

Gennaio 2010 | Numero 8 | [newsletter bimestrale](#)
IN QUESTO NUMERO

Copertina		1
IDEM	I numeri e le news del mercato	2
	L'analisi tecnica in aiuto dell'option trader	3-5
	La stagionalità sui mercati finanziari	6-8
SeDeX	I numeri e le news del mercato	9
	I Covered Warrant Cap di Banca Akros	10-11
	Bonus e Bonus Cap di UniCredit	12-13
ETFplus	I numeri e le news del mercato	14
	Il fondo sposa l'Etf	15-16
	ETF su mercati emergenti	17-18
MOT	I numeri e le news del mercato	19
	Tra piogge e abbondanti neviccate, sull'outlook 2010 la nebbia condiziona le schiarite	20
	Calma apparente sui tassi	21
Contatti		22

PRIMO PIANO

Market View

Primo mese del nuovo anno si sta concludendo e ci sono delle interessanti considerazioni da fare:

- Abbiamo anticipato nel precedente numero di Dicembre che il 2010 poteva essere considerato come l'anno del ritorno alla crescita normale e pensiamo che gli ultimi dati economici anglosassoni confermino questa idea.
- Abbiamo detto che ci sarebbe stato spazio per un mercato più attento all'exit strategy ,che poteva rivelarsi in chiave negativa per l'euro: i fatti greci e spagnoli hanno confermato questa visione e sul mercato dei cambi l'euro ha perso terreno sia contro dollaro che contro sterlina e franco svizzero.
- Abbiamo detto che dal lato della volatilità qualcosa avrebbe dovuto cambiare: in senso rialzista di volatilità e invece dobbiamo riscontrare una caduta del Vix del 18% e del Vdax del 14%.

Se dunque cominciamo a vedere un corridoio per la crescita, cosa possiamo dire di azionario, obbligazionario e materie prime?

- Per l'azionario non emergente : che nell'ultimo mese è emersa una forte simmetria tra indice azionario italiano:FtseMib e Dow Jones (+4%) rispetto al Dax (+1,8%). Il Dax ha poi rotto la correlazione con il Nasdaq (indice tecnologico US + 6,5%).
- Per l'azionario emergente: che la forza della Russia(che è risultato il migliore mercato con un +13%) e del Brasile e India: +3,5% rispetto alla Cina,che invece è scesa, rende il Bric comunque ancora un bacino forte.
- Per obbligazionario e materie prime: che si confermano curve ancora ripide in tutto il mondo e che il petrolio ha ripreso a correre contro l'oro: segnali che siamo vicini al turning point delle aspettative dicrescita.

Noi vediamo il bel tempo che avanza sulla macroeconomia ma bisogna ora capire se i mercati azionari e obbligazionari non abbiano scontato troppo prima.

A cura di **Luca Bagato** – Borsa Italiana

EDITORIALE

Dopo diversi trimestri di stagnazione, la fine del 2009 si è contraddistinta per la sensibile ripresa del mercato delle nuove quotazioni. Il miglioramento del contesto macroeconomico, la progressiva discesa della volatilità e valutazioni più favorevoli hanno favorito il ritorno delle imprese sui mercati azionari. A guidare le nuove quotazioni sono stati i paesi emergenti e tra questi la Cina, che ha ospitato 8 della maggiori 10 operazioni di collocamento del 2009. La ripresa delle IPOs si è osservata anche sui mercati gestiti da Borsa Italiana, a dicembre si è infatti avuta la prima quotazione dell'anno sull'MTA, mentre 2 società sono approdate sull'AIM Italia, che ha visto un totale di 5 nuove quotazioni nell'anno del debutto.

Sul fronte della regolamentazione, l'Amministrazione statunitense ha proposto a gennaio una profonda revisione del sistema finanziario, annuncio che sui mercati si è tradotto in un brusco rialzo della volatilità e in pesanti vendite dei titoli bancari. Il disegno di legge, il cui testo definitivo è atteso nelle prossime settimane, dovrebbe introdurre restrizioni all'operatività delle banche, in particolare la partecipazione in fondi "speculativi" e la negoziazione di titoli in conto proprio, e limiti alla crescita dimensionale. La proposta è stata accolta positivamente dal Financial Stability Board che, tuttavia, ha sottolineato come allo studio vi siano anche altre proposte e che qualsiasi approccio debba necessariamente avere carattere sistemico al fine di preservare mercati finanziari integrati e limitare il più possibile arbitraggi di tipo regolamentare.

A cura di

Fabio Braga, CFA

Markets Analysis - Borsa Italiana

Per informazioni:

inside.markets@borsaitaliana.it

IDEM - Italian Derivatives Market

I numeri e le news del mercato

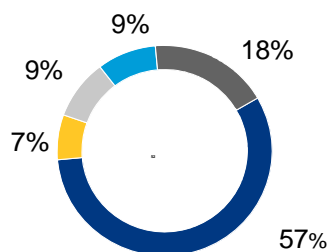
Cifre Chiave – Dic 2009

N. contratti	2.037.030
Controvalore ml €	59.568
Open interest	2.889.222

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

MIBO	1,01
UNICREDIT	1,23
TELECOM ITALIA	0,72
GENERALI	1,12
FIAT	0,75
ENEL	1,56
INTESASANPAOLO	1,44
ENI	0,86
STMICROELECTRONICS	1,55
BMPS	0,41
SNAM RETE GAS	3,90

N. Contratti



Stock Options	Mini FIB
MIBO	Stock Futures
FIB	

K factor su Unicredit

Con riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 141 e 142 del 7 gennaio 2010, si comunica che il coefficiente K per la rettifica delle opzioni e dei futures su azioni Unicredit è pari a 0,954767.

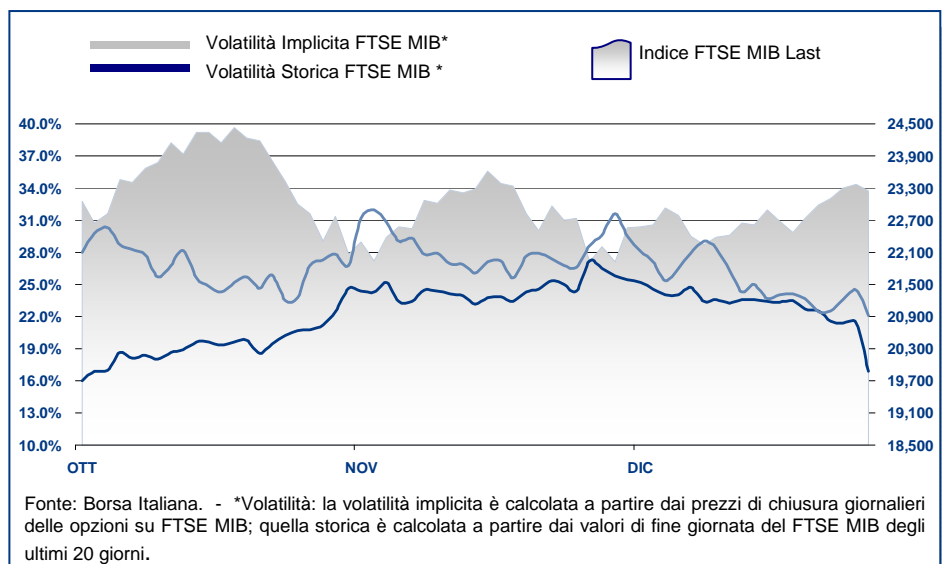
Per i contratti di opzione e futures su azioni Unicredit con una "X" al termine della serie identificativa il lotto rettificato è pari a 1047 mentre per i contratti di opzione e futures su azioni Unicredit con una "XX" il lotto rettificato è pari a 1180.

Le nuove serie di opzioni e futures su azioni Unicredit che entreranno in negoziazione dal 11 gennaio 2010 avranno il lotto pari a 1000 azioni.

Gli attuali obblighi di market making sulle opzioni e sui futures su azioni Unicredit non verranno modificati a seguito dell'operazione sul capitale.

Aumento di capitale a pagamento UCG

Ai sensi delle Istruzioni di Borsa Italiana art. IA.9.1.7 e IA.9.1.11, si comunica che il prezzo di esercizio, il prezzo di chiusura giornaliero e il numero di titoli (lotto) oggetto dei contratti di opzione e futures su azioni Unicredit saranno rettificati come descritto negli Avvisi di Borsa Italiana n. 141 e 142 del 7 gennaio 2010.



Fonte Borsa Italiana – dati relativi a Dicembre 2009

L'analisi tecnica in aiuto dell'option trader



Stefano Zanchetta

Docente di materie finanziarie in business schools. Già responsabile del settore derivati nonché procuratore generale presso un agente di cambio. Consulente di investimento, socio fondatore e amministratore della Derivatives & Consulting, società che sviluppa sistemi di gestione del rischio di mercato nonché di sistemi di supporto alle decisioni come OptionCube, software di analisi sulle opzioni dedicato sia agli operatori istituzionali che agli investitori privati.

Perché usare l'analisi tecnica nel trading in opzioni?

Innanzitutto utilizzare l'analisi tecnica può rivelarsi utile per porsi degli obiettivi di guadagno o di massima perdita; in secondo luogo può rivelarsi utile per ottimizzare la scelta delle stesse strategie in opzioni.

In questo articolo si illustreranno semplici metodi che applicano i principi base di analisi tecnica sia per chi acquista volatilità (il compratore di opzioni) sia per chi vende volatilità (il venditore di opzioni allo scoperto).

Supporti e resistenze

Si prendano in esame i supporti e resistenze statici, quelli ottenuti unendo minimi e massimi relativi con linee orizzontali.

Il significato di questi punti di accumulazione dei prezzi sarà diverso per il venditore o per l'acquirente di opzioni: il venditore di opzioni sarà interessato ad intuire dove il mercato avrà difficoltà ad arrivare e quindi vedrà supporti e resistenze come i valori estremi di prezzo da cui "tenersi lontano". Il compratore, invece, tenderà a considerarli come gli obiettivi da raggiungere, essendo egli interessato ai movimenti del prezzo del sottostante.

Esempio 1

Si consideri il grafico degli ultimi 250 giorni dell'indice FTSEMIB (Grafico 1). Tracciando i supporti e le resistenze statici ci si rende subito conto che la prima resistenza è molto più vicina del primo supporto: 3,57% (prezzo pari a 24426) contro - 7,04% (prezzo pari a 21923).

Il compratore di opzioni, basandosi unicamente sui primi supporti e resistenze statici, senza una particolare visione rialzista o ribassista, vedrà nel breve termine una maggior possibilità di guadagno al ribasso che non al rialzo e probabilmente opererà per un acquisto di opzioni PUT con strike minore o uguale a 22000 punti. Ipotizzando che il sottostante arrivi a 22000 punti entro la scadenza dell'opzione, sarà opportuno chiudere la posizione prima della scadenza: se a scadenza il sottostante varrà quanto lo strike l'opzione non garantirà alcun guadagno al suo detentore mentre vendendola prima della scadenza il compratore potrà incassare il valore temporale residuo della stessa!



