

Luglio 2009 | Numero 78 | newsletter mensile

IN QUESTO NUMERO

Copertina	Report Future FTSE MIB	1
Prima pagina	News e Calendario Negoziazione	2
Le strategie	Short Ratio Call Spread	3-4
Institutional Investors	Analisi di volatilità e prezzi di mercato: quali spunti operativi?	5-7
Technical Section	I Margini di Garanzia	8-10
Analisi Tecnica	Il momentum, ovvero il motore degli indicatori	11-13
Corporate Derivatives	Il denaro non è mai gratis: rischi e pericoli del 'carry trade'...	14
Statistiche del mese	Indicatori mercato IDEM	15-16
Contatti		17

PRIMO PIANO

Report Future FTSE MIB

Ultimo mese in recupero per il future FTSE MIB (*) (**PC: 19275**). I corsi, dopo il test dell'area **18400** e il successivo recupero a **19500**, scivolano fin verso le **17600**. Da tale area i corsi rimbalzano con vigore riconquistando le **19365**.

Per le prossime sedute: in ottica di breve periodo il derivato appare congestionato. I corsi potrebbero oscillare tra le **19500** e le **18500/400**.

Un deciso ritorno di debolezza si avrebbe solo sotto le **18400**; tale evento aprirebbe le porte nuovamente alle **17600** prima e alle **16800/600** in seguito.

Viceversa il recupero delle **19500/600** fornirebbe un nuovo e interessante segnale di forza che vedrebbe l'interessamento degli ultimi massimi a **20500/600**.

In ottica di medio periodo, solo la netta violazione delle **20600**, favorirebbe nuove implicazioni rialziste, per le **21100** prima e la fascia **23000** successivamente.

SUPPORTI: 18500++; 18300+; 18100/18000++; 17800/17600+; 17300/150+; 16800/600++

RESISTENZE: 19500/600+; 19850/2000+; 20300+; 20600++; 21000/100++; 23100++

Analisi del trend: major: side; medium: down; minor: up

EDITORIALE

Cari lettori,

In questo numero approfondiamo la strategia Short Ratio Call Spread, la quale basa le sue performance sul crollo della volatilità implicita e sulla stabilità del prezzo sottostante.

Nella sezione Institutional Investors analizzeremo la correlazione fra prezzi e volatilità e capiremo quanto sia importante monitorare il suo valore per poter prevedere l'andamento futuro dei prezzi.

La Technical Section prosegue il suo percorso analizzando la metodologia TIMS e il calcolo dei relativi margini iniziali.

Infine la sezione di Analisi Tecnica focalizza il suo intervento sulla definizione di "momentum" ovvero la velocità di variazione dei prezzi utilizzata per il calcolo degli indicatori.

L'IDEMagazine va in vacanza ma vi aspetta a settembre!

*Buona lettura!
La redazione di IDEM magazine*

*Per informazioni:
IDEMagazine@borsaitaliana.it*



Grafico cadenza giornaliera (periodo settembre 2008- luglio 2009)

A cura di **Andrea Savio - Ufficio
Analisi Tecnica Gruppo Banca Sella**

News di mercato

Market Maker su IDEM

- Borsa Italiana S.p.A., ha disposto, ai sensi dell'art. 4.7.9, comma 4, del Regolamento e delle relative Istruzioni, l'iscrizione di ODDO Options SNC nell'Elenco degli operatori *market maker* sui contratti di opzione su azioni Intesa Sanpaolo, Prysmian e UBI Banca in qualità di *Market Maker*.

Il provvedimento decorre da lunedì 6 luglio

- Borsa Italiana S.p.A., ha disposto, ai sensi dell'art. 4.7.9, comma 4, del Regolamento e delle relative Istruzioni, l'iscrizione di BNP Paribas (Succursale Italia) nell'Elenco degli operatori *market maker*, sotto sezione *Primary Market Maker*, sui contratti *futures* su azioni Prysmian, Terna e Tiscali.

Il provvedimento decorre da lunedì 6 luglio

- Borsa Italiana S.p.A., ha disposto, ai sensi dell'art. 4.7.9, comma 4, del Regolamento e delle relative Istruzioni, il trasferimento da *Market Maker* a *Liquidity Provider* di ODDO Options SNC sulle opzioni su azioni A2A, Alleanza Assicurazioni, Banca MPS, Buzzi Unicem, Erg, Pirelli & C., Telecom Italia Risparmio, Tenaris ed UBI Banca e l'ampliamento in qualità di *Liquidity Provider* sulle opzioni su azioni Finmeccanica, Parmalat e Saipem

La decorrenza dei provvedimenti è prevista per lunedì 3 agosto.

Il Calendario di Negoziazione

A luglio saranno 23 i giorni di Borsa aperta. Ad agosto saranno 21 i giorni di Borsa aperta.

I maggiori eventi sul mercato nel mese di Luglio e Agosto sono:

- 6, 13, 20, 27 luglio e 3, 10, 17, 24, 31 agosto: data stacco;
- 17 luglio: scadenza *futures* su azioni e opzioni
- 21 agosto: scadenza *futures* su azioni e opzioni

CALENDARIO DI NEGOZIAZIONE 2009

Borsa Italiana
London Stock Exchange Group

GENNAIO							FEBBRAIO							MARZO							APRILE						
Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do
					1	2	3	4																			
5*	6	7	8	9	10	11	2*	3	4	5	6	7	8	2*	3	4	5	6	7	8	5*	7	8	9	10	11	12
12*	13	14	15	16*	17	18	9*	10	11	12	13	14	15	9*	10	11	12	13	14	15	13	14*	15	16	17*	18	19
19*	20	21	22	23	24	25	16*	17	18	19	20*	21	22	16*	17	18	19	20*	21	22	20*	21	22	23	24	25	26
26*	27	28	29	30	31	23*	24	25	26	27	28	23*	24	25	26	27	28	29	27*	28	29	30	31				
MAGGIO							GIUGNO							LUGLIO							AGOSTO						
Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do
					1	2	3	1*	2	3	4	5	6	7													
4*	5	6	7	8	9	10	8*	9	10	11	12	13	14	6*	7	8	9	10	11	12	3*	4	5	6	7	8	9
11*	12	13	14	15*	16	17	15*	16	17	18	19*	20	21	13*	14	15	16	17*	18	19	10*	11	12	13	14	15	16
18*	19	20	21	22	23	24	22*	23	24	25	26	27	28	20*	21	22	23	24	25	26	17*	18	19	20	21	22	23
25*	26	27	28	29	30	31	29*	30	27*	28	29	30	31	27*	28	29	30	31	24*	25	26	27	28	29	30		
SETTEMBRE							OTTOBRE							NOVEMBRE							DICEMBRE						
Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do
					1	2	3	4						1	2	3	4										
7*	8	9	10	11	12	13	5*	6	7	8	9	10	11	2*	3	4	5	6	7	8	1*	2	3	4	5	6	
14*	15	16	17	18*	19	20	12*	13	14	15	16*	17	18	9*	10	11	12	13	14	15	14*	15	16	17	18*	19	20
21*	22	23	24	25	26	27	19*	20	21	22	23	24	25	16*	17	18	19	20*	21	22	21*	22	23	24*	25	26	27
28*	29	30	26*	27	28	29	30	31	23*	24	25	26	27	28	29	23*	24	25	26	27	28	29	28*	29	30	31*	

* DATA STACCO
 * SCADENZA FUTURES SU INDICE
 * SCADENZA FUTURES SU AZIONI E OPZIONI
 * REVISIONE IN LANCIAMENTO: INDICI (SER FIBIS - MIDEX - ALL STARS)
 * GIORNO DI LIQUIDAZIONE PER GLI STRUMENTI NEGOZIATI SUL SEGMENTO EURONOT DEL NOT E SUL SEGMENTO MTA INTERNATIONAL DI MTA

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

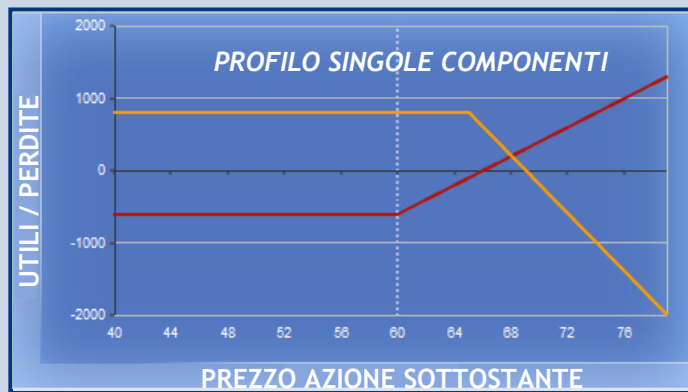
www.borsaitaliana.it

Strategie con le opzioni: SHORT RATIO CALL SPREAD

Sintesi

Questa strategia è composta una *long call* e due *short call* con la stessa scadenza ma *strike* maggiore. Può essere considerata come una combinazione tra una *Bull Call Spread* ed una *naked call*, dove lo *strike* di quest'ultima è pari allo *strike* maggiore della *Bull Call Spread*. La strategia genera profitto se il prezzo rimane costante o se crolla la volatilità implicita.

