

**Università degli Studi di Roma
“Tor Vergata”**



Facoltà di Economia

Corso di Laurea in Economia e Commercio

Tesi di Laurea in Economia del Mercato Mobiliare

“Analisi Tecnica sull’indice azionario S&P 500: dal lungo termine
all’intraday”

Relatore

Chiar.mo Prof.
Alessandro Carretta

Laureando

Igor Laurelli

Anno accademico 2005/06

INDICE

Introduzione	pag. 5
---------------------	--------

Capitolo I

Mercati, strumenti ed analisi finanziaria

1.1	Introduzione	pag. 7
1.2	I mercati finanziari	pag. 7
1.3	Gli strumenti finanziari	pag. 10
1.4	Le categorie di operatori	pag. 12
1.5	Le teorie di analisi	pag. 13
	1.5.1 La “random walk theory” (o teoria dell’andamento casuale)	
	1.5.2 L’analisi fondamentale	
	1.5.3 L’analisi tecnica	
	1.5.4 Analisi tecnica e fondamentale a confronto	
1.6	Conclusioni	pag. 25

Capitolo II

L’analisi tecnica euristica

2.1	Introduzione	pag. 26
2.2	Definizione e premesse filosofiche	pag. 27
2.3	Le origini	pag. 32
	2.3.1 La teoria di Dow	
	2.3.2 La teoria di Elliott	
	2.3.3 La teoria di Gann	
2.4	Il tipico ciclo di borsa e la psicologia degli investitori	pag. 62

2.5	I diversi tipi di grafici ed il loro ordine di studio	pag. 69
2.6	L'analisi grafica	pag. 75
2.6.1	Concetti e strumenti base	
2.6.2	Le principali figure tecniche (di continuazione o inversione)	
2.6.3	I gap	
2.6.4	I micro-modelli di b/t ed i patterns della Japanese candlestick analysis	
2.6.5	L'analisi dei volumi e degli open interest per i contratti futures	
2.6.6	L'analisi dei cicli temporali	
2.6.7	I falsi segnali (o whipsaws)	
2.7	L'analisi quantitativa (o algoritmica)	pag. 119
2.7.1	Definizione e tipologie di indicatori/oscillatori	
2.7.2	Le Medie mobili e gli indicatori costruiti su medie mobili	
2.7.3	Gli indicatori di momento	
2.7.4	Le regole generali di interpretazione degli indicatori di momento (del prezzo e d'ampiezza)	
2.7.5	I principali indicatori di momento (del prezzo)	
2.7.6	Altri indicatori tecnici (indicatori prezzo-volume e d'ampiezza)	
2.7.7	I falsi segnali (o whipsaws)	
2.8	Regole e sistemi di trading	pag. 141
2.9	Le altre aree dell'analisi tecnica e l'analisi tecnica intermarket	pag. 145
2.9.1	Gli indicatori di aspettative	
2.9.2	Gli indicatori di flussi di fondi	
2.9.3	L'analisi tecnica intermarket (o delle relazioni fra i mercati)	
2.10	Conclusioni	pag. 153

Capitolo III

Analisi dei dati storici dell'indice azionario S&P 500

3.1	Introduzione	pag. 154
3.2	L'indice S&P 500 e le sue funzioni	pag. 154

3.3	Analisi dati storici	pag. 158
3.3.1	Periodo, strumenti e metodologia di analisi	
3.3.2	Analisi di lunghissimo termine	
3.3.3	Analisi di lungo termine	
3.3.4	Analisi di medio termine	
3.3.5	Analisi di breve termine	
3.3.6	Analisi intraday	
3.3.7.	Un confronto fra diverse situazioni di massimo e di minimo	
3.4	Considerazioni conclusive	pag. 200
	Bibliografia di Riferimento	pag. 210
	Sitografia	pag. 212
	Indice delle figure ed indicazione delle relative fonti	pag. 213
	Elenco dei grafici sull'indice S&P 500	pag. 228

Introduzione

Uno dei fenomeni che, negli ultimi tempi, sta caratterizzando in maniera significativa i mercati finanziari è la crescente diffusione ed applicazione, a sostegno delle decisioni di trading/investimento, dei principi e delle metodologie dell'analisi tecnica.

Per analisi tecnica, in senso stretto, si intende lo studio di un mercato basato esclusivamente sull'esame di dati sistematicamente rilevati su di esso, che di solito sono rappresentati in forma grafica.

In senso lato, invece, può essere definita come quella teoria secondo cui è possibile prevedere l'andamento futuro del prezzo di un bene (reale o finanziario) studiando la sua storia passata.

