



## Verso Nuovi Standard: Risk Management per la Selezione degli Investimenti

**Daniele Bortolotti**  
*Equity Strategies*

Goldman Sachs

- Dalla crisi è emersa la necessità di una nuova regolamentazione e il bisogno di approcciare il processo di investimento in modo più articolato
- Il gestore e lo stesso investitore ora tendono a valutare i portafogli non solo attraverso i parametri tradizionali ma anche sulla base di analisi di performance e di rischio
- Modelli di asset allocation che utilizzano metodologie di risk management diventano sempre più utilizzati nel processo di selezione degli investimenti
- Analizzeremo alcuni esempi che illustrano i modelli di rischio utilizzati nella gestione dei portafogli

- Ci sono stati alcuni segnali di preavviso della crisi:
  - Il basso tasso di risparmio delle famiglie negli USA
  - Il continuo aumento del disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti
  - Il forte aumento del rapporto tra i prezzi delle case e il reddito domestico
  - Alto livello di debito aggregato e di leva del sistema finanziario
  
- Il conseguente declino dei prezzi delle case US ha creato una crisi sistemica
  - L' Impatto sulla parte 'sub-prime' dei mutui ha provocato un contagio nel mondo delle banche e istituzioni finanziarie
  - Questo a sua volta ha creato una crisi di fiducia, culminata in una crisi del credito.
  - Molte industrie dipendenti dal credito hanno dovuto ridurre le scorte di magazzino, contribuendo al rallentamento della crescita

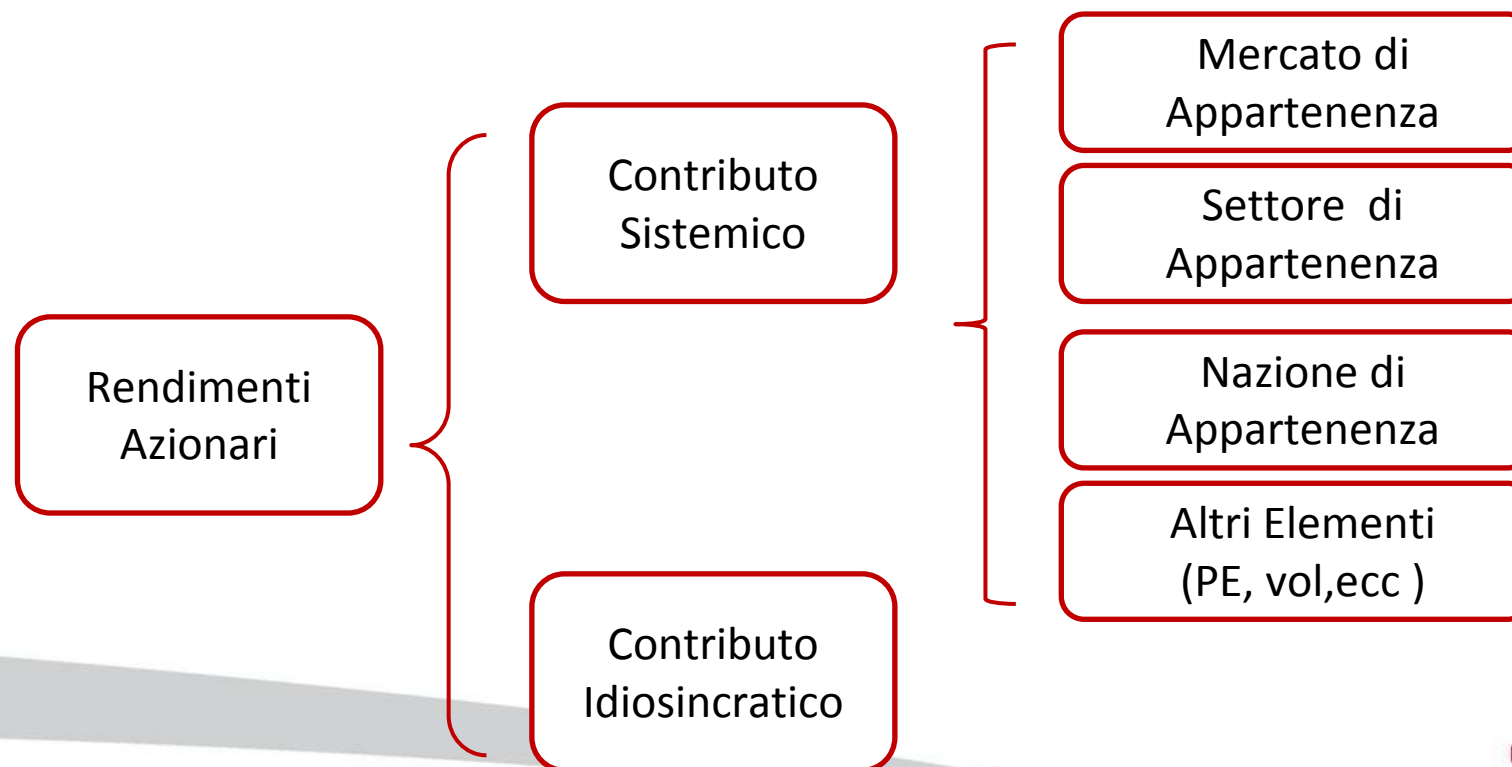
- L'Europa e gli Stati Uniti stanno attraversando un processo di trasformazione, muovendosi sempre di più verso un contesto di trasparenza e liquidità
  - Riforme legislative
    - EMIR, Frank Dodd Act, Basel III
  - Evoluzione dei prodotti finanziari
    - Payoff più semplici e lineari
    - Sottostanti più trasparenti e liquidi
  - Più attenzione al rischio
    - Diverso approccio alla costruzione del portafoglio
    - Modelli di rischio più intuitivi e adattabili ai nuovi prodotti