Il comportamento della strategia dipende molto dalle greche delta, theta e vega delle singole posizioni combinate.



I grafici riportati, che hanno solamente una finalità esemplificativa, si riferiscono all'acquisto di una opzione call con strike price pari a €60, con contemporanea vendita di due opzioni call con strike price di €65.

- : Pay-off a scadenza
- : Pay-off a scadenza

Motivazione

L'investitore utilizza questa strategia per ottenere profitto dal movimento limitato del prezzo dell'azione e/o dal crollo della volatilità implicita.

Trend di mercato

L'investitore si aspetta che il prezzo del sottostante si muova limitatamente e che vi sia un crollo nella volatilità implicita durante la vita delle opzioni che compongono la strategia.

Perdita massima

La massima perdita si ottiene se il valore del sottostante cresce all'infinito. Se la strategia è analizzata come una *bull call spread* ed una *naked call* combinate, quando tutte le opzioni sono *deep-in-the-money* la *bull call spread* ha un valore positivo uguale alla differenza tra gli *strike*, e la *naked call* ha valore negativo uguale alla differenza tra il prezzo dell'azione e il prezzo *strike* superiore. Poiché non c'è limite alla potenziale perdita dell'azione, la perdita potenziale della strategia sulle opzioni è illimitata.

Guadagno massimo

Il massimo guadagno si ottiene se, alla scadenza, il prezzo del sottostante è pari al prezzo *strike* superiore. In questo caso le due *short call* scadrebbero senza valore e la *long call* risulterebbe *in-the-money*. Il guadagno sarebbe pari alla differenza tra i prezzi *strike* più la somma ricevuta o meno il la somma pagata quando la posizione è stata aperta.



Break Even

Consideriamo l'opzione a scadenza: entrambe le opzioni sono senza valore se inferiori allo *strike* minimo; se il prezzo dell'azione supera lo *strike* più basso, la *long call* risulta *in-the-money* e genera un guadagno; se il prezzo dell'azione supera lo *strike* più alto, le *short call* risultano *in-the-money* e cominciano ad annullare il guadagno ed infine se il valore delle azioni è superiore allo *strike* più alto di una quantità pari alla differenza tra i due *strike*, il guadagno viene annullato completamente. A questo punto, per trovare il livello di pareggio, bisogna aggiungere o detrarre la somma utilizzata per aprire la posizione.

Impatto tempo

Il trascorrere del tempo, a parità di altre condizioni, ha un impatto positivo sulla strategia. Tuttavia, la possibilità che le opzioni siano *in* o *out-of-the-money*, il tempo alla scadenza ed il livello dei tassi di interesse sono fattori che influenzano la sensibilità delle opzioni. L'investitore dovrebbe analizzare ogni opzione che compone la strategia per determinare quale sarà l'effetto totale del deperimento temporale.

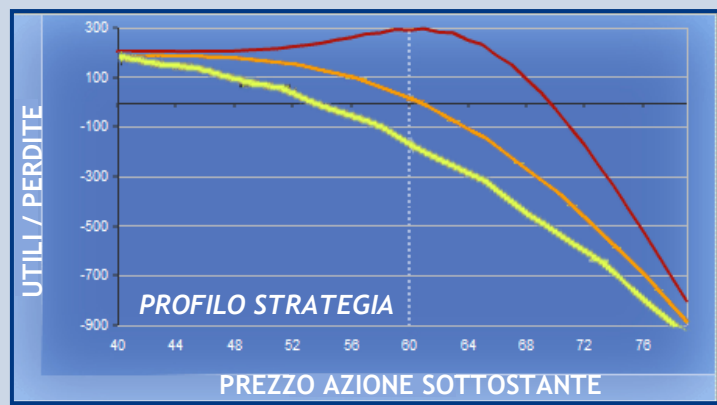
- : Pay-off opzione a scadenza
- : Pay-off opzione con vita residua 75 gg
- : Pay-off opzione con vita residua 150 gg



Impatto volatilità

Un aumento nella volatilità implicita, mantenendo gli altri fattori inalterati, ha un impatto estremamente negativo sulla strategia. La combinazione dei vega delle due opzioni *short call* è più grande di quello della singola *long call*. Tuttavia, anche in questo caso, la possibilità che le opzioni siano *in* o *out-of-the-money*, il tempo alla scadenza ed il livello dei tassi di interesse sono fattori che influenzano la sensibilità delle opzioni ai cambiamenti nella volatilità del mercato.

- : Pay-off opzione - volatilità 15%
- : Pay-off opzione - volatilità 35%
- : Pay-off opzione - volatilità 55%



STRATEGIA APPLICATA

Simuliamo una strategia *Short Ratio Call Spread*:

- Vendita di due opzioni *Call* 65;
- Acquisto di una opzione *Call* 60;

CALL

- lotto: 100 azioni
- scadenza: settembre 2009
- prezzo esercizio: 60 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 5,34 €

CALL

- lotto: 100 azioni
- scadenza: settembre 2009
- prezzo esercizio: 65 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 3,39 €

Prezzo del sottostante	Valore Call (60)	Utile/Perdita su Call	Valore Call (65)	Utile/Perdita su Call	Utile/Perdita STRATEGIA
30	0	-534	0	678	144
40	0	-534	0	678	144
50	0	-534	0	678	144
60	0	-534	0	678	144
65	500	-34	0	678	644
70	1.000	466	-1.000	-322	144
80	2.000	1.466	-3.000	-2.322	-856
90	3.000	2.466	-5.000	-4.322	-1.856

Come si può vedere, la strategia non fissa un limite massimo alla perdita sostenibile in quanto il sottostante non ha limite potenziale nella crescita all'infinito, mentre esiste un guadagno potenziale limitato e pari alla differenza tra i due *strike* più il credito ricevuto o il debito pagato all'apertura della posizione (in questo caso pari a 644 €).

Analisi di volatilità e prezzi di mercato: quali spunti operativi?



La volatilità può essere prevista con maggior probabilità rispetto ai prezzi?

Probabilmente sì. E questo perché i prezzi sono assolutamente imprevedibili mentre la volatilità gode di proprietà come:

- il ritorno alla media ("mean reverting"): la volatilità tende ad un valore medio di lungo periodo
- la persistenza ("serial correlation"): la volatilità di un certo intervallo temporale dipende dal valore assunta dalla stessa nel periodo precedente di uguale ampiezza.

La prima proprietà implica che valori estremi di volatilità preludano a possibili ritorni della stessa verso valori "medi". Per questo si tende a "comprare" volatilità quando essa risulta bassa rispetto ad un valore medio superiore e a "vendere" volatilità quando essa risulta alta rispetto ad un suo valore medio inferiore.

Per farsi un'idea dell'andamento futuro della volatilità è opportuno considerare alcune statistiche:

- confrontare il valore attuale della volatilità storica calcolata su diversi periodi (ad esempio 20, 50 e 100 giorni);
- individuare il percentile dell'attuale volatilità storica e dell'attuale volatilità implicita At the Money rispetto agli ultimi n giorni di osservazioni;
- confrontare il valore attuale con minimo e massimo degli ultimi 250 o 500 giorni;
- confrontare il valore attuale con la media di lungo periodo;
- considerare la volatilità implicita come previsore più o meno attendibile riguardo alla volatilità futura dei mercati.

L'insieme delle informazioni precedenti portano anche a semplici ed intuitive considerazioni sul possibile andamento futuro della stessa.

I recenti accadimenti del 2008 insegnano tuttavia a considerare con grande prudenza eventuali scommesse sulla volatilità: essa ha dimostrato i grandi limiti legati alle capacità previsionali sia di modelli sofisticati che di semplici algoritmi basati "sul buon senso".

Ricordiamo gli inizi di ottobre 2008 prendendo l'indice FTSE MIB (ellisse rossa nel grafico 1): la volatilità storica a 20 giorni si presentava ai massimi livelli, pari a 45 punti % su base annua.

Qualunque modello previsionale basato sui criteri di cui sopra in quei giorni avrebbe previsto una volatilità in discesa. E molti trader in opzioni in quei giorni vendettero volatilità. Quel che avvenne, purtroppo, nei giorni successivi lasciò a molti l'amaro in bocca: la volatilità continuò a salire fino a livelli impensabili, 80-90 punti percentuali 10-15 giorni dopo!

