

Settembre 2009 | Numero 79 | newsletter mensile

IN QUESTO NUMERO

Copertina	Report Future FTSE MIB	1
Prima pagina	News e Calendario Negoziazione	2
Eventi	Trading Online Expo 2009	3
Le strategie	Long Ratio Put Spread	4-5
Institutional Investors	Il Vix	6-8
Analisi Tecnica	Mercanteggiare con le media mobili	9-10
Corporate Derivatives	Quando la tentazione di fare affari coi derivati mette il turbo	11-12
Statistiche del mese	Indicatori mercato IDEM	13-14
Contatti		16

PRIMO PIANO

Report Future FTSE MIB

Ultimi due mesi ancora in deciso recupero per il future FTSE Mib (*) (PC: 23251). I corsi, dall'area **20000**, dove li avevamo lasciati a metà luglio, superano la resistenza di **20500/600** per poi spingersi al test delle **23700**, poco sopra l'obiettivo rialzista indicato, per poi stornare a **22850**.

Per le prossime sedute: sia il trend di breve che quello di medio periodo restano impostati al rialzo. Un primo segnale di indebolimento si avrebbe solo in seguito a discese sotto le **22600/22450**. Tale evento aprirebbe la strada ad una più marcata correzione, che vedrebbe il possibile interessamento della base del canale rialzista di medio periodo, individuabile a ridosso delle **21000/20800**.

Un nuovo segnale di forza si avrebbe sopra alle fascia **23550/700**. In tal caso la forza dell'indice verrebbe confermata, con possibili sviluppi in direzione delle **24350** prima e verso le **26000** in seguito.

In ottica di più lungo respiro, solo indebolimenti (prematuri per il momento) sotto le **21000/20800** intaccherebbero il trend rialzista di medio periodo.

SUPPORTI: 22850/800++; 22600++; 22500/450++; 21950+; 21500++; 21000/20800++

RESISTENZE: 23550+; 23700++; 24200/400++; 25000++; 25500++; 26000/26200++

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

EDITORIALE

Cari lettori,

In questo numero approfondiamo la strategia Long Ratio Put Spread utile per sfruttare il ribasso delle azioni sottostanti e l'aumento della volatilità implicita delle opzioni.

Nella sezione Institutional Investors si parlerà del VIX, l'indice calcolato dalla borsa di Chicago, CBOE, che rappresenta la volatilità attesa dal mercato su un orizzonte temporale di 30 giorni e che ha assunto, nel tempo, rilevanza nel misurare sinteticamente la paura di mercato.

La sezione di Analisi Tecnica propone, infine, lo studio di Guppy, noto trader australiano, il quale utilizzò un gruppo di medie mobili per comprendere se fosse possibile stabilire l'attitudine di un trend che sta iniziando a trasformarsi in un movimento di prezzo sostanzioso oppure no.

Buona lettura!
La redazione di IDEM Magazine

Per informazioni:
IDEMagazine@borsaitaliana.it



Grafico cadenza giornaliera (periodo dicembre 2007- luglio 2009)

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

News di mercato

Aumento di Capitale Mediobanca

Facendo seguito al comunicato di Mediobanca datato 20 settembre 2009, Borsa Italiana informa che, a rettifica di quanto comunicato nell'Avviso 14611 del 18 settembre 2009, effettuerà gli interventi di rettifica su contatti di opzione e futures su azioni Mediobanca (artt. IA.9.1.7, IA.9.11).

K factor Parmalat

Con riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 12554 e 12555 del 3 agosto 2009, si comunica che il coefficiente K per la rettifica dei contratti di opzione e futures su azioni Parmalat è pari a 0,978588. Il lotto rettificato per i contratti di opzione e futures su azioni Parmalat è pari a 1022 azioni.

Le nuove serie di opzioni e futures su azioni Parmalat che sono entrate in negoziazione dal 21 settembre 2009 hanno mantenuto il lotto pari a 1000 azioni.

Raggruppamento su azioni Tiscali

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 incide sul prezzo di esercizio, sul prezzo di chiusura giornaliero e sul lotto oggetto dei contratti di opzione e futures su azioni ordinarie Tiscali come descritto negli Avvisi di Borsa Italiana n. 14167 e n. 14168 del 9 settembre 2009.

A partire dal 14 settembre 2009 i contratti di nuova generazione hanno un nuovo lotto minimo pari a 100 azioni ordinarie Tiscali.

Il Calendario di Negoziazione

A settembre saranno 22 i giorni di Borsa aperta. Ad ottobre saranno 22 i giorni di Borsa aperta.

I maggiori eventi sul mercato nel mese di settembre e ottobre sono:

- 7, 14, 21, 28 settembre e 5, 12, 19, 26 ottobre: data stacco;
- 18 settembre: scadenza futures su azioni, futures su indice e opzioni
- 16 ottobre: scadenza futures su azioni e opzioni

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	
			1	2	3	4				1							1	2	3	4	5
5*	6	7	8	9	10	11	2*	3	4	5	6	7	8	9*	10	11	12	13	14	15	16
12*	13	14	15	16*	17	18	16*	17	18	19	20*	21	22	23*	24	25	26	27*	28	29	30
19*	20	21	22	23	24	25	23*	24	25	26	27	28	29	30*	31						
26*	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	
			1	2	3		1*	2	3	4	5						1	2			
4*	5	6	7	8	9	10	8*	9	10	11	12	13	14	13*	14	15	16	17	18	19	
11*	12	13	14	15*	16	17	15*	16	17	18	19*	20	21	19*	20	21	22	23	24	25	
18*	19	20	21	22	23	24	22*	23	24	25	26	27	28	26*	27	28	29	30	31*		
25*	26	27	28	29	30	31	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	
			1	2	3	4				1	2	3	4				1	2	3	4	5
7*	8	9	10	11	12	13	5*	6	7	8	9	10	11	9*	10	11	12	13	14	15	16
14*	15	16	17	18*	19	20	12*	13	14	15	16	17	18	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	
28*	29	30					26*	27	28	29	30	31		23*	24	25	26	27	28	29	

* DATA STACCO
 * SCADENZA FUTURES SU INDICE
 * SCADENZA FUTURES SU AZIONI E OPZIONI
 * REVISIONE IN LANCIAMENTO: INDI - SP-FAIR - MIDEX - ALL STARS
 * GIORNO DI LIQUIDAZIONE PER GLI STRUMENTI NEGOZIATI SUL SEGMENTO EURONOT DEL NOT E SUL SEGMENTO MTA INTERNATIONAL DI MTA
 www.borsaitaliana.it

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



Non fare l'orso, insegui il toro.