- **EU** (EMIR) e **US** (Frank Dodd Act) allineati su:
  - Financial Stability Oversight/Systemic Risk Council
  - Clearing centralizzato per derivati OTC
  - Securitisation: previsione di livelli minimi di partecipazione al rischio per le banche
  
- **US** punta alla:
  - Separazione tra prestazione di servizi ai clienti e trading proprietario (“Volcker rule”)
  - Livelli massimi di leverage
  
- **EU** punta a:
  - Regolamentazione delle Rating agencies (supervisione esclusiva ESMA)
  - Investimenti alternativi (hedge funds, private equity)
  - Livelli di capitalizzazione adeguati (Solvency 2, Basilea III)

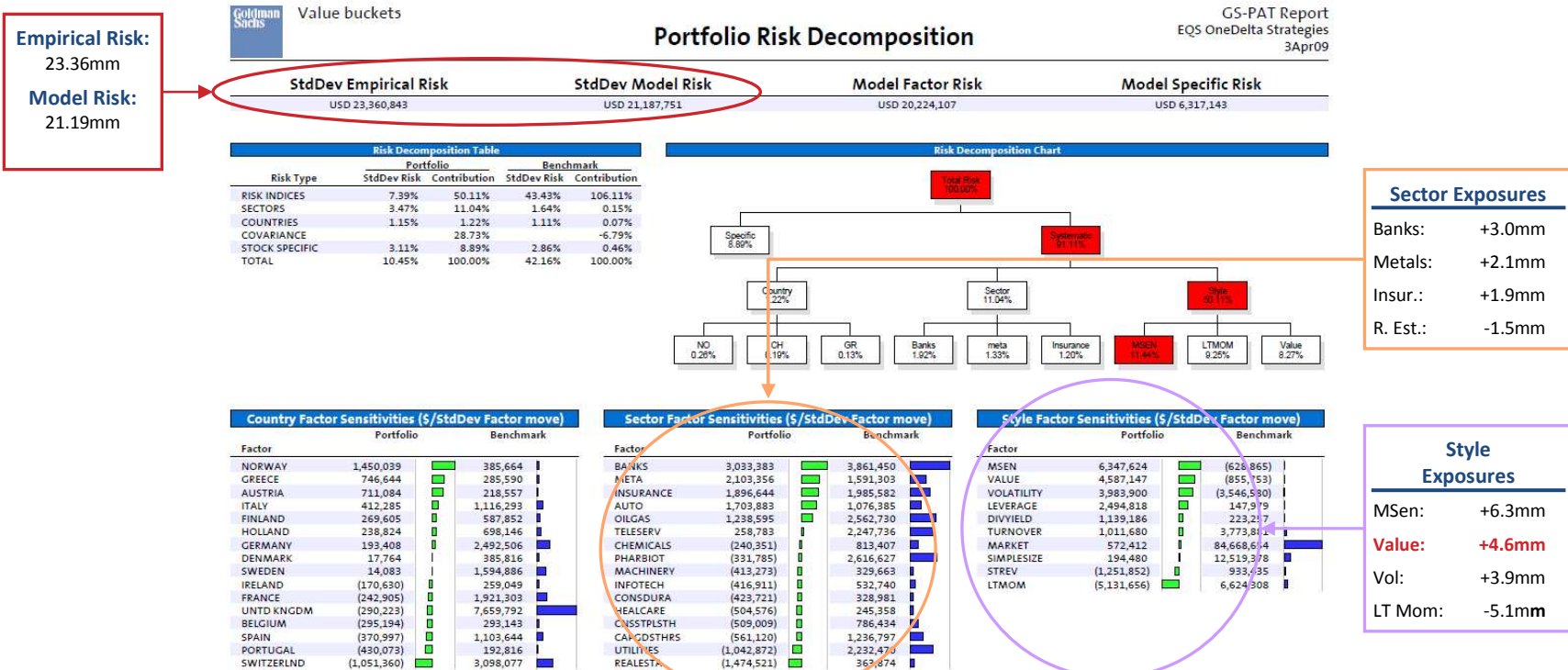
- Domanda da parte degli investitori istituzionali e privati per prodotti caratterizzati da una maggiore:
  - Trasparenza
  - Liquidita'
  - Controllo del rischio
  
- Maggiore attenzione da parte dell'investitore alla comprensione dei prodotti ed in particolare:
  - Driver di performance
  - Driver di rischio

- A seguito della crisi abbiamo riscontrato un cambiamento nell'approccio da parte dei gestori alla costruzione del portafoglio