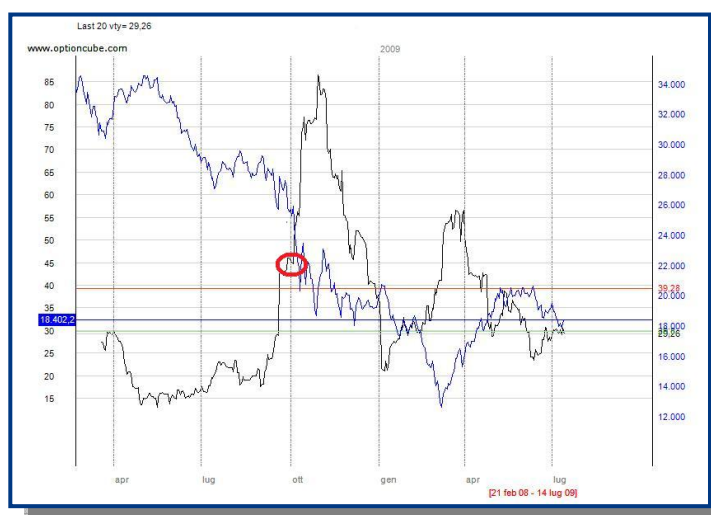


Grafico 1

La storia insegna a non fidarsi della storia. E la volatilità, pur con le sue peculiarità, spesso è imprevedibile.

Se conoscessi la direzione futura della volatilità saresti in grado di prevedere con buona probabilità l'andamento dei prezzi?

La risposta a questo quesito non è per nulla banale.

Nell'immaginario collettivo esiste il principio di correlazione inversa fra prezzi e volatilità. I libri di testo normalmente e "scolasticamente" fanno corrispondere periodi di alta volatilità a periodi di mercato "orso" e periodi di bassa volatilità a periodi di mercato "toro".

INSTITUTIONAL INVESTORS

L'indice VIX (il "CBOE Volatility Index") è conosciuto anche come strumento previsionale: alti valori del VIX dovrebbero preludere a fasi di mercato "toro" per la prossima discesa della volatilità, bassi valori dello stesso VIX dovrebbero preludere a fasi "orso" per il prossimo aumento della volatilità.

Tuttavia non sempre questo avviene, alti valori del VIX spesso precedono valori del VIX ancora maggiori: il ritorno alla media non ha una tempistica predeterminata!

Consideriamo poi che la relazione fra prezzi e volatilità il più delle volte risulta negativamente correlata, in altri casi risulta addirittura positivamente correlata.

Prendiamo ad esempio l'indice FTSEMIB

Nel grafico 2 è presente la volatilità storica a 20 giorni (curva nera) e il valore dell'indice (curva blu) degli ultimi 100 giorni (rettangolo azzurro).

Dall'analisi di correlazione emerge un valore di $-0,71$ fra il prezzo e la volatilità storica. Significa che 7 volte su 10 quando l'indice è salito la volatilità è scesa e viceversa: sussiste il principio di relazione inversa e questo è anche visibile "empiricamente" dal grafico osservando la specularità della curva nera rispetto alla curva blu (il più delle volte negli ultimi 3 mesi quando la prima si alza l'altra si abbassa e viceversa).

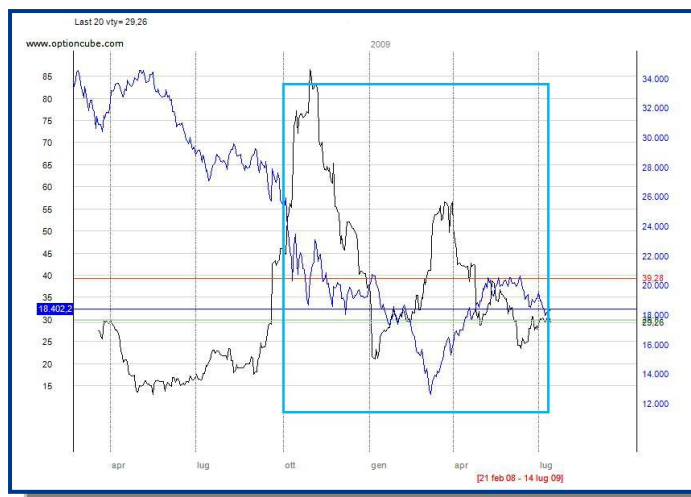


Grafico 2

Altro esempio: il titolo STM

Nel grafico 3 si vede come negli ultimi 100 giorni (rettangolo azzurro) si presenti, invece, una correlazione positiva fra volatilità a 20 giorni e prezzo e pari a $0,51$: circa 5 volte su 10 prezzo e volatilità si sono mossi con lo stesso segno.

Dallo stesso grafico si evince, inoltre, che durante il mese di luglio 2008 (rettangolo rosso) tale correlazione fu certamente negativa: la correlazione dei prezzi rispetto alla volatilità può risultare molto variabile.

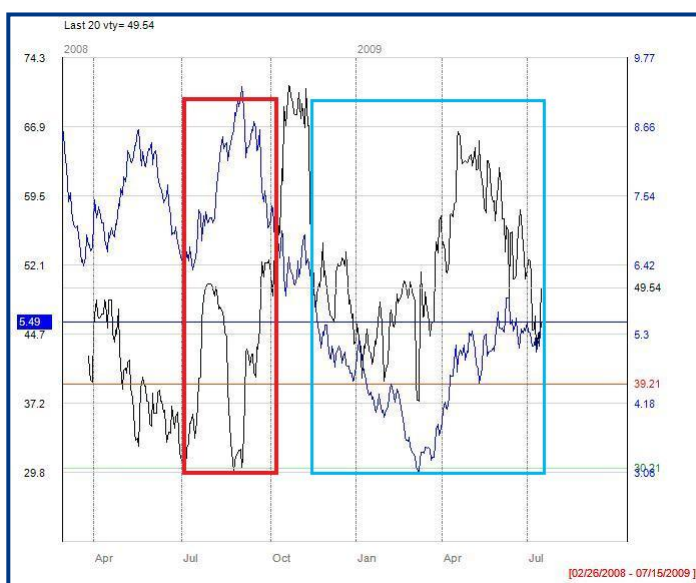


Grafico 3

Quanto è stabile la correlazione prezzi e volatilità?

Vogliamo ulteriormente sottolineare come questo tipo di analisi purtroppo risenta del problema della stabilità della correlazione. La correlazione fra la volatilità a 20 giorni e il prezzo di un titolo, ad esempio, può passare da valori positivi a valori negativi nell'arco temporale di pochi mesi. Per questo motivo le correlazioni fra volatilità e prezzi vanno monitorate continuamente se si desidera basarsi su queste per intuire l'andamento futuro dei prezzi. E, ovviamente, per questo tipo di analisi sarebbe preferibile scegliere titoli o indici di Borsa per i quali tale correlazione si dimostri stabile (o, almeno, dello stesso segno).

Un esempio di selezione di titoli rialzisti basata sui concetti appena trattati.

Dopo aver illustrato brevemente le potenzialità ed i limiti di un'analisi basata su volatilità e prezzi, ora esporremo un semplice sistema di selezione di titoli rialzisti e ribassisti all'interno di un paniere prestabilito.

L'obiettivo è ricercare titoli per cui la volatilità è alta e prossima alla discesa; allo stesso tempo per questi titoli deve valere la correlazione inversa, in modo che alla discesa della volatilità faccia seguito un aumento dei prezzi.

L'algoritmo di selezione dei titoli rialzisti si basa su queste regole:

1) il prezzo del sottostante deve essere correlato negativamente con la volatilità storica a vari periodi (20, 50 e 100 ad esempio): deve sussistere la relazione inversa secondo cui quando la volatilità sale il prezzo scende e viceversa. La correlazione negativa da imporre è che la correlazione sia superiore a 0,7 in termini assoluti e che sia negativa.

2) la volatilità storica a vari periodi (20, 50 e 100 ad esempio) deve apparire con valore elevato. La condizione da imporre è che il percentile delle tre volatilità sia superiore a 80 su 100.

3) la volatilità storica a vari periodi (20, 50 e 100 ad esempio) deve essere superiore al suo valore medio di lungo periodo. La condizione da imporre è che tutte e tre le volatilità siano superiori al loro valore medio. Applicando tali condizioni su un paniere di titoli sarà possibile evidenziare quelli rialzisti sulla base di queste ipotesi.

Possibile variante per titoli ribassisti:

Per ottenere un possibile algoritmo di selezione dei titoli ribassisti basterebbe cambiare la regola al punto 1) imponendo che sussista una correlazione positiva fra prezzo e volatilità storica, ad esempio superiore a 0,7 in termini assoluti.

Questa tipologia di analisi evidenzia i titoli potenzialmente rialzisti e quelli potenzialmente ribassisti sulla base della volatilità. Non evidenzia, tuttavia, quali siano più rialzisti o più ribassisti in quanto si sono solo poste delle condizioni, non è stata fatta alcuna ottimizzazione.

