

Gennaio 2009 | Numero 1 | [newsletter bimestrale](#)

IN QUESTO NUMERO

Copertina		1
IDEM	I numeri e le news del mercato	2
	Il mercato IDEM è sempre più liquido!	3-4
	Scegliere la media giusta	5-6
SeDeX	I numeri e le news del mercato	7
	Sull'onda della volatilità con i covered warrant	8-9
	Investimenti a capitale protetto: la promessa... mantenuta	10-11
ETFplus	I numeri e le news del mercato	12
	Replicare i mercati, con gli ETF è più facile	13-14
	Lyxor ETF Euro Cash	15-16
MOT	I numeri e le news del mercato	17
	2009: segnali di ripresa economica... ma solo verso la fine dell'anno	18
Contatti		19

PRIMO PIANO

Market View

La fine del 2008 e soprattutto l'inizio del 2009 hanno ufficializzato la prima contrazione del Pil mondiale dal 1945 (stime FMI). Anche i Paesi emergenti hanno cominciato a soffrire con pressioni sui cambi, in particolar modo per il Rublo russo. Le Banche Centrali hanno continuato a rassicurare gli investitori, tagliando i tassi di riferimento e portandoli ai minimi storici. Il clima di sfiducia sulla crescita si è tradotto in un massiccio acquisto di titoli governativi, soprattutto a breve termine, con la media dei tassi a tre mesi per US, Euro e UK passata da 2,95% del 06/12/08 a 2,71% del 17/01/09 (fonte Economist).

Le pesanti vendite sull'azionario, sperimentate tra ottobre e novembre 2008, con l'indice Msci World All sceso del 31,55% in due mesi e contrassegnate da un rialzo repentino della volatilità, con il Vix al secondo massimo storico (dopo quello del 1987) a 89,53% a fine ottobre 2008, hanno creato uno scenario da ipervenduto che ha permesso agli indici azionari, pur in presenza di dati economici così negativi, di reagire positivamente, con l'MSCI World All invariato da fine novembre al 17 gennaio 2009 e hanno attivato un rientro della volatilità azionaria dai massimi storici a livelli inferiori al 50% e ritenuti meno pericolosi per il rischio equity.

Il panico post crack di Lehman Brothers ha attivato anche massicce vendite sulle materie prime, in primis sul petrolio, che non si sono fermate nemmeno a gennaio: WTI da 100\$ il barile di fine settembre al livello medio di 45\$ di metà gennaio.

EDITORIALE

Cari lettori,

è con piacere che vi presentiamo la nuova newsletter, Inside Markets, dedicata ai prodotti di investimento, diversi dall'azionario, quotati sui nostri mercati.

Borsa Italiana vuole offrire ai propri clienti uno strumento in più per scoprire o approfondire prodotti che, viste le recenti evoluzioni di mercato, possano costituire proposte interessanti per scelte di investimento consapevoli.

Come suggerisce il nome, il nostro intento è quello di diventare uno dei canali principali di approfondimento finanziario per i seguenti mercati regolamentati:

IDEM - opzioni e futures

SeDeX - covered warrant e certificati

ETFplus - ETF e ETC

MOT - Titoli di stato e obbligazioni

L'occhio esperto di Luca Bagato fornirà informazioni tecniche sull'andamento di mercato, per lasciare poi spazio alle principali novità ed indicatori dei diversi mercati.

I molteplici interventi redatti da esperti di settore, invece, vi accompagneranno alla scoperta di strategie operative, strumenti innovativi e analisi di scenari.

Augurandovi buona lettura, vi invitiamo a contattarci per qualsiasi vostro suggerimento o richiesta.

La redazione di Inside Markets

Per informazioni:

inside.markets@borsaitaliana.it



IDEM - Italian Derivatives Market

I numeri e le news del mercato

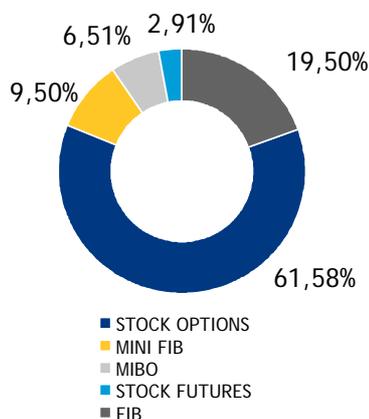
Cifre chiave - dic. 2008

N. contratti	2.120.745
Controvalore ml €	53.986
Open interest	2.942.198

Put/Call Ratio MIBO e 10 opzioni più scambiate per sottostante

MIBO	0,82
ENEL	0,98
GENERALI	0,70
TELECOMITALIA	0,84
UNICREDIT	1,68
ENI	0,77
INTESA SAN PAOLO	0,20
FIAT	0,69
STMICROELECTRONICS	0,98
PARMALAT	4,33
BMPS	0,28

N. Contratti



Coefficiente K Unicredit

Con riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 22360 e 22361 del 29 dicembre 2008 e n. 100 del 2 gennaio 2009, si comunica che il coefficiente K per la rettifica delle opzioni e dei future su azioni Unicredit è pari a 1.

Pertanto non è stata effettuata alcuna rettifica ai contratti di opzione e *future* su azioni Unicredit.

Nuovi obblighi di *market making* sul mercato IDEM

Con riferimento all'entrata in vigore delle modifiche alle Istruzioni al Regolamento in materia di obblighi degli operatori *market maker* e *specialist* sul mercato IDEM con decorrenza 19 Gennaio 2009, Borsa Italiana comunica la nuova composizione del Focus Group, i nuovi obblighi di quantità sui contratti di opzione e di futures su azioni, la ripartizione dei contratti nelle tabelle di *spread*, le partizioni per *mass quotation*, non *standard combination*, *stop order* e i *commodity codes*.

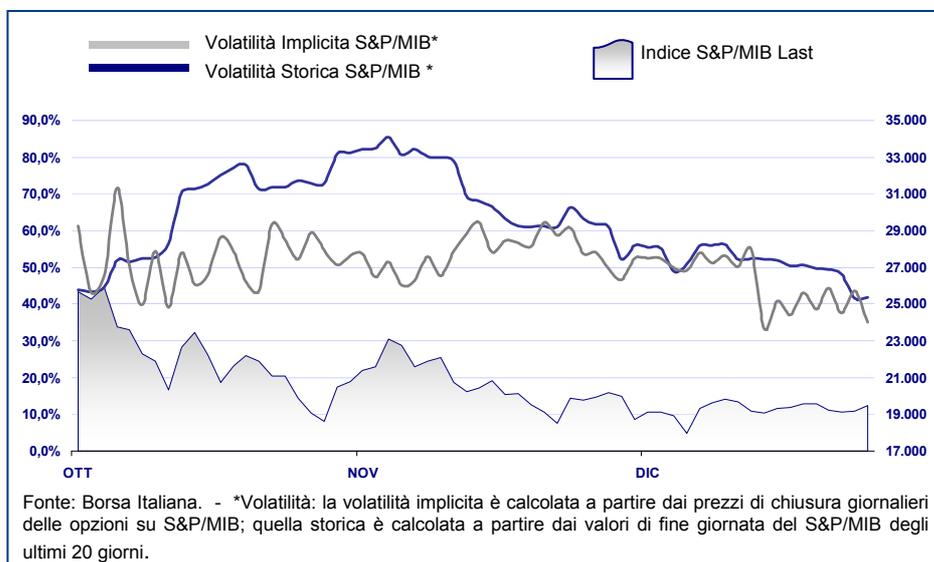
Modifica alle Istruzioni al Regolamento dei Mercati (IDEM)

- definizione di dividendo straordinario ai fini della rettifica dei contratti derivati in caso di stacco dividendi

- modifica degli obblighi di quotazione per i market maker su contratti di opzione sull'indice S&P/MIB e sui contratti di opzione su azioni

- modifica degli obblighi di quotazione per i market maker sui contratti futures su azioni.

Entrata in vigore il 19 gennaio 2009





Il mercato IDEM è sempre più liquido!

Nuova microstruttura per opzioni su indice S&P/MIB, opzioni e *futures* su azioni

L'attività di market making

Gli operatori market maker hanno un ruolo importante sul mercato IDEM, contribuendo sensibilmente all'incremento della liquidità del mercato e migliorando l'efficienza del processo di formazione del prezzo. I market maker hanno obblighi di quotazione relativi a serie, scadenze, quantità minima, spread massimo consentito e tempo per il ripristino delle quotazioni dopo la conclusione di un contratto o per la risposta a richieste di quotazione.

Ad oggi sono attivi sul mercato 23 market maker, che quotano su base continuativa o rispondono alle richieste di quotazione. I market maker possono optare tra tre status, per i quali sono previsti profili di obblighi differenti:

- **Primary Market Maker:** obbligo di quotazione su base continuativa, disponibile per opzioni e futures
- **Market Maker:** obbligo di rispondere alle richieste di quotazione, disponibile per le opzioni
- **Liquidity Provider:** obbligo di quotazione su base continuativa, disponibile per le opzioni

Più liquidità per gli investitori finali

Al fine di incrementare ulteriormente la liquidità del mercato e migliorare la trasparenza e l'efficienza del processo di formazione del prezzo, in data 19 gennaio 2009, il mercato IDEM ha introdotto alcune modifiche agli obblighi di market making sulle opzioni su indice S&P/MIB, sulle opzioni su azioni e sui futures su azioni. Le modifiche consistono principalmente nella ridefinizione degli obblighi in termini di quantità di contratti, di numero di scadenze e di spread massimi consentiti, al fine di favorire la disponibilità di un maggiore pool di liquidità e di spread più stretti per gli investitori finali.

