



rdlea@libero.it

Nel 1998 la crisi finanziaria russa portò un famoso fondo hedge sull'orlo del fallimento. Fu salvato dalla Fed, ma gli investitori persero montagne di soldi. E pensare che tra i fondatori c'erano due premi Nobel. Attenti agli economisti...

RICORDATE IL CASO LTCM?

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

Ci sono delle lezioni della storia che non vanno dimenticate. Una di queste è quel che capitò al Long Term Capital Management Fund (LTCM nel seguito).

Gli hedge fund - categoria alla quale LTCM apparteneva - sono fondi per nulla o poco regolamentati, quindi di enorme varietà, ma se ne possono distinguere due tipologie.

I FONDI MACRO

I macro funds prendono posizioni speculative su tutto ciò che loro capita sotto. Il termine hedge, che suggerirebbe una copertura del rischio, è quanto mai improprio, perché le posizioni sono un-hedged, cioè nude e crude: si scommette sui movimenti dei tassi, delle borse, o... della sterlina, come fece Soros nel settembre del 1992: si favoleggia che abbia allora guadagnato più di un miliardo di dollari puntando sulla sua svalutazione.

Ciò che caratterizza i macro funds, e li rende di fatto altamente speculativi, è la possibilità di usare il leverage, ossia di detenere molti più assets dei denari che sono stati raccolti fra i sottoscrittori, la differenza essendo ovviamente coperta da debiti bancari.

L'EFFETTO-LEVA

Come è noto l'uso del leverage aumenta enormemente il tasso di ritorno percentuale per i sottoscrittori... se le cose vanno bene, e viceversa se le cose vanno male.

Niente di sbagliato, ovviamente, se il sottoscrittore sa quel che sta facendo e soprattutto se chi gli ha venduto l'hedge fund lo ha informato per bene di cosa gli può capitare. Sta di fatto che i macro funds hanno tipicamente assets da cinque a nove volte la loro raccolta.

GLI ARBITRAGGI

La seconda categoria di hedge funds è detta relative-value o arbitrage. Sfruttano le imperfezioni del mercato: in alcuni momenti il prezzo in euro di Benetton su New York può essere diverso da quello di Benetton su Milano, e forse si riesce a fare un profitto da questa discrepanza. In teoria il rischio sugli arbitraggi è zero, perché gli ordini vengono emessi contemporaneamente.

Allora, dato che il rischio è basso (così come i ritorni), per rimettere le cose a posto gli arbitrage funds operano con livelli di leverage molto più alti dei macro funds...

ERA A BASSO RISCHIO!

LTCM era un arbitrage fund specializzato in obbligazioni e derivati sulle obbligazioni, quindi un tipo di fondo tecnicamente a basso rischio. Lo fondò nel 1994 certo John Meriwether - che proveniva con una storia di successi da Salomon Brother - assieme a due premi Nobel per l'economia: Robert Merton e Myron Scholes, proprio lui: il co-autore della famigerata e assolutamente inutile formula di Black and Scholes. Attratta dalla nomenclatura coinvolta, la raccolta raggiunse i 120 miliardi di dollari, e finché, il mercato si mosse senza particolari scosse, i risultati furono buoni: si raggiunsero ritorni del 40% l'anno.

Confortati da questi risultati, confidenti della loro autorità, i gestori di LTCM aumentarono allora ulteriormente il leverage fino a 25 a 1, restituendo parte dei soldi ai sottoscrittori, che gongolarono della intelligente mossa.

SALVATAGGIO E PERDITE

Ma nella prima parte del 1998 i mercati avrebbero richiesto ben altri stili di gestione. In particolare la Russia dichiarò la sua incapacità momentanea a ripagare i propri debiti e gli spread di rendimento con le altre obbligazioni divennero una voragine, mentre LTCM aveva scommesso su una riduzione stabile di tali spread.

A salvare LTCM dal fallimento dovette intervenire addirittura la FED nel timore che gravissime conseguenze per i mercati finanziari mondiali ne derivassero.

Tutti coloro che vi avevano investito, comprese reputate e serie istituzioni italiane, persero nella vicenda una montagna di soldi.

Attenti agli economisti dunque, soprattutto se hanno qualche successo: sono portati a congratularsi con se stessi, e questo è il difetto più grave di cui può soffrire che opera sui mercati finanziari. ■

SE IL SISTEMA TRADISCE...