Invero, nata negli Stati Uniti già nei primi anni del 1900, talvolta pubblicizzata come ricetta magica, altre tacciata di stregoneria, l'analisi tecnica c.d. euristica è tuttora poco considerata negli ambienti accademici. Si tratta, infatti, di un insieme di principi e procedimenti, più o meno rigorosi sul piano formale, che sono frutto dell'esperienza di analisti ed operatori direttamente coinvolti in attività speculative sui mercati mobiliari e delle materie prime.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di approfondire i concetti base ed i principali strumenti di questa interessante, quanto controversa, teoria di analisi.

L'intima finalità è di verificarne la validità per scopi previsionali ed operativi.

A tal fine, dopo una disamina della letteratura esistente che, alla luce dei variegati contributi dei diversi autori italiani e stranieri considerati, si è tentato di riorganizzare nel modo ritenuto più omogeneo ed opportuno, è stata effettuata l'analisi dell'indice azionario statunitense S&P 500: dal lungo termine all'intraday.

Il lavoro si articola in tre capitoli.

Nel primo, per fornire un quadro generale di riferimento, sono richiamate alcune nozioni di base concernenti i mercati, gli strumenti e l'analisi finanziaria¹.

¹ Nda. In questo contesto, per analisi finanziaria si intendono le teorie di analisi (insieme di principi e strumenti, o di regole e tecniche) che si possono utilizzare al fine di adottare scelte di investimento/disinvestimento, ossia teoria dell'andamento casuale, analisi fondamentale ed analisi tecnica.

In particolare, individuato e chiarito il significato dei primi due, nonché specificato quali sono i criteri secondo i quali possono essere distinti i soggetti che operano sui mercati finanziari, si è affrontato il tema dell'efficienza. In tale ottica, sono stati sintetizzati i tratti salienti delle tre differenti teorie di analisi che, in vario modo, spiegano i meccanismi che regolano il funzionamento dei mercati finanziari ed a cui si può ricorrere per orientare le proprie decisioni di investimento/disinvestimento.

Nel secondo capitolo sono descritti i principi e gli strumenti dell'analisi tecnica, a partire dalle sue possibili definizioni e premesse filosofiche, passando per le origini ed arrivare, infine, alle diverse tecniche specifiche.

I contributi dei diversi autori sono stati selezionati, integrati e raccolti in un *unicum* che, oltre a promuovere i singoli aspetti operativi, mira ad evidenziare i principi e le regole di carattere generale.

L'intento è di offrire una visione organica ed ordinata della materia che possa indirizzare e stimolare i necessari approfondimenti futuri.

Nel terzo capitolo, al fine di favorire l'assimilazione dei concetti esposti ed illustrare il funzionamento dei principali strumenti tecnici comunemente utilizzati, nonché di verificarne l'utilità, si procede all'analisi dell'indice azionario americano S&P 500.

Sulla base di quanto suggerito in letteratura, si è seguito un approccio integrato (che va dal lungo al breve periodo) e, nel contempo, si è data una particolare importanza all'evidenziazione delle fisiologiche differenze di interpretazione e di risultato connesse all'uso di grafici di diverso tipo (es. lineare e a barre o a candele), nonché conseguenti – in caso di medesima tipologia di grafico – alla scelta del periodo (o intervallo) di tempo complessivamente analizzato o ad una diversa periodicità (o unità di rilevazione/rappresentazione dei valori).

Inoltre, si è delineata la metodologia da seguire in caso di analisi intraday e tramite un confronto tra diverse situazioni di massimo e di minimo, rilevate in differenti epoche storiche, si è terminato con l'individuazione e la descrizione di alcune delle caratteristiche tecniche (grafiche e quantitative) che, tipicamente, si sono manifestate in prossimità dei punti di svolta superiori ed inferiori del mercato.

Da ultimo, sono presentate le principali conclusioni, le prospettive di ricerca ed i commenti finali.

Capitolo I

Mercati, strumenti ed analisi finanziaria

1.1 Introduzione

In questo primo capitolo introduttivo si è ritenuto necessario fornire alcune nozioni di base concernenti i mercati², gli strumenti e l'analisi finanziaria.

In particolare, nel secondo paragrafo sono indicate la definizione, le funzioni ed alcuni possibili profili di classificazione dei mercati finanziari.

Nel terzo paragrafo, dopo averne dato una definizione generale, sono individuati i principali strumenti finanziari, sia di base che derivati, così come risulta dal Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria (d.lgs. 58/1998).³

Nel quarto paragrafo si fa un accenno alle categorie di operatori.