Con questa modifica il mercato IDEM si allinea alle best practices internazionali, in quanto:

- sui contratti di opzione su azioni più liquidi – appartenenti al “Focus Group” - e maggiormente scambiati incrementa fino all'80% la liquidità disponibile sul book di negoziazione in termini di contratti quotati su base continuativa, e contestualmente si riducono gli spread massimi consentiti fino al 60%;

sui contratti di futures su azioni più scambiati incrementa del 65% la liquidità disponibile sul book di negoziazione (sempre in termini di contratti quotati su base continuativa) e contestualmente si riducono fino al 60% gli spread massimi consentiti;

- sui contratti di opzione su indice S&P/MIB saranno disponibili quotazioni su base continuativa fino a 18 mesi, dando pertanto maggiore visibilità sulle aspettative degli investitori rispetto a quanto accade oggi. A seguito di questa modifica sarà per esempio possibile prezzare la volatilità su un orizzonte di temporale più lungo, rendendo pertanto più semplice la strutturazione di strategie di copertura;

- sui contratti di opzione e di futures aventi sottostante poco liquido gli obblighi saranno invece meno onerosi in termini di quantità, questo permetterà ai market maker di quotare spread più stretti a tutto beneficio degli investitori retail.

Informazioni dettagliate relative ai nuovi obblighi di market making sul mercato IDEM sono disponibili sul sito di Borsa Italiana www.borsaitaliana.it/derivati.

ELENCO DEGLI OPERATORI MARKET MAKER SU IDEM

ABAXBANK	CAMPISI & C. SIM	OPTIVER
BANCA ALETTI	EQUITA SIM	SAEN OPTIONS
BANCA AKROS	EXANE	SIMETICA SIM
BANCA IMI	IMC TRADING	SOCIETE GENERALE
BANCA SELLA HOLDING	INTERACTIVE BROKERS U.K.	VAN DER MOOLEN DERIVATIVES
BAYERISCHE HYPO- UND VEREINSBANK AG	MELIORBANCA	WOLVERINE TRADING U.K.
BNP PARIBAS ARBITRAGE	MEDIOBANCA	
BNP PARIBAS SUCCURSALE ITALIA	ODDO OPTIONS	

Scegliere la media giusta

Le medie mobili che si adattano automaticamente al mercato



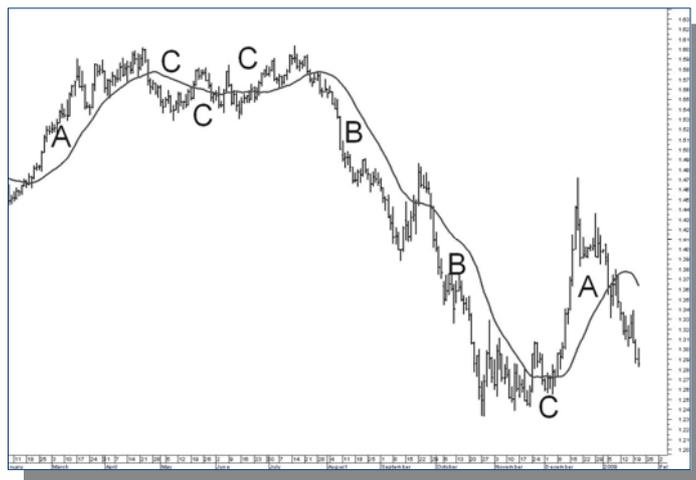
Massimo Intropido

E' il fondatore di Ricerca Finanza. Classe 1967, laureato in Economia e Commercio all'Università Cattolica di Milano, nel 2003, ha fondato Ricerca Finanza, per

portare al mercato finanziario italiano un metodo ed una competenza nuovi, affidabili ed accessibili. E' socio ordinario S.I.A.T. (Società Italiana di Analisi Tecnica), per la quale ha svolto e svolge prestigiosi incarichi e dell'A.I.F. (Associazione Italiana Formatori).

Le medie mobili rappresentano probabilmente l'indicatore di analisi tecnica più antico della storia. Esse costituiscono uno strumento prettamente statistico, che tuttavia viene utilizzato dai trader e dagli analisti in maniera, per così dire, antistatistica, cioè si sfrutta il ritardo delle medie stesse nel descrivere l'andamento del prezzo. Pertanto la regola di analisi tecnica dice che vi è un trend rialzista quando il prezzo sta al di sopra della media mobile e il trend è particolarmente forte quanto più è ampio il divario fra il prezzo alla media stessa. Ma ciò equivale a dire che il trend di borsa è tanto più forte quanto più l'indicatore statistico è in ritardo rispetto al valore che dovrebbe descrivere. Seguendo la stessa logica si può dire l'opposto a proposito di una tendenza ribassista. In quel momento, infatti, il prezzo sarà al di sotto della media mobile con un divario maggiore quanto maggiore è la forza del trend negativo.

Laddove la media mobile inizia funzionare bene dal punto di vista statistico, ovvero si pone in mezzo ai prezzi (essendone la media) è proprio il momento in cui serve meno all'analisi tecnica, per lo meno ad un'analisi orientata al trading. Infatti, in quel momento il trend è laterale, cioè non vi sono variazioni sostanziali di prezzo che non siano prontamente riassorbite. Il tutto può essere facilmente riscontrato nel grafico che segue e che rappresenta l'andamento del cambio Euro/Dollaro.



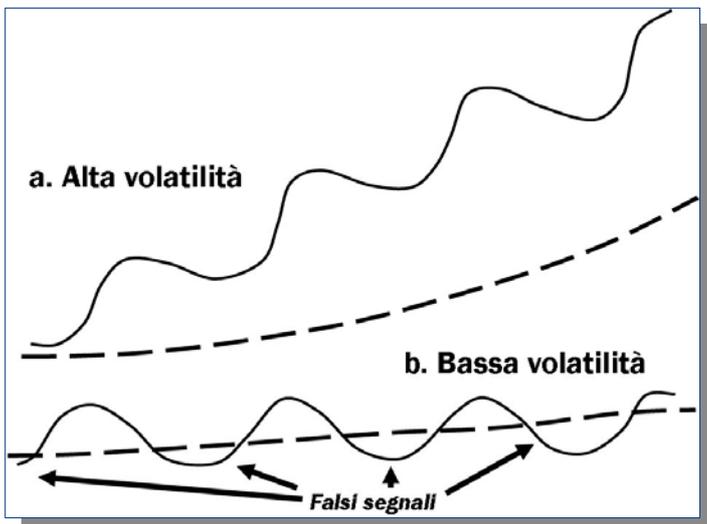
Le zone contrassegnate con una lettera "A" sono leggeri momenti di rialzo, in cui la media mobile rimane al di sotto dei prezzi e dunque non funziona benissimo dal punto di vista statistico. Allo stesso modo le zone contrassegnate con una lettera "B" rappresentano dei chiari ribassi, durante i quali la media mobile sta al di sopra del prezzo, mostrando anche in questo caso delle carenze descrittive dal punto di vista statistico. Laddove invece la media mobile funziona bene come descrittore del prezzo, ovvero nelle zone contrassegnate con "C" è proprio quando funziona male dal punto di vista del trading. Infatti in quei tratti essa viene continuamente scavalcata dal prezzo, all'insù ed all'in giù, dando segnali di apertura e di immediata chiusura di posizioni rialziste e ribassiste. In quei tratti, in sostanza, la media mobile fornisce falsi segnali e dunque fa perdere denaro. All'analista tecnico un'informazione di questo tipo è invece utile, poiché lo stazionamento della media mobile nel range di prezzo conferma che il trend è laterale. Ma poiché la maggior parte degli sforzi che si dedicano allo studio di nuovi strumenti di analisi tecnica è rivolto al trading più che alla semplice analisi, non deve stupire che si sia cercato di perfezionare la media mobile come strumento di trading. Nascono così le medie mobili adattive, che vengono progettate per essere attraversate il meno possibile dai prezzi, anche quando la tendenza è laterale. Ve ne sono due che vanno per la maggiore, ma prima di descriverle vediamo esattamente che cos'è una media mobile adattiva.

Tutte o quasi tutte le medie mobili adattive sfruttano la proprietà delle medie mobili esponenziali di poter essere scomposte in maniera tale da rendere molto semplice il loro calcolo. Infatti, la generica e più rapida forma di calcolo di una media esponenziale è:

$$MMEt = aPt + (1 - a) MMEt-1$$

Ovvero, la media di oggi è uguale ad una certa percentuale del prezzo di oggi sommato alla percentuale complementare (cioè la cui somma dia 100) della media esponenziale di ieri. È possibile, dal punto di vista matematico, calcolare una media mobile esponenziale esattamente equivalente alla corrispondente media mobile semplice, semplicemente ponendo $a = (2/(n+1))$, dove n è il numero di dati da cui è composta l'equivalente media mobile semplice.

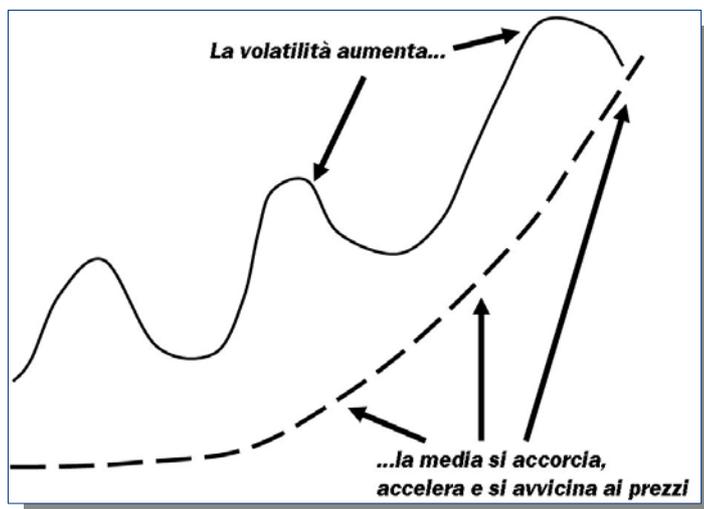
Per rendere adattiva una media mobile esponenziale è sufficiente legare l'andamento di a ad un parametro che riteniamo essere quello decisivo nell'esprimere o nel modificare le mutate condizioni di mercato. Il parametro classico scelto da quasi tutti gli ideatori di medie mobili adattive è la volatilità. Infatti è proprio questa la grandezza che meglio misura la tendenza dei prezzi a fornire falsi segnali, cioè a colpire "indebitamente" la media mobile, come mostriamo nel grafico seguente.