Grafico 1

Il venditore di opzioni vedrà in 24500 e 22000 punti i livelli su cui posizionarsi per vendere, rispettivamente, CALL e PUT allo scoperto. Le CALL, avendo strike molto più vicino di quello delle PUT, saranno da monitorare con maggior frequenza nella gestione dei rischi delle posizioni.

Il compratore di opzioni, invece, che punti a maggiori guadagni, sarà interessato alla rottura di supporti e resistenze per approfittare dell'eventuale accelerazione dei prezzi in un verso o nell'altro. Rileveranno, in questo caso, non solo il primo supporto e la prima resistenza ma anche il supporto e la resistenza successivi: i primi potranno essere considerati gli eventi a cui subordinare l'implementazione della strategia, i secondi i veri target di prezzo che renderanno la strategia vincente.

Esempio 2.

Si consideri un altro esempio, il grafico a 500 giorni dell'FTSEMIB (Grafico 2): il compratore di opzioni potrà vedere nella rottura della prima resistenza una buona opportunità di guadagno essendo la seconda resistenza lontana ben 14,68% dal valore attuale del sottostante: nel caso in cui superasse la prima resistenza in prossimità di 24426 punti il valore dell'indice non incontrerebbe particolari problemi per ulteriori 11 punti percentuali al rialzo.



Grafico 2

Il venditore di opzioni, invece, che implementi strategie allo scoperto con strike così ravvicinati (vendendo ad esempio lo strike 24500) dovrà tener conto della resistenza successiva per avere un'idea di quanto potrà perdere se i prezzi salgono oltre il livello di 24500. La seconda resistenza, in questo caso, assume la veste di "paracadute" nel caso in cui l'indice superi la prima resistenza e si imposti sensibilmente al rialzo.

Un atteggiamento ben più prudente per il venditore di opzioni allo scoperto potrebbe essere quello di vendere le opzioni con strike in prossimità della seconda resistenza (per le CALL) e del secondo supporto (per le PUT). Tuttavia, per la loro lontananza dal valore attuale del sottostante, spesso queste opzioni risultano ben poco remunerative da vendere: l'incasso derivante dalla loro vendita può risultare troppo basso.

Per ottenere un maggiore incasso le alternative a questo punto sono:

- 1) vendere un quantitativo maggiore di lotti con stesso strike e stessa scadenza;
- 2) vendere opzioni con stesso strike e scadenza più lontana.

In entrambi i casi il rischio aumenta, anche se in modo differente. Sarà un'attenta analisi delle greche di entrambe le strategie (in particolare il gamma e il vega) a far capire quale alternativa è la migliore. Altro parametro da considerare con attenzione sono i margini di garanzia richiesti che, in questo caso, rappresentano efficacemente il rischio legato alle strategie. La soluzione fra le due citate con una richiesta di margini maggiore sarà quella effettivamente più rischiosa nel breve periodo.

Medie mobili

Il grande pregio delle medie mobili è quello di identificare la fase di tendenza dello strumento sottostante. Ad esempio, la media mobile a 200 giorni è considerata comunemente lo "spartiacque" fra trend rialzista di lungo periodo (se il prezzo è superiore alla stessa) e trend ribassista di lungo periodo (se il prezzo è inferiore alla stessa).

La stessa media mobile a 200 giorni può essere quindi utilizzata per impostare la propria strategia in opzioni tenendo conto della tendenza di lungo termine del sottostante.

Le strategie comuni in opzioni hanno un orizzonte temporale di breve-medio termine: alla

media mobile sopracitata potrebbe essere utile affiancarne un'altra a 100 giorni e un'altra a 50 giorni.

In linea di principio, ipotizzando una fase di mercato in tendenza (e solo se questa ipotesi si verifica le medie mobili si dimostrano un indicatore profittevole) si potrebbero impostare strategie rialziste se il prezzo sarà superiore alle medie mobili, viceversa strategie ribassiste se il prezzo sarà sotto le medie mobili.

Impostando delle strategie in opzioni a un mese (costruendole con opzioni che scadono nel mese corrente o in quello successivo) sarà rilevante soprattutto la media mobile a 50 giorni. Aumentando la vita media residua delle strategie rileveranno soprattutto le altre. In ogni caso sarebbe opportuno che l'indicazione delle tre medie mobili coincidesse: la convergenza del trend di breve periodo con quello a medio e a lungo dovrebbe aumentare la probabilità di successo.

Vita residua strategia	Parametro da osservare
1 mese	Media mobile 50 giorni
2 - 3 mesi	Media mobile 100 giorni
6 mesi o oltre	Media mobile 200 giorni

Tabella 1

Esempio 3.

Si consideri questo esempio: il grafico degli ultimi 500 giorni dell'indice FTSEMIB (Grafico 3) vede il valore attuale dell'indice superiore alla media mobile a 200 giorni (in rosso) e alla media mobile a 100 giorni (in blu). La fase di mercato attuale può quindi considerarsi rialzista di medio-lungo termine.

Guardando l'andamento dei prezzi in passato sembra che la media mobile a 100 giorni abbia assunto un ruolo di resistenza da maggio 2008 a febbraio 2009 ed, in seguito, un ruolo di supporto.

La media mobile a 200 giorni sembra che abbia assunto un ruolo di supporto nel 2009 (una volta superata al rialzo dal valore dell'indice).

Lo stato attuale vede quindi entrambe le medie con un ruolo di potenziale supporto per il valore dell'indice. Guardando solo supporti e resistenze statici e le medie mobili si può ipotizzare che il valore dell'indice abbia più difficoltà a scendere che non a salire, anche se la vicinanza della prima resistenza implica una difficoltà del valore dell'indice anche a salire.

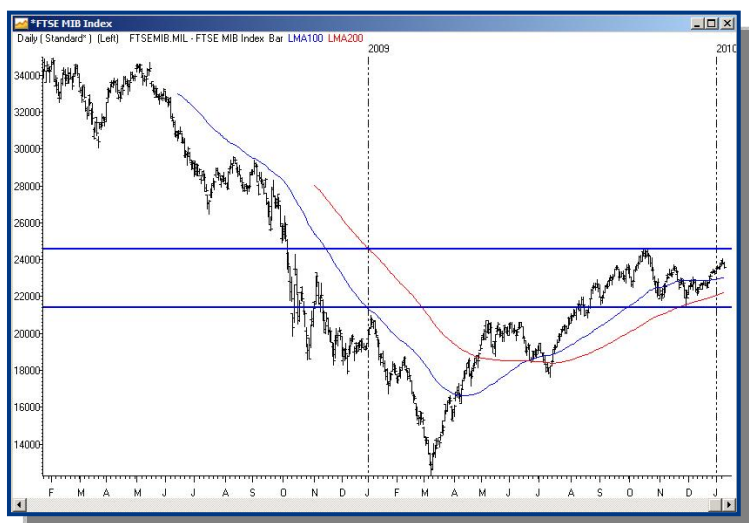


Grafico 3

Qualche idea operativa.

Lo scenario attuale, avendo preso in esame sia supporti e resistenze che le medie mobili, indurrebbe a valutare delle strategie a gamma positivo (di acquisto di opzioni) per beneficiare delle eventuali rotture sia al rialzo (oltre la prima resistenza a 24426) sia al ribasso (oltre 21923).

Le soluzioni possibili, in questo senso, sono molteplici. Per un compratore di opzioni potrebbe essere indicato acquistare CALL e PUT con strike oltre i livelli sopracitati (CALL 25000 e PUT 20000, ad esempio) oppure costruire Bull Spread e Bear Spread con strike oltre i livelli sopracitati (Bull Spread 25000 e 26000 mentre Bear Spread 20000 e 19000). Il compratore potrebbe esporsi leggermente di più al rialzo essendo in fase rialzista di medio-lungo termine.

Per il venditore di opzioni la situazione è più complessa in quanto, costruendo da subito delle strategie a gamma negativo (vendendo opzioni allo scoperto) sia con CALL che con PUT, potrebbe avere seri problemi nel caso in cui il mercato "rompesse" al rialzo o al ribasso. L'analisi di cui sopra consiglierebbe:

- 1) una vendita di sole opzioni PUT con strike a -10% rispetto ai valori attuali dell'indice, pronti a chiuderle (riacquistandole) nel caso in cui il valore dell'indice superi al ribasso le medie mobili e il primo supporto;
- 2) una vendita di opzioni PUT o opzioni CALL rispettivamente nei casi in cui l'indice "rompa" al rialzo o al ribasso.

Si precisa, tuttavia, che qualunque strategia di vendita allo scoperto di opzioni può determinare ingenti perdite e che, spesso, i principi di analisi tecnica legati a supporti e resistenze o alle medie mobili vengono totalmente ignorati dal mercato.

La stagionalità sui mercati finanziari



Massimo Intropido

È 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. È 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).

La stagionalità, ovvero l'attitudine di un fenomeno a variare secondo uno schema legato al periodo dell'anno in cui lo si osserva, è una caratteristica comune a moltissimi ambiti della vita sociale. Tra di essi non potevano certo mancare i mercati finanziari.

In un certo senso si può dire che i mercati a termine storicamente nascono proprio per poter slegare le contrattazioni

dalla stagionalità, ovvero per consentire la negoziazione dei prodotti agricoli prima che fosse disponibile il nuovo raccolto.

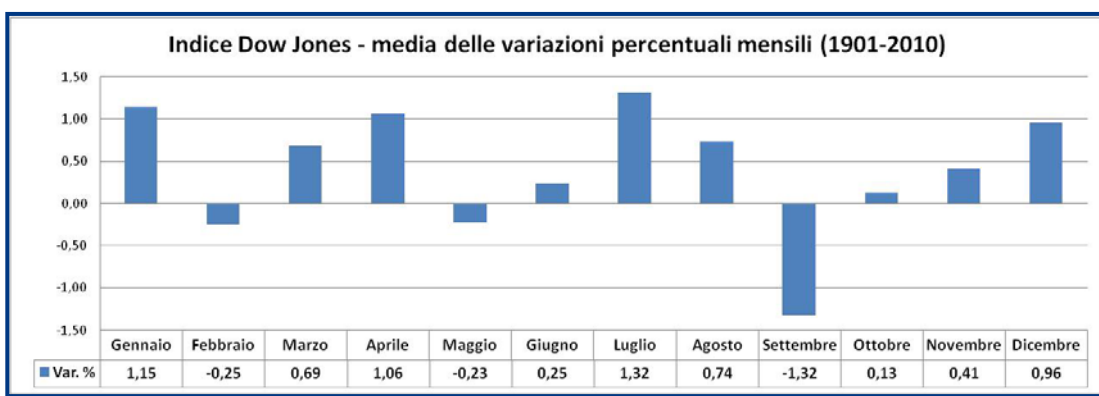
Da un punto di vista storico le prime cronache di stagionalità e di fenomeni speculativi arrivano da epoche risalenti a molti secoli fa.