Perfezionamento dell'analisi:

Il passo successivo sarebbe quello di ponderare i fattori trovati per offrire una serie ordinata di titoli più o meno rialzisti e ribassisti. Il primo punto dovrebbe essere mantenuto come condizione necessaria a mantenere ogni titolo nella graduatoria

finale mentre il secondo punto potrebbe determinare un maggior valore (e quindi una maggiore "appetibilità" per i titoli con volatilità maggiore e quindi con maggiore percentile. Stesso discorso potrebbe valere per il terzo punto: una maggior distanza dal valore medio dovrebbe implicare un maggior punteggio e quindi maggiore appetibilità.

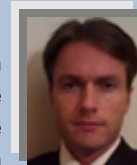
Lasciamo al lettore il compito, non semplice a dire il vero, di costruire un algoritmo che tenga conto di quanto espresso sopra ed ottenere così la sua selezione di titoli rialzisti e ribassisti.

Conclusione

Le analisi statistiche su prezzi e volatilità danno alcuni spunti operativi basati necessariamente sulla correlazione dei prezzi rispetto alla volatilità e basati sul ritorno ad un valore medio della volatilità stessa.

Tali analisi vanno comunque effettuate tenendo conto dell'instabilità delle correlazioni fra volatilità e prezzi e dei recenti casi del 2008 in cui i principi legati alla volatilità, tra cui il ritorno alla media, hanno dimostrato notevoli difficoltà interpretative.

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.

I Margini di Garanzia

Seconda parte



La Metodologia TIMS

La Cassa gestisce il rischio utilizzando il sistema dei margini di garanzie TIMS (Theoretical Intermarket Margins System) sviluppata da The Options Clearing Corporation (OCC) di Chicago. La metodologia TIMS prevede le seguenti tipologie di Margini Iniziali:

- Margine Futures Straddle
- Margine su Premio
- Margine Addizionale

Il calcolo dei Margini Iniziali Ordinari

La metodologia TIMS si basa sui seguenti principi fondamentali:

a) Tutti i futures e le opzioni che sono considerati dalla Cassa significativamente correlati tra loro in termini di andamento dei prezzi, sono ricompresi in unico Portafoglio Integrato valutato unitariamente. TIMS determina a livello complessivo l'esposizione di rischio sia per portafogli integrati relativi al medesimo sottostante («Gruppo di Classi»), sia per portafogli integrati aventi sottostanti diversi ma significativamente correlati («Gruppo di Prodotti»).

b) La valutazione del rischio associato ad un portafoglio Integrato viene effettuata ipotizzando che i prezzi dell'attività sottostante varino giornalmente per un ammontare percentuale massimo, definito Intervallo del Margine, in modo avverso alla posizione dell'aderente e che la Cassa debba, in caso di insolvenza dell'aderente stesso, liquidare le posizioni alle più sfavorevoli condizioni di mercato ragionevolmente ipotizzabili.

Analizziamo nello specifico il calcolo dei margini iniziali ordinari prendendo come esempio il seguente portafoglio (vedi Figura 1):

- 4 POSIZIONI CORTE FUTURE FTSE-MIB SET-09
- 2 POSIZIONI LUNGHE FUTURE FTSE-MIB DIC-09
- 4 POSIZIONI LUNGHE CALL 19000 FTSE-MIB SET-09
- 4 POSIZIONI CORTE PUT 19000 FTSE-MIB SET-09

Symbol	Net	Covered	Avg Price	Market Price	Value	Worst
FIBI9	-4	0	19.127.0000	19.127.0000	0,00	-4
FIBL9	2	0	18.950.0000	18.950.0000	0,00	2
MIBO19CAL19000	4	0	983.0000	983.0000	9.830,00	4
MIBO19PUT19000	-4	0	828.0000	828.0000	-8.280,00	-4

Name	Value
Futures spread margin	4.000,00
Markt to Market margin	0,00
Premium margin	-1.550,00
Minimum margin	572,00
Additional margin	4,33

Figura 1: portafoglio di esempio

Il **Margine Futures Straddle** è finalizzato a garantire le posizioni futures di segno opposto su scadenze diverse (posizioni futures straddle) tenendo conto del rischio ridotto espresso dalle sole variazioni di tasso d'interesse. Questo margine è pari al numero di posizioni futures straddle moltiplicato per il margine futures straddle fissato dalla Cassa di Compensazione e Garanzia sulla base del coefficiente di determinazione R^2 osservato tra le variazioni giornaliere di prezzo delle diverse scadenze. Per il Gruppo di Classi FTMIB la Cassa di Compensazione e Garanzia prevede un margine future straddle di 1000.00 € per ogni posizione future straddle formata:

Scadenza	Posizioni Lunghe	Posizioni Corte	Posizioni Future Straddle	Margine Future Straddle
Future Set-09	-	4	2	2000.00
Future Dic-09	2	-	2	2000.00
TOTALE				4000.00

Tabella 1: calcolo Margine Future Straddle

Il **Margine su Premio**, ha la funzione di rivalutare i costi/ricavi teorici di liquidazione ai valori correnti di mercato (mark-to-market) e rappresenta quindi un credito teorico per l'acquirente di opzioni ed un debito teorico per il venditore ed è pari al valore corrente di mercato dell'opzione stessa, assunto pari al prezzo di chiusura calcolato giornalmente. I crediti teorici non sono liquidati a favore dell'aderente ma possono essere utilizzati esclusivamente a copertura dei margini addizionali.

L'Intervallo del Margine è determinato per ciascun sottostante sulla base di analisi statistiche ed è di norma posto pari ad un valore tale da fornire un Livello di Copertura almeno del 99,7% rispetto alle variazioni giornaliere di prezzo effettivamente registrate (ad esempio, per il Gruppo di Classi FTMIB l'Intervallo del margine è posto pari al 14.5%); per tener conto e potenzialmente anticipare trends di volatilità, si prendono in considerazione i risultati dell'analisi dei dati ottenuti sia per periodi lunghi e medi, sia per periodi brevi e brevissimi.

Opzione	Valore di Mercato -Prezzo x Lotti x Valore Punto Indice		Credito / Debito
Call 19000 Set-09	-4x983x2.5	-9830.00	Rappresenta il premio da incassare per liquidare(vendere) la posizione lunga sul contratto Call: è quindi un Credito
Put 19000 Set-09	4x828x2.5	8280.00	Rappresenta il premio da pagare per liquidare (acquistare) la posizione corta sul contratto Put: è quindi un Debito
TOTALE		-1550.00	

Tabella 2: Calcolo Margine su Premio

Infine il **Margine Addizionale** è calcolato sulle posizioni in futures non straddle e sulle posizioni in opzioni. Ha la funzione di valutare la perdita massima ragionevolmente possibile nell'ipotesi di variazioni dei prezzi di mercato dell'attività sottostante all'interno dell'intervallo del margine (vedi Figura 2).

Al fine di stabilire la perdita massima nell'ipotesi di variazioni giornaliere dei prezzi di mercato, TIMS determina il costo/ricavo teorico di liquidazione (per una prudente valutazione delle posizioni corte in opzioni fortemente Out-of-The-Money sia call che put – che hanno un

valore prossimo allo zero e sono scarsamente sensibili alle variazioni di prezzo del sottostante – la Cassa stabilisce un costo teorico minimo di liquidazione detto Short Option Adjustment) di ciascun portafoglio integrato in corrispondenza di una serie di scenari di prezzo dell'attività sottostante ricompresi nell'intervallo del margine. Il Margine Addizionale è posto pari al più alto fra i costi teorici di liquidazione calcolati per ogni scenario di prezzo.