Vieni alla 7° edizione della
TRADING ONLINE EXPO 2009

Milano, 29 e 30 ottobre 2009

Palazzo Mezzanotte
Congress and Training Centre

INFORMAZIONI

 **Borsa Italiana**
London Stock Exchange Group

Arriva la settima edizione della Trading Online Expo

Non perdere l'occasione di incontrare i maggiori trader del mercato italiano e parlare direttamente con il tuo broker.

Novità

Esprimi la tua opinione sull'evento e suggerisci gli argomenti da inserire all'interno del programma formativo della nuova edizione: compila il nostro breve sondaggio

Strategie con le opzioni: LONG RATIO PUT SPREAD

Sintesi

Questa strategia è composta di una opzione *short put* e due *long put* con la stessa scadenza ma *strike* più basso. Può essere considerata una combinazione di una *Bull Put Spread* ed una *long put* dove lo *strike* della *long put* è uguale allo *strike* minore della *Bull Put Spread*. Il concetto base è che il delta totale delle due *long put* è approssimativamente uguale al delta della singola *short put*. Se il sottostante registra movimenti minimi nel prezzo, il cambiamento nel valore della posizione dell'opzione sarà limitato. Ma se il delta totale delle due *long put* decresce in modo consistente, la strategia si comporta come una posizione *short* su *stock*.

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

Motivazione

L'investitore utilizza questa strategia per ottenere profitto dal movimento al ribasso nel prezzo dell'azione, sostenendo un costo iniziale minimo.

Perdita massima

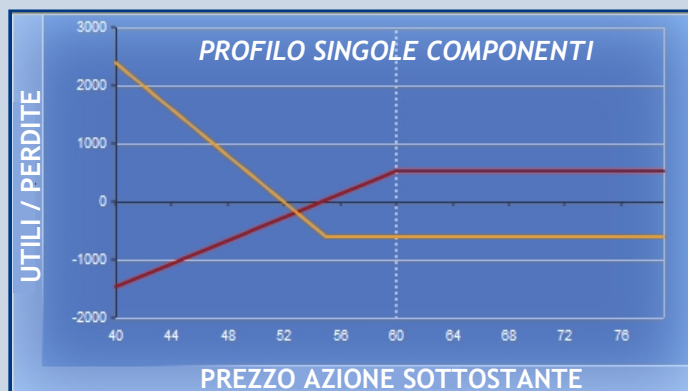
Alla scadenza, la massima perdita si ottiene quando il prezzo dell'azione è pari allo *strike* più basso. In questo caso, le due *long put* scadono senza valore e la *short put* risulta *in-the-money*. La perdita è quindi *in-the-money* di un ammontare pari alla differenza tra i prezzi *strike* più il debito pagato (o meno il credito ricevuto) quando la posizione è stata aperta.

Break Even

Consideriamo l'opzione a scadenza: al di sopra dello *strike* maggiore entrambe le opzioni sono senza valore; quando il prezzo dell'azione scende al di sotto dello *strike* più alto, la *short put* risulta *in-the-money* e crea una perdita. Se l'azione scende al di sotto dello *strike* più basso, la *long put* risulta *in-the-money* e inizia a coprire le perdite; quando l'azione è inferiore allo *strike* più basso della differenza tra i due *strike*, le perdite sono coperte. Per raggiungere il pareggio completo l'azione ha bisogno di rimanere al di sotto dell'ammontare del debito (o al di sopra dell'ammontare del credito).

$Break\ Even = s - p$

dove: s = *strike* maggiore, p = premio ricevuto.



I grafici riportati, che hanno solamente una finalità esemplificativa, si riferiscono all'acquisto di due opzioni put con strike price pari a €55, con contemporanea vendita di un'opzione put ad un prezzo di €60.

Trend di mercato

L'investitore si aspetta un deprezzamento del sottostante o un movimento marcato al rialzo della volatilità implicita durante la vita delle opzioni.

Guadagno massimo

Il massimo guadagno si ottiene quando l'azione sottostante assume valore nullo. Se la strategia è analizzata come una combinazione di una *bull put spread* e una *long put*, quando tutte le opzioni risultano *deep in-the-money*, la *bull put spread* ha un valore negativo uguale alla differenza tra gli *strike*, e la *long put* ha un valore positivo uguale alla differenza tra il prezzo dell'azione e il prezzo *strike* più basso.



Impatto tempo

Il trascorrere del tempo, a parità di altre condizioni, avrà un effetto negativo sulla strategia. Tuttavia, il limite a cui le opzioni sono *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 al passare del tempo. L'investitore dovrebbe analizzare ogni opzione che compone la strategia per determinare quale sarà l'effetto di 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 della volatilità implicita, a parità di altre condizioni, avrà un impatto altamente positivo sulla strategia. La combinazione dei vega delle due *put* sarà più grande di quella di una singola *short put*. Tuttavia, il limite a cui le opzioni sono *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. L'investitore dovrebbe verificare tutta la strategia usando un modello teorico.

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



STRATEGIA APPLICATA

Simuliamo una strategia *Long Ratio Put Spread*:

- Vendita di una opzione *Put* 60;
- Acquisto di due opzioni *Put* 55;

PUT

- lotto: 100 azioni
- scadenza: ottobre 2009
- prezzo esercizio: 60 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 4,75 €

PUT

- lotto: 100 azioni
- scadenza: ottobre 2009
- prezzo esercizio: 55 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 2,57€

Prezzo del sottostante	Valore Put (60)	Utile/Perdita su Put	Valore Put (55)	Utile/Perdita su Put	Utile/Perdita STRATEGIA
30	-3.000	-2.525	5.000	4.486	1.961
40	-2.000	-1.525	3.000	2.486	961
50	-1.000	-525	1.000	486	-39
55	-500	-25	0	-514	-539
60	0	475	0	-514	-39
70	0	475	0	-514	-39
80	0	475	0	-514	-39
90	0	475	0	-514	-39

Come si può vedere, la strategia fissa un limite massimo alla perdita sostenibile (max 539 €, pari alla differenza tra i due prezzi *strike* più il debito pagato o meno il credito ricevuto all'apertura della posizione); il guadagno potenziale è invece illimitato.