  - Una maggiore attenzione al riscontro empirico
    - delle ipotesi alla base dell'investimento
    - dell'implementazione del portafoglio
  - Una maggiore enfasi sull'individuazione dei driver di performance e di rischio.
  
- Il Risk-Management diventa un contributore nelle decisioni di investimento, non più solo una "oversight function"
  
- I modelli diventano più intuitivi, e il loro accesso non è più riservato ai "quant" ma sono accessibili anche agli investitori più tradizionali

- Modelli per analizzare i portafogli
  - Rendimenti azionari scomposti in fattori di rischio
  - Individuazione delle relazioni tra questi fattori
  - Analisi delle relazioni a livello di portafoglio



- Esempio 1: Analisi di un portafoglio azionario “long” azioni a basso P/E e “short” azioni ad alto P/E



Sector Exposures	
Banks:	+3.0mm
Metals:	+2.1mm
Insur.:	+1.9mm
R. Est.:	-1.5mm

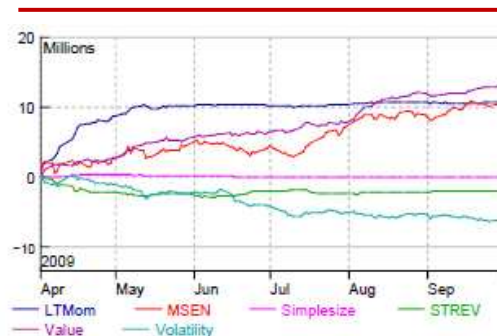
Style Exposures	
MSen:	+6.3mm
Value:	+4.6mm
Vol:	+3.9mm
LT Mom:	-5.1mm

