

Maggio 2010 | Numero 87 | [newsletter mensile](#)

## IN QUESTO NUMERO

<b>Copertina</b>	Report Future FTSE MIB	1
<b>Prima pagina</b>	News e Calendario Negoziazione	2
<b>Le strategie</b>	Short Condor	4-5
<b>Institutional Investors</b>	Analisi dello skew per interpretare il mercato	6-7
<b>Corporate Derivatives</b>	Storie di derivati avvelenati	9-10
<b>Analisi Tecnica</b>	La necessità di un metodo nel trading	11-12
<b>Statistiche del mese</b>		13-14
<b>Contatti</b>		15

## PRIMO PIANO

# Report Future FTSE MIB

Ultimo mese in decisa correzione per il future FTSEMib (\*) (PC: **19350**).

I corsi, dopo il test della parte alta del canale ribassista, in essere ormai da ottobre 2009, si spingono verso gli obbiettivi ribassisti indicati. Il future va al test delle **20000** prima e delle **17900** in seguito. Successivamente il derivato riesca a rimbalzare riportandosi verso le **20900**, per poi ripiegare a **19000**.

Per le prossime sedute: per il breve periodo i corsi potrebbero innescare un movimento laterale tra le **19000** e le **20000**.

Sotto le **19000** si avrebbe un ulteriore segnale di debolezza che aprirebbe nuovamente le porte agli ultimi minimi di area **18000**, con possibili estensioni a **17600**.

Mentre un primo segnale di ritrovata forza scaturirebbe solo sopra le **20000**, per le **20300/400** in prima battuta e le **20900/21000** in seguito.

In ottica di più ampio respiro solo discese sotto le **18000/17500** comprometterebbero il trend rialzista di medio periodo. In tal caso potrebbero pericolosamente aprirsi le porte verso i minimi di marzo 2009, situati a ridosso delle **12340**, con arree intermedie a **16600** e **14700**.

Mentre un deciso segnale di recupero scaturirebbe solo sopra le **21000**, per le **22000** prima e le **23000** successivamente.

**SUPPORTI:** 19100/19000++; 18500+; 18000++; 17600++; 17100+; 16600++; 15700+; 14700++

**RESISTENZE:** 19700+; 20000++; 20350++; 20900/21000++; 21500++; 22000++; 23000++

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

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

## EDITORIALE

Cari lettori,

*In questo numero approfondiremo la Short Condor, strategia che permette di fissare dei limiti al prezzo del sottostante e quindi di generare profitti se il prezzo non supera i suddetti limiti.*

*La sezione Institutional Investors cerca di dare delle interpretazioni soggettive ai valori espressi dalle volatilità di mercato ponendo sempre a confronto la volatilità implicita con quella storica.*

*La sezione Corporate Derivatives analizza i diversi impieghi degli strumenti derivati, spesso oggetto di cronaca, dimostrando come il loro utilizzo improprio abbia portato a modifiche nella valutazione dei rischi di investimento.*

*Infine la sezione di analisi tecnica riprende il metodo di trading di Jesse Livermore, introdotto nel numero precedente, per dimostrare come il mercato abbia subito diversi cambiamenti nella forma di fare trading, ma non nella sua sostanza...*

**Per informazioni:**  
[IDEMagazine@borsaitaliana.it](mailto:IDEMagazine@borsaitaliana.it)



Grafico a cadenza giornaliera (periodo agosto 2008 - maggio 2010)

## News

### IDEM: Nuovo record assoluto di scambi

Nella seduta del 17 maggio l'IDEM, il mercato dei Derivati di Borsa Italiana, ha registrato un nuovo record assoluto in termini di numero di contratti standard scambiati in una singola seduta: 657.466. Il precedente record risale a venerdì 14 maggio 2010 con 585.534 contratti standard. Il record è stato trainato dai contratti scambiati su stock futures: 508.339

Nella seduta del 18 maggio si è nuovamente ritoccato anche il record assoluto di contratti standard scambiati sull'IDEM, il mercato dei Derivati di Borsa Italiana: 672.908.

Nel dettaglio, di seguito il numero di contratti scambiati sui singoli prodotti:

FIB - 25,475  
 MINIFIB- 12,890  
 MIBO - 12,250  
 STOCK FUTURES - 544,969  
 STOCK OPTIONS - 77,324

### Campari: aumento gratuito del capitale

Con riferimento alle Istruzioni di Borsa Italiana, art. IA.9.1.13 comma 1 b) e IA.9.1.13 comma 3, Borsa Italiana comunica che il prezzo di chiusura e il numero di titoli (lotto) oggetto dei contratti futures su azioni Campari saranno rettificati come descritto nell'Avviso di Borsa Italiana n. 7689 del 5 maggio 2010.

### Nuovo lotto Campari

Ad integrazione dell'Avviso di Borsa Italiana n. 7689 del 5 maggio 2010, si comunica che a partire dal 10 maggio 2010 i contratti stock futures di nuova generazione avranno un nuovo lotto minimo pari a 1000 azioni Campari.

## Il Calendario di Negoziazione

A Maggio saranno 21 i giorni di Borsa aperta. A Giugno saranno 22 i giorni di Borsa aperta.