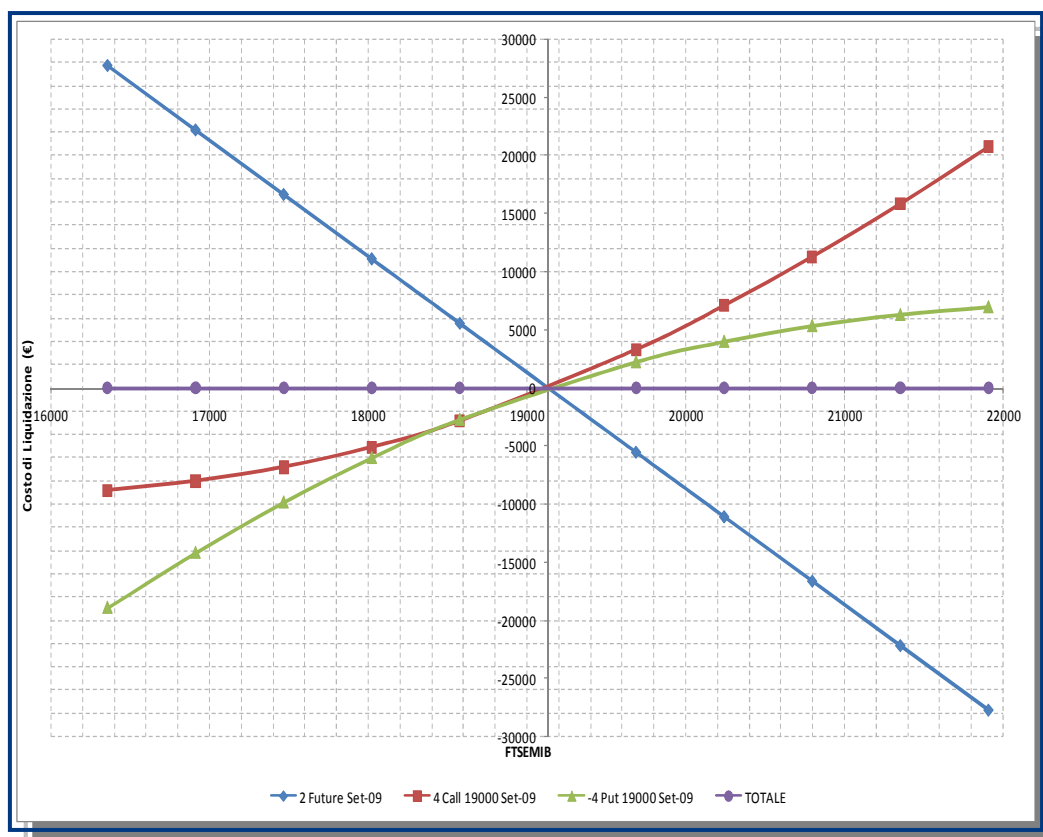


Figura 2: analisi scenari variazioni prezzo

	FTSEMIB	Future Set-09				Call 19000 Set-09			Put 19000 Set-09			TOTALE
		Valore Teorico	Valore Teorico	P&L Unitario	Costo Liquidazione	Valore Teorico	P&L Unitario	Costo Liquidazione	Valore Teorico	P&L Unitario	Costo Liquidazione	
Intervallo del Margine	-14.5%	16357	16354	-2773.415	27734.15	103	-879.744	-8797.44	2722	1894.104	-18941.04	-4.33
	-11.6%	16911	16908	-2218.732	22187.32	184	-798.521	-7985.21	2249	1420.644	-14206.44	-4.33
	-8.7%	17466	17463	-1664.049	16640.49	305	-677.953	-6779.53	1815	986.529	-9865.29	-4.33
	-5.8%	18021	18018	-1109.366	11093.66	476	-506.857	-5068.57	1431	602.942	-6029.42	-4.33
	-2.9%	18575	18572	-554.683	5546.83	702	-280.702	-2807.02	1102	274.413	-2744.13	-4.33
	2.9%	19685	19682	554.683	-5546.83	1316	333.170	3331.70	607	-221.080	2210.80	-4.33
	5.8%	20239	20236	1109.366	-11093.66	1696	712.578	7125.78	432	-396.355	3963.55	-4.33
	8.7%	20794	20791	1664.049	-16640.49	2115	1132.270	11322.70	297	-531.346	5313.46	-4.33
	11.6%	21349	21346	2218.732	-22187.32	2572	1588.822	15888.22	199	-629.477	6294.77	-4.33
	14.5%	21903	21900	2773.415	-27734.15	3061	2078.359	20783.59	133	-694.623	6946.23	-4.33

Tabella 3: calcolo Margine Addizionale

Inoltre, al fine di applicare un Margine Iniziale significativo anche a quei portafogli il cui Margine Addizionale risulti prossimo o pari allo zero (come nell'esempio riportato in cui il Margine Addizionale è pari a 4.13€), si determina anche un Margine Minimo, la cui funzione è, tra l'altro, quella di tener conto, in ipotesi di liquidazione delle posizioni, dello spread denaro-lettera esistente sul mercato. Il Margine Iniziale per il portafoglio di Figura 1 è dunque pari a 3022 €.

A proposito di TIMS e VaR

Dalla descrizione fatta fino a questo momento, appare evidente l'analogia della metodologia TIMS con il VaR (Value At Risk). Ricordiamo che il VaR è definito come la massima perdita possibile, per una data posizione o portafoglio, in uno specifico orizzonte temporale e con un determinato livello di probabilità.

Sarebbe facile elencare le caratteristiche, evidenziare le differenze, i pro e i contro delle due misure e di certo il VaR risulterebbe essere una metodologia decisamente più versatile e sofisticata. A mio avviso, però, il livello di robustezza più che quello di sofisticazione rende una metodologia adatta ad essere utilizzata come modello di gestione del rischio e/o di allocazione del capitale da parte di una Clearing House. Il motivo per cui nessuna tra le maggiori controparti a livello mondiale utilizza un sistema di calcolo dei margini basato su VaR è che esso non è una misura di rischio coerente.

Senza entrare troppo nei dettagli teorici, una misura di rischio è definita coerente se soddisfa le seguenti proprietà:

- Invarianza per traslazioni:** L'invarianza per traslazione afferma che aggiungendo un capitale certo ad un dato portafoglio se ne diminuisce il rischio per lo stesso ammontare.
- Omogeneità positiva:** l'omogeneità esprime la diretta proporzionalità della misura di rischio dalle poste che caratterizzano un portafoglio X; raddoppiando le posizioni raddoppia anche il rischio!

3. **Monotonia:** la monotonia traduce un principio abbastanza ovvio e cioè che se il portafoglio X è "migliore" del portafoglio Y allora la sua misura di rischio non può essere "peggiore".

4. **Subadditività:** in base alla subadditività il rischio di un portafoglio composto non può superare la somma dei rischi dei portafogli che lo compongono; in altre parole, agli effetti del rischio, la diversificazione non è penalizzante.

In particolare è proprio la mancanza di subadditività che rende il VaR non coerente. Se ed sono due portafogli per le due metodologie TIMS e VaR avremmo:

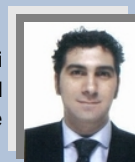
$$TIMS(X_1 + X_2) \leq TIMS(X_1) + TIMS(X_2)$$

$$VaR(X_1 + X_2) \geq VaR(X_1) + VaR(X_2)$$

Questo significa che se il VaR venisse usato come strumento per il calcolo dei margini sarebbe possibile per un investitore che volesse costruire il portafoglio $X_1 + X_2$, potrebbe aprire due conti uno per X_1 e l'altro per X_2 , ed essere soggetto ad un requisito di margine inferiore $VaR(X_1) + VaR(X_2)$ rispetto a quello reale.

Luca Papaleo

34 anni, laureato nel 1999 a pieni voti in ingegneria informatica al Politecnico di Milano. La passione per la finanza, lo porta nel 1999 ad

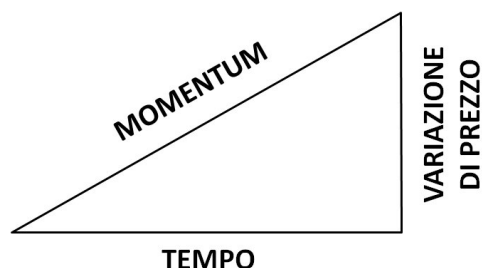


entrare, non ancora laureato, a far parte di IT SOFTWARE dove trova ampio spazio per coniugare le sue competenze con la finanza e, in particolare, con aspetti di gestione del rischio. Si occupa di analisi e modellistica per prodotti di Position Keeping e Risk Management per la gestione di problematiche di Front Office di strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati.

Il momentum, ovvero il motore degli indicatori

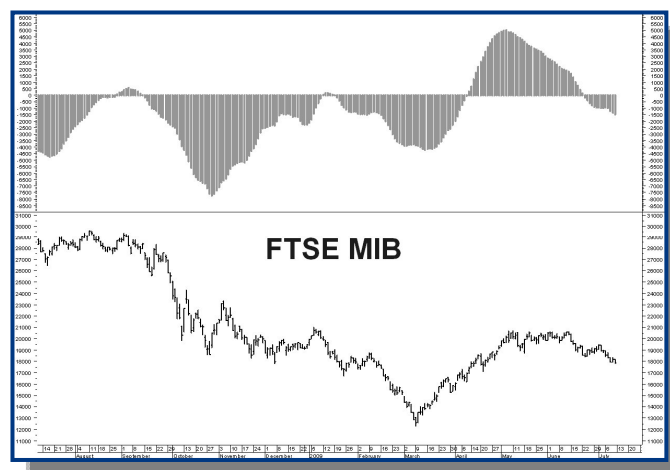


La volatilità sui mercati finanziari si può misurare in vari modi, ma fa sempre e comunque riferimento alla variazione di prezzo all'interno di un periodo di calcolo prefissato. Questa logica è però anche la stessa che sta alla base del calcolo della stragrande maggioranza degli indicatori di analisi tecnica. In particolare, se pensiamo ad un concetto che misura l'intensità della variazione del prezzo, non possiamo non riferirci al cosiddetto momentum, che altro non è che la velocità con cui varia un prezzo di mercato. Il grafico seguente esprime visivamente il concetto, utilizzando un triangolo in cui il momentum è l'ipotenusa.



