

Marzo 2009 | Numero 74 | newsletter mensile

IN QUESTO NUMERO

Copertina	Report Future S&P/MIB	1
Prima pagina	News e Calendario Negoziazione	2
Le strategie	Short call calendar spread	3-4
Institutional Investors	La gestione dei rischi di un portafoglio Equity con strumenti derivati: analisi di sensitività e VAR	5-7
Analisi Tecnica	Il Trend: la via dell'analisi tecnica	8-10
Corporate Derivatives	La contabilità dei titoli derivati nei Bilanci delle imprese: avanti in ordine sparso	11-12
Statistiche del mese	Indicatori mercato IDEM	13-14
Contatti		15

PRIMO PIANO

Report Future S&P/MIB

Ultimo mese ancora in fortissima discesa per il future S&PMib (PC: 14150). I corsi si spingono sotto l'area 16000/15700 per poi andare al test dei minimi del 1995 a 12900 e far segnare un nuovo minimo a ridosso delle 12330. Durante l'ultima settimana l'indice mette a segno una reazione tecnica riconquistando le 14300.

Per le prossime sedute: in un'ottica di breve periodo assisteremmo ad un ulteriore segnale di forza solo sopra le 14400/450, evento che aprirebbe le porte alle 14900/15100. Viceversa si avrebbe un primo segnale di ritorno di negatività solo sotto le 13300, evento che permetterebbe un ritorno verso i minimi di area 12600/300.

Un segnale degno di nota per il medio periodo scaturirebbe solo in seguito alla violazione rialzista delle 15200; tale segnale permetterebbe estensione per le 16100/200 prima e le 16800 in seguito.

Ancora molto pericolo in seguito alla violazione dei minimi di area 12300. Tale evento aprirebbe ulteriori ampi spazi di discesa in direzione delle 11350 prima e delle 10500 in seguito.

SUPPORTI: 13800+; 13300++; 12600+; 12300++; 12000+; 11350++; 10500++

RESISTENZE: 14400++; 14900/15100++; 15200++; 15800+; 16100/200++; 16800++

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

EDITORIALE

Cari lettori,

questo mese l'IDEMagazine ripropone la sezione strategie, con l'obiettivo di offrire un'analisi più approfondita dando al lettore un modo per utilizzare le opzioni del mercato IDEM in modo efficiente ed efficace per un trading profittevole. Nello specifico si analizzeranno le caratteristiche della short call calendar spread.

La sezione Institutional Investors affronta un argomento con una maggiore complessità tecnica: la gestione dei rischi di un portafoglio azionario attraverso l'utilizzo di strumenti derivati.

Infine SIAT, con il consueto intervento di analisi tecnica in cui viene affrontato uno dei principi base su cui si fonda tutta la materia: il trend.

Buona lettura!

La redazione di IDEMAGAZINE

Per informazioni:

IDEMagazine@borsaitaliana.it

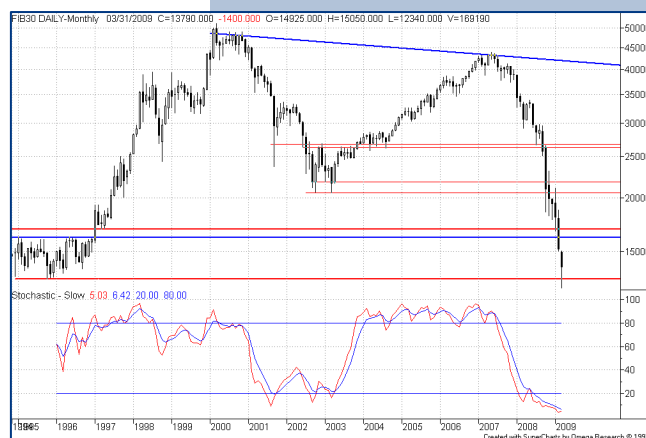


Grafico cadenza mensile

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

News di mercato

Fusione IFIL in IFI che modifica la denominazione in EXOR

Ai sensi delle Istruzioni di Borsa Italiana, si comunica che l'intervento di rettifica ha inciso sul prezzo di esercizio, sul prezzo di chiusura giornaliero e sul lotto oggetto dei contratti di opzione e *futures* su azioni ordinarie IFIL come descritto negli Avvisi di Borsa Italiana n. 2635, n. 2636 e n. 2658 del 26 febbraio 2009. A partire dal 2 marzo 2009 i contratti di nuova generazione hanno un nuovo lotto minimo pari a 100 azioni ordinarie EXOR.

Pagamento di dividendo in nuove azioni Unicredit

Con riferimento all'Avviso di Borsa Italiana n. 17374 del 6 ottobre 2008 relativo al pagamento del dividendo 2008 in nuove azioni Unicredit si comunica che Borsa Italiana applicherà la disciplina prevista per il dividendo ordinario e che pertanto non si procederà ad alcuna rettifica su indice S&P/MIB e sui contratti derivati su azioni Unicredit, salvo per l'importo di dividendo che ecceda il 10% della media dei prezzi ufficiali dell'azione nei cinque giorni di mercato aperto precedenti la data in cui l'organo competente della società approva il progetto di bilancio e formula la proposta di distribuzione del dividendo (art. IA.9.1.7 comma 2 b) e IA.9.1.11 comma 2 b) delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.).

Rettifica opzioni e future su Pagine Gialle

Ai sensi delle Istruzioni di Borsa Italiana, art. IA.9.1.7.1 a) e art. IA.9.1.11.1 a), Borsa Italiana comunica che l'intervento di rettifica ha inciso sul prezzo di esercizio, sul prezzo di chiusura giornaliero e sul lotto oggetto dei contratti di opzione e *future* su azioni ordinarie Seat Pagine Gialle come descritto negli Avvisi di Borsa Italiana n. 1571 e n. 1572 del 4 febbraio 2009. A partire dal 9 febbraio 2009 i contratti di nuova generazione hanno un nuovo lotto minimo pari a 500 azioni ordinarie Seat Pagine Gialle.

Il Calendario di Negoziazione

A marzo saranno 22 i giorni di Borsa aperta. Ad aprile saranno 20 i giorni di Borsa aperta.