- Esempio 1: Analisi dei driver di performance del portafoglio e attribuzione di valore a ciascun fattore

### Risk Factor Attribution

Factor	PnL, USD
VALUE	13316 k
LTMOM	10868 k
MSEN	10398 k
SIMPLESIZE	27 k
STREV	-1832 k
VOLATILITY	-6157 k
Total Risk	33994 k
Market	1850 k

### Top Contributors



### Largest Exposures



### Industry Factor Attribution

Industry	PnL, USD
Banks	1205 k
Utilities	834 k
Insurance	580 k
Information Technology	-537 k
Health Care Equipmen	-743 k
Real Estate	-1091 k
Total Industry	-1885 k

### Top Contributors



### Largest Exposures



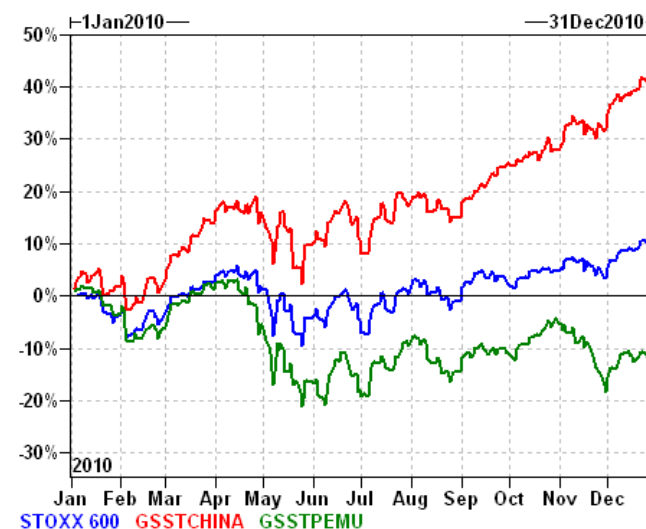
- I due grandi temi nel mercato azionario europeo nel 2010 possono essere individuati i) nella crisi dell'Europa “periferica” e ii) nel consumo di prodotti europei da parte dei BRICs.
- Per analizzare queste dinamiche prendiamo in considerazione due portafogli creati dal nostro “Portfolio Strategy Team”

**GSSTCHINA:** Aziende europee con rilevante % del fatturato proveniente dalla Cina

**GSSTPEMU:** Aziende basate nella periferia europea con rilevante % del fatturato proveniente dall' Europa continentale (escl. UK)

I due temi combinati spiegano circa il **90%** dei rendimenti del mercato europeo nel 2010

### Relative Performance



Unicamente a scopi illustrativi. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri, che possono variare.

Per maggiori informazioni: <https://360.gs.com/gs/portal/home/?action=action.doc&d=10925613>

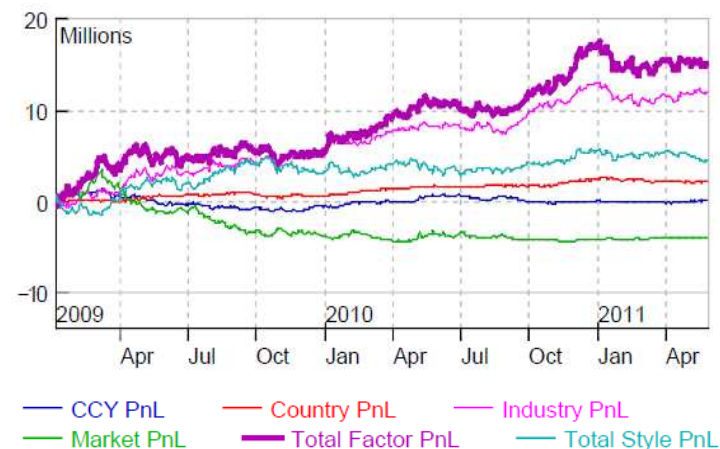
All Data: Goldman Sachs International  
amsterdam 2011