Eppure, quando si parla di

mercati finanziari moderni e, soprattutto, di mercati azionari, la stagionalità è un fenomeno conosciuto solo tra gli addetti ai lavori di maggiore esperienza e pure loro ne hanno spesso una visione piuttosto parziale. Riteniamo che ciò sia a dir poco imbarazzante, visto che una conoscenza a priori del comportamento più probabile delle borse di mese in mese può consentire di risparmiare molto di quel tempo che altrimenti dovrebbe essere dedicato ad uno studio persino eccessivo di grafici ed indicatori. Va detto, però, che nel nostro paese la statistica economica gode di un prestigio accademico assolutamente inadeguato rispetto alla sua reale importanza. Se vi fosse maggiore attenzione allo studio statistico dell'economia, anche l'approccio all'analisi tecnica riconoscerebbe la giusta importanza ad aspetti così importanti.

Come spesso facciamo, dedicheremo la nostra attenzione all'indice Dow Jones. In questo caso la nostra scelta è obbligata, poiché questo è il più antico indice della borsa più importante del mondo. In questo modo il nostro studio potrà avvalersi di una serie storica di dati che inizia addirittura dal 1901. Abbiamo dunque calcolato i rendimenti mensili da gennaio 1901 a dicembre 2009. Di questi rendimenti abbiamo calcolato la media geometrica della variazione dell'indice in ciascun mese per poter ottenere un risultato corretto dal punto di vista della capitalizzazione finanziaria composta.

Per verificare la correttezza dei nostri calcoli, abbiamo concatenato il rendimento complessivo di ciascun mese e verificato che il rendimento totale di questa capitalizzazione mensile coincidesse con il rendimento storico complessivo calcolato effettuando il confronto diretto tra il mese di dicembre 2009 ed il mese di gennaio 2001. Ebbene, i risultati finali a cui siamo giunti sono quelli che esponiamo nella tabella seguente:



Come si nota, lo studio effettuato su di un periodo di 109 anni (dati Club di Borsa - Fidia), comprendente due guerre mondiali, due gravi crisi finanziarie, due altrettanto gravi crisi petrolifere e svariati momenti di crescita ed euforia, conferma che a Wall Street la stagionalità esiste, eccome! A sorpresa, il mese più favorevole ai rialzi non è gennaio, come si dice comunemente, bensì luglio.

Questa dominanza positiva di un mese che tradizionalmente inizia ad essere dedicato alle meritate vacanze certamente sorprende. Gennaio si rivela comunque molto propizio, essendo il secondo mese positivo in graduatoria.



Così come statisticamente favorevole è dicembre, che pure viene battuto da aprile. Agosto non è affatto un mese "morto" come si potrebbe pensare. Gli addetti ai lavori lo sanno molto bene ed anche le statistiche confermano che, pur senza brillare, è un periodo in cui prestare attenzione alla borsa può essere proficuo. La negatività di settembre, altra regola ben conosciuta dagli operatori più esperti, viene ampiamente confermata. Il famigerato ottobre è un mese statisticamente ingannevole. I nostri calcoli dicono infatti che, mediamente, produce una variazione molto contenuta. Tuttavia sappiamo che molti dei crolli storici di borsa sono avvenuti proprio ad ottobre (famosissimi quelli del 1929, del 1987 e, purtroppo, del 2008). Quindi la variazione media apparentemente poco significativa è in realtà una media ingannevole tra anni molto negativi ed anni molto positivi.

L'ultima regolarità nota agli operatori di cui dobbiamo parlare è quella del cosiddetto "Sell in May and go away!", ovvero della convenienza a liberarsi delle posizioni rialziste, o perlomeno ad alleggerirle, in coincidenza con l'arrivo dell'estate. I dati confermano la negatività del mese di maggio, ma al tempo stesso invitano ad accelerare le vendite, dal momento che il saldo complessivo del mese è già sfavorevole di per sé. Ma vi è anche un altro aspetto, molto più importante, che non può essere trascurato quando si studia l'andamento estivo dei mercati. E cioè che non è l'estate di per sé a produrre ribassi, ma il singolo mese di settembre.

Il nostro studio ci suggerisce che, durante un intero anno-tipo di borsa, si possono notare tre micro-cicli infrannuali ben definiti: novembre-gennaio, marzo-aprile, giugno-agosto. Si tratta ovviamente di cicli positivi, cioè rialzisti.

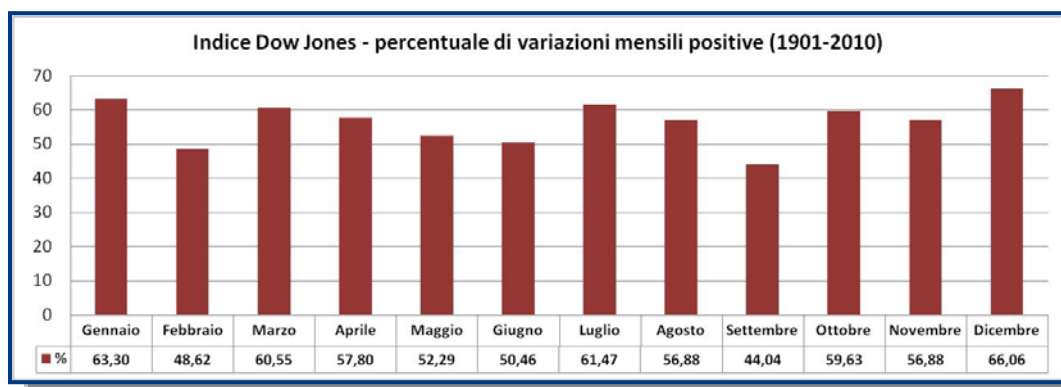
Tutta la storia economica delle borse è una vicenda prevalentemente rialzista, a causa primariamente del progresso economico e secondariamente dell'inflazione. Il trend rialzista ha quindi una dominanza storica indiscutibile e pertanto, se si tratta di studiare dei cicli infrannuali, ha più senso cercarli in direzione rialzista.

È interessante confrontare i dati da noi calcolati, con quelli pubblicati annualmente dallo *Stock Trader's Almanac*, i quali, però, sono calcolati solo a partire dal 1950. Essi costituiscono comunque una buona base di confronto, anche se quanto accaduto prima del 1950 (ad esempio negli anni '30) rappresenta un preziosissimo patrimonio informativo che non può essere trascurato.

Oltretutto, anni come il 2008 ed il 2009 hanno generato andamenti borsistici molto simili a quelli degli anni tra il 1926 ed il 1936. Esattamente come allora, infatti, hanno rischiato di fallire quasi tutte le principali banche statunitensi. Fatta questa doverosa precisazione, possiamo dire che lo studio condotto dallo *Stock Trader's Almanac* individua dicembre e aprile come mesi più proficui, seguiti rispettivamente da novembre, gennaio e luglio. Settembre si conferma come il mese peggiore, mentre maggio è positivo, ma solo di pochissimo. Ottobre è caratterizzato da una variazione media moderatamente positiva, ma sulla significatività di questo dato valgono a maggior ragione le riserve di cui abbiamo parlato sopra.

Si conferma dunque l'esistenza di una stagionalità interessante, che però ha valenza soprattutto sul lungo periodo, perché è ad esso che si riferiscono i dati effettuati. La stagionalità, quindi, è un fenomeno che dovrebbe interessare soprattutto all'investitore, mentre il trader dovrebbe sempre fare dell'adattabilità la sua arma principale. In fondo il vecchio adagio di borsa "taglia le perdite e lascia correre i profitti" è il primo invito a questa flessibilità di comportamento, che consiste nel variare la durata della propria operazione a seconda del suo andamento. A proposito di trading, può essere interessante completare il nostro studio con il calcolo delle probabilità che il rendimento medio storico di ciascun mese sia positivo. Questa dinamica può non coincidere con quella precedentemente discussa. Infatti un rendimento medio non dipende solo dalla proporzione tra il numero delle operazioni positive e quello delle operazioni in perdita, ma piuttosto dal prodotto tra, rispettivamente, l'entità del guadagno medio e l'entità della perdita media e le loro rispettive frequenze. Quindi il dato che stiamo per osservare esprime una dimensione parziale, cioè ci dirà che probabilità abbiamo di guadagnare in ciascun mese, ma non quanto guadagniamo mediamente. Allora perché può essere utile studiarlo? Perché, nella gestione del rischio, un conto è subire una grande perdita in un'unica operazione, un altro conto è subirla ripartita su più operazioni. Nel primo caso, a parità di denaro perduto, il danno è maggiore.

Diversamente, un danno ripartito nel tempo è più gestibile. In ogni caso, di seguito mostriamo le probabilità media di guadagno offerte da ciascun mese.





Di fatto i dati non stravolgono troppo i risultati ottenuti calcolando il rendimento medio. Infatti, i mesi più propizi, ovvero gennaio, luglio e dicembre, presentano le probabilità di guadagno statisticamente più elevate. Ciò significa che l'aspettativa positiva non dipende da pochi dati strepitosi, ma da una predominanza regolare di esiti favorevoli. Questa circostanza, da un punto di vista di risk management, è senz'altro confortante, perché rende "accessibile" il risultato medio, ovvero offre buone probabilità di ottenerlo veramente. La negatività di maggio e settembre dipende da basse probabilità assolute di guadagno ed anche questa situazione conferma la solidità statistica dell'effetto stagionale nell'investimento azionario.

I risultati del nostro e di altri studi confermano in maniera convincente l'esistenza di una regolarità ciclica infrannuale nel comportamento medio dei mercati azionari sul lungo periodo.

Tuttavia occorre mettere in guardia il lettore sul fatto che questa ciclicità è ampiamente sovrastata dal trend in corso nel singolo anno. La dimostrazione matematica è facile da svolgere.

Basta infatti concatenare (cioè moltiplicare) i rendimenti medi mensili per ottenere un rendimento medio annuale pari +5,008% che, come è facile constatare, è un numero molto piccolo rispetto alle vere escursioni annuali di prezzo che si registrano mediamente sul Dow Jones. Va comunque precisato che, storicamente, il rendimento azionario totale comprende anche i dividendi, i quali aggiungono più del 4,5% alla pura variazione di prezzo (eventuali ulteriori scostamenti rispetto ad altri studi del genere possono derivare da discordanze sui dati storici).

La stagionalità, quindi, non rappresenta il segreto dell'investimento, ma è semmai un utile fattore di ausilio. Infatti troppo spesso anche tra gli addetti ai lavori ci si sforza di voler prevedere l'andamento futuro dei prezzi senza tenere in sufficiente considerazione l'unico fattore previsivo realmente dotato di una buona attendibilità statistica, ovvero la stagionalità. La padronanza delle regolarità di comportamento del mercato consentirebbe di adattare molto bene alla realtà quotidiana modelli di analisi, come ad esempio la teoria delle onde di Elliott, che in alcuni casi possono soffrire di eccessiva astrazione.