I maggiori eventi sul mercato nel mese di Marzo ed Aprile sono:

- 2, 9, 16, 23, 30 marzo e 6, 14, 20, 27 aprile: data stacco;
- 20 marzo: scadenza *futures* su indice, *futures* su azioni e opzioni; revisione/ribilanciamento indici.
- 17 aprile: scadenza *futures* su azioni e opzioni
- 10 e 13 Aprile: Borsa chiusa

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

* DATA STACCO
 ♦ SCADENZA FUTURES SU INDICE
 ▲ SCADENZA FUTURES SU AZIONI E OPZIONI
 ■ REVISIONE/RIBILANCIAMENTO INDICI (S&P/MIB - MIDEX - ALL STARS)
 * GIORNO DI LIQUIDAZIONE PER GLI STRUMENTI NEGOZIATI SUL SEGMENTO EURONOT DEL NOT E SUL SEGMENTO MTA INTERNATIONAL DI MTA

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

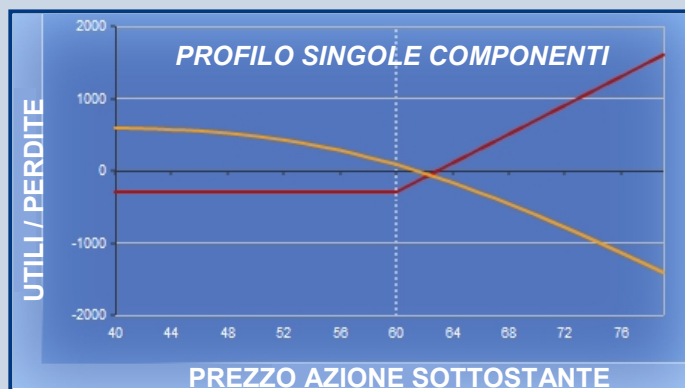
www.borsaitaliana.it

Strategie con le opzioni: SHORT CALL CALENDAR SPREAD

Sintesi

Questa strategia è composta da una opzione *long call* e da una *short call*, quest'ultima con scadenza superiore alla precedente. Può includere opzioni con medesimi *strike*, ed in questo caso parliamo di *spread* orizzontale, oppure opzioni aventi *strike* differenti (*diagonal spread*). Se il prezzo dell'azione rimane costante, la strategia è soggetta al decadimento temporale. Se le azioni sottostanti si muovono bruscamente al rialzo o al ribasso, entrambe le opzioni si muoveranno verso il loro valore intrinseco o zero, garantendo un profitto all'investitore.

- : Pay-off call breve a scadenza
- : Pay-off call lunga prima della scadenza



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

Motivazione

L'investitore utilizza questa strategia per trarre profitto da movimenti repentini del prezzo dell'azione sottostante.

Perdita massima

La massima perdita si verifica se il prezzo del sottostante rimane costante. Se alla prima scadenza il prezzo dell'azione è pari al prezzo *strike* dell'opzione, quest'ultima scadrà senza valore mentre l'opzione a lungo manterrà buona parte del suo valore temporale. In questa situazione la perdita sarà pari al costo di ri-acquisto dell'opzione a lungo meno il premio ricevuto all'apertura della posizione. Se l'opzione a breve scade senza valore e l'investitore non esercita, la strategia diventa una *Naked Call* e la perdita massima potenziale può essere molto più rilevante.



Trend di mercato

L'investitore si aspetta movimenti repentini del prezzo del sottostante oppure una forte contrazione della volatilità implicita durante la vita dell'opzione di breve termine.

Guadagno massimo

Il massimo guadagno si ottiene quando il prezzo del sottostante diminuisce a tal punto da rendere entrambe le opzioni senza valore, o nel caso in cui il prezzo del sottostante cresce fino a che entrambe le opzioni risultano essere *deep-in-the-money* permettendo così di negoziare le opzioni al loro valore intrinseco. In entrambi i casi, il guadagno è pari al premio ricevuto quando la posizione è stata aperta.

Break Even

Poiché le opzioni differiscono nella data di scadenza, il livello di pareggio della strategia è in funzione del prezzo dell'azione sottostante, volatilità implicita e tasso di decadimento temporale.

Impatto tempo

Il trascorrere del tempo, a parità di altre condizioni, ha un impatto fortemente negativo sulla strategia poiché il tasso di decadimento temporale dell'opzione lunga aumenta all'avvicinarsi della scadenza erodendo il valore della *call* a breve più velocemente della *call* a lungo termine.

- : Pay-off opzione a scadenza
- : Pay-off opzione con vita residua 20 gg
- : Pay-off opzione con vita residua 40 gg



Impatto volatilità

Un aumento nella volatilità implicita, a parità di altre condizioni, ha un impatto estremamente negativo sulla strategia. In generale, un'opzione di lungo è più sensibile ai cambiamenti nella volatilità di mercato, per cui la perdita sulla posizione corta sarà superiore al guadagno sulla *call* con scadenza breve.

- : Pay-off opzione - volatilità 15%
- : Pay-off opzione - volatilità 25%
- : Pay-off opzione - volatilità 45%



STRATEGIA APPLICATA

Simuliamo una strategia *Short Call Calendar Spread*:

- Acquisto una opzione *Call* 60 con scadenza aprile 2009;
- Vendita di una opzione *Call* 60 con scadenza settembre 2009;

CALL

- lotto: 100 azioni
- scadenza: aprile '09
- prezzo esercizio: 60 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 2,96 €

CALL

- lotto: 100 azioni
- scadenza: settembre '09
- prezzo esercizio: 60 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 7,02 €

Prezzo del sottostante	Valore Call (Aprile)	Utile/Perdita su Call	Valore Call (Sett)	Utile/Perdita su Call	Utile/Perdita STRATEGIA
30	0	-296	-1	701	405
40	0	-296	-29	673	377
50	0	-296	-200	502	206
60	0	-296	-628	74	-222
70	1.000	704	-1.319	-617	87
80	2.000	1.704	-2.180	-1.478	226
90	3.000	2.704	-3.121	-2.419	285
100	4.000	3.704	-4.100	-3.398	306

Come si può vedere, la strategia fissa un limite massimo alla perdita sostenibile max 222 € pari al costo di riacquisto dell'opzione a lungo meno il premio ricevuto a posizione iniziata. Il guadagno massimo si ottiene invece quando il prezzo del sottostante tende a zero o cresce sensibilmente.

La gestione dei rischi di un portafoglio Equity con strumenti derivati: analisi di sensitività e VAR

Prima parte



La gestione dei rischi: una necessità operativa o solo il frutto di un obbligo normativo?

Iniziamo a parlare di gestione dei rischi ponendoci questo quesito. In genere chi si occupa di gestire i patrimoni non si occupa dei rischi, quasi che a controllare i rischi non debba essere proprio colui che i rischi “li cerca” per arrivare al profitto.

In questo periodo di grave crisi dei mercati i principi si stanno evolvendo, i gestori si stanno orientando sempre più verso stili di gestione “risk based” in cui la componente rischio è addirittura un parametro di cui tener conto nella costruzione dei portafogli; i gestori iniziano a far propri concetti come esposizione al rischio, VaR, stress testing; i risk manager partecipano più attivamente ai comitati di gestione.

Vedremo di seguito prima l'approccio di gestione dei rischi che si sostanzia

nell'analisi di sensitività, passando poi all'approccio legato al calcolo del VaR.

Analisi di sensitività

Gestire i rischi di un portafoglio “Equity” con l'analisi di sensitività è un fatto ormai quasi ordinario: chi utilizza in modo congiunto opzioni e titoli azionari è abituato ad analizzare oltreché l'esposizione anche le greche di portafoglio (in genere visualizzate a livello di singolo sottostante).