- L'esempio 2 si focalizza su over performance di un investitore che acquista le azioni in GSSTCHNA e vende STOXX 600

### Rendimenti



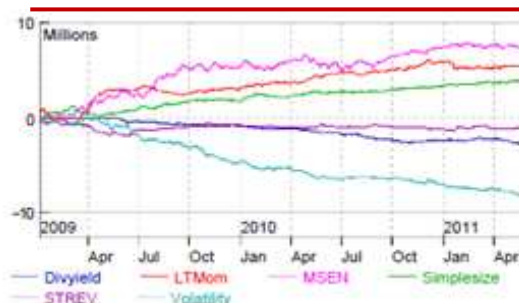
### Attribuzione dei Rendimenti



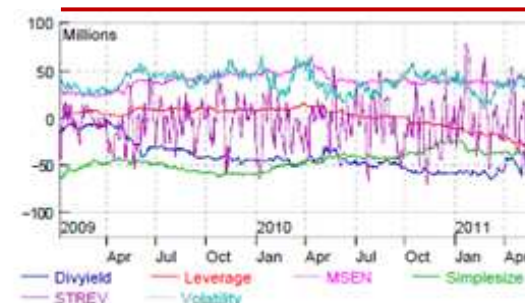
### Style Factor Attribution

Factor	PnL, USD
MSEN	7276 k
LTMOM	5582 k
SIMPLESIZE	3916 k
STREV	-1024 k
DIVYIELD	-2810 k
VOLATILITY	-8045 k
Total Style	4514 k
Market	-3996 k

### Top Contributors



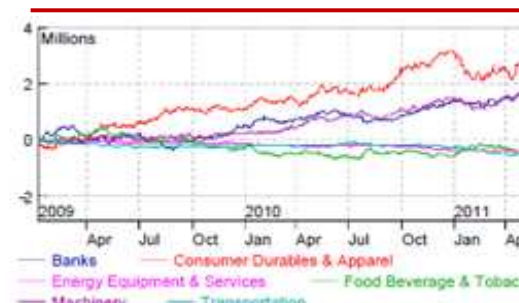
### Largest Exposures



### Style Factor Attribution

Industry	PnL, USD
Consumer Durables & Apj	3271 k
Banks	1765 k
Machinery	1642 k
Energy Equipment & Serv	-331 k
Transportation	-405 k
Food Beverage & Tobacco	-617 k
Total Industry	12108 k

### Top Contributors



### Largest Exposures



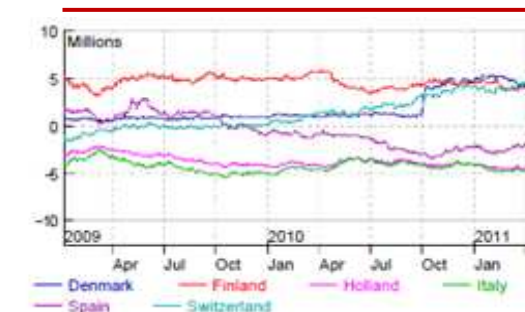
### Style Factor Attribution

Country	PnL, USD
Italy	810 k
Finland	526 k
Germany	354 k
Sweden	-86 k
Ireland	-124 k
United Kingdom	-244 k
Total Country	2225 k

