

LE NEWS DEL MESE

IN QUESTO NUMERO

Copertina	1
Il calendario	1
Prima pagina	2
L'inserto MIP	9
Analisi tecnica	11
Indicatori opzioni	15
Indice volatilità	16
Statistiche del mese	16
Contatti	16

Interventi di rettifica dei contratti di opzione e futures su azioni Tenaris

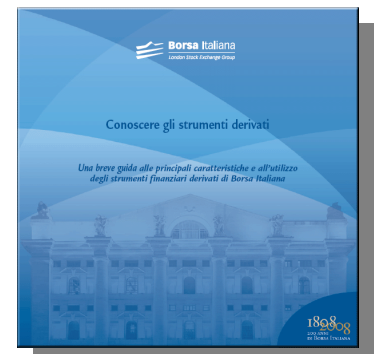
Con riferimento al comunicato diffuso da Tenaris il 6 novembre 2008 in cui si comunica che il Consiglio di Amministrazione di Tenaris ha approvato il pagamento di un acconto sui dividendi pari a 0,13 dollari US per azione (si veda Avviso di Borsa in data odierna), Borsa Italiana precisa che, sulla base delle informazioni attualmente disponibili e ai sensi della disciplina vigente in materia di interventi sui contratti di opzione e futures su azioni in caso di stacco di dividendi, **l'acconto di dividendo in oggetto è da considerarsi straordinario e verrà rettificato su tutte le scadenze sino a maggio 2009 in essere al termine della seduta del 21 novembre, giorno antecedente lo stacco del dividendo** (art. IA.9.1.7, comma 2, lettera a) e art. IA.9.1.11, comma 2, lettera a) delle "Istruzioni").

E' online il nuovo opuscolo "Conoscere gli strumenti derivati"

Una breve guida che ha l'obiettivo di descrivere le principali caratteristiche degli strumenti derivati e la loro modalità di utilizzo.

Da oggi disponibile nella sezione derivati del sito di Borsa italiana, area formazione

www.borsaitaliana.it/derivati



IL CALENDARIO

A novembre saranno 20 i giorni di Borsa aperta.

A dicembre saranno 19 i giorni di Borsa aperta.

I maggiori eventi sul mercato nel mese di Novembre e Dicembre sono:

- 21 novembre: scadenza futures su azioni e opzioni.
- 3, 10, 17, 24 novembre e 1, 8, 15, 22, 29 dicembre: data stacco;
- 19 dicembre: scadenza futures su azioni, futures su indice e opzioni.

Borsa Italiana		CALENDARIO DI NEGOZIAZIONE		2008			
Gennaio	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30 31	Febbraio	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29	Marzo	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30 31	Aprile	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30
Maggio	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30 31	Giugno	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30	Luglio	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30 31	Agosto	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30 31
Settembre	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30	Ottobre	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30 31	Novembre	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30	Dicembre	Lu Ma Me Gi Ve Sa Do 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30 31

• DATA STACCO
 • SCADENZA FUTURES SU INDICE
 • SCADENZA FUTURES SU AZIONI E OPZIONI
 • REVISIONE/RIBILANCIAMENTO INDICI S&P500 - MIDEX - ALL STARS
 • GIORNO DI LIQUIDAZIONE PER GLI STRUMENTI NEGOZIATI SUL SEGMENTO EUROCOMOT DEL MOT E SUL SEGMENTO MTA INTERNATIONAL DI MTA

BORSA CHIUSA DEURNO + AFTER HOURS (TAH e TAHX)
 MERCATO AFTER HOURS CHIUSO (TAH e TAHX)

www.borsaitaliana.it



PRIMA PAGINA

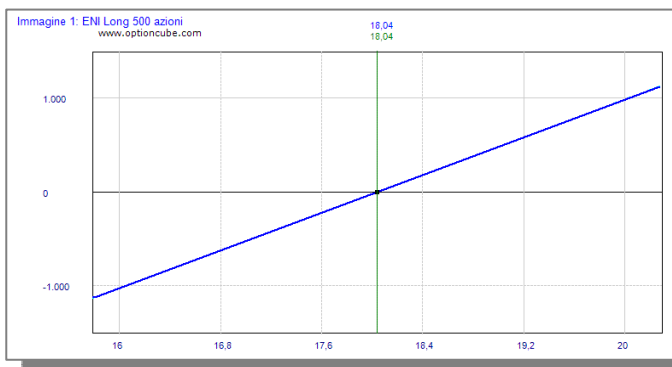
Delta Hedging e copertura a scadenza

La differenza fra copertura a scadenza e copertura di delta

Il 14 novembre 2008 decidiamo di comprare 500 titoli ENI al prezzo di 18,04 euro (Immagine 1).

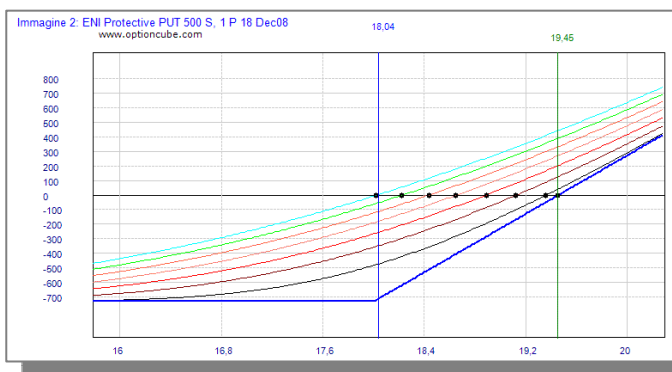
La nostra esposizione è di 9.020 euro al rialzo ($18,04 \times 500$).

Il nostro delta è pari a 1 e risulta costante per tutti i valori del sottostante in quanto la pendenza della nostra retta è sempre la stessa.



Copertura a scadenza (Immagine 2):

lo stesso giorno, temendo un ribasso del titolo ENI entro dicembre, decidiamo di coprirci a scadenza con l'acquisto di 1 PUT con *strike* 18 che scade il 19 dicembre 2008. La PUT costa 1,4 euro e quindi l'esborso totale per il lotto è di $1,4 \times 500$ (lotto dell'opzione) = 700 euro. Con questa operazione la curva a scadenza (curva di colore blu) per



tutti i valori superiori a 18 si abbassa di 700 euro (= costo della PUT) mentre diventa orizzontale per tutti i valori del titolo ENI inferiori a 18.

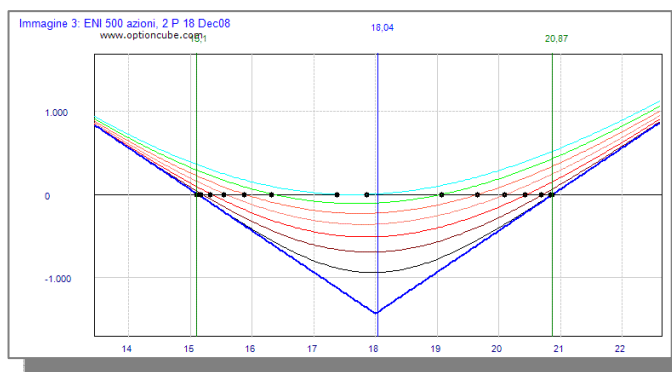
Chiaramente a scadenza la massima perdita sarà pari a 700 euro se ENI vale meno di 18 euro.