Il Vix

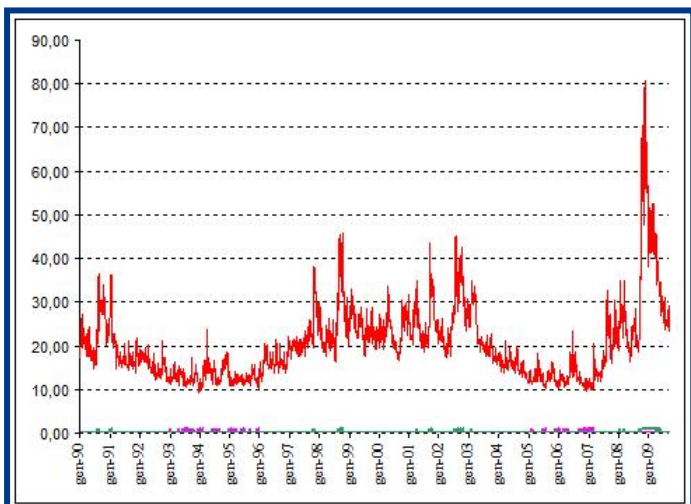


Nel 1993 il Chicago Board Options Exchange (CBOE) introduce l'indice VIX, un indice di volatilità che rappresenta la volatilità attesa dal mercato su un orizzonte temporale di 30 giorni. Nella sua formulazione originaria il Vix è calcolato come media della volatilità implicita delle opzioni At the Money dell'indice S&P100 con una vita residua media di 30 giorni. La volatilità implicita è calcolata col modello di Black e Scholes e vengono considerate le opzioni CALL e PUT delle prime due scadenze quotate.

Dal 2003 il CBOE decide di cambiare: non più le opzioni sull'indice S&P100 in favore delle opzioni sull'indice S&P500. Ma l'innovazione maggiore è nelle modalità di calcolo del VIX: il nuovo algoritmo prescinde dai modelli di pricing (era utilizzato il modello di Black e Scholes) e calcola la volatilità non solo dalle opzioni At the Money ma anche dalle opzioni Out of the Money, seppur dando un peso differente a queste ultime.

Un motivo per cui il Vix ha assunto un'importanza sempre crescente risiede nella sua capacità di rappresentare sinteticamente la paura del mercato: maggiore è il Vix e maggiore è il timore del mercato verso un prossimo ribasso dei corsi. Tuttavia valori alti del Vix spesso si notano quando la tendenza del mercato è già al ribasso o, addirittura, quando il ribasso è quasi al termine. I "contrarians", ad esempio, utilizzano il Vix per cogliere gli eccessi di ottimismo e pessimismo, rispettivamente quando il Vix presenta valori troppo bassi o troppo alti; quando il Vix assumerà valori troppo alti la logica *contrarian* attenderà un'inversione rialzista, viceversa attenderà un'inversione ribassista con il Vix a livelli troppo bassi.

Grafico 1



Il problema quindi è nel qualificare come alto o basso un certo valore del Vix. Per farlo è opportuno analizzare i livelli che il Vix ha assunto negli ultimi anni. Un metodo certamente intuitivo è il calcolo dei percentili, ordinando in senso crescente tutti i valori storici del Vix e trovando alcuni valori al di sotto dei quali si sono verificati il 5% delle osservazioni dello stesso Vix, il 50% e così via. Il 50° percentile coincide con la mediana.

Tabella 1

Anno	Numero di osservazioni	Percentili		
		5,00%	50,00%	95,00%
Intero periodo	5782	11,6	19,01	34,35
1986	252	16,92	19,25	24,24
1987	253	16,64	22,66	54,11
1988	253	17,44	24,06	36,16
1989	252	15,51	17,3	22,59
1990	253	16,55	21,16	30,49
1991	251	14,99	17,29	24,46
1992	254	12,18	14,76	17,96
1993	251	10,43	12,27	14,38
1994	252	10,26	12,8	16,07
1995	252	10,71	12,29	14,15
1996	254	13,43	16,78	20,45
1997	253	19,92	22,2	30,36
1998	252	18,06	22,61	41,49
1999	252	19,7	24,29	30,34
2000	252	19,67	24,89	31,5
2001	248	21,8	26,24	36,34
2002	250	19,79	29,19	43,89
2003	252	16,45	21,21	35,8
2004	252	12,63	15,32	18,91
2005	252	10,75	12,52	15,58
2006	251	10,52	12	17,73
2007	251	10,34	16,33	26,48
2008	240	19,64	23,79	67,7

INSTITUTIONAL INVESTORS

Dalla tabella 1 si può notare che nel 2008 su 240 osservazioni del Vix solo il 5% di quelle ha assunto valori inferiori a 19,64, il 50% ha assunto valori inferiori a 23,79 e solo il 5% ha assunto valori superiori a 67,7.

Analizzando un altro anno di crisi dei mercati, il 1987, si può notare che solo il 5% delle osservazioni ha assunto valori inferiori a 16,64, il 50% ha assunto valori inferiori a 22,66 e solo il 5% ha assunto valori superiori a 54,11.

Considerando l'intero periodo di questa analisi (22 anni di storia del Vix), solo il 5% delle osservazioni ha assunto valori inferiori a 11,6 , il 50% ha assunto valori inferiori a 19,01 e solo il 5% ha assunto valori superiori a 34,35. Nel seguente esempio proviamo a verificare se è possibile valutare velocemente un certo valore del Vix grazie ai dati della tabella 1.

Esempio 1.

Si consideri il giorno 15 settembre 2009 al termine del quale il Vix assume un valore di chiusura pari a 23,42.

Considerando l'anno 2008 si noti che il valore attuale risulta molto vicino alla mediana (il 50° percentile) pari a 23,79. Considerando l'intero periodo di 22 anni il valore attuale si avvicina anche alla mediana di quest'ultimo pari a 19,01 (che sia un valore "medio" lo si intuisce anche "ad occhio" dal grafico 1 che presenta gli ultimi 19 anni di Vix). Considerando, invece, l'anno 2009 (Grafico 2) il Vix attuale risulta assai basso: coincide col 2° percentile ossia il 98% dei valori del Vix registrati nel 2009 sono maggiori del valore attuale.



Grafico 2

L'esempio apportato dimostra che lo stesso valore può sembrare alto o basso a seconda del periodo considerato come riferimento. È da notare, tuttavia, che considerare dei valori come "estremi" è corretto se si ipotizza un ritorno alla media (la cosiddetta *mean reversion*) della volatilità.

Diversamente, ad esempio per un titolo azionario, non si può parlare di valori "estremi".