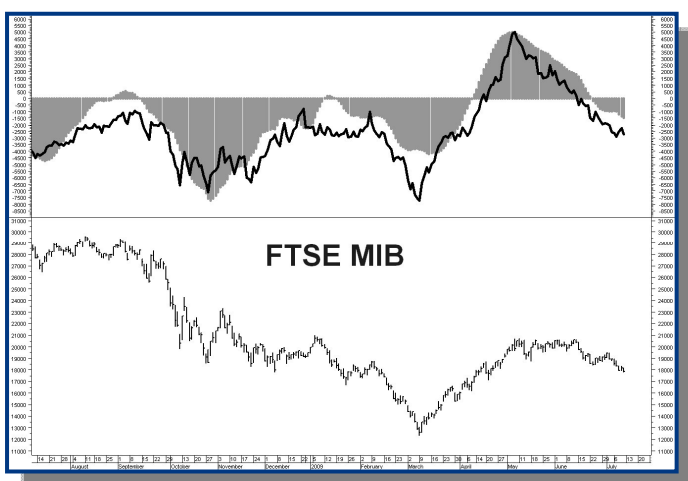
Ebbene, il momentum, cioè la velocità con cui il prezzo varia, rappresenta il "motore" di quasi tutti i più famosi indicatori quantitativi di analisi tecnica, poiché essi utilizzano il prezzo come materia prima. Certamente i singoli strumenti di analisi si diversificano tra di loro in base agli aspetti dei mercati che si propongono di studiare, ma ciò che li fa muovere è proprio il prezzo, o meglio, il suo momentum. Detto questo, iniziamo subito a studiare il problema in concreto. Di seguito riportiamo l'indicatore di momentum più classico, ovvero la differenza tra l'ultimo prezzo disponibile ed un prezzo che risale a qualche tempo addietro. Poiché il nostro scopo è quello di confrontare il momentum con altri famosi indicatori di analisi tecnica e poiché questi ultimi vengono calcolati utilizzando nella formula delle medie mobili, calcoliamo il nostro indicatore di momentum non come una semplice differenza tra i prezzi, ma piuttosto come media mobile di una differenza tra i prezzi, in maniera tale da rendere più morbido il grafico proprio per effetto dell'inserimento della media all'interno della formula di calcolo.

Di conseguenza il diagramma del Momentum a 30, giorni smussato da una media mobile semplice a 10 giorni calcolato sull'indice FTSE MIB è il seguente:



Il grafico di un indicatore del genere continua ad oscillare intorno allo zero, essendo una differenza tra due prezzi. Assume valori fortemente negativi nei momenti in cui il mercato scende con molta rapidità, essendo quello il momento in cui è massima la differenza di prezzo tra il presente e il passato, così come massima è la differenza (questa volta in positivo) quando il prezzo risale in maniera altrettanto veloce, come ad esempio durante la primavera di quest'anno. L'ampiezza in valore assoluto dell'indicatore (cioè della differenza di prezzo) rappresenta appunto il momentum, vale a dire ciò che nel linguaggio comune viene definito come movimento di mercato. In altre parole, quando si dice che il mercato si muove molto (in bene o in male) ci si riferisce a periodi in cui il momentum è molto elevato, in positivo o in negativo. Ma questa grandezza, lo si intuisce facilmente, è di fatto un sinonimo di volatilità, ovvero di variabilità di prezzo, poiché quest'ultima si misura sia calcolando la differenza tra il prezzo attuale ed un prezzo passato, sia, ad esempio, calcolando la media delle variazioni giornaliere di prezzo.

Nel grafico che segue abbiamo sovrapposto al momentum proprio la media a 40 giorni delle variazioni giornaliere di prezzo ed il risultato, una volta depurato dall'effetto dimensionale, è un andamento sorprendentemente identico.



Si potrebbe obiettare che le misure di volatilità più canoniche non tengono conto tanto della velocità con cui varia il prezzo, ma della variabilità di quest'ultima. Infatti la formula della volatilità storica (strumento universalmente impiegato come indicatore di rischio) misura non la media delle variazioni giornaliere, ma la media degli scarti dalla media di queste ultime, cioè lo scarto quadratico medio delle variazioni giornaliere. In effetti come misura di rischio è migliore la volatilità storica, ma come indicatore di volatilità assoluta (cioè variabilità di prezzo unita alla sua direzione) è senz'altro più indicativo l'indicatore da lui creato, anche perché, come si vedrà tra poco, non viene introdotto come misura alternativa di rischio, ma semplicemente per mostrare visivamente cos'è che viene misurato dai indicatori di analisi tecnica.

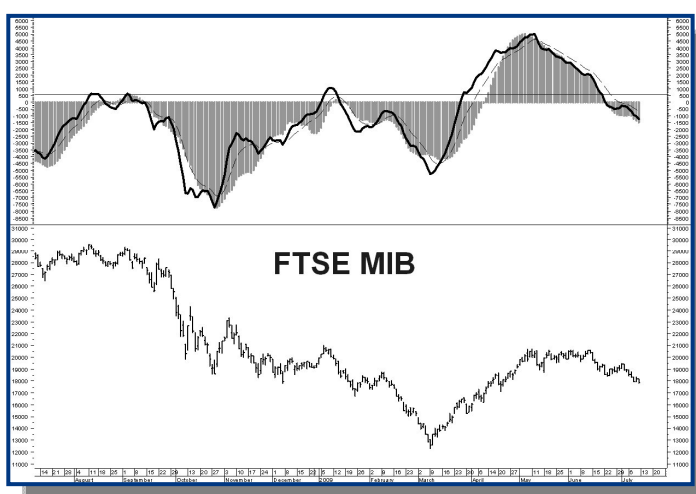
Riassumendo, possiamo dire che la media mobile, che altro non è che una comunissima media statistica che viene aggiornata continuamente e funziona bene per il trading quando funziona male dal punto di vista statistico e viceversa.

I ritardi della media mobile rispetto al prezzo definiscono proprio la forza della tendenza di quest'ultimo, il cosiddetto momentum. Dunque i falsi segnali non sono mai colpa della media mobile, ma semplicemente della relativa stazionarietà del mercato. Così come non è merito della media mobile la sua capacità di indicare così chiaramente una tendenza quando ne esiste una, ma anzi questa qualità deriva da un suo "difetto" statistico.

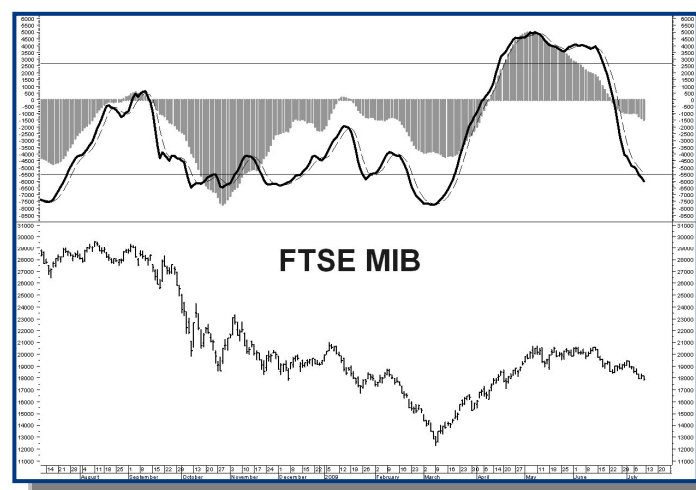
Queste considerazioni dovrebbero far comprendere come la mentalità dell'analista tecnico ed ancor più del trader debba essere decisamente non convenzionale, anche dal punto di vista statistico.

Per lo speculatore è più importante adeguarsi alla realtà che descriverla. Ed è per questo motivo che gli è così utile uno strumento proprio nel momento in cui la disciplina scientifica da cui scaturisce ne sottolineerebbe i limiti. I trader non sono scienziati, sono dei "semplici" commercianti, il cui scopo non è descrivere esattamente la realtà, ma "semplicemente" di guadagnare denaro.

Iniziamo questo studio proprio da un oscillatore molto famoso, ovvero il MACD, che viene calcolato come differenza tra una media mobile esponenziale a 12 giorni ed una a 26 giorni.