Il 14 novembre, però, la nostra esposizione globale è di 4.982 euro, data dalla somma dell'esposizione dei titoli (positiva e pari a 9.020 euro) e l'esposizione della PUT (negativa e pari a -4.038).

Il delta complessivo della strategia è di 0,552.

Copertura di delta (Immagine 3):

mezz'ora più tardi, temendo un ribasso del titolo ENI molto più ravvicinato o di maggiore entità, decidiamo di coprirci di delta con l'acquisto di un' ulteriore PUT con *strike* 18 che scade il 19 dicembre 2008. Le 2 PUT costano 1,4 euro l'una e quindi l'esborso totale è di $1,4 \times 500 \times 2 = 1400$ euro. Con questa ulteriore operazione la curva a scadenza si abbassa ulteriormente



di 700 euro e cambia inclinazione per tutti i valori inferiori a 18.

L'esposizione globale scende a 944 euro, data dalla somma dell'esposizione dei titoli (positiva e pari a 9020 euro) e l'esposizione delle 2 PUT (negativa e pari a -8076 euro).

Il delta complessivo della strategia è di 0,105.

Riassumendo quanto avvenuto in una tabella:

Movimenti in data 14 novembre 2008	Esposizione complessiva	Delta
Long 500 azioni ENI a 18,04	9020,00 euro	1
Long 1 PUT ENI 18 + 1,4	4982,00 euro	0,552
Long 1 PUT ENI 18 + 1,4	944,00 euro	0,105

E' facile capire che la nostra posizione da rialzista per 9.020 euro si trova ad essere leggermente rialzista (è come se avessimo acquistato ENI per soli 944 euro): siamo quasi indifferenti a variazioni del sottostante, non siamo né rialzisti né ribassisti perché la curva azzurra (curva più alta nell'immagine 3) nel punto centrale del grafico ha una pendenza quasi orizzontale. Ricordiamoci che la pendenza di quella curva è il delta della strategia.

Ciò però avviene solo nel punto centrale del grafico: se il titolo ENI salisse a 20 euro la nostra curva azzurra non risulterebbe più orizzontale in quel punto. In quel punto saremmo rialzisti, così come saremmo ribassisti se il titolo ENI scendesse a 16 euro.

Riepilogo delle differenze fra copertura a scadenza e copertura di delta.

Effettiva copertura: la copertura a scadenza assicura di non perdere a scadenza, non implica un delta pari a 0 e quindi la posizione fino a scadenza è soggetta a variazioni di valore; la copertura di delta invece assicura di perdere il meno possibile per piccole variazioni del sottostante mentre non assicura di non perdere a scadenza.

Guadagno potenziale: la copertura a scadenza consente di guadagnare da possibili movimenti di mercato che vadano nella direzione voluta (al rialzo se l'esposizione è positiva e al ribasso se l'esposizione è negativa); la copertura di delta, se viene mantenuta, non consente di guadagnare da movimenti di mercato. Anzi, i movimenti saranno a svantaggio della strategia perché, come vedremo in seguito, renderanno necessari gli aggiustamenti.

Ma allora in quali casi ha senso coprirsi di delta?

Temporaneamente, per evitare perdite dovute a movimenti di mercato. E' il caso in cui siamo rialzisti e temiamo un ribasso oppure abbiamo posizioni ribassiste e temiamo un rialzo.

L'effetto è simile alla copertura di un portafoglio attraverso i *future*: si sterilizza il portafoglio da movimenti di mercato e ciò ha senso per brevi periodi (altrimenti potremmo fare a meno di investire).

Sistematicamente, se abbiamo strategie con gamma negativo. E' il caso in cui siamo venditori di opzioni e il nostro obiettivo è puntare alla stabilità del sottostante in un certo intervallo. Se, ad esempio, abbiamo uno *short straddle* su opzioni S&P/MIB (Immagine 4) il nostro scenario migliore a scadenza è che l'indice quoti in prossimità dello *strike* pari a 21000 punti. In prossimità dello *strike* questa strategia ha infatti delta (e quindi l'esposizione) vicini allo 0. Se il sottostante scende il delta diventa positivo (in caso di ribasso diventiamo rialzisti, la curva del PL ha inclinazione positiva), se sale il delta diventa negativo (in caso di rialzo diventiamo ribassisti, l'inclinazione negativa).



Il gamma ci indica quanto ci costa mantenere il delta vicino allo 0 perché esprime la velocità con cui il delta si muove al variare del sottostante. Ovviamente più la strategia è rischiosa e maggiore sarà il gamma.

Se confrontiamo infatti, la strategia "Short straddle" (Immagine 4) con la strategia

"Short Strangle" (Immagine 5) è facile intuire come la seconda abbia stesso delta della prima (entrambi vicini allo 0) ma abbia un gamma notevolmente inferiore.

La prima è costruita vendendo una CALL e una PUT *At the Money* (strike = 21000), la seconda è costruita vendendo una CALL con strike 24000 e una PUT con strike 18000 (entrambi gli strike lontani 3000 punti dal valore attuale).

Eventuali movimenti del sottostante per quest'ultima non preoccupano troppo il venditore di opzioni perché il delta varia meno e i punti di pareggio a scadenza (indicati nelle immagini 4 e 5 con le linee verdi verticali) sono molto più lontani.

Riepilogando: il delta *hedging* va usato sistematicamente solo nel caso in cui la posizione sia gamma negativa (Immagini 4 e 5). In caso contrario (Immagine 3) non ha senso mantenerlo, sarebbe impossibile trarne benefici perché il *time decay* sarebbe il nostro nemico (theta della strategia negativo).

Quando il delta *hedging* risulta vincente?

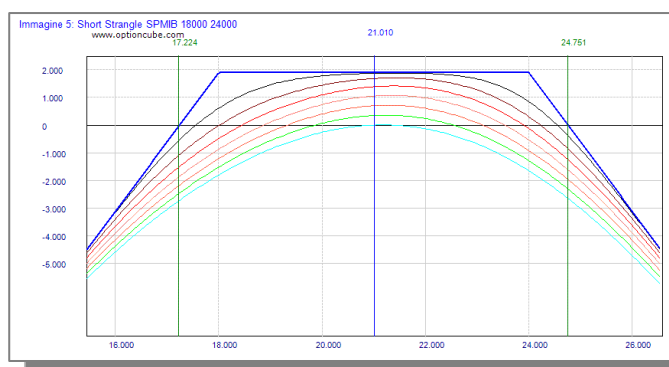
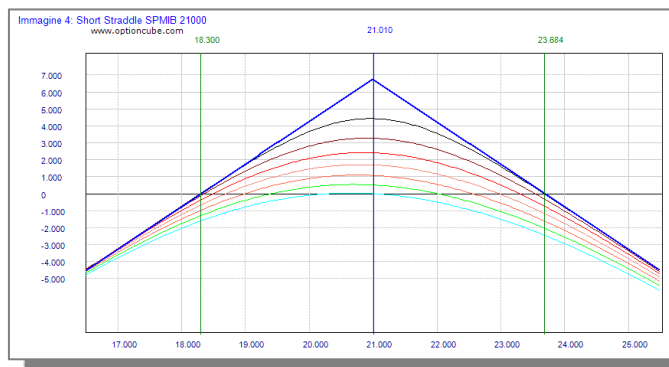
Questa tecnica risulta vincente se il costo degli aggiustamenti necessari a mantenere il delta vicino allo 0 è inferiore all'incasso iniziale per la vendita delle opzioni.