Nel caso a la volatilità è alta in rapporto all'andamento della media e dunque quest'ultima non viene toccata dai prezzi durante l'accelerazione della tendenza al rialzo. Quella che abbiamo raffigurato, pertanto, è una media con una velocità idonea a segnalare la persistenza del trend.

Nel caso b, invece, la volatilità del prezzo è troppo bassa in rapporto all'andamento della media. Quest'ultima, infatti, viene infatti colpita diverse volte dal prezzo senza che in realtà vi sia realmente una vera e propria inversione di tendenza. Un andamento del genere comporta molti falsi segnali i quali producono contemporaneamente molte piccole perdite e molti momenti di mancato guadagno, arrecando così un duplice danno al trader.

La soluzione è allora quella di costruire una media mobile che stia vicino ai prezzi quando la volatilità è alta e lontano quando essa è bassa, proprio come accade a quella raffigurata nel grafico successivo.



Per fare in modo che ciò accada occorre costruire un meccanismo che produca sulla media mobile lo stesso effetto di un aumento o di una riduzione dei giorni sulla quale essa viene calcolata.

La media mobile esponenziale, come dicevamo, si presta molto bene a questo scopo, poiché è sufficiente variare il parametro a per ottenere:

- un aumento della sua reattività (equivalente ad una diminuzione dei giorni su cui viene calcolata l'equivalente media mobile semplice) se a viene incrementato.
- una riduzione della sua reattività in caso contrario, con conseguente allungamento della media mobile semplice equivalente.

La proposta di Tushar Chande si chiama VIDYA (Variable Index DYnamic Average), o media dinamica ad indice variabile. Quest'ultimo è proprio il termine a della media mobile esponenziale. Infatti, nell'articolo di Socks & Commodities, Chande la definisce come:

$$VIDYAd = k \times \sigma_n / \sigma_{Ref} \times Cd + (1 - k \times \sigma_n / \sigma_{Ref}) \times VIDYAd - 1$$

Dove:

VIDYAd è il valore corrente della VIDYA

VIDYAd-1 è il valore precedente della VIDYA

k è una costante scelta di volta in volta

σ_n è la misura di volatilità ritenuta più idonea ad esprimere le variazioni nell'andamento del mercato

σ_{Ref} è una misura di volatilità che funzioni da benchmark o termine di paragone per confrontare σ_n , cioè per capire qual è la situazione attuale del mercato

È facile intuire che, nell'algoritmo di Chande, $a = k \times \sigma_n / \sigma_{Ref}$

Dunque è il rapporto tra la volatilità attuale e la volatilità media a far variare la reattività della VIDYA. Quando il mercato accelera, la volatilità aumenta e dunque nello stesso modo si comporta il termine $k \times \sigma_n / \sigma_{Ref}$. Nel libro *Beyond Technical Analysis* Chande propone quest'altra formula per la VIDYA:

$$VIDYAd = 0,2 \times \text{Stoc}(\sigma_{20}) \times Cd + (1 - 0,2 \times \text{Stoc}(\sigma_{20})) \times VIDYAd - 1$$

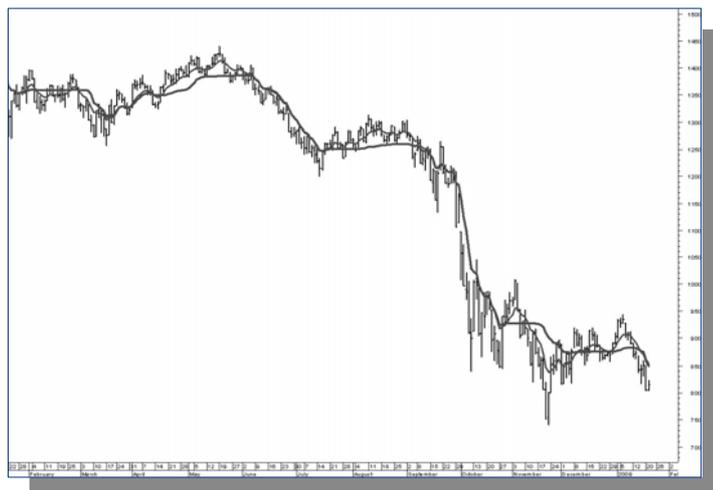
Dove, di nuovo rispetto alla formula precedente, abbiamo:

Stoc(σ_{20}) che è lo stocastico a 20 giorni della deviazione standard a 20 giorni dei prezzi e:

k = 0,2 il che tende a fare equivalere la VIDYA ad una media mobile semplice a nove giorni³.

Va detto che la seconda formula si applica ai dati giornalieri, mentre la prima si utilizza sui dati settimanali.

Vediamo in azione la VIDYA sui dati giornalieri dell'S&P500. Ovviamente utilizziamo la seconda formula, ovvero quella dello stocastico di volatilità 20 giorni:



La VIDYA è stata riportata con il tratto più marcato, mentre la media mobile esponenziale a 9 giorni ha il tratto più leggero. Perché una media mobile esponenziale a nove 9? Perché Chande utilizza un **k** pari a 0,2, il quale, applicando al contrario la formula $a = (2/(n+1))$, cioè risolvendo per **n** la formula $0,2 = (2/(n+1))$ fornisce, per l'appunto, 9. Naturalmente questo è il valore di partenza, poiché esso viene incrementato o diminuito in base all'andamento del termine σ_n / σ_{Ref} . Torneremo tra poco su questo legame matematico, ora commentiamo il grafico.

Nei periodi di trend forte, come ad esempio tra Maggio e Giugno e tra Settembre ed Ottobre 2008, la media mobile esponenziale segue molto più da vicino i prezzi e, pertanto, ne viene attraversata molto più spesso. Invece la VIDYA se ne mantiene molto più distante, rimanendo addirittura pressoché orizzontale durante le fasi di assenza di trend, come accade tra Luglio ed Agosto 2008

Nel prossimo numero studieremo un'altra famosissima media mobile reattiva, ovvero la AMA (Adaptive Moving Average) di Perry Kaufman. Ulteriori dettagli ed approfondimenti sul tema delle medie mobili adattive possono essere trovati nel mio testo *Il Meglio di Stocks & Commodities*, Trading Library 2006.

Massimo Intropido
Socio
ordinario S.I.A.T.

www.ricerc FINANZA.it

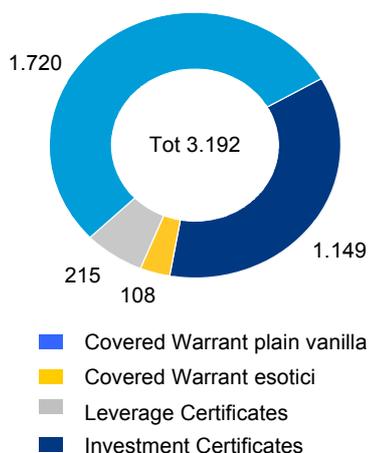
SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

I numeri e le news del mercato

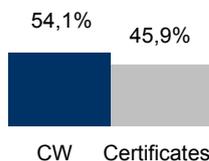
Cifre Chiave – Dic 2008

N. contratti	144.375
Controvalore mln €	858
New Listing del mese	411
N. Emittenti	18
N. Sottostanti	343

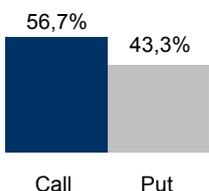
N° Strumenti per Segmento



Volumi CW vs Certificates



Volumi CW Call vs Put



Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine anno ammontano a 3.192, di cui 1.720 covered warrant plain vanilla, 108 covered warrant strutturati/esotici, 1.149 investment certificates e 215 leverage certificates.

Gli scambi di dicembre sono pari a 144.375 contratti per 858 milioni di euro di controvalore.

Nel mese di dicembre su SeDeX sono stati quotati 354 nuovi covered warrant plain vanilla, 31 nuovi investment certificates e 26 nuovi leverage certificates.

Nuovo Programma di Emissione

Sal. Oppenheim – Autorizzazione di un nuovo programma di emissione di Butterfly e Corridor Bonus Certificates su Azioni, Indici e Tassi di Cambio su prospetto estero.

Nuove Listing Fees per i Certificati

Sono in vigore dall'1 gennaio 2008 i nuovi corrispettivi di quotazione previsti per i certificati. Secondo il nuovo regime, la listing fee per certificato (sia esso investment o leverage) è pari a 700€ se quotato via Listing Online (altrimenti 750€).

I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
Banca IMI	IT0004393937	S&P/MIB	Put	25.000	18/12/09	1.357	51,1
Société Générale	FR0010685123	S&P/MIB	Call	22.000	20/03/09	25.028	32,9
BNP Paribas	NL0006296501	ENI	Call	23,5	06/03/09	4.750	21,8
Société Générale	FR0010685537	S&P/MIB	Put	16.000	17/12/10	848	21,7
Société Générale	FR0010685644	S&P/MIB	Put	16.000	17/12/10	674	18,7

I 5 Certificates più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Caratteristiche	Scadenza	Contratti	Controv.
Deutsche Bank	DE000DB3QDS9	ENI	Equity Protection Prot. 22,0 (100%) Part. 100%	18/12/09	1.429	156,0
Banca Aletti	IT0004346737	ENI	Borsa Protetta Prot. 15,65 (100%) Part. 100%	20/03/09	529	36,1
UniCredit	IT0004035918	ENI	Bonus Strike 23,5 Bonus 131% Barr. 18,67 (toccata)	06/03/09	543	29,9
UniCredit	IT0004126840	S&P/MIB	Benchmark	17/12/10	938	25,9
UniCredit	IT0004132087	S&P/MIB	Bonus Strike 39.000 Bon. 120% Barr. 31.200 (toccata)	17/12/10	562	18,2

Sull'onda della volatilità con i Covered Warrant

I Covered Warrant e l'approccio di UniCredit



Deborah Dall'Armi, Product & Client Manager in UniCredit Markets & Investment Banking, inizia la propria esperienza lavorativa nel medesimo gruppo bancario nel 2002 occupandosi di strumenti derivati per la clientela retail ed istituzionale italiana.