Se il portafoglio è costruito di soli strumenti lineari (titoli azionari e futures) l'analisi di sensitività si ferma all'analisi dell'esposizione di portafoglio, generalmente espressa in valuta; la stessa si complica se fanno parte del portafoglio anche strumenti come le opzioni.

Un portafoglio di soli strumenti lineari in data 9 marzo 2009:

Strumento (Azione o future)	Prezzo corrente	Quantità	Divisa	Esposizione divisa origine	Esposizione divisa Output (EUR)
Generali	9,8050	100.000	EUR	980.500,00	980.500,00
Fiat	3,7475	50.000	EUR	187.375,00	187.375,00
Intesa San Paolo	1,3630	100.000	EUR	136.300,00	136.300,00
Unicredit Group	0,7040	200.000	EUR	140.800,00	140.800,00
Eni	12,2700	100.000	EUR	1.227.000,00	1.227.000,00
Enel	3,3175	50.000	EUR	165.875,00	165.875,00
Cisco	14,10	-25.000	USD	-352.500,00	-280.452,00
Microsoft	15,28	-50.000	USD	-764.000,00	-607.845,00
General Electric	7,06	50.000	USD	353.000,00	280.849,70
SPMIBC9	12,415	10	EUR	124.150,00	124.150,00
Totale Esposizione in EUR					+2.354.553,00

Da notare subito è che il concetto di esposizione si adatta benissimo sia ad azioni che a future, mentre il concetto di valore si adatterebbe solo alle azioni (i future non hanno un valore monetario proprio, l'acquisto di un future sull'SPMIB non aumenta il valore di un portafoglio).

In questo caso l'esposizione è stata tradotta in euro (cambio EUR/USD = 1,2569). Il portafoglio è composto sia da titoli dell'area euro che da titoli USA. Se abbiamo bisogno di un valore sintetico di esposizione del portafoglio in Euro è sufficiente convertire nella divisa di Output i valori di ogni strumento.

INSTITUTIONAL INVESTORS

In questo esempio l'esposizione complessiva del portafoglio in euro è pari a 2'354'553,00 al rialzo. Se avessimo ragionato considerando le esposizioni distinte per divisa lo stesso portafoglio avrebbe avuto un'esposizione di 2'962'000,00 EUR al rialzo e un'esposizione di -763'500,00 USD al ribasso.

Le opzioni in portafoglio in data 9 marzo 2009:

La presenza di opzioni su azioni o su indici azionari in portafoglio implica un sensibile ampliamento delle problematiche legate all'analisi di sensitività. E ciò avviene sia perché le opzioni non sono strumenti lineari sia perché sono soggette ad altri fattori di rischio come la volatilità e il tempo.

Il vega esprime il rischio volatilità ovvero il guadagno o la perdita del portafoglio se il mercato resta immobile e la volatilità aumenta dell'1%. Nell'esempio il vega di portafoglio è pari a 282,20 euro: significa che un aumento di 1% della volatilità implicita delle opzioni del portafoglio implicherà un guadagno teorico di 282 euro circa.

Questi ragionamenti sono possibili perché le greche godono della proprietà additiva e, quindi, trasformandole in unità monetaria è possibile sommare le greche di diversi strumenti. A parte il delta e il gamma, le altre greche e la stessa esposizione possono essere sommate anche riferendosi a diversi sottostanti.

Strumento	Prezzo Corrente	Quantità	Divisa	Esposizione	Delta	Theta 1dd	Vega 1%
Generali	9,8050	100.000	EUR	980.500,00			
Fiat	3,7475	50.000	EUR	187.375,00			
Intesa San Paolo	1,3630	100.000	EUR	136.300,00			
Unicredit Group	0,7040	200.000	EUR	140.800,00			
SPMIB CAL13000 mar09	280	10	EUR	111.188,00	0,36	-492,00	202,90
ENI CAL12,5 apr09	0,73	10	EUR	29.795,00	0,49	-63,10	79,30
Totali				140.983,00		-555,10	282,20

Nell'esempio qui sopra abbiamo inserito altri tre campi: il Delta, il Theta 1dd (calcolato su base giornaliera) e il Vega 1% (calcolato su base %).

Il Delta indica a livello puntuale la pendenza dell'esposizione del portafoglio nei confronti del mercato: quanto guadagno/perdo se il mercato sale/scende per minime variazioni?

L'esposizione (chiamata spesso "delta equivalente" o "dollar delta") non è altro che la traduzione in termini monetari del delta. Sono due concetti equivalenti, l'esposizione è un concetto più intuitivo sia per le opzioni su titoli che per le opzioni su indici azionari perché prescinde dal lotto sottostante il contratto di opzione.

Il theta esprime il guadagno o la perdita del portafoglio al passare del tempo se le altre variabili in gioco non cambiano (prezzo di mercato e volatilità). In genere è espresso su base giornaliera o settimanale. Nell'esempio appena riportato il theta a 1 giorno è pari a -555,10 euro: significa che ogni giorno il portafoglio perde 555,10 euro. E questo avviene perché nel complesso le posizioni lunghe in opzioni sono maggiori delle posizioni corte in opzioni.

Riassumiamone il significato:

Greca	Rischio	Derivata	Grado	Significato
Delta	Mercato	Prezzo/spot	1°	Quanto varia il prezzo dell'opzione all'aumento di 1 punto del sottostante
Gamma	Mercato	Prezzo/spot	2°	Quanto varia il delta all'aumento di 1 punto del sottostante
Theta 1dd	Tempo	Prezzo/tempo	1°	Quanto varia il prezzo dell'opzione ogni giorno che passa
Vega 1%	Volatilità	Prezzo/vola	1°	Quanto varia il prezzo dell'opzione per l'aumento di 1 punto % della volatilità
Rho 1%	Tassi interesse	Prezzo/tasso	1°	Quanto varia il prezzo dell'opzione per l'aumento di 1 punto % del tasso risk free

INSTITUTIONAL INVESTORS

Anche in presenza di un portafoglio molto complesso (immaginiamo il portafoglio di un hedge fund con 100 sottostanti differenti e migliaia di opzioni su decine di strike e scadenze diverse) le greche sintetizzano le esposizioni del portafoglio ai vari fattori di rischio. E in questo modo il gestore ha la possibilità di correggere con grande precisione eventuali sovra/sotto esposizioni.

Analisi di scenario.

Grande importanza può assumere nell'analisi di sensitività un'analisi di scenario. Sapere in anticipo quanto possono variare le esposizioni ai vari fattori di rischio

a seguito di movimenti di mercato risulta importante soprattutto per portafogli con posizioni complesse. Alcune strategie sono sostenibili da chi le costruisce solo in situazioni ordinarie ma causano enormi problemi se il mercato si muove in modo anomalo.