Guardando l'immagine 4 vedete che l'incasso delle due opzioni è stato pari a 6750 euro (altezza massima della curva blu). Questa è la somma disponibile per tutti gli aggiustamenti entro la scadenza. E poiché la somma incassata dalla vendita delle due opzioni è direttamente proporzionale alla volatilità implicita delle stesse, si può semplicemente indicare che, tralasciando i costi commissionali, vale questa regola di redditività per il delta *hedging*:

Volatilità implicita opzioni vendute > *volatilità futura del sottostante*

Questa regola vale prendendo opzioni *At the Money* perché solo per queste lo *skew* di volatilità non distorce il risultato.

In pratica, prendendo lo *Short Straddle* dell'immagine 4 in cui entrambe le opzioni sono state vendute con volatilità implicita intorno al 53%, se dal 14 novembre 2008 al 19 dicembre 2008 (data di scadenza) la volatilità storica del sottostante sarà inferiore al 53% probabilmente il delta *hedging* sarà vincente perché spenderò con gli aggiustamenti meno di 6750 euro, l'incasso delle opzioni vendute.



Un elemento di cui tener conto è la volatilità storica del sottostante con uguale *duration*, in data 14 novembre 2008 era pari al 74%. Questo significa che il mercato scontava (guardando l'implicita *At the Money*) una diminuzione di 21 punti della volatilità del sottostante. Quel che renderebbe però remunerativo il delta *hedging* sarebbe una volatilità del sottostante futura inferiore al 53%: se la volatilità del sottostante si mantiene inalterata il delta *hedging* in questo caso sarà quasi certamente perdente.

Quindi il delta *hedging* è vincente se il mercato nei prezzi delle opzioni "sconta" una volatilità più alta di quella che si realizzerà in futuro; se le ipotesi del mercato (desumibili dall'implicita *At the money*) sono corrette il delta *hedging* non potrà essere remunerativo.

Come si attua il Delta Hedging

Il delta *hedging* può essere messo in pratica in due modi: coprendosi col sottostante (titoli azionari o *futures*) o con le opzioni dello stesso sottostante. In genere la prima strada è quella più seguita perché gli strumenti lineari sono, di fatto, quelli più liquidi ed il loro utilizzo mantiene inalterate le altre proprietà delle nostre posizioni. Esempio: se abbiamo una posizione Theta positiva (abbiamo venduto opzioni) l'acquisto o la vendita di *futures* va ad incidere sul delta, non sul theta del portafoglio e quindi manteniamo il *time decay* a nostro favore.

L'utilizzo delle opzioni per il delta *hedging*, invece, è forse fra le operazioni tanto affascinanti e di grande tecnicismo quanto complesse, in quanto una scelta piuttosto che un'altra consente di modificare anche gli altri parametri di rischio.

Delta *hedging* consapevole: è quello di un *Market Maker* che si mette in vendita di 50 CALL 22000 sull'indice S&P/MIB quando lo stesso vale 22000 e, una volta "eseguito", deve coprirsi per l'equivalente di quel delta ($0,5 \text{ delta} \times 22000 \text{ punti} \times 50 \text{ lotti} \times 2,5 \text{ punti indice} = 1.375.000 \text{ euro}$).

Dovrà quindi acquistare *futures* per un'esposizione equivalente e di segno opposto. Dividendo 1.375.000 per 22.000 otteniamo facilmente il numero di MINI S&P/MIB da comprare: 62,5 (hanno *multiplier* = 1) o 12,5 *futures* S&P/MIB (hanno *multiplier* = 5).

Delta *hedging* inconsapevole: è quello dei *trader* privati che vendono opzioni e "si spostano" con gli *strike* quando il mercato va loro contro. Questi ultimi, però, in genere non utilizzano i *futures* per coprirsi di delta, preferiscono spostare le loro posizioni e lo fanno quando il sottostante si è avvicinato a punti critici.

Tecniche di delta hedging.

Se, da un lato, la copertura di delta andrebbe fatta in via continuativa, dall'altro l'impossibilità di metterla in pratica con tale frequenza obbliga l'operatore ad effettuare le coperture in seguito al raggiungimento di valori ben precisi di delta o a intervalli di tempo prestabiliti. Di seguito vedremo un breve esempio di delta *hedging* sul titolo ENI.

Posizione iniziale: in data 14 novembre 08 acquisto di 500 ENI a 18 euro e vendita di 2 opzioni CALL a 1,447 euro con *strike* 18 e scadenza 19 dicembre 08.

La volatilità implicita delle CALL vendute è pari al 64%. Ciò implica che, per i ragionamenti fatti in precedenza, solo movimenti futuri del titolo ENI inferiore al 64% di volatilità consentirà di guadagnare. Altrimenti gli aggiustamenti saranno troppo onerosi.



1° esempio di delta hedging - simuliamo a questo punto il caso anomalo in cui il valore del titolo ENI resti fermo a 18 euro fino a scadenza:

Data	Valore sottostante	Delta singola opzione	Delta strategia da coprire	Rettifiche Parziali		rett.che	totali	cash flow
14-nov-08	18	0,55	-1	500	stocks	500	stocks	- 9.000,00
21-nov-08	18	0,54	-0,08	40	stocks	540	stocks	- 720,00
28-nov-08	18	0,53	0,01	-5	stocks	535	stocks	90,00
05-dic-08	18	0,53	0,01	-5	stocks	528	stocks	126,00
12-dic-08	18	0,52	0,02	-10	stocks	519	stocks	162,00
19-dic-08	18							Somma: -9'342,00

La tecnica di delta *hedging* viene attuata guardando una volta la settimana il valore del titolo ENI e coprendosi di conseguenza. Ogni riga rappresenta un giorno di Borsa a cui effettuare le rettifiche (gli aggiustamenti).

A parte il primo grande aggiustamento iniziale (acquisto di 500 ENI) per coprire il delta pari a -1 dato dalla vendita delle 2 CALL *At the Money*, gli altri sono aggiustamenti minimi dovuti al fatto che il delta dell'opzione varia nel tempo: ad esempio in data 28 novembre il delta della strategia complessivamente è salito a 0,01 e vendendo 5 titoli ENI ritorno al delta pari a 0. Quando il delta della strategia da coprire (colonna gialla) è superiore a 0 devo vendere titoli per farlo diminuire, se invece è inferiore a 0 devo comprare titoli azionari per riportarlo a 0.

Il giorno 19 dicembre posso tirare le somme: la tecnica mi ha fatto guadagnare ben 1447 euro su un impegno totale di 9342,00 euro (i 9000 iniziali + altri 342 euro necessari alle rettifiche). Ciò è avvenuto perché sui titoli non ho perso nulla (comprati tutti a 18 = valore attuale) mentre sulle opzioni ho avuto il massimo guadagno pari all'incasso iniziale.