I maggiori eventi sul mercato nel mese di aprile e maggio:

- 3, 10, 17, 24, maggio e 7, 14, 21, 28 giugno: data stacco;
- 21 maggio: scadenza futures su azioni e opzioni
- 18 giugno: scadenza futures su azioni, su indice 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	5	6	7	1*	2	3	4	5	6	7
8*	9	10	11	12	13	14	15*	16	17	18	19*	20	21	22*	23	24	25	26*	27	28
29*	30	31					29*	30	31					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	4	5	6	7	8*	9	10	11	12	13	14	15*	16	17	18	19*	20	21
22*	23	24	25	26*	27	28	29*	30	31					29*	30	31				
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	5	6	7	8*	9	10	11	12	13	14	15*	16	17	18	19*	20	21
22*	23	24	25	26*	27	28	29*	30	31					29*	30	31				

\* DATA STACCO  
 \* SCADENZA FUTURES SU INDICE  
 \* SCADENZA FUTURES SU AZIONI E OPZIONI  
 \* REVISIONE/RIBILANCIAMENTO INDICE FTSE MIB  
 \* GIORNO DI LIQUIDAZIONE PER GLI STRUMENTI NEGOZIATI SUL SEGMENTO EXTRAMOT, EURONOTI DELI NOTE E SUL SEGMENTO INTA INTERNATIONAL DI INTA

BORSA CHIUSA DIURNO - AFTER HOURS  
 MERCATO AFTER HOURS CHIUSO

www.borsaitaliane.it



## NUOVA CARTA DEUTSCHE BANK BLACK. IL COLORE DEI PRIVILEGI.



**Deutsche Bank Black MasterCard** è la nuova esclusiva carta di credito riservata alla clientela d'élite, che le offre tante opportunità e privilegi unici. Grazie al **Servizio di Concierge**, può ricevere in ogni momento informazioni turistiche o prenotare biglietti per spettacoli ed eventi. Con **Priority Pass**, il più grande programma di accesso a Sale Vip, ha a disposizione l'ingresso illimitato a oltre 500 Lounge aeroportuali in tutto il mondo. Può anche contare sui **Servizi di Assistenza** e sulle **Coperture Assicurative** gratuiti. Inoltre, ogni euro speso con **Deutsche Bank Black** si trasforma automaticamente in un punto da utilizzare per richiedere i preziosi premi del catalogo Value Club e per usufruire di privilegi esclusivi.



Scopra il colore dei privilegi, scopra i tanti vantaggi della nuova Carta Black.

Richiedi Carta Black a:



[www.cartablack.it](http://www.cartablack.it)

**Deutsche Credit Card**  
Gruppo Deutsche Bank



Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Per le condizioni contrattuali fare riferimento ai Fogli Informativi disponibili sul sito [www.cartablack.it](http://www.cartablack.it).

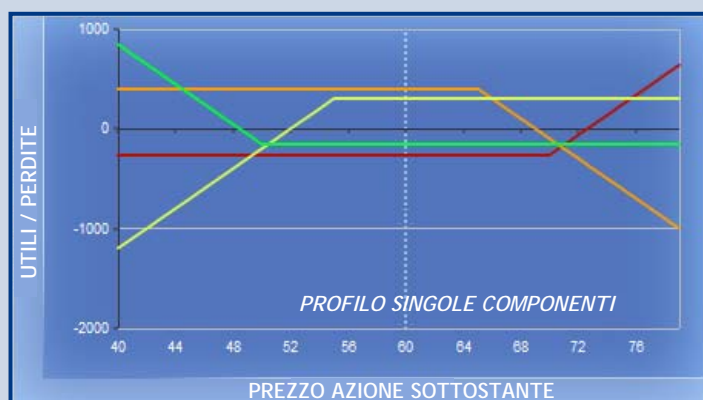
## Strategie con le opzioni: SHORT CONDOR

### Sintesi

La strategia consiste in una *short call* e una *long put* con *strike* alto, una *short put* e una *long call* con *strike* basso. Solitamente gli *strike* della *call* sono al di sopra, e quelli della *put* al di sotto del prezzo dell'azione sottostante, e la distanza tra gli *strike* della *call* è uguale alla distanza tra gli *strike* della *put*. Inoltre tutte le opzioni devono avere la stessa scadenza.

Questa strategia genera profitti se il prezzo dell'azione sottostante è compreso nel valore degli *strike* più esterni.

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



I grafici riportati, che hanno solamente una finalità esemplificativa, si riferiscono all'acquisto di una opzione put con *strike price* pari a €50 e una call con prezzo di €70, con contemporanea vendita di un'opzione call a €65 ed una put di €55.

### Motivazione

L'investitore utilizza questa strategia per ottenere un profitto dalla combinazione di più opzioni.

### Trend di mercato

L'investitore non ha necessariamente aspettative rialziste o ribassiste sul valore dell'attività sottostante entro la scadenza della strategia, ma è interessato alla bassa volatilità dello stesso.

### Perdita massima

La massima perdita possibile si verifica quando, alla scadenza, l'azione sottostante è superiore allo *strike* più alto della *call* o inferiore allo *strike* della *put*. In questo caso entrambe le *call* o entrambe le *put* sono *in-the-money*. La perdita è pari alla differenza tra gli *strike* delle *call* o gli *strike* delle *put* (che sono *in-the-money*), meno il premio ricevuto per aprire la posizione.



### Guadagno massimo

Il massimo guadagno si ottiene quando il prezzo dell'azione sottostante è tra lo *strike* minore della *call* e quello superiore della *put* alla scadenza. In questo caso tutte le opzioni scadono senza valore, e il guadagno è pari al premio ricevuto per iniziare la posizione.

### Break Even

A scadenza il punto di pareggio della strategia - ovvero il prezzo del sottostante al quale gli utili eguagliano le perdite - si ottiene se il sottostante è superiore allo *strike* minimo della *call* o inferiore a quello massimo della *put* di un ammontare pari al premio ricevuto per aprire la posizione.

$$\text{Break Even} = s - c$$

dove:  $s$  = *strike short* più alto,  $c$  = credito ricevuto

## Impatto tempo

Il trascorrere del tempo, a parità di altre condizioni, ha un effetto positivo sulla strategia.

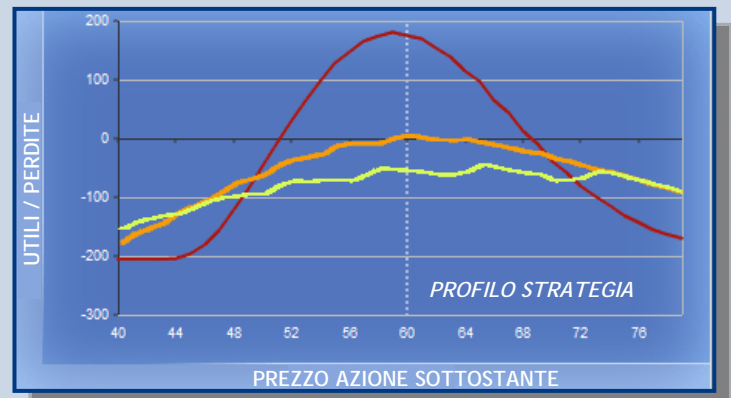
- : Pay-off opzione a scadenza
- : Pay-off opzione con vita residua 75 gg
- : Pay-off opzione con vita residua 150 gg



## Impatto volatilità

Un aumento nella volatilità implicita a parità di altre condizioni, ha un impatto negativo sulla strategia.