Il ritorno alla media è un fenomeno che si verifica soprattutto nel medio-lungo termine, motivo per cui è corretto utilizzare il metodo dei percentili andando indietro nel passato di un periodo abbastanza ampio: il valore attuale non va confrontato con la mediana a breve termine (il 2009 nel nostro esempio) ma, eventualmente, con la mediana de decennio o del ventennio precedente.

La persistenza dei valori oltre i livelli estremi.

Dalla tabella 1 si evidenziano, anno per anno, il 5° e il 95° percentile, livelli oltre i quali i valori possono intuitivamente considerarsi estremi.

Ma quanto persistono i valori estremi? Di seguito si cerca di evidenziare quanto il Vix "resiste" al di sotto del 5° percentile (Vix pari a 11,6%) o al di sopra del 95° percentile (Vix pari a 34,35%) individuando i periodi in cui ciò è avvenuto dal 1986 in poi.

Valore estremi elevati (al di sopra del 95° percentile)

Inizio periodo	Fine periodo	Giorni consecutivi*
24 settembre 2008	5 maggio 2009	154
16 ottobre 1987	22 dicembre 1987	47
27 agosto 1998	16 ottobre 1998	36
3 settembre 2002	16 ottobre 2002	32
8 gennaio 1988	8 febbraio 1988	22

Valore estremi bassi (al di sotto del 5° percentile)

Inizio periodo	Fine periodo	Giorni consecutivi*
12 gennaio 2007	26 febbraio 2007	30
20 ottobre 2006	27 novembre 2006	26

In quest'ultimo ventennio, considerando i periodi di eccessiva paura (o pessimismo) quelli con valori del Vix molto elevati per più di 20 giorni consecutivi e periodi di

* nel computo sono stati considerati anche periodi in cui per un solo giorno il valore ritornava entro il valore di soglia. I giorni considerati sono di Borsa aperta.

INSTITUTIONAL INVESTORS

grande ottimismo quelli con valori del Vix molto bassi per più di 20 giorni consecutivi, si può notare come siano stati più frequenti i primi.

Notiamo, inoltre, che il forte pessimismo dei mercati del 2008-2009 sia durata il triplo di quanto avvenuto nel 1987. Il Vix attuale è ritornato ai livelli medi come detto sopra, dimostrando che la grande paura, per il momento, è passata.

Il significato previsivo del Vix.

Un altro motivo per cui il Vix risulta molto popolare è la sua capacità previsiva riguardo ai movimenti del sottostante. Alcune analisi empiriche (si veda per dettagli Whaley, Robert E., Understanding VIX, November 6, 2008) dimostrano che il Vix è un buon previsore per i movimenti futuri del sottostante.

Conoscere a priori l'andamento della volatilità del sottostante può essere determinante per il successo di varie strategie operative. Si pensi, ad esempio a chi specula direttamente sulla volatilità vendendo opzioni sugli indici azionari allo scoperto (CALL e PUT) e cercando di coprirsi dal rischio direzionale.

Altro aspetto d'interesse è la correlazione inversa fra il Vix e l'indice S&P500: osservando un grafico sovrapposto dell'indice S&P500 e del Vix (Grafico 3) appare evidente che il Vix (linea rossa con asse delle ordinate a sinistra) tende a salire quando l'indice S&P500 (linea blu con asse delle ordinate a destra) scende e viceversa. Prevedere quindi la direzione futura del Vix potrebbe aiutare a prevedere la direzione dell'indice S&P500: in previsione di una volatilità in diminuzione i corsi dovrebbero salire e viceversa.

Tuttavia non sempre la correlazione inversa fra volatilità e prezzi di mercato si verifica (soprattutto sui singoli titoli azionari può essere positiva) e, anche per gli indici, a volte si verificano lunghi periodi in cui tale correlazione diventa addirittura positiva. La correlazione negativa si accentua nei periodi di "panico" in cui la paura dell'investitore cresce (si vedano nel grafico 3 i due picchi al rialzo del Vix nel 2001 e nel 2002 e quello del 2008-2009); la correlazione negativa diminuisce, invece, in periodi prolungati di rialzo come quello dal 2003 al 2007.

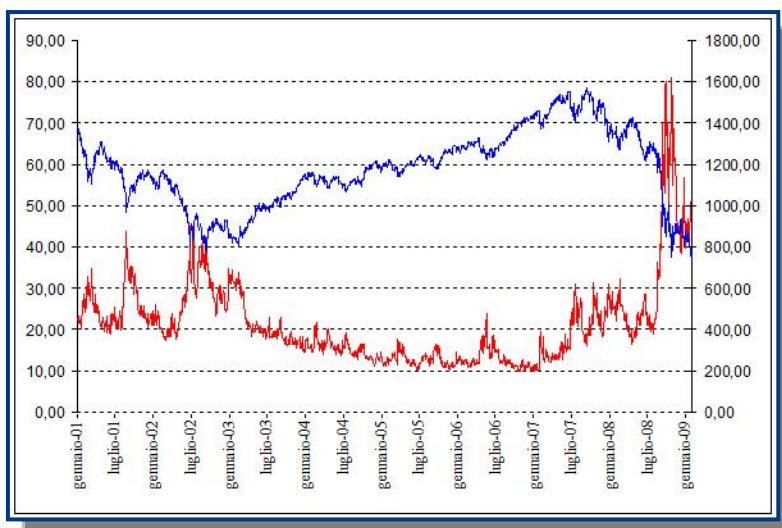
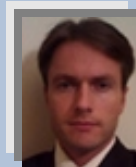


Grafico 3

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.

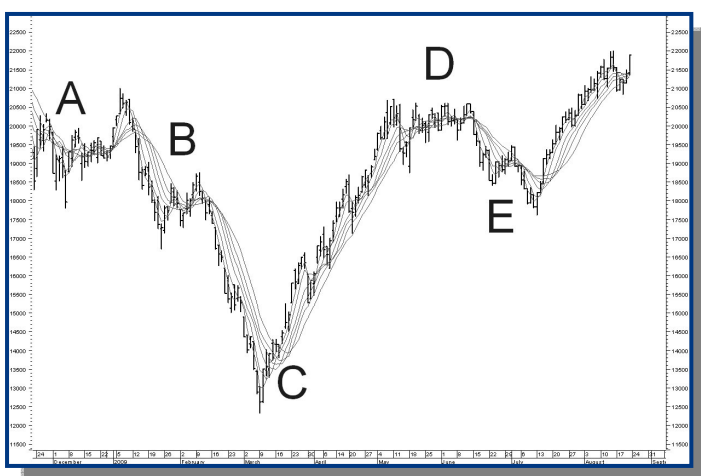
Mercanteggiare con le media mobili



È possibile mercanteggiare con l'analisi tecnica? Secondo Daryl Guppy, simpatico e famoso trader australiano, autore di "Market Trading Tactics" (tradotto in italiano con il titolo di "Lo specialista del trading", edizioni Trading Library), anche se non è raccomandabile!