Nel quinto paragrafo sono descritte brevemente le teorie di analisi che si possono applicare ai mercati finanziari, in particolare azionari.

1.2 I mercati finanziari

In prima approssimazione si può dire che i mercati finanziari rappresentano i luoghi, fisici o telematici, di scambio di valute e di strumenti finanziari.

Gli strumenti finanziari sono una particolare categoria di titoli e contratti aventi per oggetto diritti e prestazioni di natura finanziaria⁴; tradizionalmente sono così chiamati perché rivolti, direttamente o indirettamente, al finanziamento delle imprese commerciali.⁵

Per una loro più precisa individuazione si rinvia al paragrafo successivo.

Le funzioni svolte dai mercati finanziari possono essere così sintetizzate:

- ⇒ finanziamento per gli emittenti;
- ⇒ impiego delle risorse per gli investitori;
- ⇒ gestione dei rischi per i soggetti esposti o che cercano esposizione;

² Nda. Si ricorda che, in senso economico, per "mercato" si intende il luogo nel quale avviene l'incontro tra la domanda e l'offerta di un bene: ossia, il complesso delle contrattazioni tra acquirenti e venditori a seguito delle quali si stabilisce il prezzo di un bene.

³ Nda. Nell'individuazione degli strumenti finanziari si è seguita una visione più giuridica che economica.

⁴ Forestieri G./Mottura P. - Il sistema finanziario - Egea, 1998. Nda. Sul punto è bene evidenziare che a seguito dell'evoluzione normativa (c.d. dematerializzazione) la qualificazione di "titolo" è ormai limitata a quegli strumenti fin. che sono rappresentati da documenti cartacei (e non anche da scritture contabili).

⁵ Salanitro N. - Società per azioni e mercati finanziari - Giuffrè editore, 1998.

- ⇒ negoziabilità degli strumenti in circolazione;
- ⇒ quotazione (o pricing) degli strumenti negoziati;
- ⇒ controllo degli emittenti.

La funzione tipica dei mercati valutari è quella di facilitare il commercio internazionale. In definitiva, la funzione economica essenziale comune a tutti i tipi di mercati finanziari, compresi quelli creditizi, è di contribuire alla efficiente allocazione delle risorse ai fini della formazione del capitale produttivo.

Fatta questa breve premessa, si presentano ora alcuni dei possibili criteri di classificazione dei mercati finanziari, intesi in senso lato. In merito, si precisa che la terminologia adottata è quella di Forestieri/Mottura⁶.

In base alla durata degli strumenti in essi negoziati, si distingue tra mercati monetari e mercati dei capitali⁷. I primi hanno per oggetto strumenti finanziari a breve termine (cioè con durata inferiore ai 12 mesi o ai 18 mesi nei casi in cui la distinzione tra breve e medio termine rileva per l'applicazione di differenti regimi fiscali). I secondi, strumenti a medio e lungo termine.

In base alla natura degli strumenti negoziati e precisamente alla presenza o meno dei requisiti di trasferibilità/negoziabilità, si distingue tra mercati mobiliari e mercati creditizi⁸. All'interno dei mercati mobiliari è comune poi distinguere tra mercati primari (riguardanti l'emissione ed il primo collocamento dei titoli) e mercati secondari (concernenti il complesso delle operazioni aventi ad oggetto strumenti già emessi o

⁶ Forestieri G./Mottura P. - Il sistema finanziario - Egea, 1998. Nda. Una classificazione alternativa, che tradizionalmente si ritrova spesso in letteratura (v. "Dizionario di Amministrazione, Contabilità e Finanza" - Edizioni Giuridiche Simone, 1999), è quella che suddivide il mercato dei capitali (inteso in senso lato) in base alla forma: mercati diretti (quando le contrattazioni tra chi offre e chi domanda capitali avvengono per lo più in via personale e su base locale, come nel mercato creditizio/bancario) e mercati aperti (quando le contrattazioni hanno carattere impersonale e si svolgono secondo regole ben determinate valedoli per tutto il territorio nazionale ed internazionale). Nell'ambito di questi ultimi, in base all'oggetto delle negoziazioni, si distingue tra mercati azionari, obbligazionari e dei cambi.

⁷ Nda. In questa sede il termine mercato dei capitali è usato in modo restrittivo, identificandosi esclusivamente con quei mercati (mobiliari) le cui operazioni hanno scadenza superiore ai 12 mesi (azionario e obbligazionario). Altri autori (es. Gabrielli/De Bruno in "Capire la finanza" Ilsole24ore) usano il termine mercato dei capitali in luogo della locuzione generale mercati finanziari e pertanto vi comprendono anche il mercato monetario e dei mutui. Per essi, in base alla durata, si distingue tra mercato monetario e mercato finanziario (ed in questo tra mercato dei mutui e mercato mobiliare). Altri autori ancora, invece, con il termine mercato dei capitali indicano tutti i mercati finanziari, compreso quello valutario.

