafico. Lo stesso dicasi per l'investitore che analizza un bilancio.

Ciò che Kelly afferma – e dimostra – è che se l'investitore, anziché puntare ogni volta il 100% del suo capitale, ne investe sempre una frazione costante f (diversa dal 100%), allora esiste un valore ottimale di f , nel senso che qualunque altro giocatore che investisse ogni volta un valore diverso dalla f ottimale, avrebbe sempre, costantemente, un capitale inferiore al giocatore che usasse il valore ottimale.

Tale valore ottimale è dato dalla seguente formula:

$$f = [(b+1)xp-1]/b$$

dove:

p = probabilità che ogni scommessa abbia successo

$b = w/l$

w = ammontare medio guadagnato in ogni scommessa che ha avuto successo

l = ammontare medio perso in ogni scommessa che non ha avuto successo

Però tutto questo è vero se il gioco è "nonterminating", ossia è vero per una sequenza infinita di puntate, perché "one might still argue that the gambler should bet all his money (...) in order to maximize his expected win after N times", ossia: se la sequenza di puntate è finita, allora uno dovrebbe comunque puntare ogni volta tutti i suoi averi. Questa precisazione è sempre omessa da chi propaga la formula di Kelly.

Fate attenzione anche che spesso trovate la formula di Kelly contrabbandata per fare asset allocation, ossia per stabilire quanta parte del proprio portafoglio investire in ognuno dei singoli asset (azioni, obbligazioni etc.) che lo compongono. La formula di Kelly non è nata per questo, e non esistono evidenze che possa davvero servire a questo scopo.

Va inoltre messo in rilievo che i parametri da inserire nella formula di Kelly non sono costanti nel tempo. In definitiva, alla domanda: che valore di f ? la risposta è che f è instabile, e non si sa come decidere. Non solo, ma per ottenere un minimo di stabilità in quei parametri occorrono molti più trade (diciamo oltre 250) di quelli di cui uno normalmente dispone.

Concludendo: ci sono poche probabilità che uno dei miti indiscussi del trading e dell'investimento, la formula di Kelly, sia davvero utilizzabile in pratica per il money management e tanto meno per l'asset allocation. ■

Kelly J. L., A New Interpretation of Information Rate, The Bell System Technical Journal, July 1956, page 9171

LA MARGINAZIONE E L'EFFETTO LEVA

Vantaggi e svantaggi degli strumenti che permettono di comprare più titoli o derivati di quanto consentirebbe il capitale di cui si dispone. Come si opera: le opportunità di maggiori guadagni ma anche i rischi di maggiori perdite

■ Riccardo Grasselli

Sempre più intermediari offrono la possibilità di acquistare o vendere allo scoperto azioni o derivati utilizzando la marginazione e l'effetto leva. Ma non tutti i risparmiatori conoscono i vantaggi e gli svantaggi di un simile tipo di operatività. Utilizzare questi strumenti senza una adeguata preparazione e la necessaria consapevolezza può portare a risultati rovinosi.

LA LEVA

Per effetto leva (leverage) si intende la possibilità di comprare più strumenti finanziari di quanto lo consenta il capitale di cui si dispone.

Questo è possibile grazie alla marginazione, meccanismo applicato sia ai mercati azionari che ai contratti future.

Quando si opera a margine in pratica si impegna solo una parte del proprio capitale e si prende in prestito da un intermediario la rimanente liquidità necessaria.

Se, per esempio, la nostra banca ci offre una marginazione al 20% e noi disponiamo di un capitale di 5.000 euro potremo acquistare azioni

per un controvalore massimo di 25.000 euro.

In questo modo si aumenta la propria esposizione sul mercato amplificando con l'effetto leva i possibili guadagni. Se le nostre azioni mettono a segno un rialzo del 2% andremo ad incassare un aumento percentuale pari al 10%, cinque volte maggiore. Questo perché il 2% di guadagno su 25.000 euro è pari a 500 e questa somma rappresenta un 10% del nostro capitale iniziale.

Esiste però il rovescio della medaglia: utilizzare la leva significa amplificare non solo i potenziali guadagni ma anche le perdite.

IL MARGINE

Questo tipo di operatività non è esente inoltre da costi specifici: il nostro broker ci fornirà più che volentieri i capitali aggiuntivi per incrementare a margine la nostra posizione ma chiederà un compenso per questo finanziamento. Agli interessi passivi il trader dovrà aggiungere poi le abituali commissioni di compravendita che in questo caso verranno applicate sul controvalore complessivo dell'operazione.

Esistono, tecnicamente,

due tipi di margine: iniziale e di mantenimento. Il margine iniziale è quello che bisogna depositare per poter aprire la posizione in leva sul mercato. Quello di mantenimento è il capitale di cui disporre (meglio: da poter vincolare) per mantenere aperta la posizione in caso di perdita. Il margine di mantenimento è sensibilmente inferiore a quello iniziale.

SE SI PERDE...

In pratica se, dopo aver aperto una posizione in leva, incorriamo in una perdita, l'intermediario può richiedere di depositare altro denaro per coprire l'ammancio e riportare il capitale al livello del margine di mantenimento. Se la perdita è di modesta entità il margine versato inizialmente non scenderà sotto il valore di quello di mantenimento e non sarà necessario investire nuove risorse. Tuttavia se l'ammancio è considerevole e il trader non è in grado di depositare ulteriore denaro il broker ha il diritto (proprio così: un diritto sancito contrattualmente) di liquidare l'operazione chiudendo la posizione in perdita. Questo per tutelare sia sé stesso (ricordiamoci: è il co-fi-

nanziatore) che il proprio cliente da perdite rovinose. E' da notare che alcuni intermediari italiani che offrono servizi di compravendita in leva sul mercato azionario non fanno distinzioni tra questi due tipi di margine: in questi casi erosso il margine iniziale non si può reintegrarlo e oltre una certa misura scatta direttamente lo stop-loss del broker. L'operatività in margine è possibile sia per posizioni da aprire e chiudere in giornata (intraday) che per operazioni più lunghe (multiday). Inoltre è possibile operare in questo modo sia per acquistare che per vendere allo scoperto, anche sui mercati esteri.

ATTENZIONE!

Fare trading in leva permette un minore utilizzo del proprio capitale e quindi la possibilità di mantenere della liquidità sul proprio conto corrente o aumentare la diversificazione del proprio portafoglio azionario tramite l'apertura di un maggiore numero di posizioni. Tuttavia la disponibilità del servizio presso il proprio broker non è automaticamente un sinonimo di convenienza. Le perdite in leva hanno rovinato molti traders. ■