Per evitare che un trading system non mantenga le promesse la strada è una sola: migliorare l'efficienza della strategia e verificarne la validità attraverso analisi più severe e stringenti. Ricordando che le perdite sono anche una grande delusione

■ di **Riccardo Grasselli**

Tutti i trader con un approccio sistematico hanno, prima o poi, sperimentato una comune delusione: vedere il proprio trading system non mantenere le promesse al momento dell'applicazione su denaro reale.

Il problema, decisamente complesso da risolvere, è di facile descrizione: la strategia ottimizzata sulle quotazioni passate si comporta in un certo modo mentre invece quando la si usa in tempo reale la sua performance cala drasticamente, generando anche ritorni quasi costantemente negativi.

ANALISI PIÙ SEVERE

Le cause di un fallimento sui dati "out of sample" (cioè fuori dal campione dei prezzi passati usati per verifiche e test) possono essere numerose. Tuttavia le modalità con cui fronteggiare crisi di questo tipo sono solamente due: migliorare l'efficienza della strategia stessa e verificarne la validità mediante analisi più severe e stringenti. L'obiettivo dei test dovrebbe essere, idealmente, quello di simulare le situazioni più critiche di utilizzo di un trading system. Quindi, innanzi-

tutto, si dovrebbero sempre computare e scontare dai risultati non solo i costi e le commissioni di intermediazione ma anche lo slippage, cioè la differenza tra il prezzo stimato per la compravendita e quello a cui viene effettivamente battuto il trade. Questo effetto di scivolamento dei prezzi diventa particolarmente rilevante nell'operatività intraday sui future, in particolare gli e-mini americani.

QUANTO TESTARE UNA STRATEGIA

Secondariamente è consigliabile che il campione dei prezzi usati nei test sia di dimensioni generose. Un trading system dovrebbe essere sviluppato per garantire ritorni positivi in modo costante e duraturo. Quindi lo si dovrebbe provare idealmente in ogni possibile situazione di mercato. Per questo motivo è consigliabile testare una strategia intraday su almeno un anno di storico mentre per un trading system daily almeno cinque o sei anni di campionamento sono indispensabili.

La robustezza e la validità dei risultati ottenuti può essere verificata, successivamente, anche testando e ottimizzando la strategia su altri time frame e/o asset diversi. Come è facile

immaginare, infatti, se una strategia intraday risulta profittevole, seppure con ottimizzazioni diverse, a 5, 10, 15, 30 minuti sarà senza dubbio preferibile rispetto ad un trading system capace di operare su un solo orizzonte temporale. Allo stesso modo un strategia daily capace di ottenere discreti risultati su un intero portafoglio di azioni sarà più robusta e sicura di un sistema che raggiunge buone performance su un solo, specifico titolo.

Un'altra pratica raccomandabile consiste nel risparmiare parte della propria banca dati per fare un ulteriore test di verifica sui prezzi più recenti. In pratica: si ottimizza la strategia sull'80% dei prezzi a disposizione lasciando il rimanente 20% come campione su cui analizzare le performance della strategia dopo che è stata opportunamente preparata al meglio, simulando così un'operatività reale "out of sample".

GESTIRE IL RISCHIO

Risultati stabili nel tempo e verificabili statisticamente distinguono i trading system efficaci dalle strategie destinate al fallimento. Ed è lungo queste direttive che deve essere sempre rivolta l'attenzio-

ne dei trader.

Molti neofiti puntano unicamente al massimo risultato netto. Ma se lo sviluppo della strategia avviene solo in questa direzione la stabilità dei risultati risulta sacrificata senza compromessi. E' facile fare i brillanti annunciando profitti record della propria strategia sui dati "in sample", peccato però che euforie del genere non confortino dopo il secondo mese di operatività reale chiuso in rosso. I guadagni per loro natura non sono mai un problema o una vera delusione, le perdite sì. La capacità di gestione del rischio è la prima virtù di chi è riuscito a fare del trading una professione.

PROTEGGERE I RISULTATI

Strategie aggressive e magari davvero profittevoli sono destinate, nella pratica, ad essere comunque abbandonate dai loro stessi sviluppatori se non garantiscono un'adeguata protezione dei risultati ottenuti perché risultano difficili da sostenere sia finanziariamente che psicologicamente. Nel prossimo articolo continueremo la discussione sullo sviluppo dei trading system analizzando nello specifico parametri e aspetti più tecnici. ■