2° esempio di delta hedging - simuliamo che il titolo ENI si muova in modo casuale entro una deviazione standard fino a scadenza:

Data	Valore sottostante	Delta singola opzione	Delta strategia da coprire	Rettifiche Parziali		rett.che	Totali	cash flow
14-nov-08	18	0,55	-1	500	stocks	500	Stocks	- 9.000,00
21-nov-08	19,19	0,68	-0,36	179	stocks	679	Stocks	- 3.435,00
28-nov-08	17,2	0,42	0,53	-263	stocks	416	Stocks	4.524,00
05-dic-08	18,29	0,58	-0,33	164	stocks	580	Stocks	- 3.000,00
12-dic-08	19,67	0,87	-0,57	287	stocks	867	Stocks	- 5.645,00
19-dic-08	20,69							Somma: -16'556,00

Come nell'altro esempio la tecnica di delta *hedging* viene attuata guardando una volta alla settimana il valore del titolo ENI e coprendosi di conseguenza.

A parte il primo grande aggiustamento iniziale (acquisto di 500 ENI) gli altri sono notevoli aggiustamenti dovuti ai movimenti del sottostante: ad esempio in data 28 novembre il delta della strategia complessivamente è salito a 0,53 e vendendo 263 titoli ENI ritorno al delta pari a 0.

Il giorno 19 dicembre posso tirare le somme: la tecnica mi ha fatto guadagnare solo 111 euro su un impegno totale di 16.556,00 euro (i 9000 iniziali + altri 7.556 euro necessari alle rettifiche).

Ciò è avvenuto perché sui titoli ho guadagnato 1382 euro (il valore del sottostante è aumentato) mentre sulle opzioni ho perso 1243 euro ($20,69 - 18 \text{ strike} - 1,447 \text{ prezzo} = 1,243 \times 500 \times 2 = 1243$).

Dagli esempi appena fatti, senza ipotizzare movimenti estremi del sottostante, abbiamo visto come la tecnica può rivelarsi profittevole. Ma cosa avviene se il mercato si muove in modo anomalo? Cosa avviene se in apertura un titolo vale +/- 10% rispetto alla chiusura della sera prima? E' facile intuire le problematiche connesse a situazioni limite come quelle avvenute nel mese di ottobre 2008.

Concetti chiave utilizzati in precedenza

Esposizione: è la misura in termini monetari di quanto il nostro portafoglio è rivolto al rialzo o al ribasso in euro. Acquistando 10.000 euro di qualunque titolo azionario siamo esposti di 10.000 euro al rialzo (esposizione positiva). Se, al contrario, vendiamo allo scoperto la stessa somma di titoli siamo esposti di 10.000 euro al ribasso (esposizione negativa).

Mentre l'esposizione dei titoli azionari è di facile lettura perché equivale al valore degli stessi, per le opzioni il discorso si complica. Le opzioni, avendo delle proprietà non lineari, presentano un'esposizione variabile in funzione del valore del sottostante. Un'opzione *At the Money* (con *strike* pari al valore del sottostante) presenta un'esposizione pari alla metà del lotto a cui si riferisce.

Se un titolo azionario Alfa vale 20 euro e il lotto delle opzioni è di 100 titoli, comprando un'opzione con *strike* pari a 20 siamo esposti di circa 1.000 euro contro i 2.000 euro dell'esposizione legata, invece, all'acquisto di 100 titoli azionari.

Quindi esposizione per l'acquisto di 100 titoli a 20: $100 \times 20 = 2000$
Esposizione per l'acquisto di 1 opzione CALL *strike* 20: $100 \times 20 \times 0,5 = 1000$

Ma per quale motivo dobbiamo moltiplicare per 0,5? La risposta va cercata nel delta dell'opzione, pari a circa 0,5 per tutte le opzioni CALL *At the Money*. Le opzioni CALL *Out of the Money* (Con *strike* 22 o 23 o 24 per il nostro esempio) avranno un delta più basso e quindi un'esposizione inferiore.

Allo stesso modo, acquistando oggi una CALL *At the Money* con un'esposizione pari a 10.000 dobbiamo aspettarci che se il sottostante aumenta il delta dell'opzione aumenti e, di conseguenza, aumenti anche l'esposizione fino ad arrivare al valore massimo di 20.000 euro.

Esposizione = delta dell'opzione x valore sottostante x moltiplicatore

Dove il moltiplicatore sarà il lotto sottostante per opzioni su titoli azionari e il valore di ogni punto indice per gli indici azionari.

Chiariamo bene anche il concetto di delta: il delta di titoli azionari o di *futures* o di altri strumenti lineari è pari a 1. Il delta dell'opzione è la derivata prima del valore dell'opzione rispetto al valore del sottostante e può essere interpretata come la pendenza della curva di *Profit Loss* per quel valore del sottostante e per quell'istante temporale (vedi grafici delle immagini 2,3,4 e 5).

Autore:
Stefano Zanchetta
Derivatives & Consulting



SAPETE SEMPRE STATE, DOVE STATE, INVESTENDO, SE INVESTITE CON NOI.

LA TRASPARENZA EVITA BRUTTE SORPRESE.

Siamo convinti che i clienti debbano essere informati sui propri investimenti: per questo i prodotti che offriamo e i processi che seguiamo sono chiari e trasparenti.

Ogni giorno pubblichiamo sul nostro sito web gli investimenti dei nostri ETF cash based e i report su performance, prezzi e rendimenti: in questo modo i nostri clienti dispongono di tutte le informazioni di cui hanno bisogno per gestire al meglio l'esposizione al rischio.

Gli ETF swap based sono chiaramente identificati,

per fare in modo che i nostri clienti sappiano sempre in quale tipo di ETF stanno investendo e perché possano beneficiare della trasparenza derivante dalla rigorosa gestione del rischio della controparte.

I fondi iShares non nascondono nulla, sono davvero trasparenti.

Per scoprire cosa ci rende così diversi dagli altri, visitate il sito www.iShares.it oppure chiamateci al numero verde 800 898 085.

www.iShares.it • ISHARES<GO> • 800 898085

 **BARCLAYS**
GLOBAL INVESTORS

 **iShares™**
The world's No. 1 ETF provider

Barclays Global Investors Limited ("BGIL"), società autorizzata e disciplinata dalla Financial Services Authority ("FSA"), rilascia il presente documento esclusivamente per uso della clientela istituzionale in Italia pertanto si diffida qualsiasi altro soggetto dal fare affidamento sulle informazioni in esso contenute. iShares plc e iShares II plc (di seguito "iShares") sono società di investimento collettivo a capitale variabile, con personalità separate tra loro, organizzate ai sensi delle leggi irlandesi e autorizzate dal Financial Regulator in Irlanda. L'elenco dei comparti quotati in Italia, la versione completa e semplificata del Prospetto Informativo delle Società, il Documento di quotazione dei Fondi iShares, l'ultimo bilancio d'esercizio e bilancio semestrale delle Società sono pubblicati (i) sul sito web delle Società all'indirizzo www.iShares.com (ii) sul sito web della Borsa irlandese all'indirizzo www.iss.ie e (iii) sul sito web di Borsa Italiana S.p.A. all'indirizzo www.borsaitalia.it. Tali documenti sono a disposizione del pubblico nella traduzione italiana certificata conforme all'originale. Gli investitori possono ricevere gratuitamente copia dei suddetti documenti a domicilio previa richiesta scritta alle Società. Per informazioni dettagliate sugli oneri a carico dei fondi e sulle commissioni applicabili agli investitori si rimanda al Documento di quotazione e alla versione completa e semplificata del Prospetto Informativo. "iShares" è un marchio commerciale registrato di Barclays Global Investors, N.A. © 2008 Barclays Global Investors Limited. Tutti i diritti riservati.