⁸ Nda. I due stessi autori sottolineano come le due classificazioni monetario/capitali e mobiliare/creditizio si incrociano, visto che: da una parte, alcuni strumenti del mercato monetario sono negoziabili (la maggioranza, riconducibile all'attività creditizia, no), dall'altra, è innegabile che la funzione di finanziamento di capitale fisso è tipica anche dei prestiti bancari a medio lungo termine.

collocati tra il pubblico dei risparmiatori)⁹. Tipico esempio di mercati secondari (o dell'usato) sono le c.d. Borse Valori¹⁰.

Sempre in base alla natura degli strumenti negoziati, si distingue tra mercati cash e mercati derivati. I primi sono quelli in cui oggetto di negoziazione sono gli strumenti base ed in cui le transazioni prevedono uno scambio "immediato" tra titoli e denaro.

I secondi, che rientrano nella più ampia categoria dei mercati a termine, hanno per oggetto gli strumenti derivati: ossia strumenti il cui valore dipende, non solo dalle caratteristiche proprie ma anche, da quello di un'altra attività (finanziaria o reale) ad essi sottostante (o di un indice dei prezzi o dei rendimenti relativo a tali attività)¹¹.

Altri criteri di classificazione dei mercati finanziari fanno riferimento:

- ⇒ alla dimensione geografica: mercati domestici e mercati internazionali;
- ⇒ alla struttura logistica: mercati fisici e mercati telematici;
- ⇒ all'assetto istituzionale e proprietario: mercati pubblici e mercati privati;
- ⇒ alla presenza o meno di una specifica regolamentazione applicata all'organizzazione e al funzionamento del mercato: mercati regolamentati e mercati over the counter;
- ⇒ alla procedura di negoziazione adottata: mercati ad asta e mercati a contrattazione continua;
- ⇒ al taglio delle transazioni: mercati al dettaglio e mercati all'ingrosso.

Logicamente la distinzione primaria e più importante, non solo dal punto di vista didattico ma anche ai fini del trading/investimento, è quella che si ricollega allo specifico tipo di strumento finanziario che viene negoziato.

⁹ Nda e Salanitro. Le caratteristiche distintive dei mercati primari sono due: la prima è che il denaro versato dal sottoscrittore è incassato dall'emittente; la seconda che non sono situati in particolari luoghi (a volte il luogo di primo collocamento è la sede dell'ente emittente, altre la sede dell'eventuale intermediario, altre ancora la sede dello stesso investitore che si avvale del servizio di promotori finanziari). I mercati secondari (anche se telematici), invece, si caratterizzano per essere di solito situati in determinati luoghi e per la circostanza che il corrispettivo versato dall'acquirente è incassato dal soggetto alienante (o venditore che salvo casi particolari differisce dall'emittente dello strumento).

¹⁰ Nda. Da notare, così come osserva Salanitro N. - Società per azioni e mercati finanziari - Giuffrè editore 1998, che anche il mercato di borsa può essere considerato un mercato primario, quando in esso si procede alla sottoscrizione di strumenti di nuova emissione (ad es. in caso di aumento di capitale da parte di una Spa quotata).

¹¹ Nda. Una delle principali peculiarità degli strumenti derivati è il c.d. effetto leva, ossia l'amplificazione dei risultati (positivi o negativi) che si possono ottenere grazie alla possibilità di effettuare un investimento di importo elevato con un ridotto impiego di capitale. A titolo di esempio, si pensi ai contratti futures che generalmente per la loro apertura richiedono a titolo di investimento iniziale (c.d. margine iniziale) solo una piccola percentuale del loro valore (compresa a seconda dei casi fra il 2% ed il 10%).

1.3 Gli strumenti finanziari

Nel paragrafo precedente è stato detto che gli strumenti finanziari sono una particolare categoria di titoli¹² e contratti aventi per oggetto diritti e prestazioni di natura finanziaria.

A seconda della natura del diritto, si distinguono¹³ in strumenti di partecipazione (es. azioni), di credito (es. obbligazioni) e di impegno (derivati).

Al fine di una loro più precisa, ma pur sempre limitata¹⁴, individuazione si fa riferimento alla definizione contenuta nell'art. 1 del Testo unico sull'intermediazione finanziaria (d.lgs. 58/1998).