Vediamo un esempio:

Strumento	Prezzo Corrente	Quantità	Divisa	Esposizione
SPMIB CAL13000 mar09	280	-10	EUR	-112'882,85
SPMIB PUT12000 mar09	240	-10	EUR	+96'029,58
Totale				-16'853,27

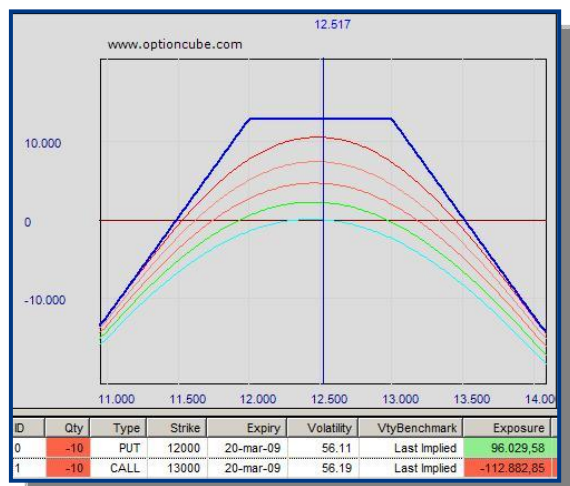


Immagine 1. Short Strangle

Questa strategia presente in portafoglio ha un'esposizione netta di -16'853,27 euro, è leggermente ribassista. Se volessimo neutralizzare l'esposizione basterebbe comprare un MINISP ottenendo un'esposizione vicina a -4'300 euro, prossima allo 0.

Ma cosa avviene se il mercato perde il 15%? Siamo in grado di coprirci ancora di delta?

L'analisi di scenario sull'esposizione dovrebbe rispondere a questa domanda:

exposure scenario values													
Value %	-18	-15	-12	-9	-6	-3	0	3	6	9	12	15	18
Spot Value	10264	10639	11015	11390	11766	12141	12517	12893	13268	13644	14019	14395	14770
Expiry Payoff													
10 - mar - 09	241.788.97	232.943.94	211.098.61	173.699.18	120.812.03	55.505.33	-16.853.27	-90.027.76	-158.432.19	-218.198.17	-267.552.18	-306.572.70	-336.590.50
12 - mar - 09	247.420.25	242.236.13	223.636.28	187.513.82	132.888.73	62.904.01	-15.899.81	-95.574.36	-168.992.64	-231.427.35	-281.069.86	-318.588.41	-346.160.68
14 - mar - 09	252.222.45	251.564.39	237.742.80	204.229.23	148.096.72	72.329.94	-14.873.81	-103.034.65	-182.724.70	-247.966.03	-297.045.81	-331.746.84	-355.671.51
16 - mar - 09	255.489.43	260.073.21	253.460.62	225.101.63	167.983.61	84.719.15	-13.698.99	-113.291.18	-201.304.68	-269.452.03	-316.148.22	-345.572.77	-364.079.29
18 - mar - 09	256.574.86	265.448.19	269.664.93	253.528.16	195.740.17	99.447.41	-11.819.03	-125.600.19	-228.474.37	-300.470.95	-338.845.16	-357.447.88	-368.883.92

Immagine 2. tabella scenari sull'esposizione

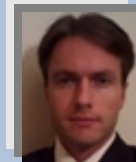
Una tabella come questa indica sull'asse orizzontale la variazione ipotetica del sottostante (l'indice SPMIB in questo caso) e sull'asse verticale le date di calcolo.

L'analisi indica che se il mercato scende del 15% il giorno 18 marzo (ultima riga) avremmo un'esposizione pari a 265'448,2 euro e che quindi per coprirci di delta dovremmo vendere $265'448,2/10640 = 25$ MINISP oppure 5 SPMIB future. Ma avremmo liquidità sufficiente per coprirci? C'è poi da osservare che l'esposizione è legata ai margini di garanzia: se l'esposizione aumenta aumentano anche questi ultimi.

Chi utilizza queste strategie deve sempre porsi il dubbio che non possa più sostenere la strategia non solo per le perdite in corso ma anche per l'impossibilità di mantenerla per i margini richiesti o per lo stress emotivo a cui va incontro.

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.



Il Trend: la via dell'analisi tecnica



L'articolo che state per leggere potrà forse sembrarvi di tipo introduttivo, cioè per chi non ha mai studiato nulla di Analisi Tecnica. In realtà esso rappresenta l'analisi tecnica pura, ovvero i principi di base su cui si fonda tutta la materia. Queste basi sfruttano gli insegnamenti originali del suo fondatore, ovvero Charles Dow, giornalista ed economista che l'ha delineata a cavallo del 20° secolo. Lo scopo dell'analisi tecnica è uno solo: lo studio della tendenza, per fare previsioni e per fare trading.

La tendenza, ahimè, è un carattere assai difficile da studiare, perché, almeno per i mercati finanziari, non è mai ben chiaramente definibile, ma presenta piuttosto un andamento incerto e travagliato, molto spesso ingannevole e, vedremo più avanti, quando diventa troppo evidente inizia ad essere pericolosa. La fortuna dell'analista è che i prezzi, nel loro andamento multiforme, disegnano figure la cui impostazione può essere indicativa. Le figure più semplici ed indicative per definire la tendenza sono i massimi e i minimi. Dal grafico che segue

Da questa osservazione possiamo definire tre tra le più importanti regole fondamentali dell'analisi tecnica e cioè che:

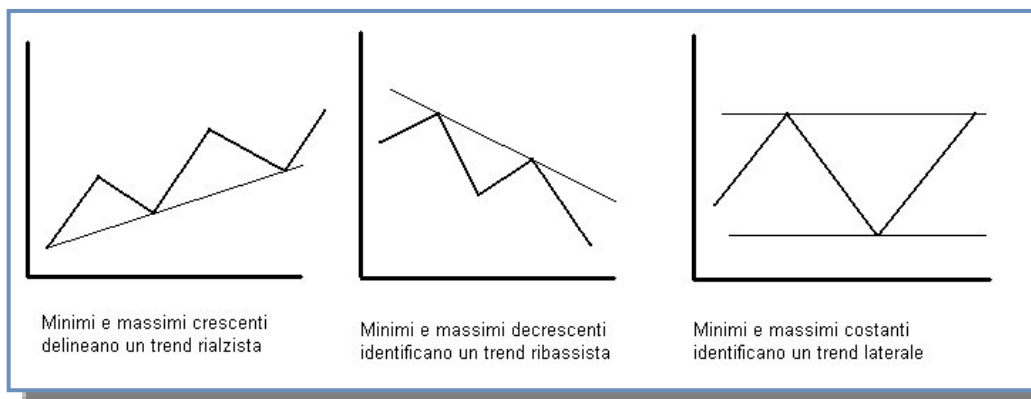
- minimi crescenti indicano una tendenza rialzista
- massimi decrescenti indicano una tendenza ribassista
- massimi sostanzialmente costanti indicano una tendenza laterale

Se congiungiamo con delle linee questi massimi per il mercato ribassista e minimi per quello rialzista otteniamo le cosiddette trendlines o linee di tendenza che, oltre ad identificare i trend, sono importanti perché le loro eventuali perforazioni da parte del mercato indicano un cambiamento di tendenza. Ciò spiega il motivo per il quale le trendline si disegnano utilizzando i minimi per le tendenze rialziste ed i massimi per quelle ribassiste.