CAPIRE I DERIVATI Un approccio Corporate

Una Guida per analizzare i derivati dal punto di vista delle aziende

Inserito a cura del MIP

Un paracadute per i bilanci delle imprese

La recente crisi finanziaria sta creando numerose preoccupazioni per le imprese, soprattutto a causa delle ricadute sull'economia reale e sul finanziamento di nuovi investimenti. I continui ribassi dei mercati borsistici e la situazione di illiquidità che si è generata in alcuni segmenti del mercato (ad esempio quello delle obbligazioni cadute in 'disgrazia' come i *bond* Lehman Brothers, o quello degli ABS, *asset backed securities*, ovvero gli ormai famigerati titoli 'tossici' come *credit default swap* e *collateralized debt obligations* aventi come sottostante crediti non più esigibili) stanno inoltre penalizzando i bilanci delle imprese, a causa delle normative IAS che impongono la contabilizzazione del valore dei titoli finanziari in portafoglio nell'Attivo di Stato Patrimoniale con il metodo del 'fair value', ovvero del valore di mercato stimabile. Normative entrate in vigore ormai da alcuni anni, la cui adozione è obbligatoria per le società quotate in Borsa e per i gruppi finanziari.

Ma come è possibile stimare il valore di mercato per titoli, fra cui molti derivati, che ad oggi nessuno è più disposto a prezzare o che addirittura non hanno più un mercato? I ricercatori del gruppo di Finanza della School of Management del Politecnico di Milano hanno calcolato che l'applicazione del 'fair value' ai bilanci 2008 delle società finanziarie, bancarie e assicurative italiane quotate in Borsa potrebbe generare svalutazioni per centinaia di milioni di euro legate ai 'titoli tossici' direttamente o indirettamente posseduti in portafoglio, costringendo le società stesse a drastiche rettifiche di valore di titoli prima contabilizzati nel 2007 a valori più alti, precedenti alla crisi finanziaria. Una vera e propria doccia fredda, quanto mai inopportuna in un periodo di difficoltà dei mercati borsistici e di allarme generalizzato per il sistema bancario.

Non a caso il 13 ottobre scorso il comitato IASB (che emana le direttive di applicazione in Europa dei sistemi contabili internazionali IAS) a grande maggioranza e su pressione del consiglio ECOFIN ha emendato lo IAS 39, introducendo deroghe permanenti all'applicazione del 'fair value', recepite dal Regolamento CE n. 1004/2008. Il provvedimento consente di riclassificare le attività finanziarie detenute in portafoglio (con la sola esclusione dei derivati) prevedendo la contabilizzazione al costo storico o al costo ammortizzato. Eccezionalmente (per rendere operante il principio già dalla terza trimestrale 2008) è previsto che in fase di prima applicazione la data di riclassificazione delle attività finanziarie possa essere 'retroattiva' al 1 luglio 2008. La deroga inserita nello IAS 39 è in ogni caso una facoltà lasciata alle imprese. La riclassificazione eventuale dovrà però essere segnalata nella nota integrativa.



CAPIRE I DERIVATI Un approccio Corporate

Una Guida per analizzare i derivati dal punto di vista delle aziende

Inserito a cura del MIP

Un respiro di sollievo, quindi, che ha già consentito a molte società e soprattutto banche e assicurazioni italiane di contenere le perdite di conto economico per diversi milioni di euro, come si può chiaramente leggere dalle relazioni di accompagnamento dei Bilanci dei primi 9 mesi del 2008 pubblicate in queste settimane.

Come dire, se basta un codicillo e un tratto di penna per coprire un 'buco' di bilancio, non sarà certamente una regola contabile più favorevole a convincere le banche e le assicurazioni di essere più profittevoli di quanto sembra.

Giancarlo Giudici
Politecnico di Milano – MIP School of Management



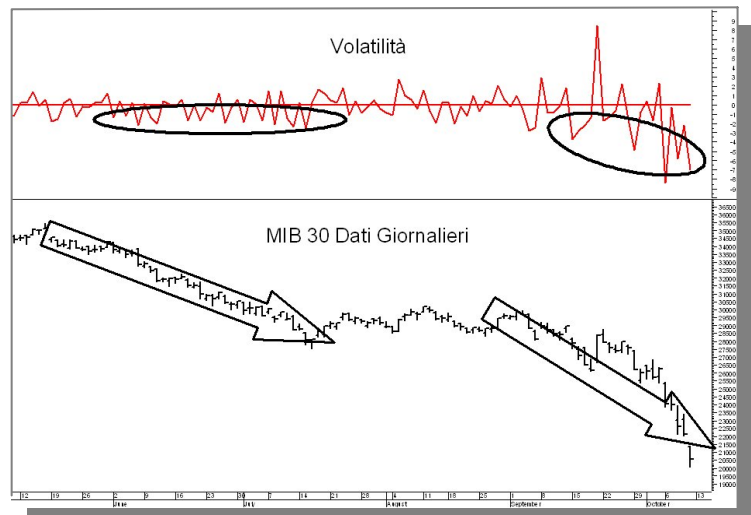
PROFILI DI ANALISI TECNICA

Sezione dedicata all'approfondimento delle tematiche di Analisi Tecnica a cura dei docenti SIAT, Associazione di categoria degli Analisti Tecnici Italiani

CONOSCERE LA VOLATILITÀ (seconda parte)

Come anticipato nell'articolo del recedente numero vedremo come si comportano i rendimenti giornalieri nell'arco di un anno, sempre con riferimento al MIB30.

In questo caso la variabilità media (a 100 periodi) del rendimento del MIB30 oscilla tra -0,50% e + 0,50%, con punte di singola seduta di oltre il 2% (ma in questi ultimi giorni di crisi ben di più!). Il livello basso della variazione media di prezzo (in condizioni di mercato normali) non deve stupire: infatti le variazioni positive e quelle negative si compensano. Già più importante è l'ampiezza della variazione massima, che in questi giorni di paura per le banche di tutto il mondo ha superato l'8%.