Guppy si pone il problema dell'attendibilità di segnali di analisi tecnica forniti dai più famosi indicatori. In particolare si domanda se sia possibile stabilire l'attitudine di un trend che sta iniziando a trasformarsi in un movimento di prezzo sostanzioso oppure no. Guppy paragona le borse ai mercatini che si trovano nelle isole turistiche, nei quali gli acquisti non avvengono ad un prezzo fissato, ma piuttosto dopo trattative che possono essere anche lunghe e che generano molti prezzi diversi, anche se di poco, per lo stesso bene, a causa della differente attitudine alla trattativa commerciale da parte dei vari turisti che acquistano. Secondo Guppy, quindi, ogni equilibrio che si crea sui mercati finanziari è decisamente instabile. Ogni fase di stabilità è solo temporanea ed apparente e precede importanti movimenti di prezzo.

Lo strumento che Guppy decide di utilizzare per capire se il mercato stia "mercanteggiando" oppure se vi è un forte accordo su un valore via via crescente o decrescente di un titolo è la media mobile, anzi, un gruppo di medie mobili, come quello raffigurato nel grafico successivo.

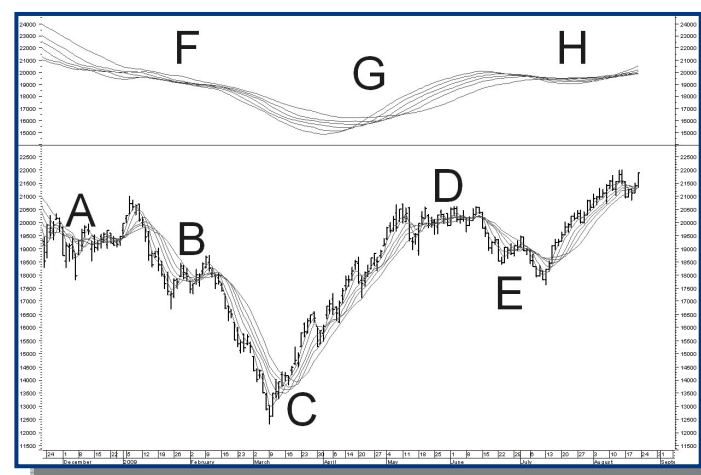


Si tratta del nostro indice FTSE MIB, sul quale sono state tracciate sei medie mobili calcolate secondo il metodo proposto dallo stesso Guppy, ovvero a 3, 5, 8, 10, 12 e 15 giorni.

Le zone che abbiamo contraddistinto con le lettere da "A" ad "E" rappresentano fasi di congestione, durante i quali le diverse medie mobili si sovrappongono e si compattano.

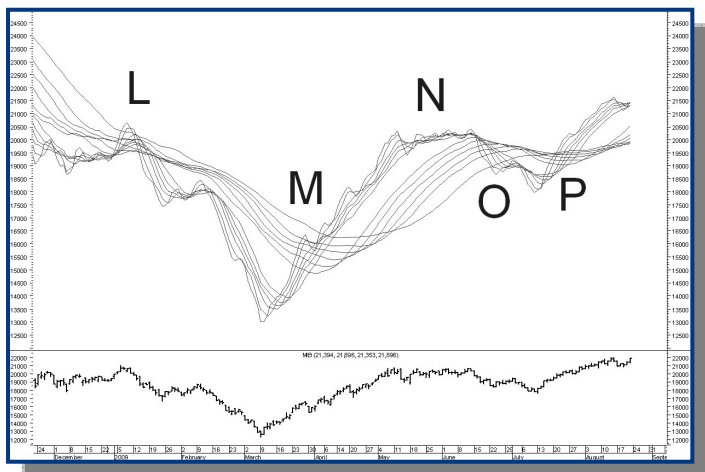
Quando invece accade qualche cosa che muta in maniera continuativa la percezione del valore dell'indice, in altre parole quando inizia e rimane attivo un trend, le sei medie mobili si distendono come righe di un quaderno e non tornano mai su sé stesse, segnalando che non vi è in atto un mercanteggiamento, cioè un'oscillazione del prezzo tra il valore di oggi e quello degli giorni precedenti, ma è iniziato un fenomeno di variazione collettiva della valutazione del valore. Ebbene, quest'ultima circostanza è proprio quella preferita da un trader, perché è durante queste fasi che il prezzo muta in maniera sufficientemente ampia e regolare da riuscire a generare un profitto, sia esso al rialzo o al ribasso.

Lo stesso ragionamento può essere effettuato anche su un orizzonte temporale di più lungo periodo. In questo caso Guppy utilizza un altro fascio di sei medie mobili, rispettivamente a 30, 35, 40, 45, 50 e 60 giorni. Sovrapponiamo questi indicatori ai precedenti nel grafico 2 qui sotto.



Valgono ancora le stesse considerazioni fatte a proposito delle medie più veloci, ovvero nelle zone "F", "G" ed "H" via un sostanziale accordo di lungo periodo tra compratori e venditori (mercanteggiamento) laddove gli operatori di breve periodo potrebbero invece vedere qualche cambiamento di prezzo che, secondo la loro ottica, può essere definito come repentino (si noti come la zona di equilibrio di lungo periodo "F" non tiene conto dei due tentativi di trend esistenti tra le zone "A" e "B").

Se si sovrappongono i due fasci di medie mobili si ottiene un indicatore composito decisamente singolare ma affascinante, il cosiddetto "MMA" di Guppy.