Massimo Intropido
Socio Ordinario SIAT
Fondatore Ricerca e Finanza

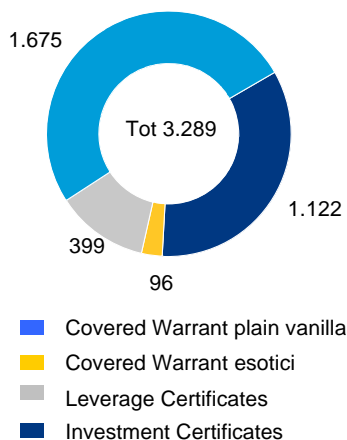
SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

I numeri e le news del mercato

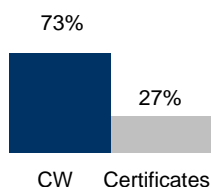
Cifre Chiave – Dic 2009

N. contratti	98.723
Controvalore mln €	702,7
New Listing del mese	387
N. Emittenti	17
N. Sottostanti	337

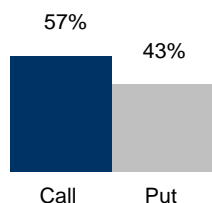
N° Strumenti per Segmento



Volumi CW vs Certificates



Volumi CW Call vs Put



Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine dicembre ammontano a 3.289, di cui 1.675 covered warrant plain vanilla, 96 covered warrant strutturati/esotici, 1.122 investment certificates e 399 leverage certificates.

Nel mese di novembre su SeDeX sono stati quotati 204 nuovi covered warrant plain vanilla, 33 nuovi investment certificates e 58 nuovi leverage certificates.

In novembre sono stati scambiati 153.623 contratti per un totale di 1056,2 milioni di euro di controvalore.

Novità dal mercato

Autorizzazione alla quotazione di Turbo Long e Turbo Short Certificates su Azioni, Indici e Basket di Azioni o Indici per BNP Paribas Arbitrage Issuance N.V. garantito da BNP Paribas.

Dal 25 gennaio 2010 saranno in vigore i nuovi obblighi di quotazione (EMS) per il mercato SeDeX.

I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
Unicredit	IT0004502180	FTSE MIB	Put	18.000	16/12/11	3.265	127,19
Unicredit	IT0004502230	FTSE MIB	Put	14.000	21/12/12	661	31,49
Société Générale	FR0010817049	FTSE MIB	Call	40.000	18/12/15	243	24,44
Société Générale	FR0010806638	FTSE MIB	Call	36.000	19/12/14	203	15,71
Société Générale	FR0010817023	FTSE MIB	Call	40.000	19/12/14	209	15,58

I 5 Certificates più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Caratteristiche	Scadenza	Contratti	Controv.
Banca Aletti	IT0004453301	ENI	Equity Protection Certificate Strike 11,55 Part. 100%	22/01/10	726	29,05
ABN AMRO	NL0006157927	FTSE MIB	Mini Futures Short Certificate Strike 35.683	16/12/10	173	26,20
ABN AMRO	NL0009060052	FTSE MIB	Mini Futures Short Certificate Strike 25.178	16/12/10	870	3,13
Banca IMI	IT0004486822	DJ EUROSTOXX50	Equity Protection Certificate Strike 2.217,86 Part. 100%	30/04/13	95	2,90
ABN AMRO	NL0009286806	DAX	Mini Futures Long Certificate Strike 5.172	19/04/19	430	2,38

Fonte: Borsa Italiana. Tutti i dati sono riferiti al mese di dicembre 2009.
Controvalore espresso in milioni di EUR.

I Covered Warrant Cap di Banca Akros

Proteggere il proprio mutuo in maniera efficiente

Maurizio Morini



È responsabile del Desk Structuring & Financial Engineering di Banca Akros, dove dal 2005 sviluppa l'attività di trading e engineering di derivati esotici a copertura di obbligazioni strutturate. Matematico con formazione accademica internazionale, Morini ha ricoperto ruoli operativi in primarie banche d'investimento a Londra e Bruxelles lavorando su diverse asset classes. Attualmente si sta dedicando alla modellizzazione e gestione di prodotti esotici ibridi.

Paolo Tradati



Senior manager, è responsabile del desk Structuring & Financial Engineering di Banca Akros. Ha iniziato la propria esperienza lavorativa nel 1993 alla Banca Commerciale Italiana e dal 2000 in Akros accumulando una vasta esperienza nel pricing e trading di derivati su cambi, tassi e credito per il mercato interbancario e la clientela. Attualmente si occupa dei prodotti ad alto valore aggiunto per la clientela dell'istituto.

Il mercato dei tassi

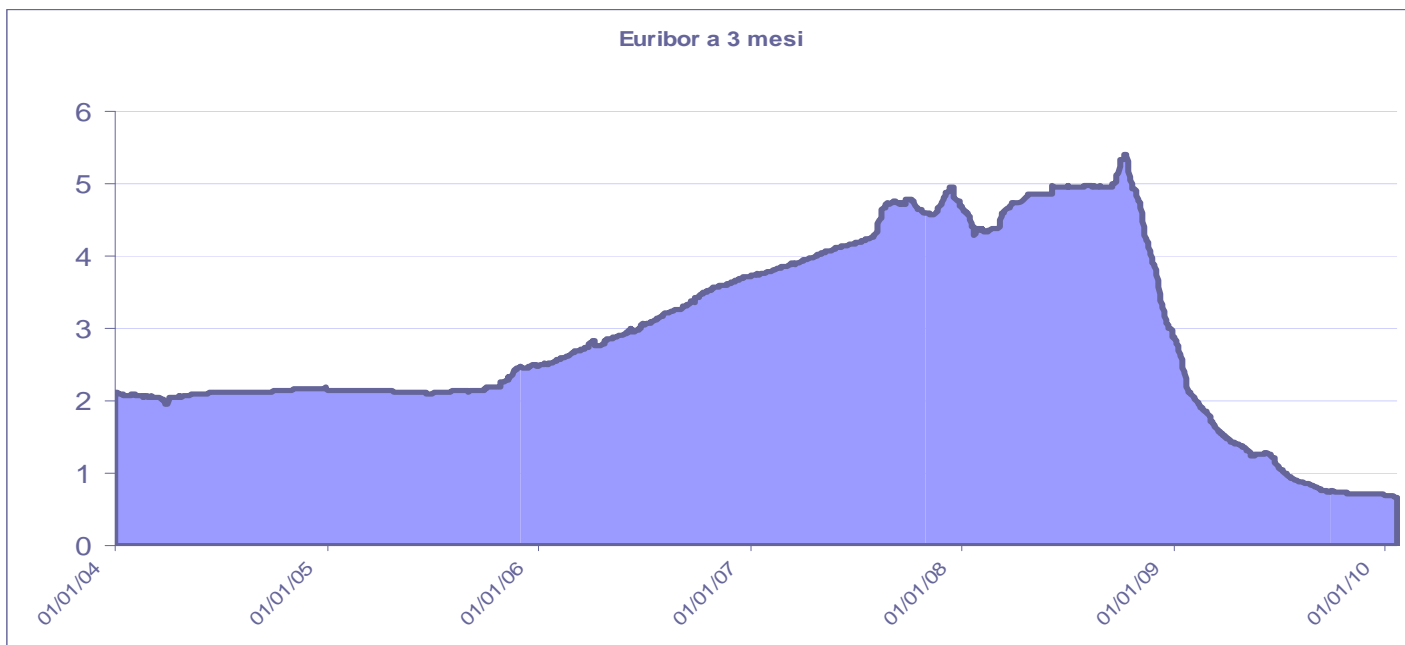
Il mercato dei tassi di interesse a breve, cui i mutui in essere sono parametrati, ha conosciuto una impennata tra il 2007 e il 2008 portando il livello dell'Euribor3m ai massimi degli ultimi 5 anni. L'impatto sui bilanci familiari è stato drammatico e ha portato alla ribalta il "problema mutui" e l'esigenza di forme di copertura per un rischio troppo spesso sottovalutato.

Secondo fonti ufficiali i finanziamenti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ammontavano a 285 miliardi di euro nel 2008, con +17,3% rispetto all'anno precedente, un tasso di crescita che non ha mostrato segnali di contrazione

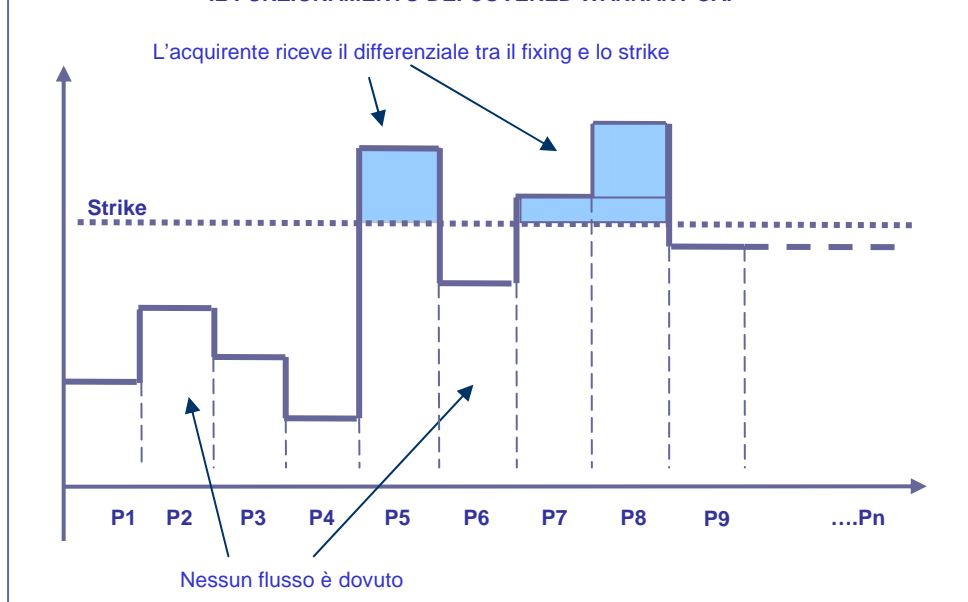
Quanto alle rate, vista la preponderanza di finanziamenti a tasso variabile sul totale di quelli concessi, nel biennio considerato il rincaro è stato incessante, con una crescita media annuale su base nazionale di 885 euro nel 2007 e di ulteriori 1025 euro nel 2008. L'impatto maggiore si è verificato nelle regioni centrali e settentrionali dove il rincaro annuale ha sfiorato i 1300 euro medio.

A partire dall'inizio del 2009 si è assistito ad un repentino ribasso del tasso di riferimento ora sui minimi mai registrati.