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



## STRATEGIA APPLICATA

Simuliamo una strategia Short Condor:

- Vendita di una opzione *Call* 65;
- Vendita di una opzione *Put* 55;
- Acquisto di una opzione *Call* 70;
- Acquisto di una opzione *Put* 50;

### PUT

- lotto: 100 azioni
- scadenza: settembre 2010
- prezzo esercizio: 50-55 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 1,11-2,51 €

### CALL

- lotto: 100 azioni
- scadenza: settembre 2010
- prezzo esercizio: 65-70 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 3,3 -1,98 €

Prezzo del sottostante	Valore Call(70)	Valore Call(65)	Valore Put(55)	Valore Put(50)	Utile/Perdita STRATEGIA
30	0	0	-2.500	2.000	-228
40	0	0	-1.500	1.000	-228
50	0	0	-500	0	-228
55	0	0	0	0	272
60	0	0	0	0	272
65	0	0	0	0	272
70	0	-500	0	0	-228
80	1.000	-1.500	0	0	-228

Come si può vedere, la strategia fissa un limite massimo alla perdita sostenibile (max 270 €, pari al premio pagato per aprire la posizione). Il guadagno potenziale è pari alla differenza tra gli *strike* della *call* o della *put* meno il premio pagato per aprire la posizione, in questo caso pari a 230 €.

# Analisi dello skew di volatilità per interpretare il mercato



In questo articolo cercheremo di dare alcune interpretazioni soggettive ai valori espressi in questi giorni dalle volatilità di mercato.

Faremo riferimento, in particolare, alla volatilità storica dell'indice FTSEMIB e alla volatilità implicita misurata sui prezzi delle opzioni MIBO con scadenza giugno 2010, luglio 2010 e settembre 2010.

Prima di proseguire ricordiamo brevemente il significato di volatilità storica e implicita: la prima è misurata sui prezzi di chiusura del valore dell'attività sottostante e rappresenta la variabilità di quest'ultima nel passato più o meno recente. La seconda, stimata sui prezzi di mercato delle opzioni, rappresenta le attese di mercato riguardo alla volatilità futura dell'attività sottostante.

Normalmente gli operatori confrontano i valori di volatilità implicita At the Money (di seguito ATM) di una certa scadenza con la volatilità storica calcolata con *back period* pari ai giorni a scadenza delle opzioni considerate: si guarda in avanti con lo stesso orizzonte di quanto si osserva il passato. Per quanto riguarda, invece, le volatilità implicite, normalmente si cerca di calcolare le curve di skew di CALL e PUT riferite alla stessa scadenza e di interpolare per ottenere un'unica curva che le rappresenti entrambe.

Ciò è corretto da un punto di vista teorico perché le volatilità implicite di opzioni CALL e PUT con stesso strike dovrebbero coincidere, altrimenti si presenterebbero delle opportunità di arbitraggio.

Alcune considerazioni utili all'analisi:

1) il confronto della volatilità implicita ATM con la volatilità storica esprime le attese di variabilità del mercato rispetto a quanto avvenuto in passato. Questo non induce direttamente a guardare la direzione verso cui si orienterà il mercato, però la consueta correlazione inversa fra volatilità e prezzi (salvo le bolle speculative come quella di fine 1999 cioè avviene normalmente) induce a ritenere che un eventuale aumento stimato della volatilità (caso in cui la volatilità implicita sia maggiore della volatilità storica) stimi un futuro ribasso dei prezzi.

E viceversa. Indirettamente, quindi, la previsione della volatilità fornisce indicazioni utili sulla possibile direzione dell'attività sottostante.

2) il confronto della volatilità implicita delle CALL OTM e delle PUT OTM di pari distanza dello strike dal valore corrente dell'attività sottostante rappresenta il costo delle opzioni PUT rispetto alle opzioni CALL (e nel mercato *Equity* le PUT OTM in genere sono più care delle CALL OTM).

Tuttavia, anche se tale maggior costo delle PUT è sistematico, lo spread di volatilità fra le OTM PUT e CALL può risultare più o meno elevato e quindi dare informazioni sul sentiment di mercato.

I software specializzati consentono di misurare la pendenza della curva di skew ma, in mancanza dei primi, è possibile, più semplicemente, considerare la differenza in punti di volatilità fra opzioni OTM con strike equidistante. Negli esempi seguenti si avranno le CALL 23000 e le PUT 16000.

3) il confronto tra la volatilità implicita ATM a diverse scadenze può rappresentare l'evoluzione delle aspettative di volatilità.

4) il confronto dello spread di volatilità tra opzioni PUT OTM e CALL OTM può rappresentare l'evoluzione del sentiment di mercato a vari orizzonti temporali.

Si consideri la scadenza giugno 2010 per le opzioni MIBO (Immagine 1). I dati si riferiscono alla mattinata di mercoledì 19 maggio 2010.