Ma non è questo ciò su cui vogliamo focalizzare la nostra attenzione, bensì sulle aree evidenziate dalle ellissi, le quali evidenziano le *aree di persistenza* della variazione del prezzo, cioè quei periodi di tempo all'interno dei quali il prezzo si muove prevalentemente in un'unica direzione, senza cioè rimangiarsi il giorno seguente il movimento effettuato il giorno precedente. Durante i periodi in cui il prezzo di un'attività finanziaria varia in un'unica direzione in maniera persistente, si generano i trend. Ecco dunque che diventa facile capire perché occorre un trend per poter guadagnare in borsa: perché solo durante un trend si può sperare che il prezzo si muova in maniera importante nella direzione desiderata. Ci sono invece lunghi periodi di tempo in cui il prezzo, per dirla semplicemente, non va da nessuna parte. Sono le cosiddette fasi di *mercato laterale*, meglio conosciute nei paesi anglosassoni con il termine di *choppy markets*. Risulta chiaro quindi quali sono le condizioni necessarie perché si possa guadagnare sul mercato finanziario:

1. che il mercato abbia una tendenza, cioè una persistenza nella direzione della variazione dei rendimenti,
2. che si sia in grado di cavalcare la tendenza nella direzione giusta (che si possa cioè essere rialzisti durante mercato rialzista prima assiste durante mercato ribassista).

Ora che abbiamo individuato quali sono le condizioni necessarie affinché si possa guadagnare sui mercati finanziari, dobbiamo studiare quanto spesso si verificano e quanto tempo durano.



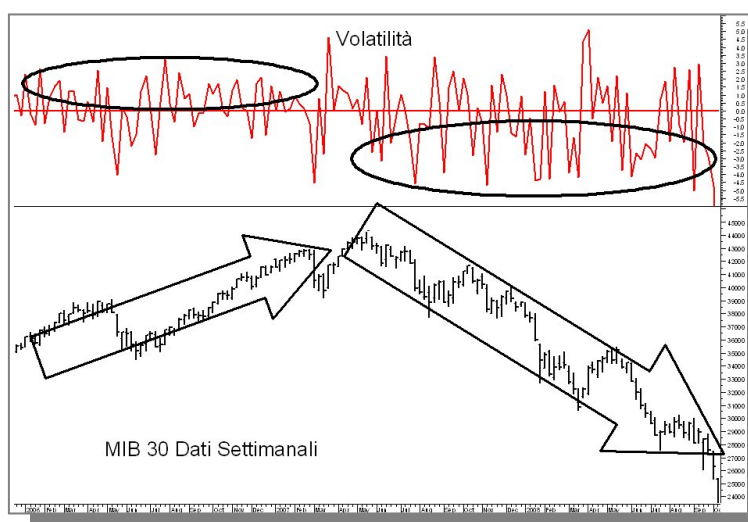
PROFILI DI ANALISI TECNICA

Sezione dedicata all'approfondimento delle tematiche di Analisi Tecnica a cura dei docenti SIAT, Associazione di categoria degli Analisti Tecnici Italiani

Ma per fare ciò non ci rimane che estendere il nostro studio dell'andamento dei rendimenti su orizzonti temporali più lunghi, vale a dire rispetto alle variazioni settimanali, mensili e trimestrali. Iniziamo dallo studio delle variazioni settimanali..

Il grafico le evidenzia.

Com'era facilmente prevedibile, la volatilità media aumenta, portandosi a +/- 1% circa, ma raggiungendo punte settimanali del 4% in condizioni normali di mercato e la misura record del 21,66% nella famigerata seconda settimana di Ottobre. Si può notare come la persistenza sia così forte in alcuni periodi di tempo da formare delle vere e proprie aree. Inizia a vedersi una differenza davvero notevole tra questo grafico e quello iniziale a 5 minuti.



Ma non può che essere così, poiché **scegliendo scale temporali più lunghe, diventa maggiore l'incidenza sui prezzi delle variabili fondamentali (economiche e finanziarie) rispetto ai fenomeni contingenti e spesso abbastanza casuali.** Ma i fondamentali, poiché riguardano situazioni che coinvolgono molti operatori, molti settori e molti paesi, dispiegano il loro effetto in periodi di tempo più lunghi.

Va da sé dunque che **per guadagnare in maniera ripetitiva e significativa occorre cavalcare i fondamentali, non gli eventi di poco conto o i periodi di incertezza relativamente ai fondamentali,** durante i quali le buone notizie e le cattive notizie, pur essendo molto importanti, si contraddicono troppo spesso per essere sfruttabili in maniera sicura per guadagnare denaro. Un bravo *trader* londinese mi ripeteva spesso: "se vuoi attraversare la giungla, devi cavalcare l'elefante, non la zanzara!". Con il termine elefante intendeva dire i trend principali, mentre con zanzara indicava i trend molto veloci e spesso troppo legati a notizie di non elevata importanza. Va da sé che **i gestori, bravi o meno che possono essere, devono per forza di cose cavalcare i trend più importanti,** anche perché è tale la quantità di denaro che devono investire e/o disinvestire, che è impensabile travasare importi così significativi ogni volta che ci sia una voce nuova su un singolo titolo. Ma se ciò è vero, ne consegue (per logica prima che per regola di trading) che i trend cambiano solo se i grandi investitori riallocano i loro portafogli e, sempre come conseguenza dell'affermazione precedente, un avvenimento è importante sui mercati finanziari se e solo se comporta grandi riallocazioni di denaro.



PROFILI DI ANALISI TECNICA

Sezione dedicata all'approfondimento delle tematiche di Analisi Tecnica a cura dei docenti SIAT, Associazione di categoria degli Analisti Tecnici Italiani

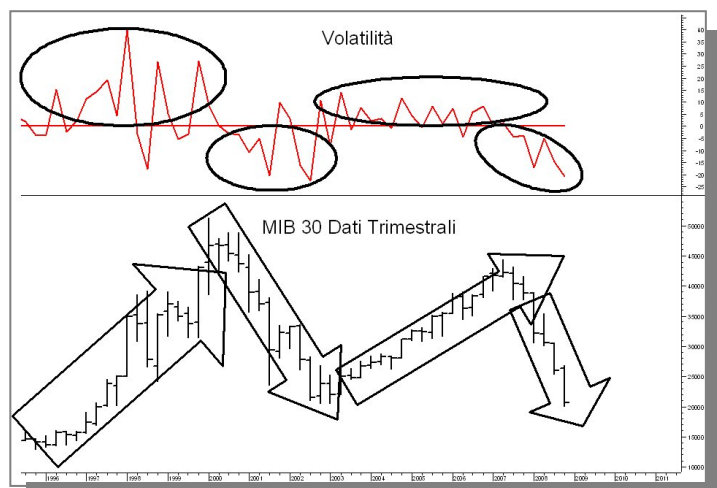
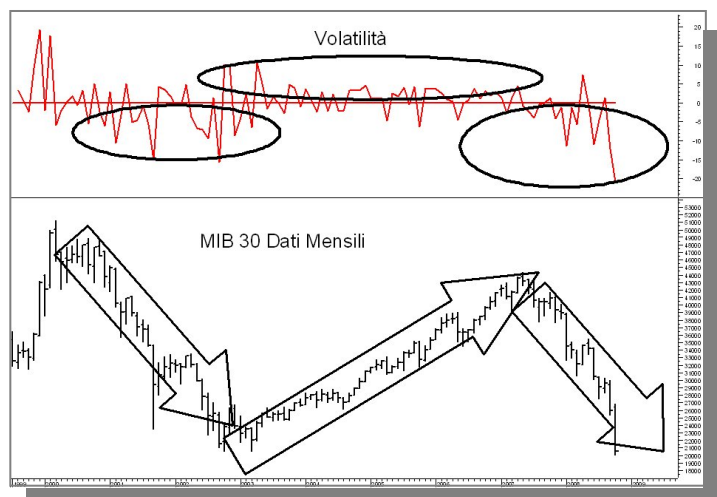
Proseguiamo ora nel nostro studio ed osserviamo quali siano le persistenze dell'andamento dei rendimenti che si riscontrano utilizzando le variazioni mensili del MIB30.