Euribor a 3 mesi



IL FUNZIONAMENTO DEI COVERED WARRANT CAP



Un utilizzo combinato dei vari CWC garantisce un'ottimizzazione del rapporto costi/benefici della copertura sulla base delle possibilità di spesa dell'utente e del mutuo sottostante oggetto di copertura.

Il CWC è un warrant di tipo Call e incorpora una pluralità di opzioni cap europee (una per ogni scadenza trimestrale), ognuna delle quali è esercitata automaticamente.

Definiamo come DIFFERENZIALE la grandezza risultante dal calcolo della seguente formula:

$$D = \text{Importo di Riferimento} \times \text{MAX} [(\text{Fixing} - \text{Strike}); 0] \times \text{Coefficiente di periodo}$$

Alla luce delle aspettative di ripresa dell'economia e di una conseguente dinamica rialzista dei tassi di interesse l'occasione per intraprendere una strategia di copertura del rischio tasso e scongiurare gli effetti di uno scenario simile a quello di 18 mesi fa è davvero irripetibile.

Il rischio di un incremento dei tassi di interesse è una eventualità sempre presente sui mercati finanziari soprattutto in un contesto, come quello attuale, con i principali tassi mondiali a livelli minimi e aspettative di ripresa dell'economia e dell'inflazione a partire dal 2010.

Gli effetti deleteri sui bilanci familiari di una crescita non controllata delle rate dei mutui immobiliari parametrati a tasso variabile sono stati oggetto di analisi e discussione durante tutta la seconda metà del 2008 e un andamento temporaneamente favorevole del mercato costituisce un'ottima occasione per intraprendere azioni di copertura che scongiurino un ritorno alle condizioni del passato.

I Covered Warrant Cap

La gamma dei Covered Warrant Cap (CWC) in fase di emissione da parte di Banca Akros è articolata su vari strikes e su varie scadenze in modo tale da consentire la massima flessibilità delle strategie di copertura che il cliente vuole intraprendere. In particolare sono previsti strikes compresi tra 3,50% e 5,00% con scadenze da 5 a 20 anni, in grado di proteggere le tipologie di mutui più diffuse sul mercato e più popolari tra la clientela finale.

Gli elementi che concorrono alla formazione degli importi periodici trimestrali sono:

Fixing = livello del tasso Euribor3m rilevato alle 11.00 di Francoforte;

Strike = livello del tasso Euribor3m al di sotto del quale nessun differenziale è dovuto;

Coefficiente di periodo = numero di giorni effettivi di calendario all'interno di ogni periodo di riferimento;

Periodo di Riferimento = durata del periodo di calcolo del tasso Euribor3m; sono previsti 4 periodi per ogni anno solare pari ai trimestri Gennaio-Marzo, Aprile-Giugno, Luglio-Settembre e Ottobre-Dicembre.

Nel caso in cui il differenziale sia maggiore di zero il titolare del titolo avrà automaticamente diritto al suo pagamento a fronte del premio pagato al momento della sottoscrizione del contratto.

In pratica per ognuna delle date di rilevazione verrà pagato, se positivo, il differenziale calcolato come indicato indipendentemente da quanto avvenuto nelle scadenze precedenti e senza che tale liquidazione influisca su eventuali esercizi futuri fino alla scadenza finale della copertura stessa.

I CWC verranno emessi in più serie che si differenzieranno tra loro per diverse caratteristiche. La più importante è lo Strike: da 3,50% fino a 5,00%, con passi intermedi. La rilevazione e la liquidazione è trimestrale (31 marzo, 30 giugno, 30 settembre e 31 dicembre), la scadenza 5, 10, 15, 20 anni. L' Importo di riferimento è 5.000 €.

Maurizio Morini e Paolo Tradati



Bonus e Bonus Cap di UniCredit

Per puntare ad un livello più elevato di Bonus



Deborah Dall'Armi, specialista Listed Products in UniCredit dal 2002 con mansioni specifiche sui Covered Warrant & Certificates quotati su mercati regolamentati. Da più di dieci anni il Gruppo UniCredit è uno dei principali promotori del mercato italiano dei certificates ed è stato tra i primi emittenti di covered warrant. È tuttora un indiscusso protagonista del mercato e offre soluzioni d'investimento legate a diverse categorie di asset quali: materie prime, azioni, indici, valute e mercati emergenti. UniCredit si prefigge di offrire agli investitori ed ai loro intermediari le migliori soluzioni d'investimento, fornendo allo stesso tempo una gamma completa di servizi e strumenti per investire consapevolmente.

I Bonus Certificates su SeDeX

Più di 10 miliardi di euro scambiati nel 2009 sul SeDeX! Dopo i primi mesi durante i quali si era registrato un rallentamento dell'attività, dal 9 marzo si è osservata un'inversione di tendenza caratterizzata da un rilancio dell'interesse per i certificati. Tra gli strumenti più scambiati, dopo gli Equity Protection, i Bonus Certificates, che nel 2009 hanno rappresentato il 17,05% dei volumi sul totale dei certificati d'investimento.

A giustificare questo interesse è stata principalmente la combinazione che offre questo strumento tra protezione del capitale (condizionata) e la possibilità di dinamizzare la performance.

Meccanismo di funzionamento

Il Bonus Certificate permette di ottenere allo stesso tempo un rendimento elevato (il Bonus) ed una protezione del capitale, a condizione che il sottostante non raggiunga la barriera prefissata. La combinazione di queste due caratteristiche consente quindi di ottenere un rendimento, non solo in fasi positive di mercato, ma anche in uno scenario di stabilità o moderato ribasso.

SCHEDA PRODOTTO	
Bonus su DJ Eurostoxx50	
Emittente:	UniCredit Bank AG
Codice ISIN:	DE000HV7LK02
Sottostante:	DJ Eurostoxx50
Data di scadenza:	11/03/2013
Barriera:	1773,05
Bonus:	144%
Cap:	no Cap

Ne è un esempio il Bonus certificates di UniCredit 144% sull'indice Dow Jones Eurostoxx 50 (DE000HV7LK02). Questo certificato, infatti, ha la peculiarità di avere il livello di Bonus al di sotto dei minimi toccati dall'indice a marzo 2009, quindi la protezione offerta ha retto anche nei periodi peggiori di downtrend del mercato. Esso, tuttavia, permette di partecipare alla performance positiva del successivo continuo rialzo che si è osservato sul mercato.

La variante con il cap

Nel 2009 si è sviluppata una variante del Bonus che include un cosiddetto CAP. Il Cap è un tetto massimo alla performance del certificato, che pur limitando i rendimenti potenziali permette di posizionare la barriera ad un livello più lontano dal valore del sottostante e di offrire così una maggiore protezione. Consideriamo il Bonus Cap di UniCredit avente le caratteristiche riportate nella tabella sotto.

SCHEDA PRODOTTO	
Bonus Cap su UBI Banca	
Emittente:	UniCredit Bank AG
Codice ISIN:	DE000HV779J7
Sottostante:	Azione UBI Banca
Data di scadenza:	11/05/2011
Barriera:	6,7734€
Bonus:	130%
Cap:	160%

Il caso di un bonus cap su UBI Banca

A scadenza si possono presentare due scenari, evidenziati anche nel grafico del *payoff* riportato nella pagina seguente: il caso in cui durante la vita del certificato il sottostante abbia toccato la Barriera (linea rossa) e il caso in cui tale barriera non venga mai

toccata (linea arancione).

Nel caso di specie, la barriera viene toccata se Ubi Banca scende fino ad un livello pari a 6,7734€ durante la vita del certificato. Considerando che oggi quota 10,4€, il titolo dovrebbe perdere il 34% per fare scattare l'evento barriera.

Qualora si verificasse questo scenario sfavorevole, il certificato replicherebbe esattamente la performance del sottostante.

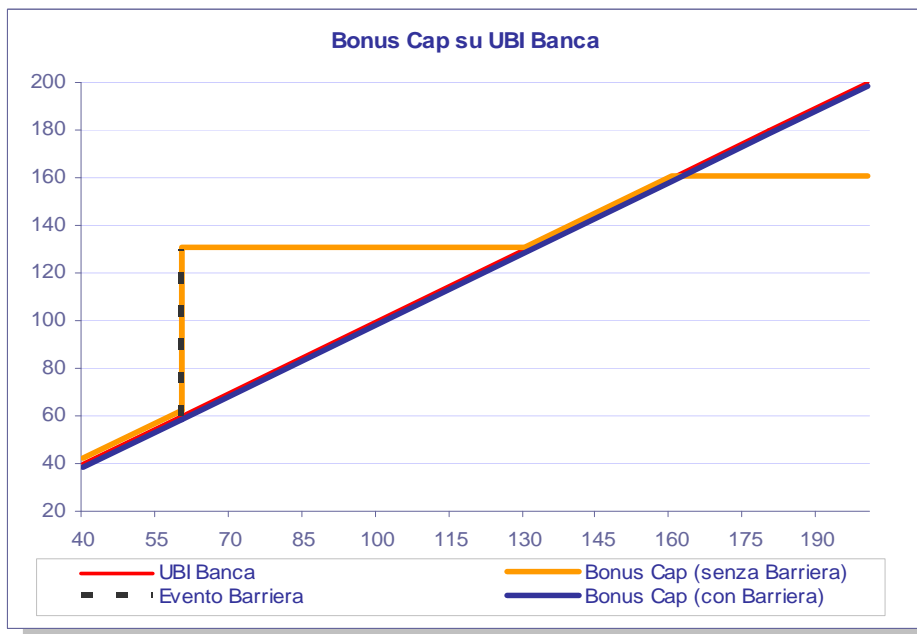
Tuttavia se un investitore ha aspettative anche moderatamente rialziste, il Bonus Cap offre una serie di vantaggi: protezione e maggior guadagno, il Bonus.



Se a scadenza, infatti, UBI Banca registra un valore compreso tra 6,7734€ e 14,92€, il certificato rimborserà il Bonus pari a 130%. Di conseguenza, per ogni certificato l'investitore riceverà 14,92€ anche se UBI vale, ad esempio, 13€ o 10€.

In più il certificato gode anche del meccanismo di protezione: il Bonus Cap, infatti, non scende tanto quanto l'azione e dà il diritto ad ottenere un Bonus dato dalla differenza tra il valore del sottostante (ad esempio 13€ o 10€) e 14,62€ (livello di Bonus).

Se invece, a scadenza, il valore del sottostante è inferiore a 6,7734€ o compreso tra 14,92€ e 18,37€ il certificato replica esattamente la performance



dell'azione; oltre il Cap il certificato rimborsa sempre 18,368€.

Come tutti i certificati quotati, l'investitore avrà la possibilità di uscire dal suo investimento in qualsiasi momento con una semplice operazione di compravendita sul mercato SeDeX di Borsa Italiana.