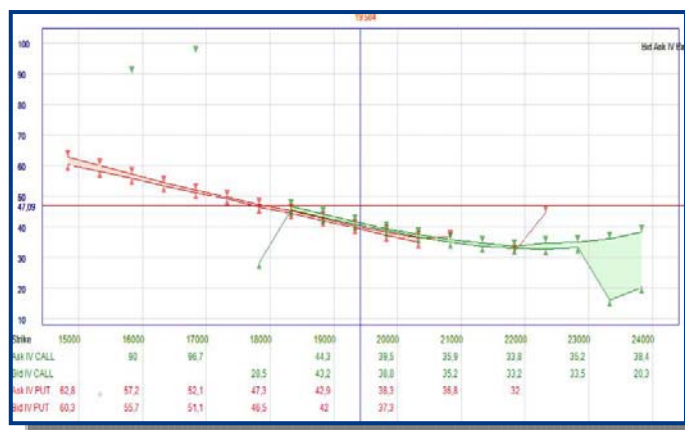


Immagine 1. opzioni MIBO giugno 2010

## INSTITUTIONAL INVESTORS

La volatilità storica a 30 giorni (pari a 47%) risulta più elevata della volatilità implicita ATM (pari al 40%). Il mercato, quindi, probabilmente sconta una diminuzione della volatilità dell'attività sottostante nel prossimo mese. La volatilità implicita delle PUT 16000 (intorno a 56,5%) presenta un valore maggiore di oltre 22 punti % rispetto alla volatilità delle CALL 23000 (intorno a 34,35%)

Si consideri ora la scadenza luglio 2010 (Immagine 2). La volatilità storica a 58 giorni (pari a 35,6%) risulta meno elevata della volatilità implicita ATM (pari al 38%). Il mercato quindi sconta un leggero aumento della volatilità dell'attività sottostante nei prossimi due mesi.

La volatilità implicita delle PUT 16000 (intorno a 51%) presenta un valore maggiore di oltre 21 punti % rispetto alla volatilità delle CALL 23000 (intorno a 29,6%)

Si consideri ora la scadenza settembre 2010 (Immagine 3). La volatilità storica a 121 giorni (pari a 28,9%) risulta meno elevata della volatilità implicita ATM (pari al 36%). Il mercato quindi sconta un aumento della volatilità dell'attività sottostante nei prossimi quattro mesi rispetto a quanto osservato negli ultimi 4 mesi.

La volatilità implicita delle PUT 16000 (intorno a 45%) presenta un valore maggiore di oltre 16,5 punti % rispetto alla volatilità delle CALL 23000 (intorno a 28,5%)

Confrontando la volatilità implicita ATM alle diverse scadenze di giugno, luglio e settembre si potrebbe stimare un'attesa da parte del mercato di persistenza di alta volatilità per i prossimi mesi: la volatilità implicita ATM delle opzioni luglio è quasi in linea con quelle di giugno mentre quella delle opzioni settembre è di soli 4 punti inferiore a quella delle opzioni giugno.

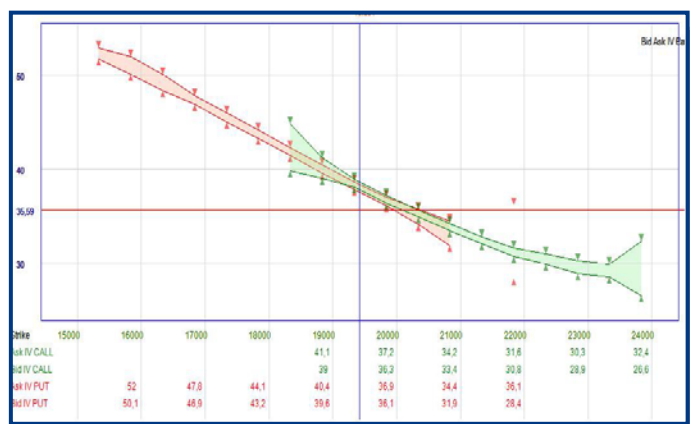


Immagine 2: opzioni MIBO luglio 2010

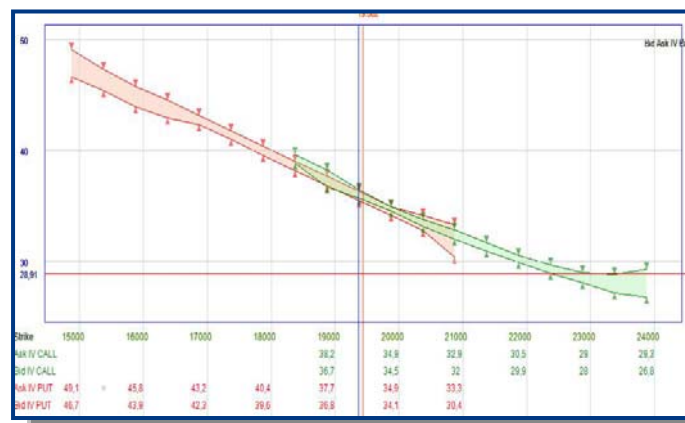
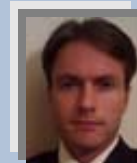


Immagine 3: opzioni MIBO settembre 2010

Analisi	Significato
Confronto fra Volatilità implicita ATM e volatilità storica	Attese sulla volatilità futura rispetto al passato (indirettamente direzionalità per la relazione inversa prezzi/volatilità)
Confronto tra volatilità OTM CALL rispetto a volatilità OTM PUT	Attese direzionali del mercato
Confronto tra volatilità ATM a diverse scadenze	Evoluzione delle attese sulla volatilità
Confronto tra volatilità OTM CALL rispetto a volatilità OTM PUT a diverse scadenze	Evoluzione delle attese direzionali del mercato

## Stefano Zanchetta



Docente di materie finanziarie in business schools. Già responsabile del settore derivati nonché procuratore generale presso un agente di cambio.scadenze.

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.