A tenore del quale, ai sensi del secondo comma, per strumenti finanziari si intendono:

- a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
- b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
- b-bis) gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile;
- c) le quote di fondi comuni di investimento;
- d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
- e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici;

¹² Nda. Si ricorda che a seguito della recente evoluzione normativa che ha decretato la c.d. dematerializzazione dei titoli negoziati nei mercati di Borsa (o regolamentati), tale denominazione dovrebbe essere propriamente usata solo in caso di documenti cartacei e non anche qualora si tratti di scritture contabili.

¹³ Forestieri G./Mottura P. - Il sistema finanziario - Egea, 1998.

¹⁴ Nda e Salanitro. E' bene precisare che tale terminologia - introdotta per la prima volta nel nostro ordinamento giuridico dal decreto Eurosim (d.lgs. 415/1996 ora sostituito dal succitato testo unico) in applicazione della direttiva comunitaria 93/22 (relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari) - ha solo lo scopo di uniformare per tutti gli Stati membri il concetto di categoria generale di riferimento sulla quale ancorare l'individuazione dei "servizi di investimento". Si tratta comunque di una buona definizione qualitativa che ben rappresenta la complessità del fenomeno, anche da un punto di vista economico. Per una descrizione più generale, svincolata da ogni qualificazione giuridica e dunque meglio aderente al significato economico del termine, si rinvia a Fabrizi/Forestieri/Mottura - Gli Strumenti Finanziari - Egea, 1999: dove gli strumenti finanziari (dopo essere stati definiti, in via generale, le forme tecnico-contrattuali attraverso cui si attua lo scambio finanziario), vengono classificati secondo il criterio di appartenenza alle quattro aree fondamentali in cui tradizionalmente si suddivide l'attività finanziaria: creditizia, mobiliare, assicurativo/previdenziale, dei pagamenti.

f) i contratti "futures" su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

g) i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere¹⁵.

Nel terzo comma è specificato che: per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere f), g), h), i) e j)¹⁶.

Nel quarto comma dello stesso articolo è poi espressamente sancito che i mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari¹⁷.

Infine è da notare che lo stesso legislatore, all'art. 18 comma 5, ha previsto che il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite La Banca d'Italia e la Consob, possa individuare (tra l'altro) nuove categorie di strumenti finanziari, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie.

Per un costante aggiornamento, tra l'altro, si veda il sito internet della Consob (www.consob.it) nella sezione regolamentazione.

¹⁵ Nda e Forestieri/Mottura. Tale inciso sottolinea come, anche da un punto di vista giuridico, la grande famiglia degli strumenti finanziari costituisce un sistema evolutivo aperto, che varia in relazione alle mutevoli esigenze dei diversi operatori.

¹⁶ Nda. Per esclusione, quindi, gli strumenti (i titoli) di cui alle lettere precedenti costituiscono la categoria dei c.d. strumenti base. Per una descrizione lineare delle loro principali caratteristiche tecnico contrattuali il rinvio, oltre che a Fabrizi/Forestieri/Mottura - Gli Strumenti Finanziari - Egea, 1999, è a Gabbrielli/De Bruno - Capire la finanza - Ilsole24ore, 1999. Per un approfondimento degli strumenti finanziari derivati si rinvia a J.C. Hull - Introduzione ai mercati dei futures e delle opzioni - Prentice Hall/IlSole24ore, 1999; a L. Galitz - Ingegneria Finanziaria - FinancialTimes/JacksonLibri, 1996; a F. Caparrelli - I derivati - McGraw-Hill, 2001.

¹⁷ Nda. Si ricordi che si tratta di una definizione giuridica e che non sempre vi è coincidenza con la visione economica.

1.4 Le categorie di operatori

Ad un primo livello di indagine¹⁸, gli operatori presenti sui mercati finanziari, ancorché con finalità diverse, si possono distinguere in due grandi categorie: gli emittenti (domanda fondi) ed i sottoscrittori (offerta fondi).

Gli emittenti sono:

- ⇒ gli Stati e le altre amministrazioni pubbliche, mediante l'emissione dei titoli di Stato e di altri strumenti di debito/credito;
- ⇒ le banche, con operazioni di provvista a brevissimo termine e con l'emissione dei certificati di deposito o di prestiti obbligazionari;
- ⇒ le imprese, mediante l'emissione di azioni, obbligazioni etc.