In questo caso il grafico oltre ad essere eloquente è anche drammatico: si notano infatti facilmente le forti persistenze negative durante il crollo del mercato dal 2001 all'autunno del 2002, ma anche la bellissima persistenza positiva nel rally che dal 2002-2003 ha contraddistinto le borse fino a poco più di un anno fa. Altra brutta persistenza, e non poteva che distinguersi, è quella provocata dalla crisi dei mutui subprime. Probabilmente l'osservazione della forza di quelle due terribili ondate di ribasso aiuterà ulteriormente a capire cosa è andato storto coloro che, purtroppo, ancora detengono titoli acquistati ai prezzi di allora. Ed è la stessa osservazione che aiuta a capire ancora meglio il motivo del rendimento fortemente deludente di tanti prodotti del risparmio gestito.

Dal punto di vista numerico, la variabilità media resta, un po' a sorpresa, sostanzialmente invariata a +/- 1%. Tuttavia le punte estreme, soprattutto quelle negative, raggiungono e superano il 15%. La legge secondo la quale il rallentamento del periodo temporale di studio rende più leggibili le fasi di mercato è confermata ed addirittura rafforzata.

Concludiamo il nostro studio analizzando la volatilità dei rendimenti a tre mesi.

Prima di passare allo studio storico di questa serie di dati, notiamo come l'ampiezza dell'intervallo di volatilità cresca in maniera molto importante, raggiungendo il valore di circa 2,8% per la media ed arrivando a punte di +40% durante il periodo 1997-1998 e di -21% in questo mese di Ottobre. Dopo di che possiamo iniziare a studiare la storia di questo andamento e notiamo come il periodo 1996-1999 sia stata un'epoca rigogliosa per il mercato azionario, con rendimenti veramente importantissimi, anche se contraddistinti da fasi di forte volatilità.





PROFILI DI ANALISI TECNICA

Sezione dedicata all'approfondimento delle tematiche di Analisi Tecnica a cura dei docenti SIAT, Associazione di categoria degli Analisti Tecnici Italiani

Si nota in maniera molto evidente come la persistenza e la volatilità siano straordinariamente chinare e continuative, come dire che i trend che si formano su base trimestrale sono straordinariamente chiari e potenti. Ma ciò si spiega solo ed esclusivamente con il fatto che trend di tale portata sono generati esclusivamente dalle condizioni cicliche dell'economia e della finanza, al punto che al termine di ogni ciclo non è esagerato dire che la borsa che l'economia non siano più le stesse. Vale a dire che le modificazioni economico-finanziarie-sociali che vengono generate durante i trend così lunghi sono in buona parte irreversibili. Ecco perché ancora oggi la fiducia dei risparmiatori è senz'altro ferita non solo dai recenti crack, ma dalle forti perdite a cui investitori sono andati incontro durante l'ultimo grande ribasso.

Questa constatazione, naturalmente, ci permette di estrapolare un'ulteriore regola importantissima degli investimenti finanziari: alla fine di un lungo trend che dura diversi anni è necessario modificare il proprio portafoglio di attività finanziarie, perché si sono verificati o si stanno verificando mutamenti dell'economia e dei mercati stessi a carattere irreversibile, tali che rischiano di generare perdite che difficilmente possono essere recuperate se non vi si pone rimedio per tempo.

CONCLUSIONI

In questo articolo abbiamo evidenziato il differente comportamento dei mercati finanziari, prendendo l'indice MIB30 come riferimento, sui diversi archi temporali. La conclusione a cui si può ragionevolmente giungere è quella secondo la quale il breve periodo è fortemente dominato da eventi caotici e contrastanti, mentre il medio-lungo periodo è il regno dei fondamentali. Da questa constatazione discendono due indicazioni di comportamento estremamente importanti, e cioè:

1. Il trader può guadagnare rapidamente, ma deve essere molto bravo a cavalcare eventi che si consumano molto in fretta.
2. L'investitore scommette su fattori molto forti, i fondamentali, ma deve dar loro il tempo per dispiegare in pieno i loro effetti

Forse sono concetti che molti lettori già conoscevano e sono senz'altro quelli sui cui si basano i miei corsi di trading e di investimento. Ma in quest'articolo li abbiamo dimostrati analiticamente, sperando di aver levato ogni dubbio, spesso indotto da emotività legata alle esperienze personali.