## **Crediamo e investiamo nella professione di Promotore Finanziario**

**Sei un Private Banker, un Promotore  
Finanziario o sei responsabile di un team  
di Promotori Finanziari?**



**STIAMO  
CERCANDO TE!**



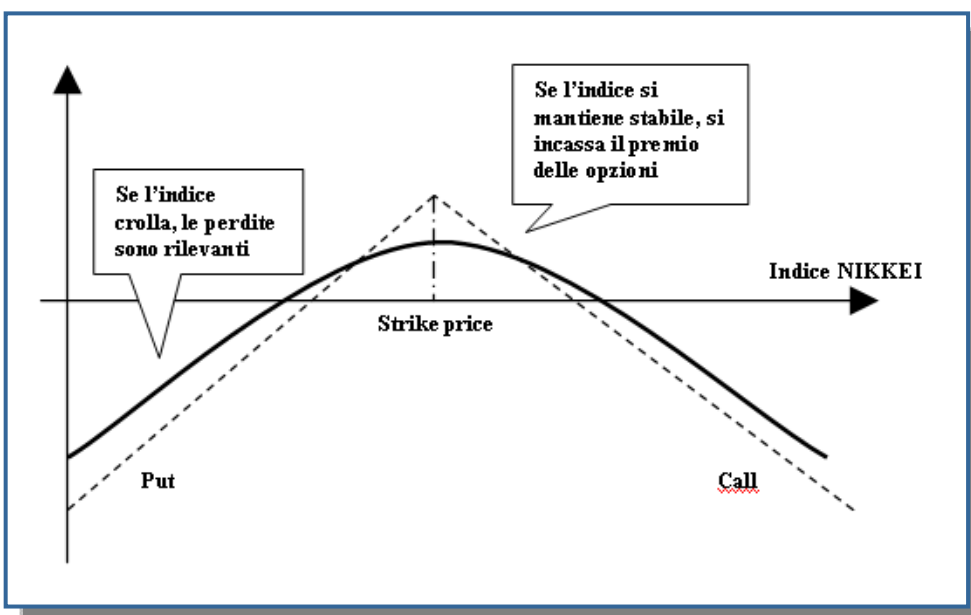
## Storie di derivati avvelenati



I titoli derivati sono strumenti finanziari che possono essere usati sia per implementare strategie di hedging sia per costruire posizioni altamente speculative. La cronaca recente e passata è costellata di esempi paradigmatici.

Barings Bank è il caso più famoso, fonte di ispirazione tra l'altro del celebre film 'Rogue Trader'. Il protagonista di questo vero e proprio 'disastro finanziario' è un trader inglese, Nick Leeson, che dopo una brillante carriera viene promosso capo dell'ufficio di Singapore. In tale ruolo costruisce portafogli speculativi senza l'autorizzazione della direzione centrale di Barings Bank. La sua strategia d'investimento consisteva nel vendere un'opzione call e contemporaneamente un'opzione put che avevano la stessa data di scadenza e lo stesso strike price. Le opzioni avevano come attività sottostante l'indice borsistico Nikkei della Borsa giapponese.

Come evidenziato in figura, questa strategia si basava sulla scommessa che l'indice sottostante al derivato fosse caratterizzato da una bassa varianza e quindi si attestasse su valori intorno allo strike price consentendo di avere un guadagno pari al premio percepito dalla vendita. La 'scommessa', nota presso i nostri lettori con il nome di 'top straddle', può generare invece perdite ingenti se l'indice si discosta sensibilmente (in positivo o in negativo) dal valore corrente.



Purtroppo la cronaca racconta che l'indice Nikkei subì una fortissima flessione nel gennaio 1995 a causa del terremoto di Kobe e di conseguenza le perdite accumulate da Barings Bank furono altissime. Leeson per un periodo nascose le perdite aprendo un conto segreto (il famoso conto 8888) e continuò a prendere posizioni altamente speculative sperando di ottenere guadagni che compensassero quanto perduto.

Non ci riuscì e anzi aggravò la situazione. Alla fine le perdite cumulate ammontarono a 827 milioni di sterline che portarono nel 1995 al fallimento di Barings Bank. Per ironia della sorte, un terremoto finanziario fu originato da un terremoto reale.

Del tutto analoga è la storia di AIB (Allied Irish Banks). In questo caso il responsabile è John Rusnack, un dipendente che divenuto capo dell'ufficio derivatives di Tokyo, cominciò a scommettere sui movimenti dello yen contro il dollaro e comprò una grande quantità di contratti forward. Rusnack nel 1993 era così convinto che la valuta giapponese si sarebbe apprezzata in maniera consistente rispetto al dollaro, che non ritenne opportuno coprirsi da eventuali rischi contrari.

Sfortunatamente lo yen si svalutò facendo registrare pesantissime perdite ad AIB. Rusnack per compensare le perdite aumentò ancora di più l'esposizione della banca sul

mercato OTC dei derivati, ma anche in questo caso la situazione peggiorò. Per nascondere le perdite al board della banca, egli mise in piedi una vera e propria contabilità parallela che registrava falsi profitti a fronte di perdite reali. In particolare, per ogni posizione realmente presa, Rusnack contabilizzava una posizione 'finta' con l'obiettivo di inscenare una copertura virtuale delle perdite. I due portafogli (quello reale e quello finto) avevano lo stesso sottostante e lo stesso strike price; l'unica differenza era nella data di scadenza: quella finta scadeva lo stesso giorno in cui veniva sottoscritta, mentre quella reale scadeva nel futuro.

## CORPORATE DERIVATIVES

Il fatto che due opzioni con data di scadenza differenti pagassero lo stesso premio avrebbe dovuto insospettire qualcuno; ciò non accadde a causa della poca conoscenza interna di strumenti complessi quali i derivati e la totale mancanza di controllo a livello centrale sulle attività di Rusnack.

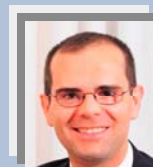
Quando, quasi per caso, la banca si rese conto di quanto stesse accadendo le perdite contabilizzate ammontavano già a 691 milioni di dollari.

Sono molte le affinità tra i due casi descritti. In entrambi, l'improprio uso degli strumenti derivati ha portato le banche a perdite colossali, senza che i sistemi di controllo e di governance interni riuscissero a 'preallertare' i responsabili. Certamente le ambizioni personali e il desiderio di arricchirsi in maniera spregiudicata sono stati elementi importanti ma non determinanti, se è vero che Rusnack non ha incassato durante la sua attività né più né meno rispetto al suo stipendio concordato.

L'elemento chiave è stato l'eccesso di libertà di cui hanno goduto i trader, dal momento che nelle loro banche non si aveva la sufficiente conoscenza e dimestichezza con gli strumenti derivati e non si era in grado di controllare la reale operatività sui mercati.