Nel 2005 si specializza nel segmento dei derivati cartolarizzati, sviluppando inoltre diverse collaborazioni con alcune testate giornalistiche specializzate su temi del risparmio e degli investimenti. Attualmente si occupa di tutte le attività relative al lancio ed alla gestione di nuovi prodotti sul mercato SeDeX di Borsa Italiana.

Gli ultimi mesi sono stati caratterizzati da un generalizzato ed inedito rialzo della volatilità dei mercati: un'occasione per fare il punto sugli strumenti per cui la volatilità rappresenta un fattore determinante, i Covered Warrant (CW). La prima quotazione di CW risale al 1998; da allora UniCredit si è costantemente impegnato a essere presente sul mercato con una vasta gamma di CW, per scadenze, strike e sottostanti.

I CW sono titoli quotati sul mercato SeDeX di Borsa Italiana che permettono di investire sulle variazioni, di breve termine, del mercato azionario, dei cambi, delle materie prime e dei principali indici (sottostanti). Esistono i CW Call per puntare al rialzo del sottostante e i CW Put, che si apprezzano invece in caso di un suo ribasso. Acquistare un CW corrisponde ad acquistare il diritto di comprare (per i Call) o di vendere (per i Put) il sottostante ad un prezzo predefinito (Strike) entro una determinata data (scadenza).

L'apprezzamento dell'investimento è valutato considerato l'apprezzamento o deprezzamento del sottostante commisurato allo strike. I CW hanno una durata limitata (da 3 a 9 mesi); alla scadenza danno diritto ad un rimborso (il valore intrinseco) che può essere così calcolato:

per i **CW Call**:

$(\text{Max}[0; (\text{prezzo sottostante} - \text{strike})] * \text{multiplo}) / \text{cambio}$

per i **CW Put**:

$(\text{Max}[0; (\text{strike} - \text{prezzo sottostante})] * \text{multiplo}) / \text{cambio}$

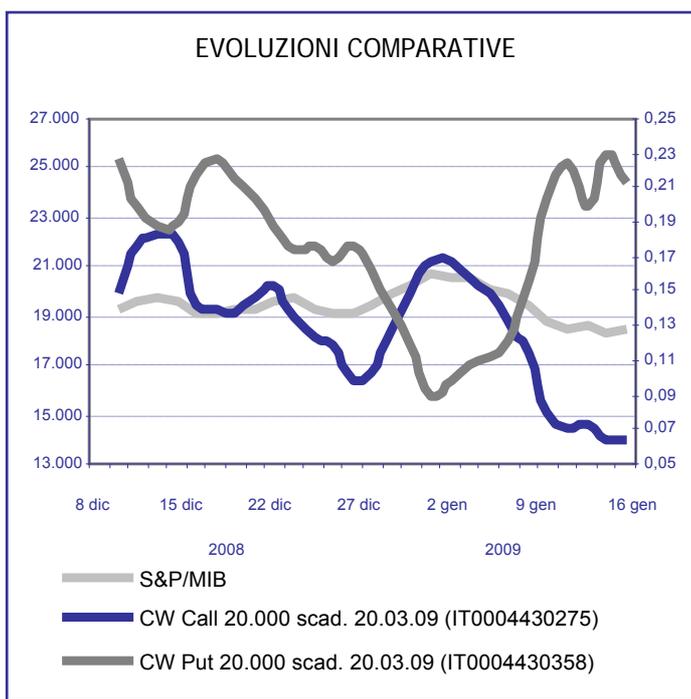
I CW sono strumenti per chi desidera **fare trading** investendo su trend di mercato rialzisti o ribassisti. Sono adeguati a strategie di breve termine perché amplificano le performance dei loro sottostanti grazie all'effetto leva. In una strategia su CW si deve essere tempestivi nell'acquisto e la vendita poiché una minima variazione del sottostante determina ampie variazioni del CW. La maggior parte degli investitori non aspetta la scadenza del CW ma lo rivende quando si è apprezzato.

I CW sono, infatti, strumenti molto liquidi, quotati in continuo sul SeDeX di Borsa Italiana dalle 09.05 alle 17.25.

Vediamo ora un esempio pratico per capire come si comporta il prezzo di un CW Call e un Put, a confronto con l'andamento del prezzo del sottostante, nel caso specifico l'S&P/MIB. Consideriamo i CW UniCredit:

- Call S&P/MIB strike 20.000 scadenza 20.03.2009, ISIN Code IT0004430275

- Put S&P/MIB strike 20.000 scadenza 20.03.2009, ISIN Code IT0004430358





Durante il periodo d'osservazione (5.12.2008 - 20.01.2009), l'S&P/MIB alterna crescita e ribassi, partendo da 17.968 punti indice, arriva a 20.000 per poi ridiscendere intorno ai 18.000. Tali variazioni si riflettono sul prezzo del CW in maniera molto più evidente: infatti, a causa dell'effetto leva, questi amplificano la performance del sottostante (il CW Put si comporta in modo opposto all'indice, il Call nello stesso senso). Tra il 5 e il 10 dicembre il CW Call registra una performance del 61%, l'S&P/MIB solo del 10%. Al contrario negli ultimi giorni, l'S&P/MIB scende del -10% e la Put sale più che proporzionalmente del 157%. Operare in CW permette quindi di realizzare performance sia quando il mercato scende che quando sale; essendo consapevoli che tali guadagni possono trasformarsi in perdite.

E' importante inoltre sapere che il prezzo di un CW non dipende solo dal valore del sottostante ma anche dalla volatilità e dal tempo rimanente alla scadenza. Questi due fattori influenzano il cosiddetto valore temporale del CW che va a sommarsi al valore intrinseco.

La volatilità misura la variabilità del prezzo del sottostante ed incide fortemente sul prezzo del CW che aumenta al crescere della volatilità.

Negli ultimi 10 anni abbiamo assistito ad andamenti contrastanti della volatilità. Il grafico del VIX (Il VIX rappresenta la volatilità implicita media nel prezzo delle opzioni con scadenza sotto i due mesi sull'indice S&P 500) ci aiuta ad analizzarli: se dalla fine del 1998 al settembre 2008 l'andamento della volatilità è stato pressoché stabile, con movimenti compresi tra il 10% ed il 30%, negli ultimi tre mesi si è assistito ad un aumento molto marcato della volatilità, con valori vicini all'80% a fine ottobre 2008. L'escursione di questo periodo ha visto chiaramente aumentare i prezzi dei CW, dove ad un prezzo più elevato di questi si è accompagnata una maggiore probabilità di poter esercitare a scadenza il CW con un profitto.

Alta volatilità implica, infatti, alta variabilità del prezzo e quindi maggiore probabilità che un CW a scadenza abbia un valore intrinseco positivo.

I CW possono alternativamente essere utilizzati anche in **strategie di copertura**: posso proteggere il mio portafoglio dal rischio di performance negative di un titolo azionario su cui ho investito, ad esempio, acquistando un CW put sull'indice di riferimento de titolo. E' infine possibile proteggersi da oscillazioni del tasso di cambio acquistando un CW Call sul tasso di cambio di interesse; strategia utile, ad esempio, a chi commercia in valuta estera e vuole proteggere la propria attività dai rischi collegati alla valuta.

Alcuni spunti aggiuntivi: prima di tutto si è osservato recentemente un aumento dei prezzi dei CW che non è tuttavia corrisposto ad una contrazione della possibilità di guadagno derivante dai CW; in effetti, grazie all'effetto leva, il valore di un CW varia generalmente in modo più che proporzionale al variare del prezzo del sottostante sia al rialzo che al ribasso.

Ancora qualche parola sui titoli sottostanti, nell'ultimo trimestre 2008, abbiamo assistito a forti variazioni dei prezzi dei titoli finanziari che si sono poi riflesse sui titoli ciclici: in quest'esordio 2009 troviamo ancora sotto i riflettori i bancari, i titoli finanziari e tutte le azioni appartenenti al settore dei ciclici.