Infatti se vengono disegnate in questo modo esse funzionano da supporti per i mercati in rialzo e da resistenze per quelli in ribasso.

Abbiamo introdotto due concetti nuovi, supporto e resistenza. Vediamo allora di capire esattamente di cosa si tratta.

I minimi sono punti in cui il mercato ha rimbalzato. Perché lo ha fatto? Perché a quel prezzo i compratori hanno iniziato a trovare interessante il prezzo ed hanno iniziato ad acquistare.



è facile desumere che il trend rialzista della figura di sinistra è definito da massimi e minimi via via maggiori l'uno rispetto all'altro, nella figura di centro il trend ribassista è evidenziato da massimi e minimi decrescenti, mentre nell'ultima figura a destra incontriamo il cosiddetto sideways o choppy market, il cosiddetto mercato laterale, quello in cui non si formano sostanzialmente nuovi massimi e nuovi minimi, ma si ha un andamento abbastanza ripetitivo e quindi prevedibile del mercato.

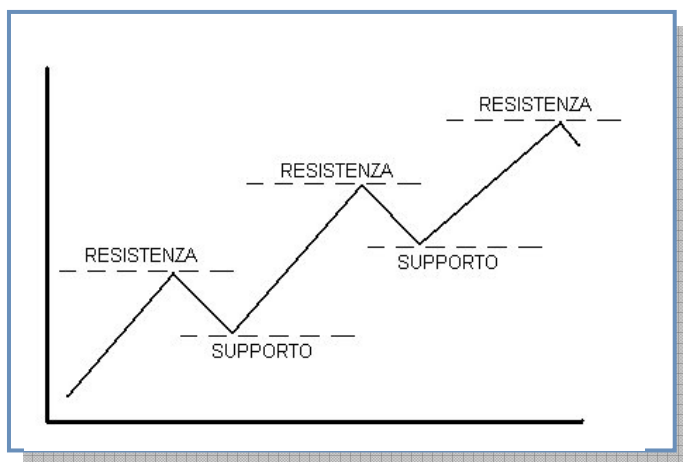
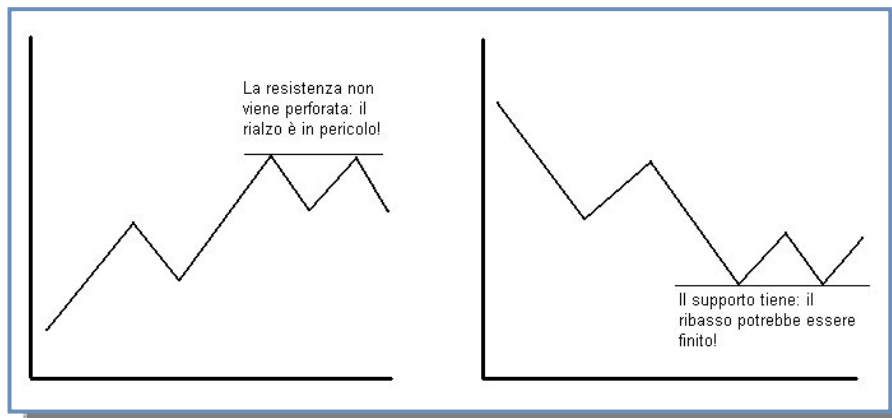
Questi acquisti hanno spinto all'insù il prezzo di mercato e ciò ha destato l'interesse di altri compratori che, con i loro acquisti, hanno spinto ancora più su il prezzo ecc.

Quindi il prezzo minimo, quello che ha scatenato il rimbalzo, ha sostenuto il mercato proprio come un supporto sostiene un oggetto.

ANALISI TECNICA

Ed una resistenza? In questo caso il mercato saliva in continuazione, poi, in corrispondenza di un certo livello di prezzo che costituisce così il massimo, vuoi perché i compratori non sono stati disposti a pagare più di quel prezzo, vuoi perché il massimo è un livello che ha mandato in utile le posizioni di molti che avevano acquistato in precedenza, alimentando così la loro voglia di vendere, il prezzo ha iniziato a scendere innescando altre vendite che lo hanno spinto ancor più giù ecc. In questo caso il massimo ha agito come resistenza ostacolando il mercato. Se rappresentiamo questi ragionamenti con un grafico il quadro diventa del tutto chiaro.

Seguendo quanto rappresentato nel grafico di seguito



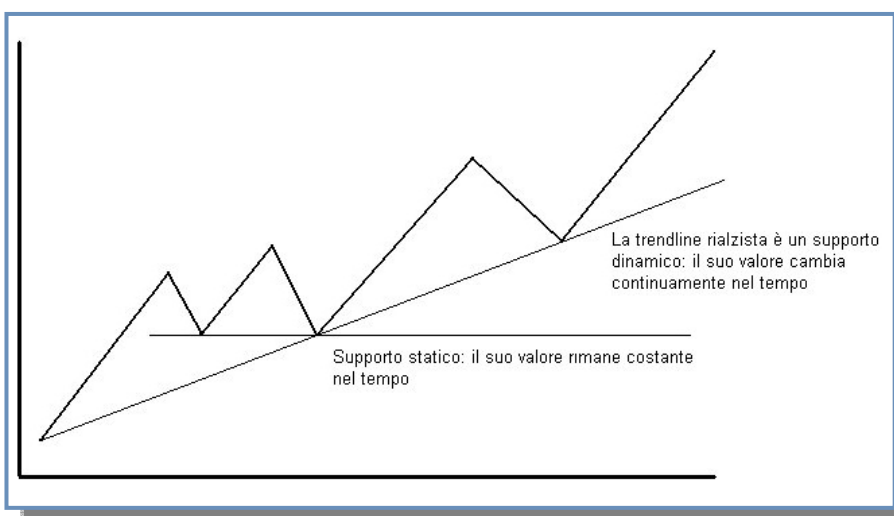
si nota quale sia il valore segnaletico della tenuta di una resistenza e di un supporto. Essi indicano infatti l'inizio di una fase di congestione nella quale il movimento di prezzo si arresta e non riesce a prendere una nuova direzione o a continuare quella precedente. Ciò può dunque essere l'inizio di un'inversione ed infatti i trader più scaltri, in situazioni come questa, per lo meno alleggeriscono le loro posizioni per non essere colti a sorpresa nel caso di inversione del trend.

Una trendline può essere considerata un supporto dal momento che viene tracciata usando i minimi (rialzo) o i massimi (ribasso)? Altroché!