In conclusione, i Bonus Cap sono strumenti che si adeguano a fasi laterali di mercato offrendo una protezione condizionata sul capitale (salvo forte ribassi) e con la possibilità di puntare a un deciso rialzo.

Sito internet: www.investimenti.unicreditmib.it

e-mail: info.investimenti@unicreditmib.it

Numero verde: 800 011122

Deborah Dall'Armi
Product & Client Manager
Retail Sales Italy
UniCredit Corporate & Investment Banking

ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

I numeri e le news del mercato

Cifre chiave – Dic 2009

N. contratti	210.558
Controvalore mln €	4.303
N. Emittenti	10
N. Strumenti	333 ETF e 67 ETC

I più scambiati per controvalore

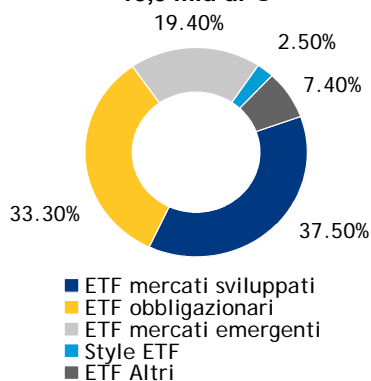
1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. LYXOR ETF LEVDAX
4. LYXOR ETF FTSE MIB
5. ETFS LEVERAGED NATURAL GAS

I più scambiati per contratti

1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. ETFS LEVERAGED NATURAL GAS
3. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. ETFS NATURAL GAS
5. LYXOR ETF MSCI INDIA

ETF - AUM in Italia:

13,5 mld di €

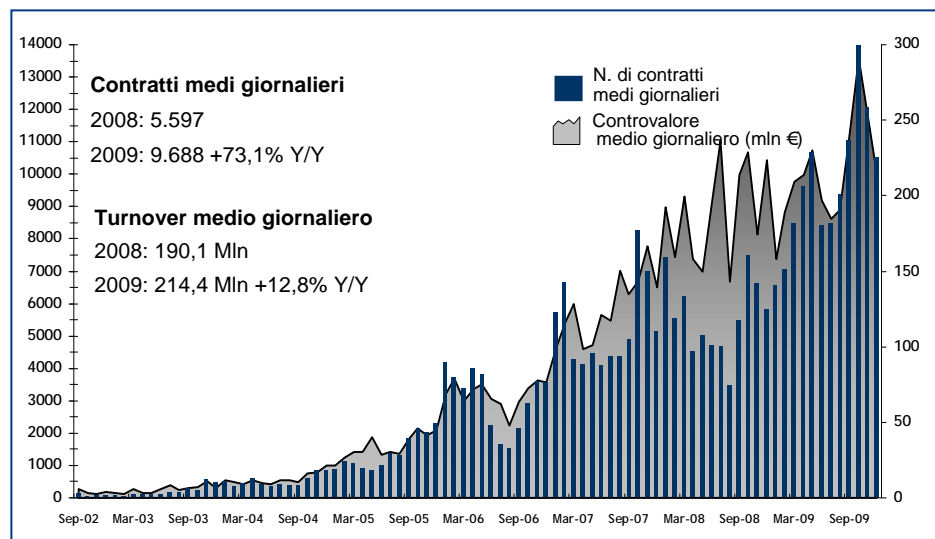


Un 2009 dai volumi record per ETFplus

Il 2009 ha confermato la costante crescita del mercato ETFplus di Borsa Italiana; sono stati infatti registrati 2.460.791 contratti (+73,77% rispetto al 2008) per un controvalore di 54,458 miliardi di Euro (+13,23% rispetto al 2008). La media giornaliera dei contratti è stata di 9.688 (5.597 nel 2008) mentre la media giornaliera del controvalore ha raggiunto i 214,4 milioni di Euro (190,1 nel 2008). Il mese con la più alta media dei volumi di negoziazione è stato ottobre, con 13.971 contratti e 291 milioni di euro. Il 27 novembre 2009 è stato stabilito il nuovo record per quanto riguarda il numero di contratti realizzati in una sola seduta pari a 19.857 contratti. Sotto il profilo internazionale, secondo le statistiche della FESE (Federation of European Securities Exchanges), Borsa Italiana nel 2009 ha mantenuto stabilmente il primato in Europa per contratti scambiati sui sistemi telematici (2.460.791 contratti come indicato sopra), davanti a Euronext (1.837.880) e a Deutsche Borse (1.502.988).

L'offerta di ETF ed ETC si arricchisce nel 2009

Anche sotto il profilo delle nuove quotazioni il trend di crescita del mercato ETFPlus è confermato; durante il 2009 sono stati quotati 57 ETF, 9 ETF strutturati e 20 nuovi ETC e per la prima volta è stata superata quota 400 strumenti in quotazione. Per quanto riguarda gli emittenti, ETF Securities che ha lanciato 20 ETC e 13 ETF, db x-trackers 19 ETF, il nuovo emittente Xmtch (Credit Suisse) 17 ETF, EasyETF 8 ETF, iShares 6 ETF, Lyxor 2 e infine PowerShares 1 ETF. Grazie alla loro attività sono ad oggi disposizione ETF che coprono la maggior parte delle classi d'investimento e aree geografiche consentendo agli investitori di costruire portafogli diversificati ed efficienti e di implementare strategie fino a pochi anni fa difficilmente realizzabili.



Il fondo sposa l'Etf

I gestori usano sempre più i replicanti, soprattutto quelli che investono in Paesi emergenti



Sara Silano

Sara Silano, laureata in Scienze della Comunicazione con indirizzo Giornalismo finanziario all'Università di Torino, è caporedattore di Morningstar Italy, società specializzata nell'analisi e nell'informazione sugli strumenti di investimento. Prima di entrare in Morningstar nel 2003, è stata redattore e poi vice-caposervizio in Bloomberg Investimenti. Partecipa come esperta di finanza a trasmissioni radiofoniche (Radio Rai 1 e Radio 24) e televisive (Class-Cnbc).

Sono sempre più i gestori che si convertono agli Exchange traded fund (Etf). Secondo una ricerca realizzata da Morningstar, sono quasi 900 i fondi distribuiti in Italia che li hanno inseriti in portafoglio (su un totale di 13.881 classi). Di questi un'ottantina sono domiciliati nel nostro Paese. Ad impiegare questi strumenti sono soprattutto i fund manager che investono sui Paesi emergenti, in particolare sull'area dell'Asia-Pacifico, escluso il Giappone (22% dei comparti della categoria). Ricorrono agli indicizzati anche i fondi azionari internazionali large cap (il 14% del totale ha almeno un Etf in portafoglio), mentre sono solo tre quelli specializzati su Piazza Affari che scelgono i replicanti. Gli Etf non sono, invece, molto utilizzati dai gestori obbligazionari e non lo sono per nulla da quelli che investono in titoli di Stato. Probabilmente, una delle ragioni è che tale mercato risulta molto liquido e facilmente accessibile da parte dei fund manager che preferiscono perciò operare direttamente evitando di sostenere le se pur basse commissioni di gestione degli Etf su titoli di stato.

Quali Etf nei fondi

I replicanti più presenti nei portafogli sono quelli che investono su singoli mercati (ad esempio, l'India, la Cina e la Corea) o su particolari aree, come America latina o Emea (Europe, Middle east e Africa). Tra gli Etf più diffusi ci sono quelli che hanno come benchmark il DJ Euro stoxx 50, che comprende le aziende europee con maggior capitalizzazione. Sono molto utilizzati anche i replicanti specializzati sui panieri settoriali e gli Exchange traded commodities, che danno un'esposizione diretta o attraverso derivati al mercato delle materie prime. E' molto limitato invece l'uso dei cosiddetti Etf strutturati, ossia quelli che adottano tecniche volte a perseguire rendimenti che non sono

solo in funzione dell'andamento del mercato ma possono parteciparvi in modo più che proporzionale o inverso.

Ancora, possono adottare strategie più sofisticate tramite l'utilizzo di opzioni. Questo dato è sorprendente, dal momento che proprio gli Etf a leva e short sono stati tra i più scambiati per contratti e controvalore nel corso del 2009 sul segmento dedicato di Borsa italiana. Bisogna però tenere presente che questi ultimi potrebbero essere impiegati per ri-bilanciare l'esposizione del portafoglio in determinati momenti o per esigenze temporanee di gestione del rischio e quindi non risultano nelle fotografie periodiche della composizione patrimoniale dei fondi.

Le sgr che amano i replicanti

Tra le sgr italiane, quelle che utilizzano in misura maggiore gli Etf nei fondi comuni sono Eurizon Capital, il gruppo Bim (Banca interbancaria di investimenti e gestioni) e Vegagest. Sul mercato domestico sono collocati anche fondi che investono esclusivamente in Exchange traded fund appartenenti a case di investimento estere (la gamma di Db Platinum Dynamic Etf selection, che è costituita da fondi flessibili, e il fondo azionario Atomo sicav world equity di cui è investment advisor VG.SA di Lugano).

Un rapporto sempre più stretto

Perché i gestori guardano con sempre più interesse agli Etf? Innanzitutto è cresciuto il numero di società di gestione tradizionali che sono entrate nel business degli Etf o che, pur essendoci già, hanno deciso di farne un prodotto di punta nella strategia commerciale. E' il caso, ad esempio, di Credit Suisse che nei mesi scorsi ha lanciato in Italia la gamma Xmtch, già collocata in Svizzera. Bnp Paribas, invece, ha trasferito sotto il suo controllo l'intera offerta EasyETF, prima gestita insieme ad Axa Im, e Crédit Agricole ha lanciato nell'autunno scorso nuovi Etf di Casam (Crédit Agricole structured Am).

Un'industria mondiale

Il mercato degli indicizzati ha fatto venire l'acquolina in bocca a un'industria, quella dei fondi, che ha vissuto anni bui. La ragione è semplice: secondo i dati di BlackRock, una percentuale sempre maggiore degli asset in gestione a livello mondiale è oggi allocata sul mercato degli Etf (982 miliardi di dollari a fine



novembre 2009). Nei primi undici mesi del 2009, il patrimonio è cresciuto del 38,2% contro il 24,9% dell'Msci World. I replicanti quotati sulle piazze finanziarie internazionali sono oltre 1.900. Solo in Europa, le masse totali hanno toccato a fine novembre i 217 miliardi di dollari e dei 36,5 miliardi di dollari raccolti nel periodo gennaio-ottobre una larga parte è riconducibile a investitori istituzionali.

Sarebbe, però, un errore pensare che questi strumenti abbiano tolto quote primariamente ai fondi. Le statistiche mostrano che è il mercato dei derivati il più colpito, in quanto i volumi sono calati perché i gestori stanno progressivamente sostituendoli con gli Etf, più trasparenti, liquidi e con costi competitivi. I replicanti, infatti, sono fondi comuni, che riproducono un determinato paniere di riferimento e sono quotati in Borsa come le azioni.