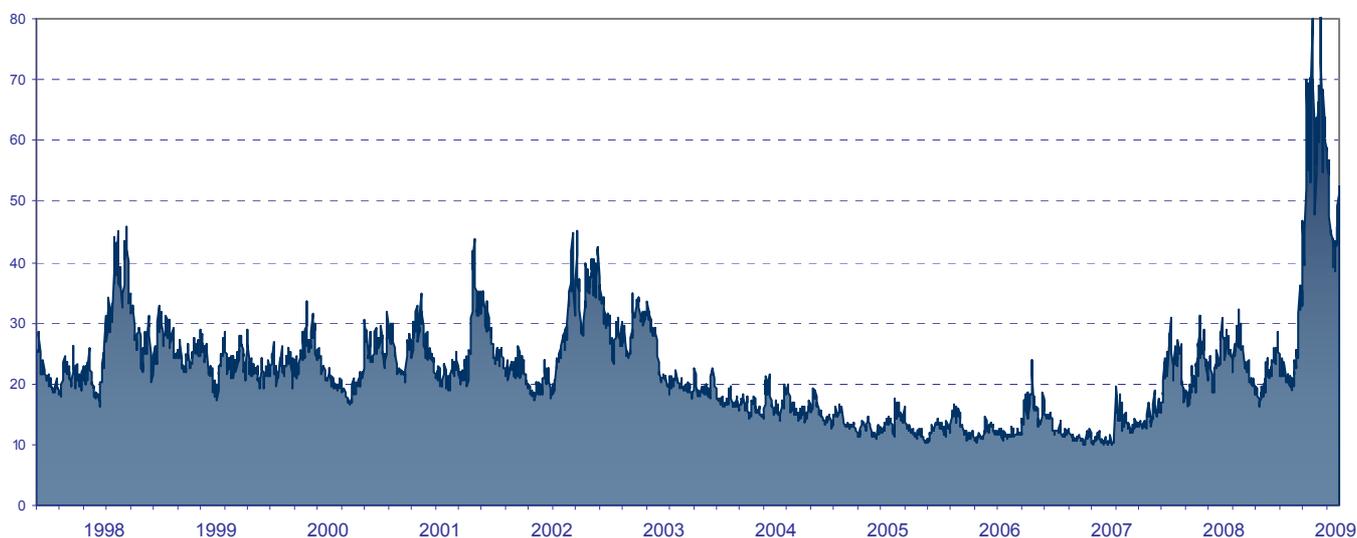
Sito internet: www.investimenti.unicreditmib.it

e-mail: info.investimenti@unicreditmib.it

Numero verde: 800 011122

Deborah Dall'Armi
Product & Client Manager
Retail Network Sales Italy
UniCredit Group

ANDAMENTO INDICE VIX DAL 1998 AD OGGI





Investimenti a capitale protetto: la promessa... mantenuta

Gli Investment Certificates di BNP Paribas

Gian Luigi Pedemonte é responsabile commerciale per i Certificates e Covered Warrant a BNP Paribas. Fin dal 1996 si é occupato di Equity Derivatives seguendo in prima persona il lancio dei covered warrant a Société Générale. Dopo un'esperienza imprenditoriale nell'online, Gian Luigi é ritornato ad occuparsi dell'investment banking internazionale di TradingLab, per poi lanciare la piattaforma commerciale di X-markets di Deutsche Bank. Dal 2007 a BNP Paribas, si occupa del lancio e della gestione degli investment certificates del gruppo transalpino.

Gli investment certificate quotati sul SeDeX permettono di investire in borsa con un livello di protezione del capitale che può arrivare anche al 100% per alcuni Equity Protection.

E nel 2008, proprio nel crollo dei mercati, i certificati Equity Protection a capitale protetto hanno dimostrato la loro utilità, basta vedere la tabella in allegato.

Strumento	Codice ISIN	Performance Certificato	Performance Sottostante
EQUITY PROTECTION SU ENEL	XS0330913202	-9,30%	-42,56%
EQUITY PROTECTION SU ENI	NL0006090730	-6,15%	-35,36%
EQUITY PROTECTION SU S&P/MIB	NL0006191629	-4,25%	-33,82%
EQUITY PROTECTION SU CLEAN ENERGIES	XS0330913970	-4,80%	-44,55%
EQUITY PROTECTION CAP SU INTESA SP	NL0006089864	-5,45%	-41,74%
EQUITY PROTECTION CAP SU UNICREDIT	NL0006090698	-8,45%	-61,45%

Infatti, mentre negli ultimi mesi alcuni titoli di Piazza Affari sono crollati, i corrispondenti Equity Protection hanno lasciato sul terreno solo alcuni punti percentuali, o addirittura, sono rimasti positivi o invariati. Per fare solo un esempio, l'Equity Protection ISIN NL0006090698 su Unicredit emesso nell'aprile 2008 ha perso circa l'8% (ma rimborserà comunque il 100% del capitale inizialmente investito a scadenza), mentre l'investimento diretto nel titolo Unicredit avrebbe portato ad una performance negativa di circa il 61%.

E non si rinuncia alla liquidità: i certificates sono negoziabili sul SeDeX praticamente come un'azione, per cui in caso di necessità si può sempre smobilizzare l'investimento o aumentare la posizione (facendo media) senza difficoltà.

Nel 2008 in un mercato ribassista la strategia da seguire è stata quella di investire in certificate che proteggono il capitale a scadenza. Cosa fare nel 2009?

L'offerta di prodotti per il 2009

Nell'offerta di prodotti 2009 ha probabilmente senso affiancare agli Equity Protection, altre tipologie di **certificati d'investimento, che permettano di cogliere al massimo eventuali opportunità di stabilità o rialzo dei mercati azionari che sono ora probabilmente vicini ai minimi.** Se si osserva il grafico allegato, che compara le performance del mercato azionario americano dal 1825 al 2008, si osserva che il 2008 è stato l'unico anno insieme al 1931, che ha registrato una performance negativa compresa tra -40% e -50%.

Hanno senso quindi Certificate come Bonus e Athena, che consentono di guadagnare anche in caso di parziali ribassi o di rialzi, ma il capitale è protetto se il sottostante non tocca le "barriere di protezione". Si tratta di prodotti d'investimento adatti a quegli investitori

che si aspettano un rialzo dell'azione/indice, ma che al contempo non vogliono rinunciare a guadagni anche in caso di moderato ribasso e alla protezione del capitale in caso di ribassi fino al 40-50% (controllate però ciascun prodotto: le barriere possono essere molto diverse tra loro).

Ad esempio, tra i Bonus si segnalano un **Bonus Cap su Telecom Italia** con scadenza 29/10/2009 (ISIN: **NL0006298705**), che garantirà un Bonus del 14% se non verrà toccata la barriera sul sottostante a 0,65 Euro e un **Bonus Cap**



su Eni con scadenza 29/10/2009 (ISIN: NL0006298671) che consentirà un rendimento del 16% se Eni non tocca 11,63 Euro.

In un'ottica di investimento di medio lungo periodo si evidenzia anche l'Athena Certificate, la cui caratteristica peculiare è quella di dare l'opportunità di un rimborso anticipato del capitale investito con interessante premio già dal primo anno. Tra gli Athena si segnala in particolare l'**Athena Certificate su DJ EuroSTOXX 50** con scadenza il 30/10/12 (ISIN: NL0006090706): se in tale data il certificato non dovesse avere già rimborsato anticipatamente e se l'indice dovesse trovarsi sopra quota 3060,016 punti, restituirebbe 132 Euro, prezzo che garantirebbe una performance di circa il +90% rispetto alle attuali quotazioni.

Per scoprire questi prodotti e tutte le nuove emissioni di BNP Paribas www.prodottidiborsa.it. Sul sito è possibile iscriversi anche gratuitamente ai servizi informativi, ad esempio la rivista mensile o la newsletter giornaliera!

Sito internet: www.prodottidiborsa.com

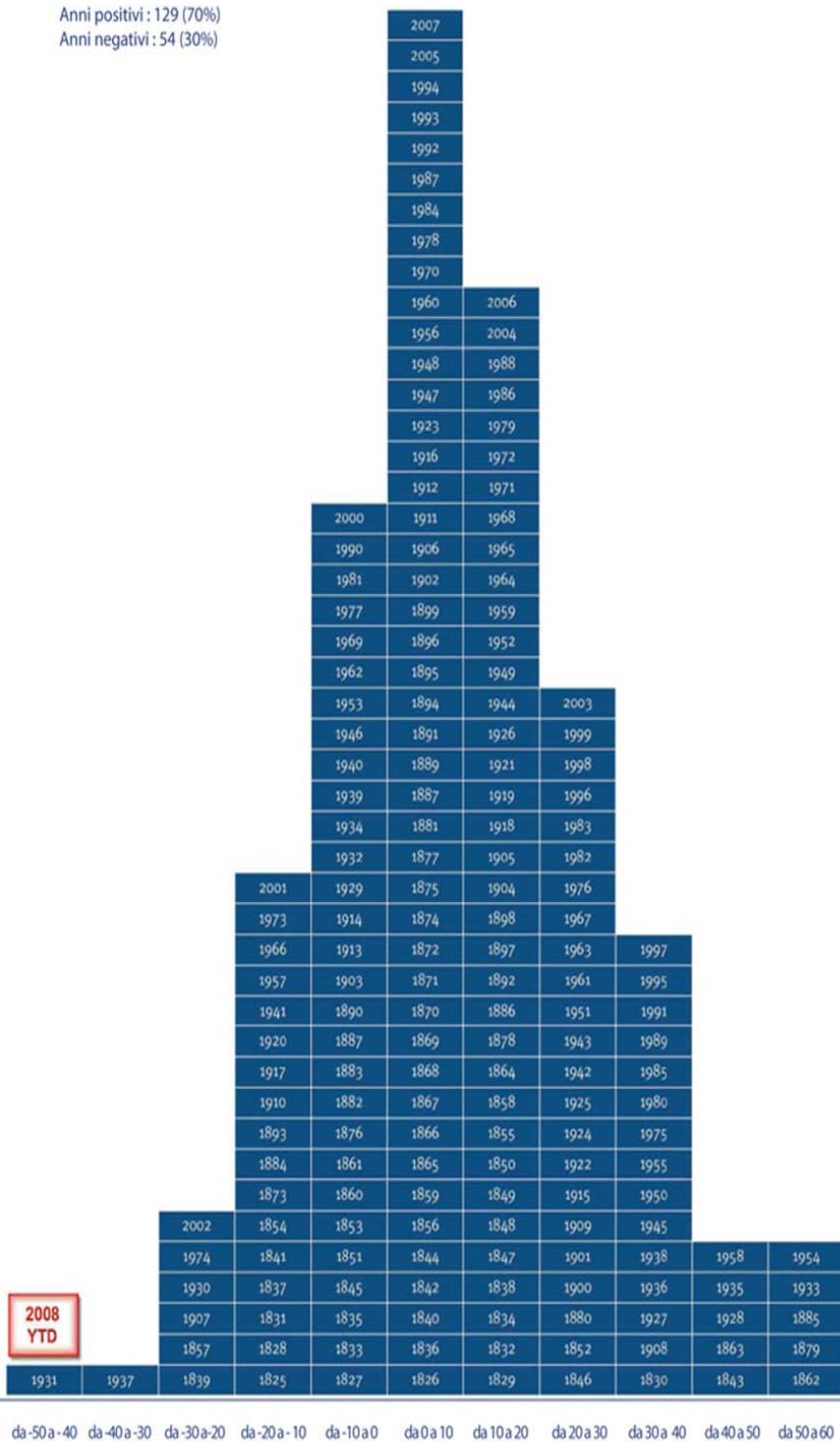
e-mail: prodottidiborsa@bnpparibas.com

Numero verde: 800 92 40 43

Gian Luigi Pedemonte
Head of Sales Retail Listed Products
BNP Paribas Italia

INDICE S&P DAL 1825 AL 2007

Anni positivi: 129 (70%)
 Anni negativi: 54 (30%)



ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

I numeri e le news del mercato

Cifre chiave – dic. 2008

N. contratti	111.083
Controvalore mln €	4.249
New Listing	4 ETF
N. Emittenti	12
N. Strumenti	279 ETF e 47 ETC

I più scambiati per controvalore

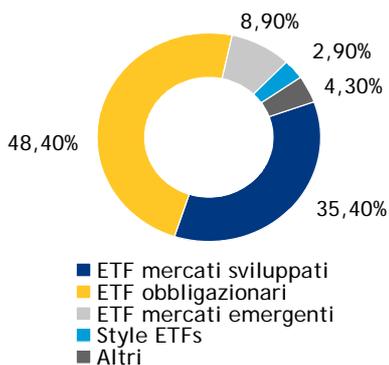
1. DB X-TRACKERS II EONIA TRI (1C)
2. LYXOR ETF EURO CASH
3. DB X-TRACKERS II EONIA TRI (1D)
4. LYXOR ETF DJ EURO STOXX 50
5. ISHARES DJ EURO STOXX 50

I più scambiati per contratti

1. LYXOR ETF S&P / MIB
2. SGAM ETF XBEAR S&P / MIB
3. SGAM ETF LEVERAGED S&P / MIB
4. ISHARES S&P 500
5. LYXOR ETF LEVDAX

ETF - AUM in Italia:

10,2 mld di €



Il mercato ETFplus

ETFplus è il mercato di Borsa Italiana interamente dedicato alla negoziazione di ETF, ETF strutturati ed ETC, strumenti che, pur condividendo i medesimi meccanismi di funzionamento, presentano caratteristiche e peculiarità proprie. Al fine quindi di facilitare il risparmiatore nell'attività di selezione sono previsti tre segmenti:

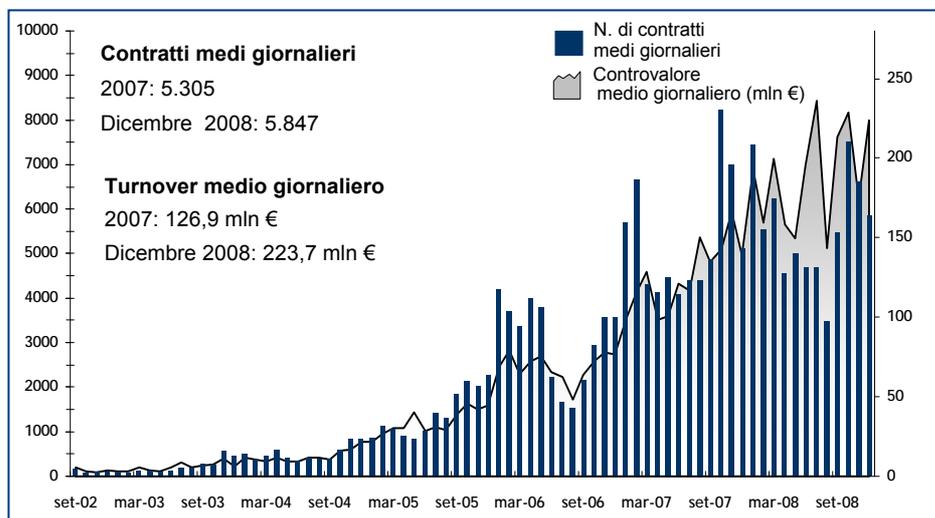
- segmento ETF: OICR aperti indicizzati
- segmento ETF strutturati: OICR aperti strutturati
- segmento ETC: Exchange Traded Commodities

Nuove emissioni

db x-trackers II ha ampliato la sua offerta portando sul mercato italiano quattro ETF sugli indici iTraxx Senior Financials e Subordinated Financials (2 short e 2 long). Gli ETF nella versione "short" consentono di acquistare protezione dal rischio di credito mentre nella versione "long" consentono di vendere protezione dal rischio di credito dei soggetti appartenenti al settore finanziario (con riferimento, per i due ETF Senior Financials, al debito privilegiato e per i due ETF Subordinated Financials al debito subordinato). Borsa Italiana il 29 gennaio 2009 ha dato il benvenuto ai primi 13 ETF di ETF Securities; la nuova offerta comprende ben 8 ETF tematici, 2 ETF sul mercato azionario USA e 3 ETF settoriali area Euro.

Record degli scambi

Il 19 dicembre 2008 il segmento ETF ha registrato il più alto controvalore giornaliero scambiato in una sola seduta pari a 1,546 miliardi di Euro, così come il segmento ETC a gennaio 2009 ha raggiunto in una sola seduta scambi pari a 48,5 milioni di Euro e 2028 contratti, i più alti valori di sempre.



Replicare i mercati, con gli Etf è più facile

Bassi costi, flessibilità e trasparenza i loro punti di forza



Massimiliano Volpe

Analista finanziario per Brown Editore. Giornalista pubblicitario è autore di numerose pubblicazioni in materia di finanza e mercati azionari. È socio Garp, Global Association of Risk Professionals.

La parola ETF è l'acronimo di Exchange-Traded Fund, un termine con il quale si identifica una particolare tipologia di fondo d'investimento indicizzato, negoziato in Borsa come un comune titolo azionario. L'obiettivo degli ETF è quello di replicare l'andamento dell'indice di riferimento adottando una strategia definita di gestione passiva, proprio perché è assente qualsiasi iniziativa da parte del gestore nella scelta dei titoli. Se ad esempio l'indice S&P 500 si apprezza del 3%, l'ETF ad esso legato registrerà un rialzo della stessa proporzione.

Questa è la caratteristica principale che li differenzia dai tradizionali fondi comuni che invece utilizzano una strategia di gestione attiva per ottenere una performance migliore rispetto a quella del benchmark attraverso la scelta discrezionale dei titoli da parte del money manager.

Come i tradizionali fondi comuni anche l'ETF non è esposto al rischio emittente grazie alla separazione e segregazione del patrimonio gestito. L'obbligo di replicare l'indice conferisce un'elevata trasparenza agli ETF, consentendo di conoscere già a priori la composizione del paniere in cui investono. Diversa la situazione per un fondo di investimento: il risparmiatore potrà conoscere l'esatta composizione solo quando verrà comunicata dalla società di gestione, il che avviene solo ogni sei mesi.

Il meccanismo di funzionamento dell'ETF definito "creation - redemption in kind" (sottoscrizione - rimborso in natura) consente una replica accurata dell'indice benchmark. La circostanza ha notevoli riflessi in termini di trasparenza ed economicità; i costi di gestione in Italia sono limitati e vanno dallo 0,09% al 0,95% annuo e non sono previste commissioni di entrata, uscita e performance.

Da considerare invece le commissioni necessarie per la compravendita che saranno sostenute con il proprio intermediario.

I fondi d'investimento invece, oltre ad avere commissioni di gestione più alte, prevedono fee d'entrata, d'uscita e performance. Gli ETF invece non devono remunerare il gestore e l'indicizzazione al benchmark limita il numero delle transazioni (e i relativi costi) perché gli indici replicati rivedono i pesi e le componenti generalmente tre o quattro volte all'anno.

Uno dei vantaggi che ha contribuito al successo degli ETF in Italia è la semplicità di utilizzo. Un Exchange Traded Fund si compra e si vende infatti come un'azione nell'intera seduta borsistica garantendo così l'esatta definizione del prezzo della transazione. Questa peculiarità consente all'investitore di beneficiare in tempo reale dei movimenti dell'indice sottostante.

Una caratteristica che ha assunto una certa importanza vista l'elevata volatilità dei listini. Le transazioni dei fondi d'investimento avvengono invece a mercati chiusi e perciò i contratti sono perfezionati al valore di chiusura della seduta stessa.

Gli ETF forniscono inoltre un'adeguata diversificazione rispetto all'acquisto di singoli titoli azionari poiché questi strumenti replicano indici composti da un paniere ampio di titoli.





Anche gli ETF, come i fondi, non hanno scadenza e si adattano a qualsiasi orizzonte temporale di investimento, dal trading intraday a investimenti di lungo periodo anche attraverso piani di accumulo.

Durante l'intera giornata di contrattazione la liquidità degli ETF è garantita dagli specialist, intermediari che garantiscono continuamente proposte di acquisto e vendita, con precisi obblighi di quantità e prezzo previsti da Borsa Italiana.

Altra importante differenza tra gli ETF e i fondi comuni è legata all'importo minimo da destinare all'investimento. Per gli ETF il lotto minimo è rappresentato da un solo titolo. In un fondo tradizionale la sottoscrizione è legata ad una quota minima fissata dalla società emittente.

Un'altra caratteristica che rende appetibili gli ETF è legata alla possibilità di distribuire agli investitori con cadenza periodica i dividendi delle azioni (o le cedole delle obbligazioni) che compongono il paniere di riferimento.

Tra i punti deboli degli ETF vi è l'impossibilità di selezionare qualitativamente i titoli che compongono l'indice sottostante e di difendere il capitale da un crollo delle azioni in portafoglio.

Una gestione attiva può invece contenere le perdite nelle fasi di mercato negative e selezionare i titoli migliori all'interno del portafoglio.