Una trendline non è nient'altro che un supporto od una resistenza dinamica, vale a dire il cui livello varia ogni giorno, mentre un singolo massimo o minimo è una resistenza od un supporto statico, cioè nel tempo presenta sempre lo stesso valore. Un nuovo grafico chiarisce il concetto.

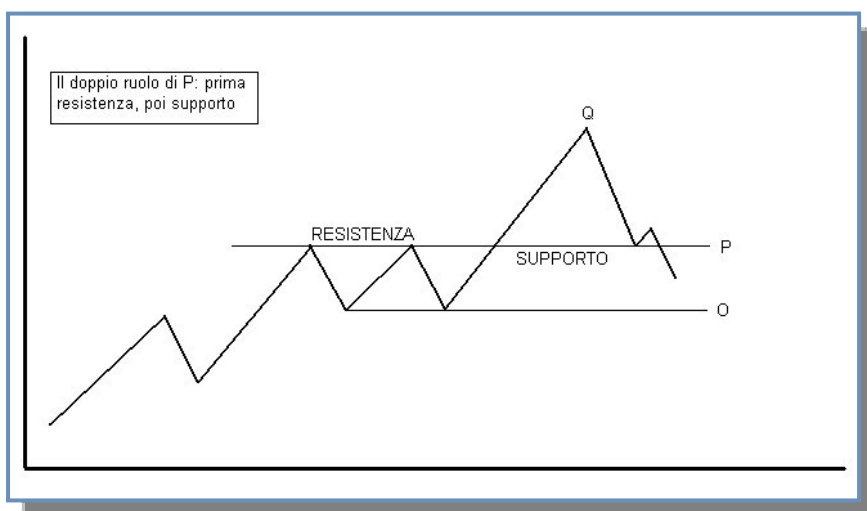
Osservando il grafico viene spontaneo pensare che in un rialzo il mercato sfonda un massimo dopo l'altro, mentre in una fase ribassista il mercato schianta una resistenza dopo l'altra.

A parte la dizione un po' retorica (ma i rialzi ed i ribassi di borsa, specie se violenti, si vivono molto pittorescamente, con tifo calcistico quando i propri titoli salgono e disperazione leopardiana quando si perdono soldi), si nota come un movimento di borsa, tranne quando vengono segnati nuovi massimi o minimi storici, presenta sempre dei livelli di prezzo che sono particolarmente significativi come verifica della forza del trend. Tali livelli sono proprio i supporti e le resistenze. Quando infatti i supporti non cedono in un mercato orso e le resistenze non vengono oltrepassate in un mercato toro ciò deve mettere in allerta coloro che seguono il trend, poiché vi è il rischio che esso stia per cambiare.



Un supporto dinamico è "più tecnico" di uno statico, poiché quest'ultimo è un semplice prezzo che tutti possono ricordare, mentre il primo nasce da un'analisi grafica (il tracciamento di una trendline rialzista) che necessita un minimo di conoscenze tecniche per essere effettuato.

Una volta che supporti e resistenze vengono superati perdono di valore? Niente affatto! Anzi si trasformano l'uno nell'altra, vale a dire (ed è un'altra regola fondamentale dell'analisi tecnica) una volta rotto un supporto diventa resistenza e viceversa ecc. Cerchiamo di capire come ciò avvenga osservando il grafico di seguito. Supponiamo che un certo titolo non abbia mai superato il prezzo indicato nel grafico con P.



Quando siamo al di sotto di esso ed abbiamo il titolo in portafoglio verso che prezzo ha senso iniziare a pensare di vendere? Senz'altro dalle parti di P, perché l'esperienza ci ha insegnato che oltre tale livello il prezzo non sale. Allora vendiamo convinti di aver fatto un grande affare! Peccato che questa volta il prezzo sale oltre (c'è poco da ridere, succede spesso!). Mentre ci mangiamo le mani per la rabbia il prezzo sale fino a Q e poi scende. Pregustando la rivincita, aspettiamo che il prezzo scenda un po' per riacquistare il titolo. Domanda: fin dove a senso aspettare? Risposta: nuovamente fino a P, perché, indipendentemente dalla scaramanzia, P è un prezzo che ha invertito la tendenza di mercato per ben due volte e, quando è stato superato, ha indotto nuovo interesse ed ottimismo per arrivare fino a Q.

Quindi P è un prezzo che funziona da spartiacque, nel senso che prima il mercato non riusciva a superarlo e dunque P funzionava da barriera (resistenza), poi il suo superamento ha dato energia al mercato, perché ha indicato agli operatori che qualcosa era cambiato. Infatti essi ora pensano che il livello di prezzo P in corrispondenza del quale è nato il nuovo ottimismo potrebbe suscitargli un'altra volta e perciò è lecito trattarlo come supporto, cioè come prezzo in corrispondenza del quale può verificarsi un rimbalzo. Allora riacquisteremo dalle parti di P e aspetteremo a vendere dalle parti di Q. Se, dopo aver acquistato il prezzo scendesse nuovamente al di sotto di P dovremmo vendere anche se in perdita (stop loss) per evitare di vedere il prezzo scendere fino ad O con il titolo in portafoglio (dopo di che ciascuno è libero di esprimere la propria rabbia come meglio crede). Ecco dunque a cosa servono supporti e resistenze. Sono simili a delle pietre miliari disposte lungo una strada per consentire l'orientamento, nel nostro caso l'analisi ed il trading.

Massimo Intropido

E' il fondatore di Ricerca Finanza. Classe 1967, laureato in Economia e Commercio all'Università Cattolica di Milano, nel 2003, ha fondato Ricerca Finanza, per portare al mercato finanziario italiano un metodo ed una competenza nuovi, affidabili ed accessibili. E' socio ordinario S.I.A.T. (Società Italiana di Analisi Tecnica), per la quale ha svolto e svolge prestigiosi incarichi e dell'A.I.F. (Associazione Italiana Formatori).



La contabilità dei titoli derivati nei Bilanci delle imprese: avanti in ordine sparso



Difficilmente si poteva immaginare un momento peggiore per l'applicazione dei nuovi ordinamenti contabili internazionali nei bilanci delle imprese.

Obiettivo dei principi IAS/IFRS, oltre che armonizzare le modalità di redazione dei bilanci, è dare maggiore coerenza al rapporto fra valore delle attività iscritte a Bilancio e il valore del patrimonio aziendale. In particolare i principi IAS 32 e IAS 39 introducono una specifica classificazione degli strumenti finanziari, imponendo in alcuni casi la contabilizzazione al 'fair value' corrente di mercato, e mantenendo in altri casi il costo storico di acquisizione. Viene altresì specificato quando imputare eventuali rivalutazioni a riserva di stato patrimoniale, piuttosto che a conto economico.