I sottoscrittori sono:

- ⇒ le famiglie;
- ⇒ le imprese;
- ⇒ gli investitori istituzionali (imprese di assicurazione, banche, società finanziarie, enti previdenziali, organismi di investimento collettivo: fondi comuni e sicav);
- ⇒ gli intermediari finanziari (sim, banche, agenti di cambio, società di gestione del risparmio);
- ⇒ le banche centrali.

Ad un secondo livello di indagine¹⁹ e con specifico riferimento ai mercati di Borsa, escludendo dunque gli emittenti, si distinguono: da una parte, gli intermediari nelle possibili vesti di broker, dealer, market maker²⁰; dall'altra, gli investitori quali proprietary desk (dealer), hedge fund, investitori istituzionali, retail (o privati).

Nei mercati cash, tradizionalmente, gli investitori sono distinti, a seconda della loro finalità (di investimento o speculazione), in risparmiatori cassetisti e speculatori professionali²¹.

¹⁸ Gabbrilli M. / De Bruno S. - Capire la finanza - Ilsole24ore, 1999.

¹⁹ Polli R. / Rossi G. - Borse: investire informati - Bloomberg Investimenti/Egea, 2000.

²⁰ Nda. E' broker l'intermediario che negozia in nome proprio ma per conto terzi, è dealer l'intermediario che negozia in nome e per conto proprio, è detto market maker l'intermediario che nell'ambito dei mercati regolamentati assume l'obbligo di fare mercato, ossia di garantire proposte di acquisto e vendita.

²¹ Nda e Astolfi & Negri - Tecnica Bancaria - Ed. Tramontana, 1991. Le caratteristiche distintive si riferiscono a tre elementi: fonti di finanziamento (esclusivamente mezzi propri per i primi, mezzi propri e mezzi attinti a credito per i secondi), criteri di scelta (in funzione del rendimento e della sicurezza con un'ottica di medio-lungo periodo i primi, in funzione della possibilità di lucrare differenze fra prezzi di vendita e di acquisto nel breve periodo i secondi), modalità di esecuzione (consegna/ritiro dei titoli contro pagamento immediato per i primi, compimento di operazioni compensative per i secondi).

Con riferimento ai più recenti e dinamici mercati dei derivati²² è comune distinguere gli operatori in hedgers, arbitraggisti e speculatori in base alla loro specifica finalità di:

- copertura (apertura di una nuova posizione rischiosa per bilanciare i rischi di una posizione preesistente),
- arbitraggio (compimento simultaneo di due o più operazioni, su uno stesso mercato o su mercati differenti, al fine di bloccare un profitto privo di rischio),
- speculazione (apertura di una posizione rischiosa nella speranza di ottenere un profitto)²³. Gli speculatori, a loro volta, possono essere suddivisi, a seconda del tipo di operatività, in tre categorie: scalpers, day-traders, position-traders²⁴.

Sotto il profilo delle posizioni assunte, infine, si distingue fra coloro che hanno acquistato (compratori/rialzisti), coloro che hanno venduto (venditori/ribassisti) e gli indecisi (che stanno fuori dal mercato ed aspettano il momento ritenuto più propizio).

1.5 Le teorie di analisi

Lo studio dei mercati finanziari, in particolare di quelli azionari, ha portato alla nascita di tre diverse scuole di pensiero²⁵, le cui premesse teoriche, metodologie di analisi nonché implicazioni operative presentano profonde differenze l'una dall'altra:

- ⇒ Random walk theory;
- ⇒ Analisi fondamentale;
- ⇒ Analisi tecnica.

Ognuna di queste teorie, come è facile immaginare, ha i propri sostenitori ed oppositori.

²² Hull J.C. - Introduzione ai mercati futures e delle opzioni - Prentice Hall int./Ilsole24ore, 1999.

²³ Nda. La speculazione può essere al rialzo (quando si prevede un aumento delle quotazioni, si compra nella speranza di vendere ad un prezzo maggiore) o al ribasso (quando si prevede una diminuzione dei corsi, si vende nella speranza di acquistare ad un prezzo minore). E' detta allo scoperto quando chi compra non possiede il denaro per ritirare e pagare i titoli, o chi vende non possiede i titoli che deve consegnare. Ciò nei mercati tradizionali di borsa era reso possibile, oltre che dalla esistenza di appositi contratti di finanziamento (prestito titoli, riporti, pronti contro termine) e dalla possibilità di concludere operazioni di compravendita a termine (contratti a premio semplice o composto), anche dal meccanismo di liquidazione mensile; oggi (in Italia dal 1996) con la c.d. liquidazione a contante (di tipo rolling) le strade per speculare allo scoperto sono i citati contratti di borsa (di finanziamento o a premio) ed i più congeniali strumenti finanziari (contratti) derivati: in particolare futures e options.