Gli ETF quotati attualmente sul mercato ETFPlus di Borsa Italiana sono 279, e permettono di operare su un'ampia scelta di indici. Si parte dai tradizionali indici azionari paese, passando per gli azionari di Stile (growth, value, fondamentali e quantitativi) fino agli Strutturati che replicano indici con leva finanziaria o short per prendere beneficio dalle fasi ribassiste dei listini. Ma gli indici azionari non sono i soli sottostanti. Ottima la copertura sulle obbligazioni con l'obbligazionario corporate, Titoli di Stato in Euro a tasso fisso su diverse scadenze o indicizzati all'inflazione. Presenti inoltre ETF monetari che replicano l'indice Eonia ed ETF indicizzati ai principali indici di commodity.

**Massimiliano Volpe,
Analista Brown Editore**

Lyxor ETF Euro Cash

L'ETF più scambiato nel 2008 su Borsa Italiana con € 6 Miliardi



Marcello Chelli

In Société Générale dall'agosto del 2005 è responsabile per l'Italia del desk Listed Products (ETF, Certificate, Covered Warrant). Precedentemente per 7 anni è stato Business Analyst in Borsa

Italiana dove, tra i progetti seguiti, ha lanciato e gestito il mercato regolamentato su ETF.

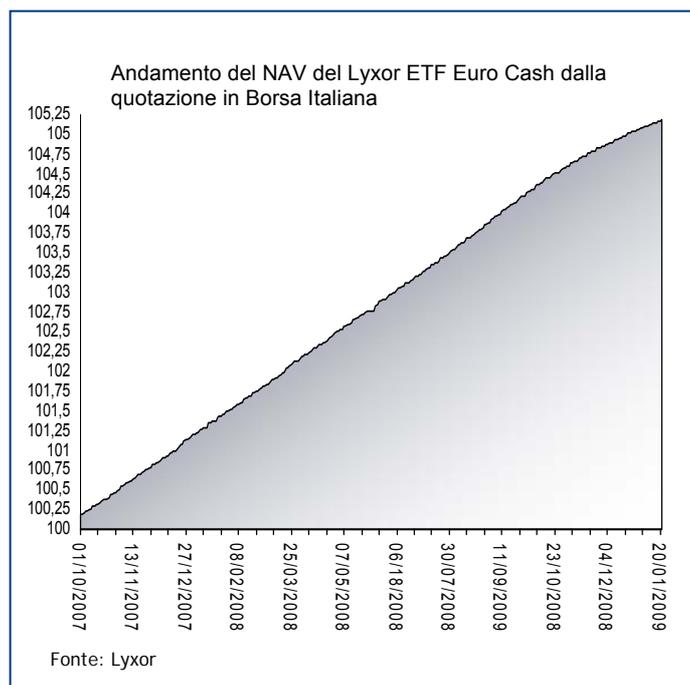
In un anno come il 2008, in cui l'indice azionario europeo ha perso oltre il 40%, non stupisce che gli ETF di liquidità abbiano monopolizzato il segmento ETFplus con una quota di mercato del 20%. Nello specifico l'ETF di Borsa Italiana più negoziato è risultato il Lyxor ETF Euro Cash che, durante l'anno, è riuscito a movimentare scambi per € 6 Miliardi e a garantire un rendimento del 3,87%.

Gli ETF di liquidità, in realtà, sono ideali in qualsiasi contesto di mercato e non solo durante le fasi negative. Il loro punto di forza risiede nel fatto che fin dal loro lancio non hanno mai perso valore (neanche durante i mesi peggiori della crisi dei mercati) in quanto, al pari di un conto corrente o di un deposito, vedono il proprio NAV aumentare ogni giorno in base al tasso EONIA. Come noto, il tasso EONIA è estremamente "fair" (corretto) in quanto rappresenta la media ponderata dei tassi a cui un panel di 57 primarie banche, in un determinato giorno, hanno scambiato depositi overnight (oggi su domani) in Euro sul mercato interbancario.

Il secondo elemento che ha decretato il successo degli ETF di liquidità è la natura giuridica di fondi comuni di investimento armonizzati UCITS III che garantisce che il loro patrimonio sia, per legge, interamente e obbligatoriamente segregato e non aggredibile da terzi: ne consegue che non sono esposti al rischio di fallimento dell'emittente ed, inoltre, il Lyxor ETF Euro Cash ha ottenuto il rating massimo AA Af da Standard&Poor's (tale rating, a maggior tutela degli investitori, viene controllato mensilmente e non annualmente come per i rating delle società).

Anche altri elementi hanno concorso al successo riscontrato da questa tipologia di ETF: da una parte, gli indici replicati non incorporano né un rischio di cambio né un rischio di tasso, dall'altro il rischio di tracking error (cioè di scostamento tra il rendimento dell'ETF e dell'indice) e il rischio di default / deprezzamento delle obbligazioni in cui investe l'ETF (principalmente titoli di stato dell'area euro) viene trasferito a una controparte terza sgravando così l'investitore finale da tali elementi di incertezza.

Infine lo status di fondo comune di investimento permette agli investitori nettisti di godere di una fiscalità agevolata al 12,5% (invece del 27% di conti correnti e depositi): in altre parole, al momento della vendita, un privato in regime di risparmio amministrato si vedrà applicare automaticamente dal proprio intermediario una ritenuta alla fonte del 12,5% e non avrà alcun obbligo di inserimento del provento nella propria Dichiarazione dei Redditi.





Da un'analisi dei contratti emerge comunque che il successo degli ETF di liquidità è legato soprattutto all'apprezzamento degli investitori istituzionali che sono stati attratti, tra gli altri elementi, dall'elevata liquidità.

Più nel dettaglio il Lyxor ETF Euro Cash, oltre a movimentare € 6 Miliardi di negoziazioni su Borsa Italiana durante il 2008, ha comunque garantito in qualsiasi circostanza quotazioni sul book per almeno € 30 Milioni (con obbligo di riesposizione in caso di applicazione) con uno spread bid-ask di appena ½ basis point (0,005%).

Questo è stato possibile grazie al supporto dello specialist Société Générale e dei liquidity provider Abaxbank, Banca IMI e UniCredit che, peraltro, sull'OTC sono in grado di operare anche a T+1 e T+2 (e non solo a T+3) al fine di far fronte ad improvvise eccedenze o mancanze di liquidità degli investitori.

Tra gli elementi apprezzati dagli investitori privati si può annoverare anche la mancanza di qualsiasi condizione o penale

dal momento che non sono previsti né importi massimi (il lotto minimo è di 1 ETF pari a circa € 105) né periodi di detenzione minimi o massimi.

Gli ETF di liquidità sono immediatamente liquidabili su Borsa Italiana (alle condizioni di negoziazione previste dalla propria Banca / Sim) e il loro TER (costo totale) annuo è di 0,15% e viene scontato implicitamente nel prezzo dell'ETF in maniera proporzionale al periodo di effettiva detenzione dello strumento.

In estrema sintesi gli ETF di liquidità consentono di beneficiare dei vantaggi di un deposito (certezza del rendimento) e di un fondo (patrimonio segregato a garanzia), senza essere esposti agli svantaggi di questi due strumenti (cioè, rispettivamente, esposizione al default della banca e volatilità e tracking error del valore della quota). Ne consegue che gli ETF di liquidità sono appetibili non solo per chi è avverso al rischio ma anche per quanti sono in attesa del market timing corretto per entrare sulle varie asset class e che, pertanto, cercano per i propri capitali un parcheggio ben remunerato e contemporaneamente liquidabile in tempo reale.

Marcello Chelli,
Responsabile Italia prodotti quotati di Société Générale



MOT - il mercato dei titoli di stato e delle obbligazioni

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave – anno 2008

Titoli di Stato

N. contratti 2.455.657

Controvalore mln € 165.613

N. strumenti 93

DomesticMOT

N. contratti 438.508

Controvalore mln € 5.732

N. strumenti 276

EuroMOT

N. contratti 156.609

Controvalore mln € 5.173

N. strumenti 195

I Titoli Quotati

MOT è il mercato obbligazionario regolamentato di Borsa Italiana; primo in Europa per controvalore e contratti, si negoziano in maniera automatizzata titoli di Stato, titoli sovranazionali, obbligazioni non convertibili, euro-obbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri, ABS ed altri titoli di debito.

La Segmentazione

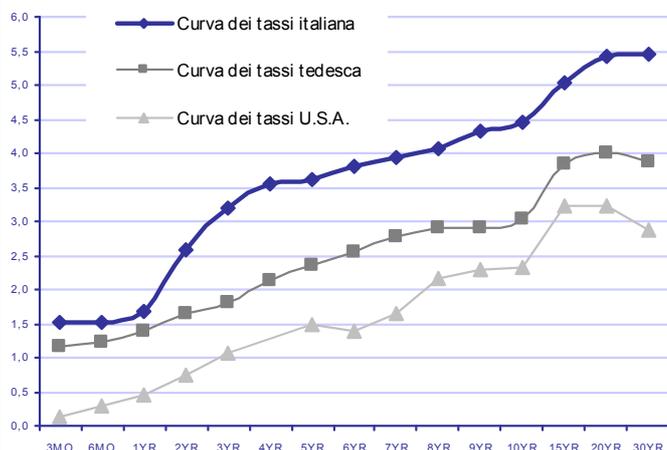
•**DomesticMOT** – accoglie le obbligazioni accentrate presso Monte Titoli. La liquidazione dei contratti avviene in Euro applicando, per i titoli denominati in altra valuta, il tasso di cambio BCE. Su questo segmento vengono quotati i titoli di Stato Italiani (BOT, CTZ, CCT, BTP, BTPi) e i titoli di debito in Euro o in altra valuta (corporate e bancari, quali Fiat, Enel, Telecom, Mediobanca, Ubi e Unicredit).