### Top Contributors



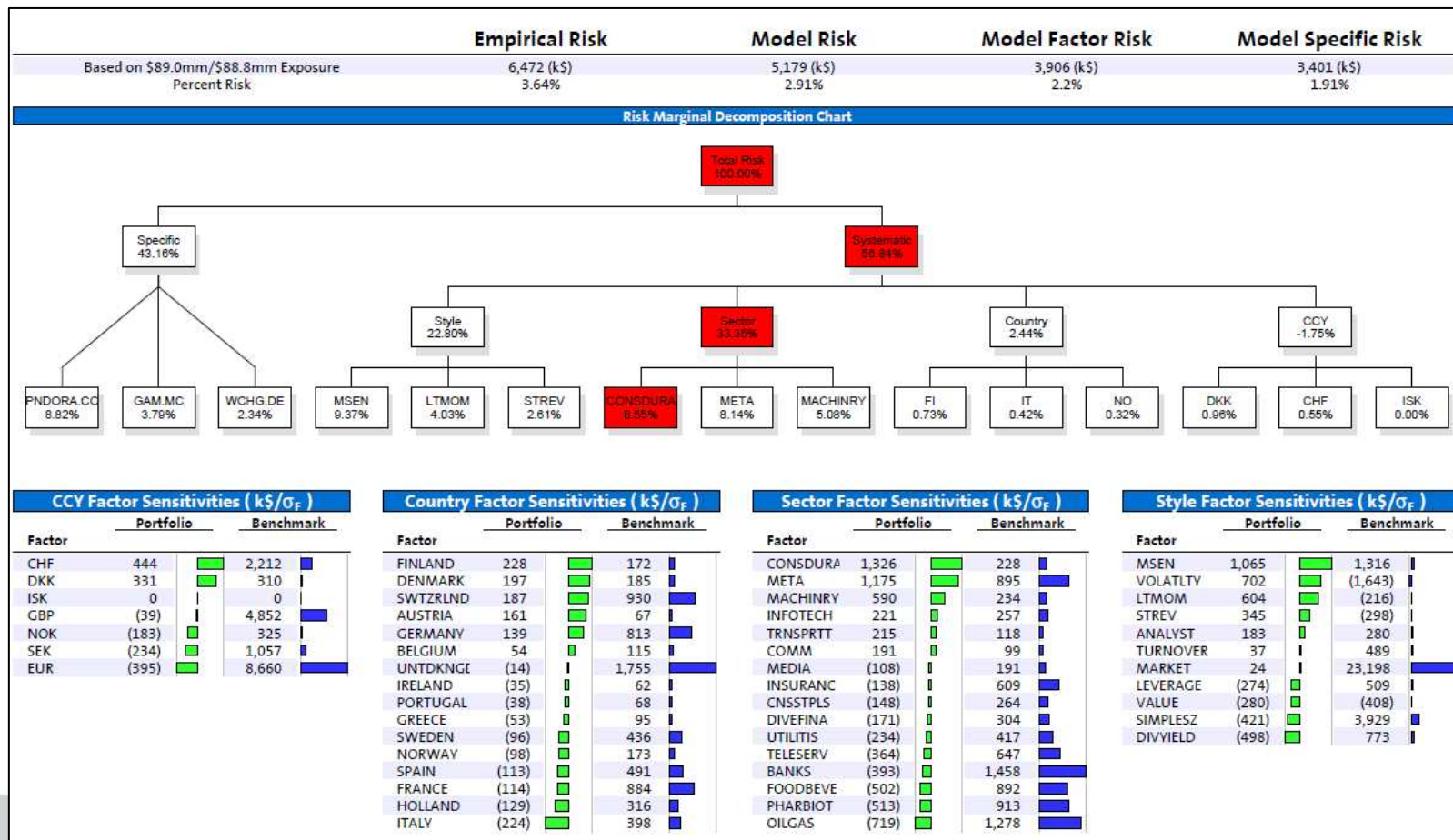
### Largest Exposures



All Data: Goldman Sachs International

Unicamente a scopi illustrativi. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri, che possono variare.  
amsterdam 2011

■ Esempio 2: Analisi del rischio del portafoglio



All Data: Goldman Sachs International

Unicamente a scopi illustrativi. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri, che possono variare.

amsterdam 2011