In queste pagine abbiamo già evidenziato che proprio a causa della pesante crisi finanziaria il comitato IASB (che emana le direttive di applicazione in Europa dei sistemi contabili internazionali IAS) ha emendato lo IAS 39, introducendo deroghe permanenti all'applicazione del 'fair value', per evitare pesanti svalutazioni contabili legate alla caduta dei prezzi di mercato dei titoli finanziari. Il provvedimento consente di riclassificare le attività finanziarie detenute in portafoglio prevedendo la contabilizzazione al costo storico o al costo ammortizzato. Questa deroga non vale però per i derivati. Vediamo quindi quale è lo stato dell'arte in questo specifico ambito.

I principi contabili internazionali prevedono la contabilizzazione immediata a Bilancio dei titoli derivati, alla data di stipula del contratto, e la visualizzazione nell'attivo dello stato patrimoniale, rivoluzionando la sostanziale 'deregulation' che vigeva in precedenza (e vige tuttora per i Bilanci delle società non quotate).

In generale, i derivati possono essere contabilizzati come semplici strumenti finanziari di 'trading' che originano in Bilancio plusvalenze o minusvalenze. Nel contesto in cui l'utilizzo dello strumento derivato è formalmente designato a copertura di uno specifico rischio e tale copertura risulta efficace, è possibile (ma non obbligatorio) applicare invece le regole del cosiddetto 'Hedge Accounting', che prevedono regole contabili differenziate per tipologia di coperture.

Il requisito della 'copertura' deve essere attestato, ben documentato e viene accertato nel momento in cui il fair-value o cash flow attribuito a un derivato compensi, in tutto o in parte, la variazione del fair-value o del cash flow attribuito all'attività sottostante da coprire. Ad esempio, quando in Bilancio compare un credito denominato in valuta estera e contemporaneamente si è assunta una posizione lunga su un derivato nella stessa valuta. Inoltre deve essere possibile verificare e quantificare l'efficacia della copertura, ad esempio attraverso simulazioni, analisi di sensitività, calcolo del VAR (value at risk).

Le modalità di contabilizzazione applicabili sono due: (i) 'fair value hedge', quando il rischio che si vuole coprire riguarda il valore di portafoglio di un'attività o di una passività, come un credito piuttosto che un debito, (ii) 'cash flow hedge', quando invece si desidera coprire il rischio relativo a flussi di cassa positivi o negativi, come costi e ricavi. Un ambito di applicazione del tutto marginale ha invece una terza modalità, ovvero la copertura dell'investimento netto in un'impresa estera.

Adottando il fair-value hedge, gli utili e le perdite legate al derivato vanno rilevati immediatamente nel conto economico. Gli utili e le perdite sulla voce coperta rettificano il valore di iscrizione in bilancio di tale voce e sono rilevati nel conto economico. Applicando invece il cash-flow hedge, gli utili e le perdite legate al derivato vanno rilevati a patrimonio netto. Tali importi dovranno essere stornati e iscritti nel conto economico del periodo in cui contratti e transizioni previste manifesteranno i loro effetti finanziari.

Nell'ambito dell'operazione di copertura, con periodicità almeno pari a quella prevista per la redazione del bilancio, l'azienda deve effettuare opportuni test per verificare che la copertura sia sempre efficace, limitando la volatilità del fair value dell'attività sottostante fra l'80% e il 125% del valore originale. Nel caso in cui i criteri di efficacia non risultino soddisfatti è necessario interrompere la contabilizzazione delle operazioni di copertura.

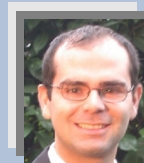
CORPORATE DERIVATIVES

Diverse analisi condotte da esperti di contabilità hanno mostrato quanto l'applicazione dei principi di hedge accounting sia complessa nei fatti soprattutto in ambito bancario, anche a causa della discrezionalità di applicazione. Una ricerca condotta presso la School of Management del Politecnico di Milano evidenzia infatti come molte società quotate – che pure utilizzano titoli derivati per identiche finalità di hedging – abbiano scelto di non utilizzare l'hedge accounting, mentre altre siano andate in direzione opposta.

Si è anche dimostrato che l'applicazione dell'hedge accounting non consente automaticamente una stabilizzazione dei risultati economici d'impresa, anzi a volte la volatilità viene amplificata. Questo perché le imprese in genere non seguono politiche di hedging specifiche per ogni singola posta di bilancio, ma attuano scelte di risk management orientate alla copertura di portafogli costituiti da un insieme variegato di posizioni (lunghe o corte) che non sono invece contemplate nello IAS 39, tanto è vero che di recente sono state introdotte (ulteriori) nuove norme relative al 'macro-hedging' di portafoglio.

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.

**Sergio Ciceri**

Classe 1983, è laureato in Ingegneria Gestionale presso il Politecnico di Milano ed è ora assegnista di ricerca nel gruppo di Finanza Aziendale presso il Politecnico. Svolge attività di ricerca su tematiche relative ai fondi di Private Equity ed è relatore del corso di "Economia ed Organizzazione Aziendale".