La lezione imparata da questi casi e da molti altri ha spinto i gruppi finanziari a fornirsi di codici di Corporate Governance che tutelino tutti gli stakeholders. In particolare nell'ultimo decennio si è assistito alla creazione di dipartimenti di Internal Audit e Risk Management che supportati da strutture di Back Office hanno contribuito alla standardizzazione dei workflow di approvazione degli investimenti tenendo in grande considerazione la valutazione dei rischi. Oggi l'attenzione delle autorità che vigilano sul mercato sull'esistenza ed efficienza di questi presidi interni è molto alta, e a volte eccessivamente orientata alla congruità formale piuttosto che alla sostanza.

Resta implicito che anche se si applicassero tutte le best practices e si sviluppassero i migliori modelli di previsione del rischio, ci sarebbe sempre il fattore avidità che spingerebbe qualcuno a superare qualunque barriera per quanto efficace possa essere.

**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.

**Luciano Tommasi**

"Luciano Tommasi ha 4 anni di esperienza presso importanti aziende di consulenza direzionale. Ha cominciato la sua carriera in Deloitte e poi ha lavorato per Value Partners Group. Durante la sua carriera ha seguito progetti in vari settori tra cui Financial Services, Telecomunicazioni e Logistica. Laureato in ingegneria al Politecnico di Milano ha conseguito un MBA alla Cass Business School of London."

## La necessità di un metodo nel trading

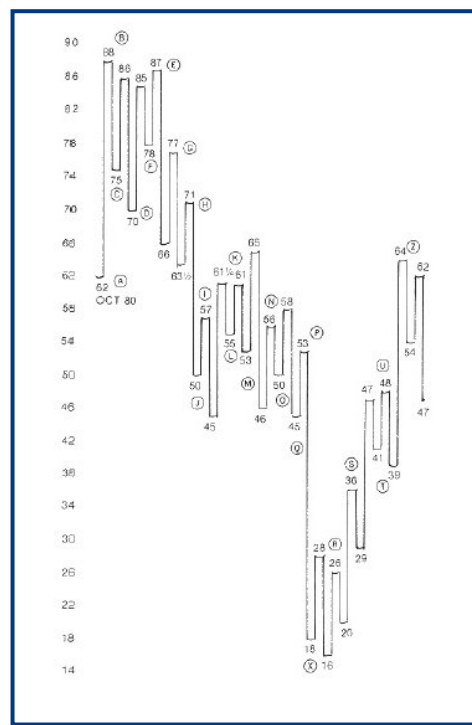


Nel numero precedente della rivista abbiamo illustrato il metodo di trading di Jesse Livermore, uno dei primi speculatore di Wall Street a passare alla storia per l'entità delle fortune che guadagnò e perse in pochi anni. Abbiamo voluto dedicarci a questo argomento per dimostrare come le tecniche di trading, che possono sembrare moderne, in realtà compiono quasi un secolo. Ma ciò, come dovrebbe essere risultato chiaro dalla lettura dell'articolo precedente, non dipende dal fatto che nei decenni successivi non si sia riusciti ad inventare metodologie più evolute. In realtà questo è accaduto, perché, ad esempio, i sistemi automatizzati di trading sono relativamente "giovani" nella storia della speculazione finanziaria, avendo avuto bisogno che i computer diventassero uno strumento sufficientemente accessibile. Nel tempo vi sono stati diversi cambiamenti nella forma del trading, ma non nella sua sostanza, che è quella di acquistare un'attività finanziaria quando si è convinti che il suo valore possa aumentare in tempi ragionevolmente brevi (e questa "brevità" dipende dagli obiettivi di investimento di ciascun soggetto) e la si vende quando invece si è convinti che il suo valore sarà destinato a diminuire. Queste ultime due affermazioni sono così comunemente accettate a livello logico da apparire scontate, lapalissiane. E allora perché è così difficile metterle in pratica? Perché così tanto spesso nel trading si compra troppo tardi o troppo presto e si vende troppo tardi o troppo presto? La risposta sta nella natura dei mercati finanziari, i quali essendo speculativi, cioè inseguendo il prezzo di per sé e non necessariamente il valore, mostrano un andamento ciclico molto contrastato. Cioè è nella natura stessa dei mercati finanziari di confonderci le idee, di mostrarci in rapida successione una cosa ed il suo contrario, di muoversi a volte in maniera opposta rispetto a quanto suggerirebbero i "fondamentali", cioè le relazioni economiche che generano o distruggono il valore dei beni e dei servizi. Il problema di fondo legato lo studio dei mercati finanziari è che le loro tendenze sono imprecise sia nel breve termine, sia nel lungo. L'apparente caos del breve periodo si verifica anche nei fenomeni naturali, ma alla lunga la stagionalità prevale con una certa precisione.

L'inverno, da un punto di vista meteo, può iniziare qualche settimana prima o qualche settimana dopo, ma di certo non inizierà e non terminerà ad agosto, perlomeno nel nostro emisfero.

Nei mercati finanziari, invece, l'estate può durare un intero anno, così come l'inverno può durare un solo mese invece che tre. Ecco il motivo di tanta difficoltà nell'applicare delle regole che comunque funzionano ed ecco perché l'analisi tecnica che da più di un secolo dimostrato di funzionare ha di per sé è un approccio così minimalista, così essenziale. Proprio perché uno strumento troppo sofisticato verrebbe ingannato in maniera troppo estesa e sistematica. È uno strano carattere quello dei prezzi che appaiono sui mercati finanziari. Troppo casuali per essere studiati con gli strumenti ingegneristici ed al tempo stesso troppo sistematici per poter utilizzare una logica puramente stocastica, cioè legata ai fenomeni totalmente casuali. Ma, d'altra, parte le regole di base dell'analisi tecnica derivano dal lungo e paziente lavoro di sintesi (quindi di eliminazione di ciò che non funziona) che Charles Dow effettuò sul finire dell'800.