Non solo fondi

I gestori stanno imparando a convivere con gli Etf, sia perché se li trovano in casa, in quanto le sgr stanno affiancando al business tradizionale quello degli indicizzati attratte dal forte sviluppo di questo mercato, sia perché li inseriscono nei portafogli al posto di future e altri derivati meno liquidi. E i replicanti non sono solo entrati nei fondi, ma anche nelle gestioni patrimoniali. Inoltre, il mondo della previdenza integrativa, inizialmente molto scettico, li guarda con maggior interesse. Essi possono essere impiegati per costruire la parte core dell'investimento, ossia quella essenziale e strategica dell'asset allocation, ma anche per la satellite, cioè la tattica.

Le categorie dei fondi con più Etf in portafoglio	
Categoria Morningstar	N. fondi con Etf^a
Azionari Asia Pacifico ex Giappone	80
Bilanciati Moderati Euro	71
Azionari internazionali large cap blend	70
Fondi obiettivo 2015+	60
Azionari Paesi emergenti	59
Bilanciati Prudenti Euro	55
Azionari internazionali large cap growth	45
Azionari Europa large cap blend	44
Bilanciati Moderati USD	38
Bilanciati Aggressivi Euro	37

Fonte: Morningstar
 Dati al 31 dicembre 2009
^a Il dato si riferisce ai fondi distribuiti in Italia (italiani ed esteri)

Sara Silano,
Caporedattore Morningstar Italy

ETF su mercati emergenti

L'Africa è la nuova frontiera



Luca Zaccagnino, strumenti quotati Italia RBS

Laureato in Ingegneria presso il Politecnico di Torino, entra nel 2007 a far parte del team Equity Derivatives di ABN AMRO (ora RBS). Si occupa di tutte le fasi del ciclo di vita degli strumenti quotati sui segmenti SeDeX, ETFPLUS e MOT di Borsa Italiana: dall'ideazione alla strutturazione, dall'emissione alla quotazione, fino alla gestione ed al rapporto con la clientela.

In un contesto di generale recupero dell'azionario, i Mercati Emergenti si sono distinti nel 2009 per performance eccezionali: l'indice MSCI Emerging Markets è salito del 70% mentre il cinese Shanghai B-Share ha permesso agli investitori europei di guadagnare quasi il 125%.

All'indomani dell'ultimo tracollo del mercato quasi tutte le economie emergenti sono entrate in una fase di recupero più marcata rispetto a quelle sviluppate. La tendenza potrebbe sembrare banalmente riconducibile alla maggiore volatilità: nel 2008 mentre l'S&P500 perdeva il 38,5%, l'MSCI Emerging Markets si è deprezzato del 54%, tuttavia le ragioni del rally sono più profonde: in passato il timore di inaspettati quanto improvvisi crolli ha indotto gli investitori a destinare solo porzioni trascurabili del proprio portafoglio ai Paesi in via di sviluppo ma, nel mezzo di una crisi che ha messo in grossa difficoltà la maggior parte delle economie mature, alcuni di questi mercati hanno dato segnali di solidità tali da indurre la comunità finanziaria ad accrescere le quote investite in tali aree.

Al di là dei Paesi BRIC (Brasile-Russia-India-Cina), su cui sono maggiormente concentrate le attenzioni dei media, in altre zone sono individuabili buone opportunità. In particolare all'interno del continente africano, terra ricchissima di materie prime seppur affetta da problematiche secolari, l'economia sudafricana rappresenta un modello di maturità. Pur essendo uno dei Paesi più ricchi di materie prime e principale produttore di metalli preziosi e diamanti, l'industria mineraria contribuisce infatti solo per il 10% al PIL nazionale, circa la metà di quanto sia riconducibile al secondario. Inoltre il Sudafrica è recentemente entrato a far parte del G20, ha una Borsa Valori fra le prime 20 mondiali ed è oggetto di particolari attenzioni da parte degli

investitori Indiani e Cinesi.

I due Paesi-Continente dell'Asia hanno infatti bisogno di un'enorme quantità di materie prime per sostenere il proprio sviluppo; l'Africa in generale, ed il Sudafrica in particolare, ne sono bacini ricchissimi. Gli interessi asiatici non sono però limitati allo sfruttamento delle risorse del sottosuolo ma organizzati in una rete di investimenti volti a facilitare i flussi commerciali fra i paesi ed a partecipare alla crescita di un'economia che rappresenta anche un potenziale sbocco commerciale dei prodotti a basso costo caratteristici dell'industria manifatturiera asiatica.

Non bisogna inoltre trascurare che, sorprendentemente, i Mondiali di Calcio del 2010 potrebbero giocare un ruolo fondamentale nella crescita di breve del paese: stando ai risultati di una ricerca di Value Partners, l'effetto benefico dei campionati mondiali sulla crescita economica del paese ospitante si traduce in un incremento del PIL che varia generalmente fra il 2,2% ed il 3,5% negli anni attorno alla manifestazione grazie agli investimenti, sia interni che esteri, generalmente concentrati sui servizi e sulla rete di infrastrutture.

Anche in questo caso tuttavia, come per tanti dei Mercati Emergenti, i privati incontrano non poche difficoltà di accesso agli investimenti diretti nel paese e spesso non è agevole coniugare la necessità di attuare un investimento efficiente e contemporaneamente sufficientemente diversificato che impegni solo una frazione del proprio portafoglio finanziario, a meno di utilizzare degli strumenti di replica funzionali come gli ETF. Grazie infatti alle commissioni di gestione contenute, alla caratteristica trasparenza, alla liquidità garantita dai liquidity providers ai market maker e al trattamento fiscale previsto dalla normativa UCITS per i fondi armonizzati, gli ETF quotati in Borsa Italiana costituiscono uno strumento particolarmente efficiente di accesso ai Mercati Emergenti.

Fra questi l'ETF MarketAccess sul FTSE/JSE Africa Top 40 permette di partecipare alla crescita delle maggiori società quotate sulla Borsa di Johannesburg. L'indice benchmark, il FTSE/JSE Africa Top 40, è uno dei indici di riferimento maggiormente utilizzati per replicare l'andamento dell'economia

sudafricana ed ha coniugato negli ultimi anni delle performance eccezionali con una volatilità paragonabile a quella del DJ Euro Stoxx 50 (Tabella1).

Si tratta di un paniere dei 40 titoli con maggiore capitalizzazione, fra quelli selezionati da FTSE/JSE nel panorama delle società quotate sulla Borsa di Johannesburg. La massiccia presenza di società multinazionali nel Top40 e la vasta diversificazione settoriale rende l'indice molto meno volatile della maggior parte dei benchmark dei Paesi Emergenti, senza per questo rinunciare alle performance caratteristiche di questi mercati.

Osservando la Tabella1 ed il Grafico1 si evidenzia chiaramente che, a fronte di rendimenti paragonabili con quelli registrati dall'indice cinese Shanghai B-Share (Grafico 1), la

Analisi volatilità a 200 giorni

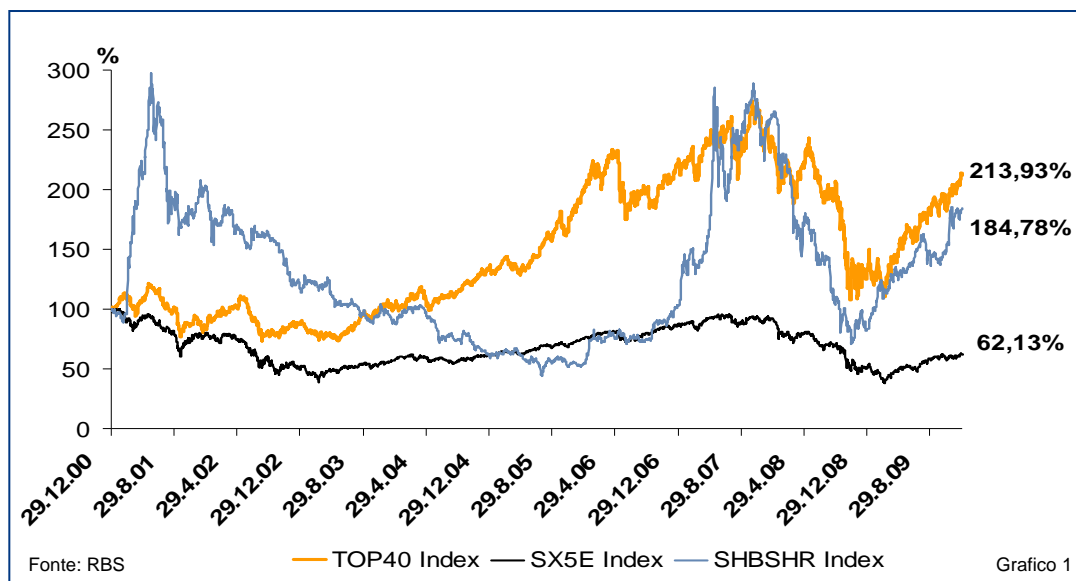
Indice	Valore al 12/01/2009	Media	Max	Min
FTSE/JSE Top 40	22,91%	23,03%	45,89%	11,72%
Shanghai B Shares	29,64%	36,18%	54,87%	19,73%
DJ Euro Stoxx 50	23,59%	23,71%	46,59%	10,27%

Fonte: RBS

Tabella 1

rischiosità di un investimento nel Top40 è nettamente inferiore: la media delle volatilità a 200 giorni di quest'ultimo è infatti pari a circa 1,5 volte quella dell'indice africano.

L'ETF MarketAccess sul FTSE/JSE Africa Top 40 è quotato e negoziabile sulla Borsa Italiana. È armonizzato e registrato in Lussemburgo in conformità alla normativa UCITS III.