²⁴ Hull J.C. - Introduzione ai mercati futures e delle opzioni - Prentice Hall int./Ilsole24ore, 1999. Gli scalpers osservano le tendenze di brevissimo termine e cercano di trarre profitto da piccolissime variazioni di prezzo (di solito mantengono le posizioni per pochi minuti), i day traders mantengono le posizioni per meno di una giornata per non incorrere nel rischio che durante la notte vengano diffuse notizie sfavorevoli, i position traders mantengono le posizioni per periodi lunghi sperando di trarre profitti significativi da importanti movimenti di mercato.

²⁵ Defendi G. - Manuale del trader, vol. 1 - MilanoFinanza, 2000.

L'unico elemento su cui i seguaci delle tre teorie concordano è che i prezzi (espressi dai mercati) sono determinati dall'incontro della domanda con l'offerta²⁶.

Senza voler entrare nel merito del dibattito su quale sia la migliore da applicare, dunque trascurando l'aspetto delle "critiche", per ora ci si limita a descriverne i tratti essenziali.

1.5.1 La Random walk theory (o teoria dell'andamento casuale)

Tale teoria, che nasce nella comunità accademica statunitense intorno agli anni "60²⁷, rappresenta un caso speciale della teoria del mercato efficiente²⁸.

In particolare, afferma che le variazioni di prezzo (di un'azione) sono indipendenti l'una dall'altra e mantengono nel tempo la medesima probabilità di verificarsi.

In sostanza, essa sostiene che il movimento dei prezzi nei mercati finanziari è casuale ed imprevedibile²⁹. Non è possibile, al contrario di quanto pensano gli analisti tecnici, prevederne l'andamento futuro studiando la storia passata. "I prezzi non hanno memoria". Pertanto, sempre secondo questa teoria, nessun gestore o investitore è in grado di battere *sistematicamente* il mercato e la migliore strategia di portafoglio da seguire è quella passiva: cioè scegliere i titoli in modo da ottenere la combinazione desiderata rischio-rendimento e ridurre al minimo le transazioni ed i relativi costi di commissione (c.d. politica del compra e tieni).

La teoria del mercato efficiente, nella sua versione generale³⁰, afferma che i prezzi riflettono in modo completo e corretto le informazioni rilevanti e che in caso di news l'aggiustamento ai nuovi valori di equilibrio avviene con rapidità (ex abrupto).

²⁶ Caparrelli F. - Economia dei mercati finanziari - McGraw-Hill, 1998.

²⁷ Murphy J. J. - Analisi tecnica dei mercati finanziari - ed. italiana Hoepli, 1997. Il testo che sviluppò questa teoria fu "The Random Character of stock market" di P.H. Cootner, ed. Mit Press, 1964.

²⁸ Caparrelli F. - Economia dei mercati finanziari - McGraw-Hill, 1998.

²⁹ Murphy J. J. - Analisi tecnica dei mercati finanziari - ed. italiana Hoepli, 1997.

³⁰ Nda e Caparrelli. Eugene Fama ha distinto la tesi generale dell'efficienza del mercato in tre sottoipotesi a seconda delle informazioni disponibili: forma debole, forma semi-forte e forma forte. La forma debole assume che le quotazioni incorporano tutte le notizie che possono essere tratte dal mercato (prezzi e loro variazioni, quantità scambiate, andamento stagionale etc.). Da qui l'affermazione secondo cui la conoscenza della storia passata dei prezzi non aiuta a migliorare la performance e dunque la presunta inutilità dell'analisi tecnica. La forma semi-forte amplia il campo alle informazioni societarie c.d. pubbliche (dati di bilancio, dividendi, comunicazioni sociali etc.). Si ritiene che queste notizie, una volta rese pubbliche, sono trasferite nel prezzo con rapidità ed in modo corretto, pertanto la loro conoscenza non consente di realizzare profitti particolari: il risparmiatore acquista il titolo al nuovo valore di equilibrio. Da qui la presunta inutilità dell'analisi fondamentale. La forma forte, infine, è quella che asserisce che tutti gli investitori dispongono dello stesso set informativo e non ci sono posizioni privilegiate nell'accesso a notizie particolari e rilevanti: in breve, il set informativo utilizzato dagli operatori comprende anche le informazioni private. Per tale ipotesi non è possibile battere il mercato ricorrendo all'informazione riservata.

La prima affermazione implica che non esistono, di regola, titoli sopra o sotto quotati (la quotazione è la migliore stima del valore intrinseco) e dunque non è possibile scegliere investimenti che realizzano una performance migliore di quella di mercato o equilibrio (ottenere in modo sistematico extra-profitti dall'attività di compravendita).