•**EuroMOT** – sono negoziate le obbligazioni liquidate, nella rispettiva valuta di denominazione, in sistemi di liquidazione esteri (Euroclear, Clearstream). Euro-obbligazioni plain vanilla, titoli di Stato esteri (tedeschi, francesi, spagnoli), titoli di emittenti sovranazionali (Bei) e ABS costituiscono i principali strumenti negoziati.

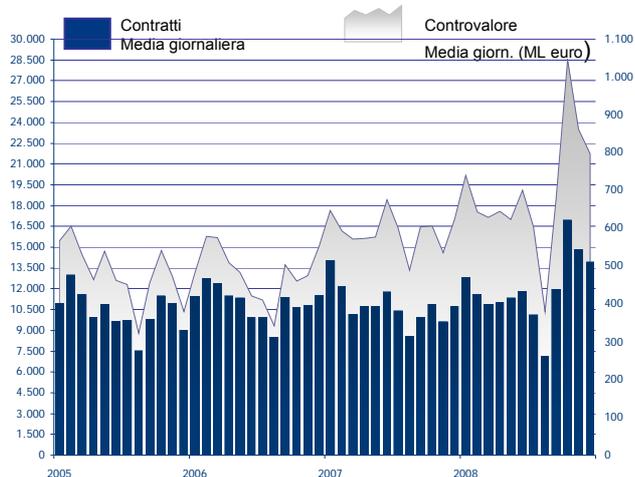
Il Boom dei Volumi

Come mostra il grafico sotto riportato, il 2008 ha rappresentato un ottimo anno per il MOT con incrementi rispetto all'anno precedente del 12% sui contratti conclusi e del 18,6% sul controvalore complessivamente negoziato. Un ruolo decisivo è stato svolto dal cosiddetto "flight to quality", processo non ancora concluso nel quale gli investitori, in generale meno propensi al rischio, hanno orientato le proprie scelte d'investimento verso strumenti a capitale garantito, di tipo plain vanilla, quali appunto i titoli di stato.

CURVE DEI TASSI



ANDAMENTO DEGLI SCAMBI



Fonte dati: Borsa Italiana

2009: segnali di ripresa economica... ma solo verso la fine dell'anno

Il pieno recupero della fiducia richiederà tempi lunghi rispetto alle altre fasi recessive del passato



Giuseppe Maraffino è Strategist presso l'ufficio ricerca di UniCredit. In particolare, si occupa di strategie di investimento sul mercato delle obbligazioni governative. Dopo aver conseguito la laurea in Economia Politica presso l'Università Bocconi e un Master in Finance & Economics presso LSE, ha lavorato come economista presso l'ufficio studi di UBM.

L'ottimismo con cui è iniziato il nuovo anno sui mercati finanziari ha lasciato subito il posto al realismo portato dall'evidenza di un settore bancario ancora alle prese con seri problemi e con una situazione economica di profonda recessione. I segnali provenienti dai dati macro e dai principali indicatori di ciclo economico non sono incoraggianti nel prevedere un'uscita a breve dall'attuale situazione di crisi. **Il nuovo anno non è quindi iniziato sotto i migliori auspici e le prospettive non sembrano essere incoraggianti, almeno nel breve periodo.**

Il 2009, da molti già definito come *annus horribilis*, sarà caratterizzato da profonda debolezza economica. Si prevede che tutte le principali economie registreranno una contrazione tra l'1% e il 2% e si dovrà aspettare il 2010 per vedere la crescita tornare positiva anche se ben sotto il tasso potenziale, ovvero il tasso di crescita con il pieno utilizzo delle risorse a disposizione di un'economia.

Segnali importanti di graduale ripresa dovrebbero venire nella seconda parte dell'anno, quando le politiche fiscali straordinariamente espansive attuate dai governi e le manovre aggressive di taglio dei tassi da parte delle banche centrali inizieranno a manifestare i primi effetti. **Tuttavia, la gravità della recessione e la necessità di**

recuperare la fiducia richiederanno tempi più lunghi rispetto ad altre fasi di recessione.

In un contesto di crescita sotto potenziale e domanda debole, le pressioni inflazionistiche saranno in forte attenuazione. Questo, insieme al forte calo dei prezzi delle materie prime e del petrolio, favorirà la discesa dell'inflazione, che potrebbe arrivare, anche se marginalmente e per poco tempo, in territorio negativo in estate. Tale dinamica è spiegata soprattutto da un particolare effetto base legato al prezzo del petrolio. Essendo l'inflazione la variazione annuale dell'indice dei prezzi al consumo, il basso prezzo del petrolio produrrà una variazione annuale negativa quando confrontato con i massimi storici raggiunti nell'estate del 2008.

Tale effetto tenderà a ridursi dopo l'estate, con inflazione che tornerà positiva.

In un contesto di crescita economica molto debole e di inflazione bassa, **la Bce sarà favorita nella continuazione dell'attuale fase di politica monetaria espansiva.** Infatti, dopo il taglio dello 0.50% deciso nella riunione di gennaio, e la probabile pausa a febbraio segnalata da Trichet, la BCE tornerà molto probabilmente a tagliare i tassi a marzo, portandoli su livelli inferiori all'attuale minimo storico del 2%. Al momento le aspettative di consenso vedono un target tra l'1% e l'1,25% entro metà anno. Il forte taglio dei tassi da parte della BCE avrà importanti ripercussioni sul mercato interbancario, dove i tassi hanno iniziato a scendere a partire dall'ottobre dello scorso anno, grazie all'intervento dei governi a sostegno del settore bancario e ai cospicui tagli di tassi attuati dalle maggiori banche centrali.

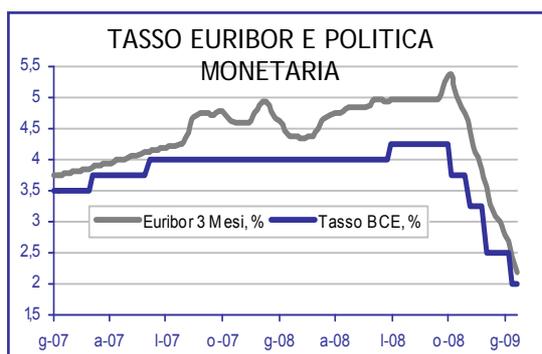
A meno di un peggioramento della crisi finanziaria, le tensioni sul mercato interbancario dovrebbero continuare ad affievolirsi nel corso dei prossimi mesi. **E' molto probabile quindi vedere il tasso euribor sulle diverse scadenze tornare a muoversi vicino ai tassi di politica monetaria.** Questo dovrebbe essere un ulteriore fattore di sostegno alla ripresa economica, in quanto un basso livello dei tassi euribor, a cui sono legati i finanziamenti

di imprese e famiglie, permette alla politica monetaria espansiva della BCE di esplicare effetti reali.

Il taglio dei tassi favorirà, soprattutto durante la prima parte del 2009, la discesa dei rendimenti dei titoli governativi, che già hanno raggiunto livelli vicini ai minimi storici. La domanda di titoli governativi verrà favorita anche dall'incertezza economica che rimarrà alta nel corso dei primi mesi dell'anno, tale da portare gli

investitori a rifugiarsi in attività sicure quali i titoli di stato.

Molto probabilmente il basso livello dei rendimenti sulle attività a breve scadenza spingerà gli investitori a cercare rendimenti più alti nelle attività di scadenza più lunga. Questo favorirà la riduzione dei rendimenti anche sulle lunghe scadenze, portando quindi ad un restringimento del differenziale tra il rendimento del 2 e del 10 anni. Durante la seconda parte dell'anno, quando le azioni di tagli dei tassi si saranno esaurite, i rendimenti delle obbligazioni governative torneranno moderatamente a salire. Fattori legati all'abbondanza di offerta di titoli da parte dei governi, alla ripresa dell'inflazione e agli incoraggianti segnali di ripresa economica favoriranno la risalita dei rendimenti.





Redazione Inside Markets

IDEM - Gabriele Villa, Melissa De Sanctis

ETFplus – Silvia Bosoni, Demis Todeschini

SeDeX - Emanuele Grasso

MOT - Carlo Gussoni, Anna Marucci, Enrico Sobacchi

inside.markets@borsaitaliana.it

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Piazza degli Affari, 6

20123 Milano

© Gennaio 2009 - Borsa Italiana.
Tutti i diritti sono riservati.

La pubblicazione del presente documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio da parte di Borsa Italiana S.p.A. e non costituisce alcun giudizio, da parte della stessa, sull'opportunità dell'eventuale investimento descritto.

Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. I dati in esso contenuti possono essere utilizzati per soli fini personali. Borsa Italiana non deve essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento.

I marchi Borsa Italiana, Expandi, IDEM, MOT, MTA, MTF, STAR, SeDeX, All STARS, MIB, MIB 30, MIBTEL, MIDEX, IDEX, ITEX, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

Il marchio S&P è di proprietà di Mc Graw-Hill Companies Inc.

Il marchio London Stock Exchange ed il relativo logo sono di proprietà di London Stock Exchange plc. Il marchio AIM è di proprietà di London Stock Exchange plc.

I suddetti marchi, nonché gli ulteriori marchi di proprietà del Gruppo London Stock Exchange, non possono essere utilizzati senza il preventivo consenso scritto della società del Gruppo proprietaria del marchio.

La società Borsa Italiana è sottoposta all'attività di direzione e coordinamento di London Stock Exchange Group plc. Le società controllate da Borsa Italiana sono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di quest'ultima.

Il Gruppo promuove e offre i servizi Post Negoziazione prestati da Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. e da Monte Titoli S.p.A., secondo modalità eque, trasparenti e non discriminatorie e sulla base di criteri e procedure che assicurano l'interoperabilità, la sicurezza e la parità di trattamento tra infrastrutture di mercato, a tutti i soggetti che ne facciano domanda e siano a ciò qualificati in base alle norme nazionali e comunitarie e alle regole vigenti nonché alle determinazioni delle competenti Autorità