Luca Zaccagnino,
 strumenti quotati Italia RBS

MOT ed ExtraMOT - i mercati dei titoli di stato e delle obbligazioni

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave: Gen-Dic 2009

Titoli di Stato

N. contratti	2.708.498
Controvalore mln €	210.972
N. strumenti	91
New listed da gennaio	48

DomesticMOT

N. contratti	661.019
Controvalore mln €	11.288
N. strumenti	289
New listed da gennaio	54

EuroMOT

N. contratti	178.748
Controvalore mln €	6.600
N. strumenti	227
New listed da gennaio	66

Ultime quotazioni MOT

Nel mese di gennaio il listino del mercato MOT è stato arricchito di nuove emissioni obbligazionarie. Nel dettaglio:

- 7 obbligazioni emesse da ABN AMRO Bank N.V. di cui 1 a tasso fisso, 2 che prevedono il pagamento di cedole fisse crescenti, 2 a tasso misto i cui interessi dipendono dall'andamento del tasso Euribor 3 mesi, 1 con l'opzione per l'emittente, dopo un primo periodo con cedole fisse, di passare da interessi pari al 2,55% ad interessi pari al tasso Euribor 3 mesi più uno spread dell'1% ed 1 legata all'inflazione europea;

- 6 prestiti obbligazionari di Barclays Bank PLC di cui 1 a tasso fisso, 1 a tasso variabile con cedole legate al tasso Euribor 3 mesi più uno spread dello 0,50%, 1 a tasso misto che prevede il pagamento di interessi in base all'andamento del tasso Euribor 3 mesi più uno spread pari allo 1,00%, 2 con cedole legate all'andamento di basket di azioni ed 1 legata all'inflazione europea;

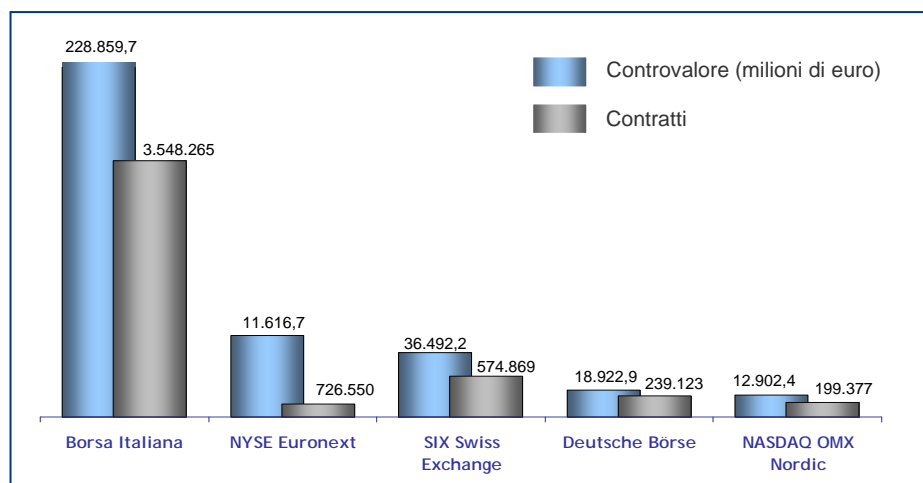
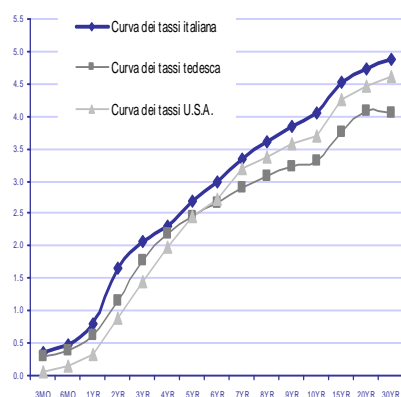
- 1 bond emesso da Dexia Crediop S.p.A. che prevede il pagamento di interessi annuali fissi crescenti.

Anche il segmento EuroMOT ha registrato nuove quotazioni. In particolare, gli inizi negoziazione hanno riguardato 3 titoli di Stato della Repubblica Federale Tedesca di cui 2 a cedole fisse indicizzate all'inflazione europea (1 Bobl ed 1 Bund) e un nuovo Bobl.

Modifiche agli orari di negoziazione

A partire dall'11 gennaio, al fine di semplificare ed omogeneizzare gli orari di negoziazione, sono entrati in vigore i nuovi orari di negoziazione che prevedono l'inizio della fase di Negoziazione Continua su entrambe le classi del DomesticMOT, sull'EuroMOT e sul mercato ExtraMOT alle ore 09:00.

CURVE DEI TASSI



Fonte dati: Borsa Italiana e FESE, gen - dic 2009



Tra piogge e abbondanti neviccate, sull'outlook 2010 la nebbia condiziona le schiarite

L'anno si apre all'insegna della volatilità e delle incertezze



Claudia Segre

Claudia Segre è Responsabile Fixed Income di Abaxbank, Gruppo Credito Emiliano. È Membro del Comitato Promotore ASSIOMFOREX.

Precedentemente è stata responsabile in Unicredit per l'Analisi del Rischio ed il Rating Interno per Banche e Paesi (2007). Oltre che capo del Trading su Mercati Emergenti e New Europe (2000-2005), ruolo già ricoperto in Gruppo Intesa dal 1993 al 2000. Tra il 2004 ed il 2006 è stata membro del Comitato New Europe Euro MTS (Londra) e partecipa regolarmente ai meeting annuali degli enti multilaterali. A fine 2006 viene eletta nel Consiglio Direttivo ASSIOM ed assume la carica di Direttore della Lettera Assiom, con la quale collaborava sin dal 1993, e seguentemente Vice Responsabile Vicario dell'Associazione.

Come sempre un rally di fine anno si lascia uno strascico di aspettative che spesso vengono disattese da eventi inaspettati o sottovalutati. Per questo 2010, che segna l'uscita definitiva dalla crisi subprime, erano in molti ad essersi sbilanciati per una conferma di un rally convinto sulle Borse e sui Credits per la prima parte dell'anno.

Il senior debt delle banche europee insieme alle nuove emissioni di covered bond continuano ad attrarre il maggior interesse da parte dei real money grazie ad un netto miglioramento della percezione della qualità dei bilanci e della capacità delle maggiori istituzioni europee di ricapitalizzarsi ed incanalarsi sulla strada dell'imminente varo della nuova Basilea3.

Ma la pressione sui crediti sovrani non si allenta per l'effetto combinato delle molte partite in sospeso nel perimetro UE: dalla Grecia all'Irlanda, che hanno ripreso ad emettere regolarmente sulle aste domestiche, sino al Portogallo ed all'Islanda penalizzati dalle dichiarazioni negative delle case di rating. Ed il rallentamento della locomotiva tedesca non aiuta certo un'allocazione sui nomi sovrani europei, che peraltro difficilmente vedranno una Terza Ondata di Paesi aderenti.

Sulle Corporates, soprattutto Usa, resta un forte interesse sostenuto dal calo dei default rates per il settore auto, telecomunicazioni, utilities e HY. Insomma l'imperativo è stare lontani dai titoli ciclici che certo non beneficiano di un quadro macroeconomico contrastato e condizionato da aspettative di rialzi dei tassi a partire da Luglio prossimo. Sul lato valutario i carry trade sono ritornati sullo yen dopo il cambiamento di trend del dollaro Usa, e continuano a favorire le divise ad alto rendimento come l'AUD, il NZD e TRL. Ma è l'Asia che continua a dare le uniche conferme ed a trainare il mercato delle Commodities guidato da palladio e platino, sempre legati al settore auto.

Sugli scenari di questo primo anno post crisi restano ancora molte incertezze per gli investitori, e l'unico punto fermo sono i BRIC, che non solo nei numeri delle loro fiorenti economie ma nella capacità di avere adattato il proprio modello economico alle severe lezioni della crisi passata hanno dimostrato flessibilità e convincimento politico raccogliendo un innegabile consenso sia sul comparto azionario che obbligazionario.

Claudia Segre,

**Membro Comitato Promotore ASSIOMFOREX –
Direttore Responsabile Pubblicazioni ASSIOMFOREX**



Calma apparente sui tassi

La disoccupazione diventa "molto molto" importante



Michele Romano

Michele Romano copre la Ricerca Creditizia nell'Area Fixed Income di Abaxbank, Credem Group.

Dal 2004 al 2007 ha ricoperto diversi incarichi presso il Gruppo Unicredit, nelle divisioni Corporate, Wholesale Banking e successivamente in Holding in qualità di Credit Analyst con responsabilità sul rischio sovrano dell'area EMEA.

Tracciare uno scenario sui tassi europei per il 2010 è un esercizio che richiede un distacco dalle logiche utilizzate in passato. All'inizio del 2008 i futures sui Petrolio (poco sopra i livelli attuali) spingevano gli analisti alla cautela ed alla preoccupazione nei confronti di un'inflazione da commodities. Oggi la situazione è diversa: le commodities (escluso oro e oil) sono lontane dai livelli della prima metà del 2008, l'output-gap (divario tra prodotto interno effettivo e potenziale) rimane ancora alto, il trend degli ordinativi industriali è ancora negativo e la disoccupazione a livello di eurozona ha ormai raggiunto il 10%.

Questo implica aspettative sull'inflazione a ridosso dei target, grazie all'elevata pressione sui salari in attesa del riavvio della capacità produttiva europea. Trichet ha infatti confermato come il livello dell'occupazione sia diventato un parametro "molto, molto importante" e come si guardi in maniera "molto, molto attenta" anche alle dinamiche creditizie. Nonostante il periodo d'incertezza dunque, sia gli "orsi" sia i "tori" possono guardare sereni ai tassi di riferimento che rimarranno fermi almeno per tutta la prima metà del 2010.

Un marcato aumento dei posti di lavoro avrebbe un impatto pressoché immediato sulla front end della curva dei depositi, visti i livelli estremamente bassi raggiunti dall'Euribor a 1 e 3 mesi, innescando un marcato rialzo. Il trend laterale dei mercati, al quale abbiamo assistito recentemente, potrebbe però lasciare spazio alla volatilità tipica dei periodi successivi allo "scoppio di bolle". I tassi a breve sarebbero dunque coinvolti in presenza di dati macro contrastanti e soprattutto sui timori di decoupling tra le singole economie europee, e tra l'eurozona nel suo complesso e le altre economie sviluppate.

Le turbolenze viste di recente sui mercati potrebbero spingere ulteriormente a ribasso i tassi nel breve periodo spingendo il differenziale 2-10 in prima battuta sui 160 bps attorno alla metà dell'anno per poi tornare in area 95/115 bps sul rialzo dei tassi a 2 anni. Sul finire del 2010 potrebbero tornare a pesare i crescenti rischi sul piano del debito sovrano. In presenza di una crescita economica globale particolarmente accelerata, pur senza un aumento degli indici dei prezzi, e della necessità di continuare a supportare la fragile economia reale i rendimenti sul decennale potrebbero salire rapidamente. Questo potrebbe trascinare al rialzo i tassi swap e spingere il differenziale dei rendimenti verso nuovi massimi a ridosso dei 250 bps.

Michele Romano,

Fixed Income Research, Abaxbank



Redazione Inside Markets

IDEM - Gabriele Villa, Melissa De Sanctis

ETFplus - Silvia Bosoni, Demis Todeschini

SeDeX - Emanuele Grasso, Luisa Fischietti

MOT ed ExtraMOT- Carlo Gussoni, Anna Marucci, Enrico Sobacchi

inside.markets@borsaitaliana.it

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Piazza degli Affari, 6

20123 Milano

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, IDEM, MOT, MTA, STAR, SeDeX, MIB, IDEX, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, Borsa Virtuale, ExtraMOT, MIV, nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

Il marchio FTSE è di proprietà di London Stock Exchange plc e di Financial Times Limited ed è utilizzato da FTSE International Limited sotto licenza.

Il marchio London Stock Exchange ed il relativo logo, nonché il marchio AIM sono 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 e le società dalla stessa controllate sono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di London Stock Exchange Group Holdings (Italy) Ltd - Italian branch.

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.