Essendo la prima media molto più reattiva della seconda, se la differenza tra le due è positiva significa che il prezzo sta salendo e viceversa nel caso contrario. A questo indicatore si associa poi la sua media mobile a 9 periodi per far sì che l'incrocio tra le due linee indichi il cambiamento di tendenza del momentum, cioè la perdita di velocità del prezzo che precede l'inizio del movimento nella direzione opposta. Anche in questo caso la somiglianza è impressionante, quindi possiamo dire tranquillamente che il MACD, indipendentemente dalla sua validità come strumento di trading, misura il momentum di prezzo.

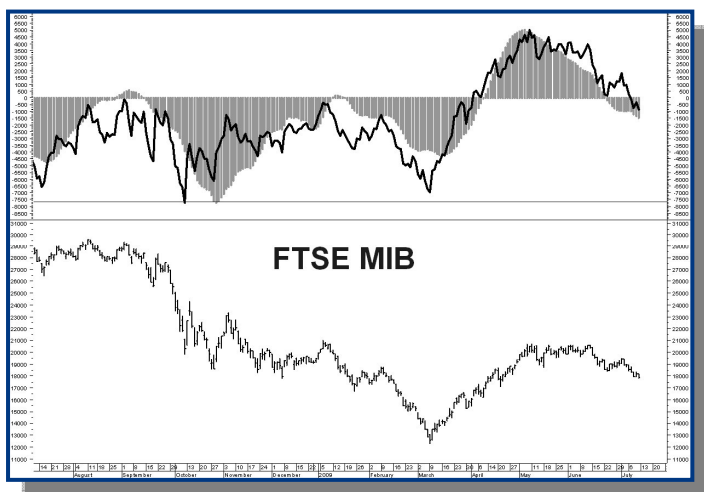


Studiamo ora lo stocastico, ovvero l'indicatore che nasce per indicare le situazioni estreme di prezzo, i cosiddetti ipercomprato ed ipervenduto, sempre con la logica di tentare di individuare per tempo le possibili inversioni di tendenza del prezzo.

Anche in questo caso variamo leggermente parametri di calcolo, pertanto anziché la combinazione 5,3,3 utilizziamo uno stocastico a 40,10,5 barre. Sovrapponendolo al tracciato del momentum si nota come quest'ultimo piloti anche lo stocastico. Infatti, come può un prezzo salire senza trovarsi spesso vicino ai propri massimi?

E come può un prezzo scendere senza trovarsi spesso vicino ai propri minimi? Dunque, come può l'andamento dello stocastico differire troppo da quello del momentum?

Da ultimo effettuiamo il confronto con l'RSI, ovvero l'indicatore di forza relativa ideato da Welles Wilder, che viene calcolato come rapporto tra la media delle chiusure al rialzo delle ultime 40 sedute e la media delle chiusure al ribasso, sempre delle ultime 40 sedute.



Anche in questo caso abbiamo modificato leggermente il parametro rispetto all'originale, solo per omogeneità di calcolo è infatti risultato, ancora una volta, è una fortissima somiglianza.

Dunque cosa ci dimostra questo rapido e semplice studio? Ci illustra come il fattore principale che indirizza i principali indicatori di analisi tecnica è il momentum di prezzo. Si potrebbe dire che la stessa analisi tecnica è nata come disciplina per lo studio del momentum di prezzo. Ma, soprattutto, questo studio ci insegna che è inutile perder tempo a cercare di capire quale indicatore tecnico sia meglio degli altri. È sufficiente regolarli in maniera opportuna e tutti finiscono col dire la stessa cosa. Quindi l'analista ed il trader dovrebbero soprattutto preoccuparsi di scegliere non tanto l'indicatore giusto, quanto il periodo di calcolo più adeguato alle loro strategie e poi seguire con attenzione l'andamento del loro preferito.

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).



Il denaro non è mai gratis: rischi e pericoli del 'carry trade'



Un gruppo industriale, interessato ad una acquisizione, riceve una proposta da alcuni consulenti finanziari, che appare miracolosa. Grazie ad una complessa operazione finanziaria, i managers otterranno il prestito bancario di cui hanno bisogno per completare l'acquisizione versando nell'arco di 15 anni una somma di denaro nominale, in conto interessi e capitale, inferiore rispetto al prestito accordato. Non c'è confronto rispetto ad un tradizionale mutuo o a un leasing immobiliare! Ci deve essere un trucco da qualche parte...

Analizzando i dettagli dell'operazione, essa si delinea come una classica forma di 'carry trade'. Infatti la banca erogherà un finanziamento a tasso variabile in franchi svizzeri, che sarà in parte utilizzato per finanziare l'acquisizione, e in parte reinvestito in euro sul lungo termine. Siccome il tasso di interesse sul mercato elvetico è più basso rispetto al tasso in euro, a scadenza emergerà un profitto di arbitraggio legato al differenziale di rendimento, che sarà utilizzato per estinguere il debito.

Molto correttamente i consulenti informano che nell'operazione esistono due rischi: un rischio di tasso di cambio e un rischio di tasso di interesse. Non si può essere infatti certi che il tasso di cambio fra euro e franco svizzero rimanga costante nel tempo (se infatti nel lungo termine il franco si rivaluta rispetto all'euro, il profitto di arbitraggio potrebbe non essere sufficiente per rimborsare il prestito), e non si può essere certi che il tasso di rendimento in euro si manterrà superiore rispetto a quello in franchi svizzeri (in caso di crescita del tasso di interesse svizzero, il profitto di arbitraggio potrebbe essere nullo, o addirittura negativo).

Storicamente sia il tasso di cambio fra le due valute, sia il differenziale di tasso di interesse, è stato abbastanza stabile, ma chi può garantire per il futuro?

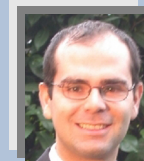
Il 'carry trade' consiste nell'indebitarsi in una valuta di un paese con tassi di interesse contenuti (tipicamente il franco svizzero, o lo yen giapponese) reinvestendo il denaro in attività (il più delle volte titolo di stato) denominate in valute di paesi con tassi di interesse relativamente elevati (tipicamente il dollaro australiano o neozelandese, ma anche il dollaro americano e l'euro fino a qualche mese fa). Solitamente per mettere in atto un'operazione di carry trade vengono scelte monete che godono di un cambio stabile nel tempo, per ridurre il rischio.

Ecco perché il franco svizzero viene in genere privilegiato: la percezione diffusa è infatti quella che il sistema finanziario elvetico è robusto e non ha interesse a favorire rivalutazioni della valuta locale, né un aumento eccessivo dei tassi di interesse. Tuttavia, non va dimenticato che il franco svizzero si è apprezzato del 6% rispetto all'euro negli ultimi 12 mesi, e in misura ancora più significativa rispetto ad altre valute europee meno forti. Ne sanno qualcosa Ungheria e Polonia, la cui crescita fino al 2008 è stata ampiamente finanziata ricorrendo al credito. Poiché in questi paesi gli interessi sono relativamente alti, le famiglie hanno chiesto finanziamenti in valuta straniera a tassi d'interesse più bassi, come appunto il franco svizzero. In compenso i debitori si sono esposti al rischio di cambio, con un aggravio sugli oneri d'interesse e sul rimborso dei prestiti. Per fortuna la decisione della Banca Centrale elvetica del 12 marzo 2009 di evitare un ulteriore apprezzamento del franco sulle altre valute europee ha dato una boccata d'ossigeno ai debitori.

Va da sé che gli imprenditori che fanno ricorso a strutture di 'carry trade' per finanziare i propri progetti di investimento troveranno negli strumenti derivati degli ottimi mezzi per ridurre il rischio al quale si espongono, o per annullarlo del tutto. In particolare attraverso contratti future o forward o opzioni sulle valute è possibile agire sul rischio di tasso di cambio, e attraverso interest rate swap è possibile tutelarsi dal rischio di tasso di interesse.

Siccome però il denaro non è mai gratis, queste operazioni di hedging comporteranno dei costi, tanto più elevati quanto maggiore è il grado di copertura che si vuole ottenere. Sta all'imprenditore scegliere se accettare il brivido del rischio risparmiando denaro oggi al prezzo di eventuali disavventure future, o dormire sonni tranquilli spendendo qualche euro in più.

Giancarlo Giudici



Giancarlo Giudici è professore associato di Finanza Aziendale presso il Politecnico di Milano. E' docente nell'area Finanza e

nell'area Risk Management presso il consorzio MIP - School of Management del Politecnico. E' autore di numerose pubblicazioni nazionali e internazionali sui temi della corporate finance. E' consigliere di amministrazione e membro del comitato esecutivo di Sofia SGR.