STATISTICHE DEL MESE

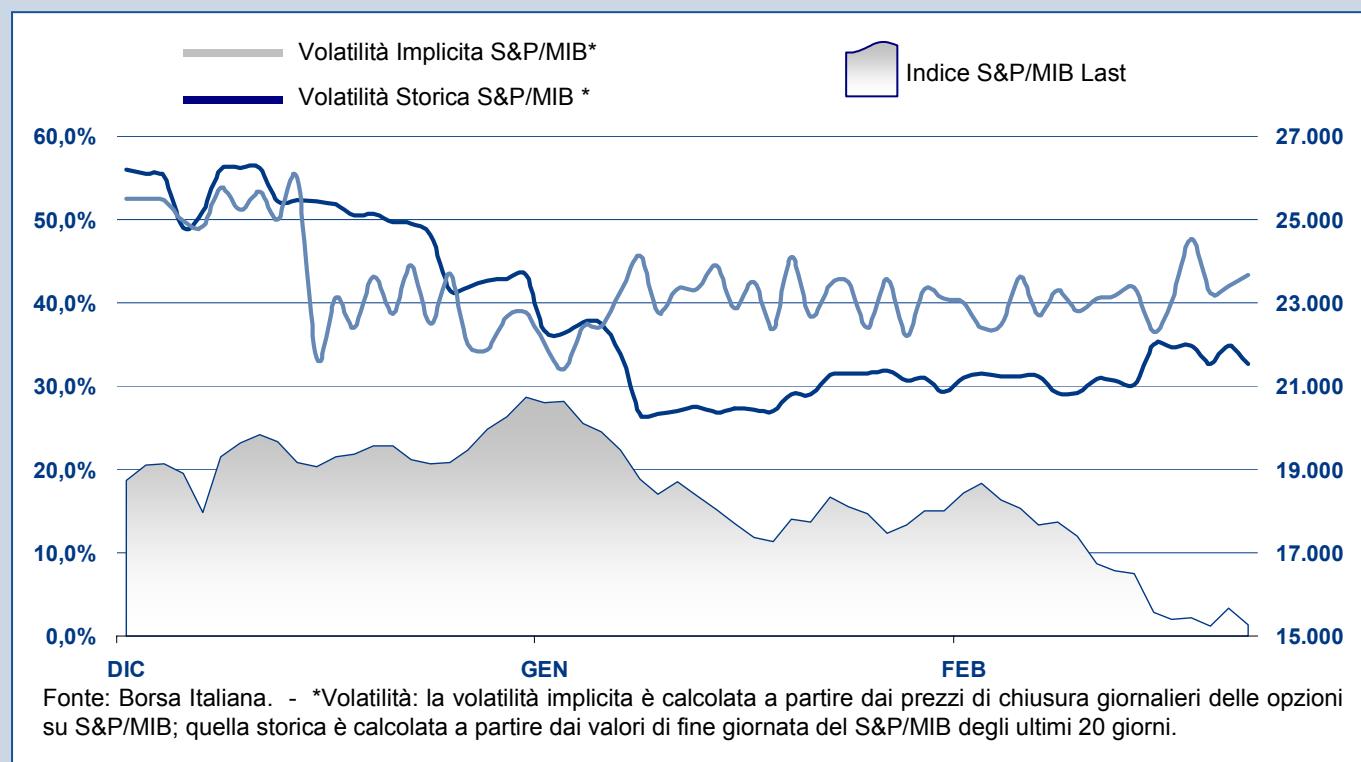
Indicatori Opzioni

SOTTOSTANTE	PERFORMANCE A 1 MESE*	VOLATILITA' 1 MESE*	VOLATILITA' 3 MESI*	VOLUME CALL	VOLUME PUT	PUT/CALL RATIO
A2A	-14,81%	38,03%	41,66%	850	428	0,50
ACEA	3,45%	37,93%	30,74%	290	464	1,60
ALLEANZA	-24,65%	53,82%	42,67%	4.819	4.833	1,00
ATLANTIA	-10,29%	32,94%	32,46%	4.122	524	0,13
AUTOGRILL	-17,82%	40,55%	38,65%	1.469	506	0,34
BANCA MONTE PASCHI SIENA	-14,82%	22,98%	36,59%	50.257	22.149	0,44
BANCA POPOLARE MILANO	-20,55%	32,71%	34,24%	25.563	11.750	0,46
BANCO POPOLARE	-33,37%	46,20%	62,05%	2.367	1.860	0,79
BULGARI	-3,31%	45,19%	41,03%	270	274	1,01
BUZZI UNICEM	-24,31%	37,32%	41,63%	10.914	280	0,03
ENEL	-11,38%	36,67%	36,27%	142.853	130.341	0,91
ENI	-6,18%	29,16%	38,20%	45.228	47.488	1,05
ERG	0,67%	27,46%	34,43%	1.524	1.548	1,02
FASTWEB	-5,40%	30,64%	38,63%	-	-	
FIAT	-4,55%	68,05%	65,71%	109.532	114.989	1,05
FINMECCANICA	-17,37%	36,12%	33,45%	1.718	1.667	0,97
FONDIARIA - SAI	-22,47%	41,27%	42,98%	4.628	260	0,06
GENERALI	-26,65%	38,22%	35,73%	247.590	163.571	0,66
GEOX	4,56%	44,15%	39,43%	185	755	4,08
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	-21,51%	57,61%	52,61%	87	32	0,37
IFIL	-20,94%	57,55%	60,05%	168	65	0,39
IMPREGILO	10,92%	43,04%	40,03%	740	675	0,91
INTESA SANPAOLO	-21,66%	56,04%	55,34%	99.675	69.861	0,70
INTESA SANPAOLO RSP	-24,76%	56,57%	56,15%	567	137	0,24
ITALCEMENTI	-4,22%	46,17%	43,80%	2.185	1.503	0,69
LOTTOMATICA	-11,77%	24,08%	33,83%	741	332	0,45
LUXOTTICA GROUP	-6,46%	33,73%	33,84%	301	1.449	4,81
MEDIASET	-8,56%	30,17%	33,60%	2.290	1.722	0,75
MEDIOBANCA	-11,13%	28,06%	33,35%	51.459	7.607	0,15
MEDIOLANUM	-14,58%	30,97%	24,89%	1.111	1.915	1,72
MONDADORI EDITORE	-29,25%	37,56%	43,26%	133	194	1,46
PARMALAT	16,66%	24,63%	23,30%	13.050	7.383	0,57
PIRELLI & C	-24,26%	47,97%	48,59%	2.985	2.402	0,80
PRYSMIAN	-34,81%	54,08%	56,97%	233	162	0,70
RCS MEDIAGROUP	-21,03%	35,73%	35,02%	-	-	
SAIPEM	1,64%	42,21%	52,28%	2.515	1.331	0,53
SEAT PAGINE GIALLE	-49,02%	357,89%	210,00%	854	1.719	2,01
SNAM RETE GAS	-3,93%	21,13%	23,65%	5.411	6.387	1,18
STMICROELECTRONICS	-14,26%	51,59%	43,27%	22.977	34.240	1,49
TELECOM ITALIA	-0,49%	47,05%	37,99%	66.533	177.061	2,66
TELECOM ITALIA RSP	-2,68%	46,57%	41,58%	4.362	5.933	1,36
TENARIS	-13,22%	52,28%	47,90%	1.346	917	0,68
TERNA	2,01%	17,93%	28,22%	805	1.186	1,47
TISCALI	-15,33%	67,60%	72,63%	435	62	0,14
UBI BANCA	-24,52%	46,98%	41,70%	23.956	11.812	0,49
UNICREDIT	-27,45%	70,69%	63,20%	190.454	138.162	0,73
UNIPOL	-37,30%	35,82%	39,86%	616	201	0,33
Totale complessivo				1.150.168	978.137	

Fonte: Borsa Italiana - Dati aggiornati al 28 febbraio 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	255.170	241.597	12.759	36.595
Minifutures su indice	189.607	3.218	9.480	3.879
Opzioni su indice	188.921	8.146	9.446	178.530
IDEM Stock Futures	56.029	138	2.801	35.931
Opzioni su azioni	2.128.305	4.493	106.415	4.277.394
Tot. Equity Derivatives	2.818.032	37.591	140.902	4.532.329
Power Futures	331	33	17	518
Totale IDEM	2.818.363	37.645	140.918	4.532.847

Fonte: Borsa Italiana - Dati relativi a febbraio 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 Markets
Borsa Italiana - London Stock Exchange Group
Piazza degli Affari, 6
20123 Milano
gabriele.villa@borsaitaliana.it

Melissa De Sanctis

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

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

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

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

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

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

Il marchio 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 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 Borsa Italiana S.p.A. e di London Stock Exchange Group plc.

Il Gruppo promuove e offre i servizi Post Negoziiazione 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.