Una volta fatta questa necessaria premessa, riproponiamo il modello di prezzo sul quale abbiamo studiato il metodo di trading di Jesse Livermore. Se osserviamo il grafico dei prezzi su cui abbiamo simulato il trading nell'articolo precedente, si può notare concretamente ciò di cui abbiamo scritto sopra, ovvero una tendenza prevalentemente



ribassista nella prima metà del grafico, cioè quella su cui abbiamo applicato il metodo di Livermore, che però è estremamente disturbata da dei movimenti contrari alla tendenza stessa di una certa violenza.

Quindi di fronte ad un andamento del genere non è affatto facile applicare la regola in sé molto semplice che suggerisce di acquistare quando vi sono fondati motivi che il prezzo salga successivamente e di vendere quando si prevede un ribasso. I rialzi ed i ribassi si alternano con una tale puntualità da poter dire che *coesistono*. E allora cos'è che produce la discesa del prezzo da 88 Dollari a 16 Dollari? La differenza complessiva tra ciò che viene guadagnato durante i rialzi e ciò che viene perduto durante i ribassi. Anche questo concetto di per sé è molto semplice eppure, per gli stessi motivi visti poc'anzi, la sua applicazione è estremamente difficile. E questo è il motivo per cui nascono le metodologie di trading, cioè per la necessità di seguire una strategia che consenta di concentrarsi solo sul movimento complessivo del mercato, senza lasciarsi distogliere troppo spesso da movimenti meno significativi e contrastanti. Ed è esattamente ciò che, con il tempo, imparò a fare Jesse Livermore. Egli, seguendo per anni l'andamento dei prezzi di borsa, si rese conto che solo il superamento di certi livelli produce un movimento effettivamente significativo e dunque probabilmente profittevole. Tutto il saliscendi che si svolge entro quei livelli non va preso in considerazione.

Ed ecco perché egli, come abbiamo spiegato nell'articolo precedente, piazzava il suo stop loss ben oltre l'estremo opposto alla tendenza, cioè al di sopra dei massimi durante un trend ribassista e cioè per evitare che fosse colpito durante le normali oscillazioni del prezzo. A questo punto il problema si sposta dall'individuazione della tendenza al potersi permettere, in termini monetari, l'oscillazione di prezzo che è necessario ignorare perché viene considerata non significativa. Questo problema non viene risolto dall'analisi tecnica, bensì dal money management, ovvero dall'adeguamento del capitale investito alla volatilità dei prezzi. Se noi non riusciamo a tenere sotto controllo la variazione monetaria del nostro capitale provocata dalla variazione dei prezzi, diventeremo troppo emotivi e saremo più facilmente ingannati dai movimenti di prezzo. Questa circostanza è dimostrata dalla frequenza con cui accade che i trader neofiti ottengano dei buoni risultati durante le simulazioni ed inizino a perdere soldi quando passano all'operatività effettuata col denaro vero. Ed ecco perché è ormai idea comunemente accettata che la bravura di un trader non stia nella sua capacità di prevedere il futuro, ma piuttosto nella sua costanza nel seguire le regole e nella sua abilità nel mantenere sotto controllo il capitale investito. La sicurezza in sé stessi si acquisisce con il metodo.