Ai lettori almeno quarantenni quest'incrocio di linee sinusoidali non può non ricordare i complicati ed eleganti intrichi di onde che componevano le vecchie sigle di inizio e fine programmi della RAI, ai tempi delle trasmissioni in bianco e nero. Fatto questo excursus nostalgico vediamo come Guppy interpreta il suo indicatore:

- Le fasi in cui entrambi i fasci di medie mobili sono ben distesi ed orientati nella stessa direzione rappresentano quelli di importante svolta dei mercati, cioè quelli in cui non vi è equilibrio stabile né nel breve periodo, né nel lungo (questi sono i concetti di breve e lungo periodo di Guppy. Quelli di altri investitori possono essere differenti).
- Le fasi in cui i due gruppi di medie si incrociano tra di loro (come ad esempio nella zona "M") rappresentano momenti in cui il forte disequilibrio di breve periodo rischia di trasferirsi anche sul lungo periodo.
- Le fasi in cui i due gruppi di medie mobili si accavallano tra di loro ed al loro interno (zona "L") rappresentano, sempre secondo Guppy, una fase di "massimo mercanteggiamento", ovvero di sostanziale accordo sul prezzo tra gli operatori di lungo periodo e quelle di breve.
- Le fasi in cui appare mercanteggiamento dopo un trend nel breve periodo ed al di sopra di una tendenza ancora ben distesa nel lungo periodo (come nella zona "N") sono periodi in cui la mancanza di spunti nel breve periodo rischia di interrompere anche la tendenza di lungo.
- Le fasi in cui le medie di breve si allungano allontanandosi molto rapidamente da quelle di lungo che sono invece intricate (zona "P") sono i momenti che il trader non dovrebbe lasciarsi sfuggire, ovvero quelli in cui può avere inizio una tendenza importante.

Possibili regole di trading

Guppy precisa che il suo MMA non è un trading system. Tuttavia suggerisce che i momenti propizi per l'apertura di posizioni speculative sono quelli durante i quali il fascio di breve si distende e si allontana da quello di lungo periodo. Egli divide i trader in due categorie: gli aggressivi prenderanno posizione nei primi momenti del fenomeno, i prudenti attenderanno i momenti successivi e magari anche primi segnali di distensione da parte delle medie di lungo periodo.

Si dovrebbe prendere beneficio nei momenti in cui le medie di breve tornano ad incrociarsi dopo un trend e/o si avvicinano pericolosamente a quelle di lungo periodo, come ad esempio nella zona "N" o immediatamente a sinistra della zona "M".

Pregi e difetti

La genialità del metodo di Guppy sta nell'utilizzare congiuntamente molte medie mobili. In fondo il suo metodo è una versione più articolata del MACD di Gerald Appel, ma è più sofisticato ed affascinante, perché i segnali operativi devono essere generati contemporaneamente da almeno 6 indicatori, se non addirittura da 12. L'utilizzo congiunto di così tanti indicatori simili e calcolati su orizzonti temporali così vicini è un metodo geniale per filtrare il "noise", ovvero i disturbi erratici che generano così tanti falsi segnali ai sistemi di trading basati sulle medie mobili. Nella creazione di questo metodo si vede la mano del trader vero, cioè di colui che ha provato tante volte ad essere ingannato da movimenti di prezzo del tutto estemporanei.

I difetti del metodo sono quelli classici delle medie mobili, ovvero i ritardi nel fornire i segnali sia di entrata che di uscita. Invece l'altra pecca delle medie, ovvero quello di incrociare il prezzo troppo spesso durante le fasi di mancanza di trend è fortemente eliminata dall'MMA proprio perché esso richiede che tutte le medie siano ben distese, cosa che non può accadere se non vi è almeno nel breve termine un trend che abbia una certa consistenza.

Si può concludere dicendo che quello di Guppy, più che un indicatore, è un approccio completamente innovativo e decisamente elegante. Con le opportune modifiche può costituire la base di molti interessanti trading system.

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).



Quando la tentazione di fare affari coi derivati mette il turbo



L'annuncio della fusione fra Volkswagen e Porsche, pubblicato sui giornali durante l'estate, è solo l'ultimo episodio di una contesa che si susseguiva da anni, in cui abbiamo visto imprese, che in teoria dovrebbero concentrarsi sulla progettazione e costruzione di autovetture di qualità, cimentarsi nel trading sui titoli derivati. Ma è anche un esempio dei danni che sui mercati finanziari possono causare i conflitti di interesse e la scarsa trasparenza. Tutti ricorderanno ciò che è accaduto sui mercati poco meno di un anno fa, quando il titolo Volkswagen registrò una inaudita crescita, e per qualche giorno la casa tedesca di Wolfsburg divenne il titolo a maggiore capitalizzazione del mondo. Tutto questo mentre le quotazioni di General Motors, Chrysler e di altre case automobilistiche sprofondavano a seguito della crisi.

Quello che stava avvenendo è ora molto chiaro. Da anni il CEO di Porsche, Wendelin Wiedeking, uno dei manager più pagati in Europa, perseguiva l'obiettivo di acquisire Volkswagen, una società che fattura circa 10 volte tanto rispetto alla prima. L'operazione risultava molto oscura per gli analisti: quale utilità può generare per una piccola casa automobilistica profittevole e di successo (Porsche passò da meno di 20.000 auto vendute nel 1995 a oltre 80.000 nel 2005, con un return on invested capital del 15%) acquisire un gruppo fra i meno redditizi nel settore?

Nel 2005 Porsche investe 3 miliardi di euro per acquistare sul mercato il 18,65% di Volkswagen, con cui già intrattiene da anni solidi rapporti industriali (la Porsche Cayenne viene assemblata a Bratislava, nelle stesse linee della Volkswagen Touareg e della Audi Q7). Non solo, il presidente del comitato di sorveglianza della Volkswagen Ferdinand Piëch è parente della famiglia Porsche. L'obiettivo dichiarato dai vertici di Porsche è quello di evitare che la casa di Wolfsburg possa essere acquisita in modo ostile da altri concorrenti. In realtà il mercato non condivide l'operazione e nel giorno dell'annuncio il titolo perde il 10%.

Nel 2007 il governo tedesco, per evitare che il controllo di Volkswagen possa cadere in mani ostili, assicura il diritto di veto nelle decisioni dell'impresa al governo federale della Bassa Sassonia, che detiene il 20% delle azioni. Ma Wiedeking non demorde e punta su una censura di tale provvedimento da parte della Commissione Europea.