STATISTICHE DEL MESE

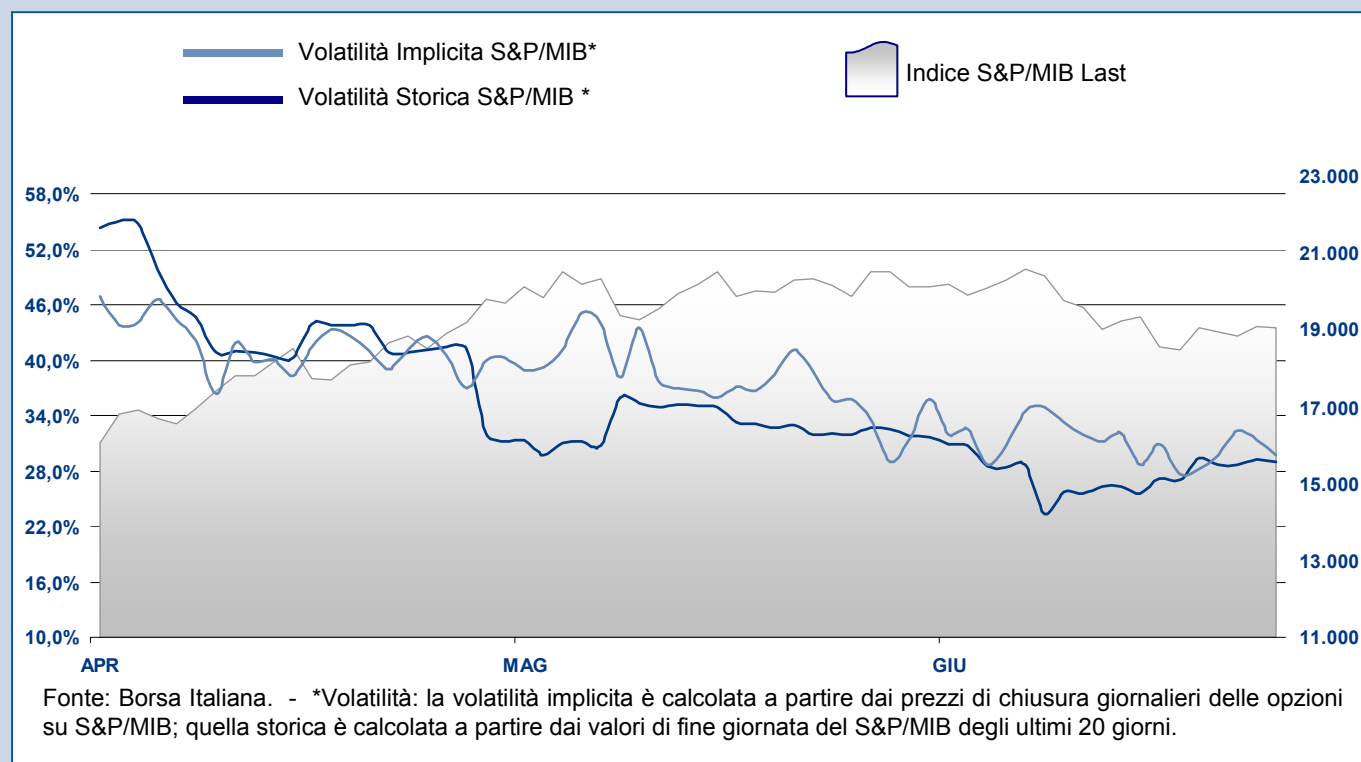
Indicatori Opzioni

SOTTOSTANTE	PERFORMANCE A 1 MESE*	VOLATILITA' 1 MESE*	VOLATILITA' 3 MESI*	VOLUME CALL	VOLUME PUT	PUT/CALL RATIO
A2A	-2,97%	37,02%	30,31%	822	490	0,60
ACEA	-4,64%	20,29%	25,82%	120	89	0,74
ALLEANZA	-5,63%	29,82%	34,34%	1.298	1.025	0,79
ATLANTIA	-4,03%	24,28%	32,85%	2.111	1.969	0,93
AUTOGRILL	-8,01%	28,35%	41,75%	1.251	2.293	1,83
BANCA MONTE PASCHI SIENA	-5,88%	32,28%	37,55%	17.821	5.024	0,28
BANCA POPOLARE MILANO	-12,88%	33,25%	41,74%	10.403	3.347	0,32
BANCO POPOLARE	-10,38%	37,45%	62,96%	9.464	4.685	0,50
BULGARI	-0,69%	34,39%	44,39%	304	279	0,92
BUZZI UNICEM	-0,95%	37,59%	47,08%	237	76	0,32
ENEL	-6,40%	36,40%	33,83%	107.199	124.400	1,16
ENI	-2,00%	19,69%	25,33%	32.515	44.034	1,35
ERG	-5,88%	27,67%	32,36%	288	785	2,73
EXOR	-11,94%	39,73%	57,20%	99	43	0,43
FASTWEB	-5,09%	26,10%	30,65%	-	-	-
FIAT	-6,03%	34,33%	58,46%	103.813	98.619	0,95
FINMECCANICA	0,57%	22,93%	30,34%	1.241	663	0,53
FONDIARIA - SAI	-3,34%	34,06%	45,30%	911	1.230	1,35
GENERALI	-6,25%	27,38%	34,50%	78.005	104.163	1,34
GEOX	-9,68%	25,70%	41,93%	221	74	0,33
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	-21,52%	37,69%	62,15%	39	50	1,28
IMPREGILO	10,93%	31,06%	34,13%	1.622	765	0,47
INTESA SANPAOLO	-9,12%	27,28%	40,21%	64.005	38.184	0,60
INTESA SANPAOLO RSP	-16,05%	30,61%	46,20%	549	82	0,15
ITALCEMENTI	-1,13%	28,27%	31,15%	5.015	4.264	0,85
LOTTOMATICA	-2,98%	40,10%	35,22%	1.484	816	0,55
LUXOTTICA GROUP	0,79%	28,26%	38,45%	283	986	3,48
MEDIASET	-3,78%	21,23%	31,62%	1.264	1.100	0,87
MEDIOBANCA	0,34%	28,40%	36,51%	39.263	8.161	0,21
MEDIOLANUM	9,00%	42,44%	43,39%	1.152	725	0,63
MONDADORI EDITORE	-11,01%	26,52%	38,86%	128	149	1,16
PARMALAT	-1,85%	25,05%	32,72%	13.600	3.487	0,26
PIRELLI & C	-12,07%	45,78%	53,27%	3.220	1.701	0,53
PRYSMIAN	3,61%	45,11%	46,68%	851	10.287	12,09
RCS MEDIAGROUP	-23,26%	38,66%	82,80%	-	-	-
SAIPEM	-3,36%	36,52%	38,83%	3.425	2.938	0,86
SEAT PAGINE GIALLE	-21,58%	40,08%	177,15%	269	62	0,23
SNAM RETE GAS	1,81%	17,50%	48,53%	5.339	7.803	1,46
STMICROELECTRONICS	3,19%	44,23%	49,30%	61.282	55.304	0,90
TELECOM ITALIA	-1,68%	24,24%	33,74%	67.377	71.905	1,07
TELECOM ITALIA RSP	-2,72%	24,99%	35,13%	2.747	1.946	0,71
TENARIS	-9,95%	40,38%	41,85%	1.042	1.219	1,17
TERNA	-8,37%	19,68%	18,29%	1.128	387	0,34
TISCALI	-23,14%	50,99%	74,28%	3.365	756	0,22
UBI BANCA	-4,07%	30,81%	42,00%	1.147	2.417	2,11
UNICREDIT	-1,97%	34,86%	51,10%	134.058	139.860	1,04
UNIPOL	-11,11%	27,32%	42,54%	520	155	0,30
Totale complessivo				782.297	748.797	

Fonte: Borsa Italiana - Dati aggiornati a giugno 2009

* 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



Volumi Prodotti IDEM

Prodotto	N. Contratti	Controvalore (€ml)	N. Contratti media giornaliera	Open Interest
Futures su Indice	475.386	46.346	21.608	34.700
Minifutures su indice	239.541	4.624	10.752	2.320
Opzioni su indice	215.346	10.507	9.788	177.693
IDEM Stock Futures	974.228	2.129	44.283	204.782
Opzioni su azioni	1.531.094	3.756	69.595	3.666.151
Tot. Equity Derivatives	3.432.595	67.362	156.027	4.085.646
Power Futures	400	136	18	744
Totale IDEM	3.432.995	67.498	156.045	4.086.390

Fonte: Borsa Italiana - Dati relativi a giugno 2009

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

- 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...)

Piazza degli Affari, 6
20123 Milano

www.borsaitaliana.it

Gabriele Villa

Derivatives - IDEM
Borsa Italiana - London Stock Exchange Group
Piazza degli Affari, 6
20123 Milano
gabriele.villa@borsaitaliana.it

Melissa De Sanctis

Derivatives - IDEM
Borsa Italiana - London Stock Exchange Group
Piazza degli Affari, 6
20123 Milano
melissa.desanctis@borsaitaliana.it

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, Blt 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.