### 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).

## STATISTICHE DEL MESE

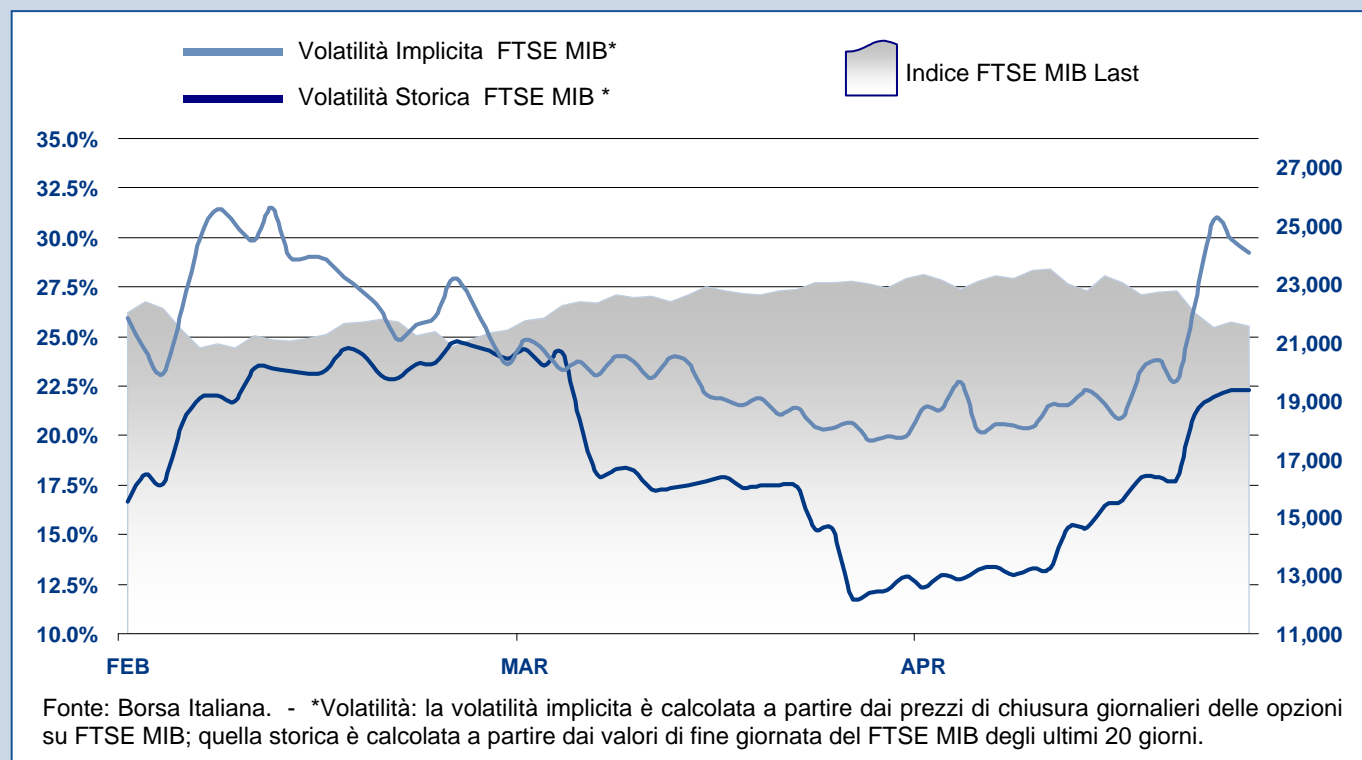
## Indicatori Opzioni

SOTTOSTANTE	PERFORMANCE A 1 MESE*	VOLATILITA' 1 MESE*	VOLATILITA' 3 MESI *	VOLUME CALL	VOLUME PUT	PUT/CALL RATIO
A2A	-8.14%	15.58%	18.56%	304	838	2.76
ACEA	2.47%	20.73%	19.87%	299	337	1.13
ATLANTIA	-6.03%	22.25%	19.28%	6,380	6,705	1.05
AUTOGRILL	2.16%	23.68%	22.82%	378	773	2.04
BANCA MONTE PASCHI SIENA	-4.27%	27.45%	21.75%	23,877	7,278	0.30
BANCA POPOLARE MILANO	-7.78%	28.09%	27.35%	1,848	1,759	0.95
BANCO POPOLARE	-5.51%	25.20%	29.74%	26,504	2,838	0.11
BULGARI	3.24%	32.90%	30.65%	1,055	1,139	1.08
BUZZI UNICEM	19.71%	35.22%	30.72%	1,469	597	0.41
ENEL	-4.32%	18.00%	15.58%	63,930	70,701	1.11
ENI	-2.66%	18.53%	16.59%	34,112	35,093	1.03
ERG	0.12%	20.09%	19.52%	1,901	271	0.14
EXOR	8.56%	29.67%	26.76%	334	220	0.66
FIAT	4.28%	31.04%	32.92%	178,246	70,150	0.39
FINMECCANICA	-1.79%	22.29%	20.08%	1,361	2,371	1.74
FONDIARIA - SAI	-5.97%	20.93%	23.99%	2,817	7,008	2.49
GENERALI	-10.11%	21.55%	20.27%	137,122	221,011	1.61
GEOX	-5.82%	25.08%	24.86%	170	137	0.81
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	7.95%	30.08%	34.29%	179	120	0.67
IMPREGILO	-7.93%	29.01%	26.87%	4,025	1,783	0.44
INTESA SANPAOLO	-9.53%	28.64%	28.96%	74,733	45,456	0.61
INTESA SANPAOLO RSP	-8.63%	27.87%	29.90%	676	834	1.23
ITALCEMENTI	0.36%	29.06%	23.73%	5,466	3,446	0.63
LOTTOMATICA	-3.32%	20.21%	18.33%	2,180	1,220	0.56
LUXOTTICA GROUP	3.96%	20.36%	18.28%	485	1,073	2.21
MEDIASET	-5.08%	26.21%	26.94%	2,316	1,878	0.81
MEDIOBANCA	-11.34%	22.40%	23.16%	3,521	3,550	1.01
MEDIOLANUM	-11.12%	24.61%	25.36%	687	796	1.16
MONDADORI EDITORE	-5.51%	22.63%	25.95%	47	129	2.74
PARMALAT	-2.24%	29.87%	24.30%	6,679	3,709	0.56
PIRELLI & C	-4.63%	29.10%	31.53%	1,285	3,764	2.93
PRYSMIAN	-5.85%	35.39%	28.78%	2,151	3,753	1.74
SAIPEM	-0.41%	30.87%	27.89%	7,123	5,551	0.78
SEAT PAGINE GIALLE	-0.43%	28.16%	34.99%	562	651	1.16
SNAM RETE GAS	-5.16%	12.70%	10.37%	737	855	1.16
STMICROELECTRONICS	-3.38%	32.69%	28.34%	64,566	48,877	0.76
TELECOM ITALIA	-1.38%	21.45%	24.03%	58,522	55,240	0.94
TELECOM ITALIA RSP	2.89%	23.98%	25.31%	26,859	18,533	0.69
TENARIS	-4.47%	29.05%	29.78%	1,066	1,677	1.57
TERNA	-5.21%	7.66%	8.66%	580	8,781	15.14
TISCALI	-6.26%	32.63%	28.00%	-	-	-
UBI BANCA	-6.36%	22.13%	18.22%	654	1,496	2.29
UNICREDIT	-8.09%	29.15%	31.65%	133,755	93,046	0.70
UNIPOL	-5.20%	21.74%	23.54%	77	302	3.92
<b>Totale complessivo</b>				<b>881,038</b>	<b>735,746</b>	

Fonte: Borsa Italiana - Dati aggiornati a aprile 2010

\* 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	360.461	40.107	18.023	43.875
Minifutures su indice	211.483	4.699	10.574	2.149
Futures su Dividend Index	36	-	4	28
Opzioni su indice	250.824	14.023	12.541	155.409
IDEM Stock Futures	1.227.602	2.875	61.380	258.517
Opzioni su azioni	1.616.784	4.677	80.839	4.191.244
Tot. Equity Derivatives	3.667.190	66.381	183.360	4.651.222
Power Futures	415	108	21	923
Totale IDEM	3.667.605	66.488	183.380	4.652.145

Fonte: Borsa Italiana - Dati relativi a aprile 2010

Sul sito di Borsa Italiana [www.borsaitaliana.it/derivati](http://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...)

Piazza degli Affari, 6  
20123 Milano

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

## **Derivatives – IDEM**

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Piazza degli Affari, 6  
20123 Milano

## **Gabriele Villa**

[gabriele.villa@borsaitaliana.it](mailto:gabriele.villa@borsaitaliana.it)

## **Melissa De Sanctis**

[melissa.desanctis@borsaitaliana.it](mailto: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, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, Borsa Virtuale, ExtraMOT, MIV, Bit Systems, Piazza Affari Gestione e Servizi, Palazzo Mezzanotte Congress and Training Centre, PAGES 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 London Stock Exchange Group, 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.