Nel settembre 2008, grazie ad ulteriori acquisti di azioni, Porsche raggiunge il 35% delle azioni nel capitale Volkswagen. Nel frattempo, molti investitori e fondi hedge, scommettendo su una sopravvalutazione delle azioni, avevano venduto allo scoperto in maniera massiccia le stesse azioni. I dati mostrano come Volkswagen in quel momento fosse il secondo titolo più 'shortato' in Borsa. Alcuni analisti sospettano che Porsche sia stata uno degli acquirenti e addirittura abbia fatto attività di trading vendendo opzioni put aventi come sottostante il titolo Volkswagen, poiché nei bilanci vengono riportate non meglio identificate operazioni finanziarie su titoli derivati. Col senno di poi, si può immaginare che Porsche poteva prevedere un clamoroso aumento dei prezzi di mercato. Fatto sta che in quei giorni il totale delle posizioni scoperte aveva raggiunto la quota di 37 milioni di azioni, contro un flottante di 28 milioni che risultavano custodite dalle banche depositarie sul mercato, per conto di fondi e investitori. Oltretutto, Porsche ha acquistato da alcune banche opzioni call sullo stesso titolo, con l'obiettivo di incrementare la partecipazione azionaria fino al 75%; le stesse banche per coprirsi dal rischio cercano di comprare sul mercato i titoli.

Scatta quindi una forsennata corsa per accaparrarsi in Borsa le azioni con l'obiettivo di coprire le vendite allo scoperto e la cessione delle opzioni call. La scarsità di flottante determina nell'ottobre 2008 un inaudito apprezzamento dei titoli (in pochi giorni schizza da 200 € a oltre 900 €), che in una spirale perversa spinge i fondi a chiudere le posizioni per non subire ulteriori perdite. Si sospetta che la stessa Porsche abbia stipulato operazioni di prestito dei titoli Volkswagen detenuti in portafoglio, per consentire a banche e fondi di coprirsi.

Un'operazione finanziaria tanto ardita quanto ingegnosa, che spinge Fortune nel gennaio 2009 a scrivere: "Thanks to an astute mixture of long-term strategic foresight and short-term financial wizardry, Wiedeking has Porsche headed into this downturn in an extraordinary strong position. The company is sitting on a \$20 billion mountain of capital – more money than the US government is injecting into GM, Ford and Chrysler".

CORPORATE DERIVATIVES

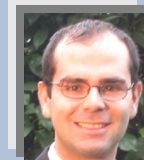
Se poi andiamo a vedere nel dettaglio, gran parte dei profitti di Porsche da mesi derivava da operazioni finanziarie, più che dalla vendita di auto. Nel 2007 le vendite ammontavano a circa 7,5 miliardi di euro, con un utile ante imposte pari a quasi 6 miliardi di euro. Nel 2008 addirittura l'utile netto è superiore al fatturato, e solo per il 12% risale all'attività industriale!

Ma nel 2009 i sogni di Wiedeking si infrangono contro la crisi del mercato del credito e la recessione, che genera un crollo del 36% nelle vendite di auto sportive negli USA. Nei primi mesi del 2009 si stima che i debiti finanziari di Porsche possano ammontare intorno a 10 miliardi di euro, se non oltre. Emergono anche possibili problemi legati ad elusione fiscale.

Wiedeking viene licenziato, con una buonuscita di 50 milioni euro. Le due case automobilistiche si accordano per una fusione, annunciata al mercato nel luglio 2009. Ancora una volta è determinante il coinvolgimento di un fondo sovrano alimentato dal petrolio, ovvero quello del Qatar. Il mercato non festeggia, poiché non appaiono chiare le modalità con cui verranno rimborsati i debiti causati dalle ardite operazioni finanziarie sui derivati. Arrivano anche le perquisizioni negli uffici di Stoccarda da parte della polizia. Un triste (ma come si è visto generosamente ricompensato) epilogo per un manager che nel 1993 prese le redini di una società quasi in fallimento trasformandola in una casa automobilistica fra le più redditizie del mondo, ma come molti altri venne attratto dal lato oscuro dei titoli finanziari derivati.