Massimo Intropido
Socio ordinario SIAT
www.ricercafinanza.it

INDICATORI OPZIONI

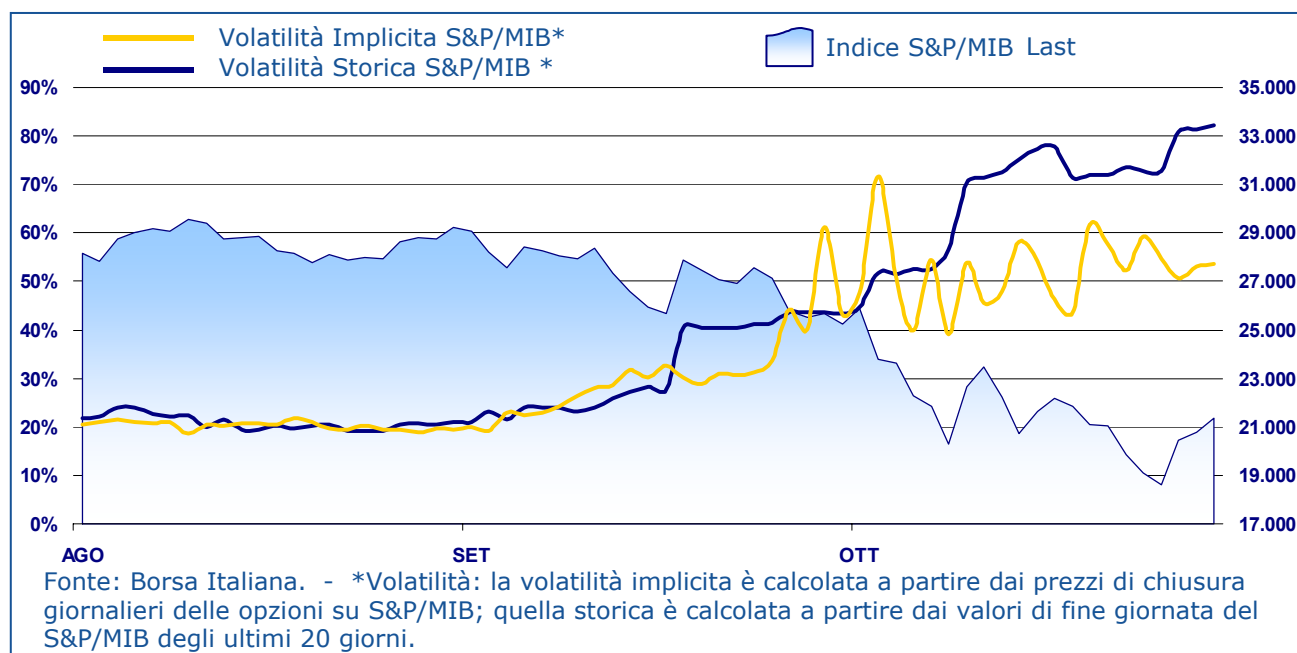
SOTTOSTANTE	PERFORMANCE A 1 MESE*	VOLATILITA' 1 MESE*	VOLATILITA' 3 MESI*	VOLUME CALL	VOLUME PUT	PUT/CALL RATIO
A2A	-20,41%	56,94%	37,20%	668	447	0,67
ACEA	1,29%	62,43%	42,52%	18	16	0,89
ALLEANZA	-18,95%	69,93%	48,34%	3.680	5.114	1,39
ATLANTIA	-2,56%	61,28%	47,19%	7.352	1.391	0,19
AUTOGRILL	-21,44%	57,09%	47,64%	1.394	741	0,53
BANCA MONTE PASCHI SIENA	-16,94%	69,91%	51,85%	20.347	13.557	0,67
BANCA POPOLARE MILANO	-22,67%	101,22%	67,46%	12.828	15.889	1,24
BANCO POPOLARE	-13,26%	87,50%	59,88%	3.689	4.636	1,26
BULGARI	-7,46%	86,27%	61,32%	1.041	1.672	1,61
BUZZI UNICEM	-15,77%	75,01%	54,39%	980	666	0,68
ENEL	-10,77%	84,84%	52,86%	131.881	108.427	0,82
ENI	-2,31%	93,77%	59,53%	60.880	49.021	0,81
ERG	-11,71%	89,38%	60,81%	2.769	3.455	1,25
FASTWEB	-19,42%	88,78%	58,22%	1	-	-
FIAT	-36,10%	89,29%	62,33%	115.323	46.391	0,40
FINMECCANICA	-32,43%	61,69%	42,36%	14.961	4.347	0,29
FONDIARIA - SAI	-12,08%	77,85%	54,41%	2.094	1.268	0,61
GENERALI	-15,74%	52,18%	38,53%	303.805	155.924	0,51
GEOX	-14,47%	73,56%	54,56%	444	410	0,92
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	-22,80%	74,67%	59,02%	609	327	0,54
IFIL	-28,47%	81,30%	61,67%	707	424	0,60
IMPREGILO	-26,73%	93,53%	65,37%	1.540	1.064	0,69
INTESA SANPAOLO	-27,76%	117,11%	77,71%	70.669	61.021	0,86
INTESA SANPAOLO RSP	-34,53%	131,20%	83,72%	1.050	536	0,51
ITALCEMENTI	-3,23%	67,49%	53,13%	1.887	1.140	0,60
LOTTOMATICA	-3,20%	54,71%	36,26%	1.520	833	0,55
LUXOTTICA GROUP	-6,14%	71,53%	54,38%	916	2.291	2,50
MEDIASET	-6,75%	54,37%	40,85%	5.951	3.734	0,63
MEDIOBANCA	-7,14%	36,52%	33,18%	27.249	25.356	0,93
MEDIOLANUM	-2,26%	64,95%	53,77%	1.187	2.167	1,83
MONDADORI EDITORE	-22,14%	70,61%	47,92%	248	408	1,65
PARMALAT	-16,23%	82,59%	54,37%	15.437	42.907	2,78
PIRELLI & C	-31,28%	75,54%	54,52%	3.362	1.168	0,35
PRYSMIAN	-34,19%	84,68%	58,18%	547	1.077	1,97
RCS MEDIAGROUP	-5,90%	65,31%	53,54%	121	35	0,29
SAIPEM	-30,58%	117,50%	77,68%	3.709	2.257	0,61
SEAT PAGINE GIALLE	-1,45%	90,27%	85,13%	3.169	180	0,06
SNAM RETE GAS	-4,97%	36,25%	23,39%	8.013	6.145	0,77
STMICROELECTRONICS	-10,93%	65,89%	50,22%	29.704	27.348	0,92
TELECOM ITALIA	-17,65%	83,04%	54,57%	38.714	50.473	1,30
TELECOM ITALIA RSP	-21,71%	95,43%	62,87%	5.108	2.398	0,47
TENARIS	-42,99%	112,70%	76,94%	4.572	4.409	0,96
TERNA	-2,30%	55,29%	35,01%	1.485	1.174	0,79
TISCALI	-44,17%	112,45%	75,74%	600	381	0,64
UBI BANCA	-18,25%	60,81%	42,50%	3.345	3.526	1,05
UNICREDIT	-33,98%	87,79%	67,84%	119.859	90.792	0,76
UNIPOL	-7,66%	83,71%	56,17%	512	272	0,53
UNICREDIT	-24,86%	70,37%	49,34%	190.645	168.058	0,88
UNIPOL	-12,47%	42,82%	33,75%	2.030	867	0,43
Totale complessivo				1013603	895516	

Fonte: Borsa Italiana - Dati aggiornati al 31 ottobre 2008

* La performance a 1 mese e le volatilità storiche a 1 mese e 3 mesi sono calcolate sui prezzi dei titoli sottostanti i contratti di opzione



INDICE E VOLATILITÀ



STATISTICHE DEL MESE

PRODOTTO	N. CONTRATTI	CONTROVALORE (€ML)	N CONTRATTI MEDIA GIORN.	OPEN INTEREST
Futures su indice	552.391	61.179	24.017	38.656
miniFutures su indice	427.798	9.438	18.600	4.452
Opzioni su indice	429.237	25.593	18.662	262.326
IDEM Stock Futures	94.512	441	4.109	27.069
Opzioni su azioni	1.783.160	5.672	77.529	3.958.948
TOTALE IDEM	3.287.098	102.323	142.917	4.291.451

Fonte: Borsa Italiana - Dati relativi ad ottobre 2008

Sul sito di Borsa Italiana www.borsaitaliana.it sono disponibili giornalmente:

Tabella delle 5 opzioni su azioni più scambiate

Tabella dei 5 stock futures più scambiati

Book a 5 livelli ritardato di 20 minuti per tutti i prodotti IDEM

Intraday di tutti i contratti eseguiti sui prodotti IDEM

Listino ufficiale (con tutti i dati relativi all'ultima negoziazione di Borsa)

Andamento *intraday* dell'open interest sui futures sull'indice S&P/MIB

Indicatori sulle opzioni (put/call ratios, open interest...)

I dati sono disponibili all'interno della sezione derivati.



Borsa Italiana
London Stock Exchange Group

IDEM - Borsa Italiana
Piazza degli Affari, 6 - 20123 Milano
Tel. 02-72426.231 Fax 02-72426.386
e-mail: idemagazine@borsaitaliana.it
www.borsaitaliana.it



IDEM
Borsa Italiana

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, MIBEX, 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 Group 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.



J.P.Morgan

J.P. Morgan ETF – Accedi al
mercato dei titoli di stato USA
con flessibilità e convenienza
attraverso il nostro nuovo
ETF GBI Local US.

etf.jpmorgan.com

Prima dell'adesione leggere il prospetto ed il
documento di quotazione