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

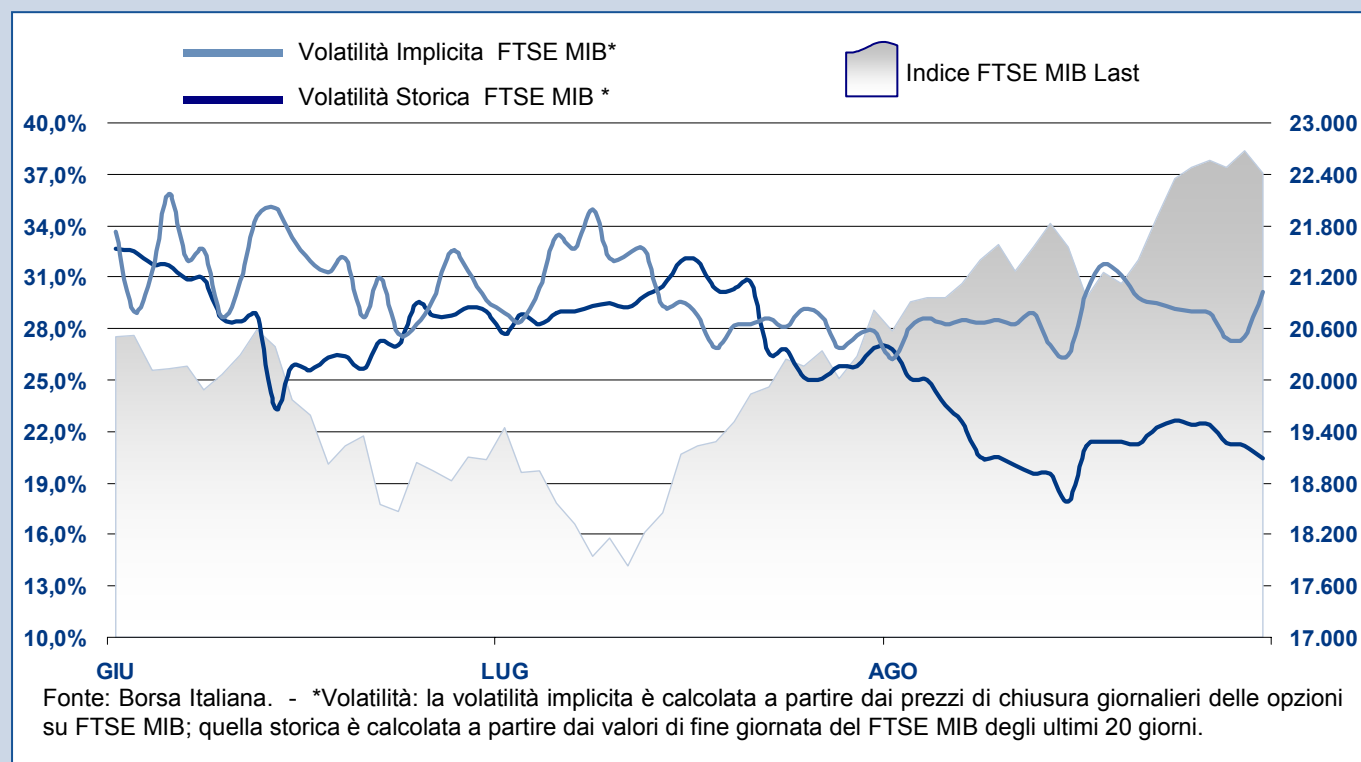
Indicatori Opzioni

SOTTOSTANTE	PERFORMANCE A 1 MESE*	VOLATILITA' 1 MESE*	VOLATILITA' 3 MESI*	VOLUME CALL	VOLUME PUT	PUT/CALL RATIO
A2A	5,12%	24,23%	29,89%	1.109	950	0,86
ACEA	6,75%	24,96%	22,05%	578	78	0,13
ALLEANZA	7,99%	24,80%	26,16%	1.407	1.583	1,13
ATLANTIA	0,13%	27,33%	23,27%	7.335	2.922	0,40
AUTOGRILL	15,26%	28,96%	30,10%	957	1.719	1,80
BANCA MONTE PASCHI SIENA	11,24%	33,12%	31,14%	38.377	16.494	0,43
BANCA POPOLARE MILANO	24,01%	45,12%	37,63%	4.213	1.589	0,38
BANCO POPOLARE	8,70%	30,52%	36,66%	5.970	3.325	0,56
BULGARI	17,97%	37,52%	36,91%	228	525	2,30
BUZZI UNICEM	14,46%	38,43%	33,96%	480	1.191	2,48
ENEL	7,87%	17,39%	26,21%	84.365	116.754	1,38
ENI	-0,65%	14,77%	21,89%	26.587	35.350	1,33
ERG	-3,93%	18,71%	22,77%	50	301	6,02
EXOR	1,58%	27,45%	33,99%	45	7	0,16
FASTWEB	2,20%	24,42%	24,88%	-	-	-
FIAT	5,76%	35,99%	34,00%	80.254	105.411	1,31
FINMECCANICA	5,27%	21,30%	20,99%	3.028	771	0,25
FONDIARIA - SAI	13,48%	29,83%	31,15%	1.114	947	0,85
GENERALI	8,07%	25,26%	25,38%	163.891	114.852	0,70
GEOX	8,99%	25,72%	25,62%	123	196	1,59
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	16,45%	40,72%	43,04%	81	82	1,01
IMPREGILO	7,11%	26,90%	26,86%	877	421	0,48
INTESA SANPAOLO	15,10%	38,73%	33,51%	162.537	91.848	0,57
INTESA SANPAOLO RSP	14,99%	38,57%	35,03%	560	266	0,48
ITALCEMENTI	15,61%	28,62%	26,89%	2.697	2.850	1,06
LOTTOMATICA	4,52%	21,73%	27,95%	2.340	586	0,25
LUXOTTICA GROUP	-3,86%	18,86%	25,52%	183	242	1,32
MEDIASET	7,57%	16,62%	18,64%	1.240	1.540	1,24
MEDIOBANCA	-1,40%	22,28%	24,78%	5.660	2.311	0,41
MEDIOLANUM	10,08%	23,43%	33,25%	532	525	0,99
MONDADORI EDITORE	3,09%	25,56%	25,06%	33	8	0,24
PARMALAT	1,09%	10,45%	20,35%	1.414	1.345	0,95
PIRELLI & C	14,13%	28,58%	39,31%	1.019	1.781	1,75
PRYSMIAN	8,09%	33,10%	36,22%	7.100	194	0,03
RCS MEDIAGROUP	13,77%	39,55%	40,91%	-	-	-
SAIPEM	-2,05%	22,88%	31,47%	884	968	1,10
SEAT PAGINE GIALLE	0,28%	41,26%	39,95%	118	18	0,15
SNAM RETE GAS	4,50%	9,63%	12,18%	6.338	14.394	2,27
STMICROELECTRONICS	13,84%	40,05%	37,75%	26.074	16.360	0,63
TELECOM ITALIA	2,79%	24,98%	24,04%	41.908	52.653	1,26
TELECOM ITALIA RSP	0,48%	26,19%	24,69%	4.167	2.421	0,58
TENARIS	-3,28%	26,41%	34,15%	699	589	0,84
TERNA	3,42%	11,23%	15,17%	993	1.065	1,07
TISCALI	12,25%	58,10%	53,13%	940	229	0,24
UBI BANCA	7,17%	31,43%	28,24%	1.714	2.160	1,26
UNICREDIT	22,18%	37,93%	34,86%	137.373	183.727	1,34
UNIPOL	5,62%	23,72%	25,65%	460	199	0,43
Totale complessivo				828.052	783.747	

Fonte: Borsa Italiana - Dati aggiornati a agosto 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	466.076	28.753	12.670	30.143
Minifutures su indice	178.543	3.857	8.502	3.772
Opzioni su indice	224.057	11.811	10.669	222.031
IDEM Stock Futures	12.451	45	593	66.590
Opzioni su azioni	1.611.799	4.200	76.752	4.714.113
Tot. Equity Derivatives	2.292.926	48.665	109.187	5.036.649
Power Futures	390	72	19	881
Totale IDEM	2.293.316	48.737	109.206	5.037.530

Fonte: Borsa Italiana - Dati relativi ad agosto 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 FTSE MIB
- Indicatori sulle opzioni (put/call ratios, open interest...)

TROPPI PREZZI IN TROPPE PIAZZE?



Scopri la
**BEST EXECUTION
ONLINE**
e il mondo delle
OBBLIGAZIONI.

VIENI AL
GLOBALBOND DAY
IL 30 SETTEMBRE.
Tendenze e tecniche operative
dagli esperti del settore.

**ISCRIVITI
SUBITO**

Programma

- 18:00 Registrazione partecipanti
- 18:15 Intervento di Francesco Previtiera Head of Research Banca AKROS - ESN
- 18:40 Gianni Lupotto Analista finanziario - Socio AIAF Lupotto&Partners
"Trading Obbligazionario: il mix ideale di investimento e speculazione"
- 19:10 Stefano Cioffi, Responsabile Trading e Investimenti Webank,
e Davide Ferretti, Finance Product Manager "Globalbond:
il servizio di Webank per la negoziazione delle obbligazioni"
- 19:30 Dibattito
- 19:45 Cocktail

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.