La seconda affermazione, oltre a giustificare la carenza di titoli mispriced, implica che non è possibile individuare dei sentieri evolutivi (trend) o particolari configurazioni grafiche (figure tecniche) che permettano di battere il mercato. Poiché la correzione del prezzo è istantanea, il risparmiatore acquista il titolo al nuovo valore d'equilibrio.

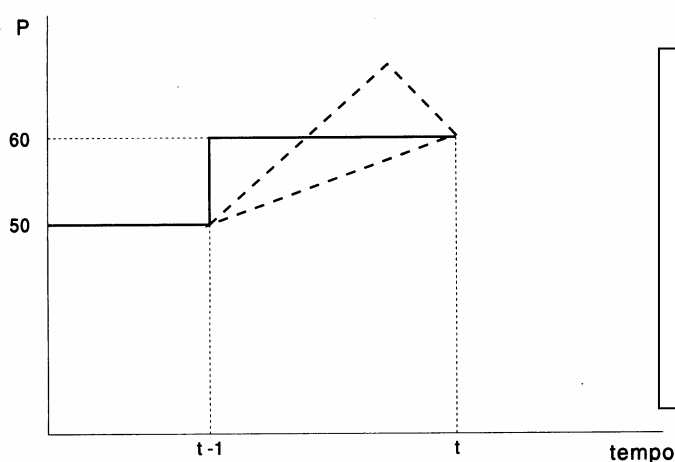


Figura 1.1.

Esempio di mercato efficiente e di mercato inefficiente, a seguito dell'uscita di una news positiva in $t-1$.

La spezzata continua rappresenta il caso di efficienza (adeguamento immediato); le linee tratteggiate due ipotesi di inefficienza (adeguamento graduale crescente o iniziale sopravvalutazione e successivo allineamento al nuovo fair value).

Le premesse teoriche su cui poggiano sia la teoria del mercato efficiente che la Random walk sono riconducibili all'ipotesi di efficienza: pluralità di operatori che agiscono in modo razionale e non collegato tra loro (c.d. price-takers) - set informativo disponibile per tutti senza costi - sostanziale omogeneità delle aspettative sull'influenza che le informazioni hanno sui prezzi attuali e futuri - inesistenza di costi transattivi e di imposte - sistema di diffusione delle informazioni rilevanti (tra i diversi investitori) a pioggia, che permette il rapido aggiustamento dei prezzi al nuovo valore d'equilibrio a seguito dell'uscita di news.

L'implicazione operativa è, come detto sopra, quella passiva del "compra e tieni": costruire³¹ un portafoglio titoli che (possibilmente) riproduce quello di mercato e che tiene conto del grado di avversione al rischio del cliente, riducendo al minimo le transazioni ed i relativi costi.

³¹ Nda. La scelta dei titoli, secondo i teorici dell'efficienza, dovrebbe essere effettuata avvalendosi dei concetti e degli strumenti della moderna teoria di portafoglio (rendimento/rischio, diversificazione di Markowitz, frontiera efficiente, modello dell'indice singolo, capital asset pricing model, arbitrage pricing theory). Per un approfondimento della quale si rinvia alla citata opera di Caparrelli F.

Prima di procedere con la descrizione delle altre due teorie di analisi, fondamentale e tecnica, è bene evidenziare che presupposto teorico di fondo comune ad entrambe è l'inefficienza del mercato³²: la circostanza, cioè, che l'informazione non si trasferisca nella quotazione in modo corretto e con rapidità, bensì con ritardo. Per esse, gli investitori non godono delle stesse informazioni e hanno aspettative eterogenee. Alcuni tendono ad essere leader, altri a seguire. Le informazioni non si diffondono a pioggia, ma a cerchi concentrici: dagli insider, agli analisti, agli intermediari più capaci e così via sino alla massa degli investitori. Poiché si ha un lento processo di "assorbimento" della notizia, è possibile individuare titoli sopra e sotto quotati ed i prezzi nel tempo danno origine a tendenze e configurazioni grafiche riconoscibili utili per battere il mercato³³.

In altre parole, secondo le due teorie di analisi che saranno descritte successivamente, esiste la possibilità di battere il mercato (in modo sistematico) attuando una attiva e corretta politica di portafoglio. Ma se comune è il presupposto teorico di fondo (rifiuto dell'ipotesi di efficienza), nettamente diversi sono l'oggetto e gli obiettivi dell'analisi, le specifiche premesse teoriche, le metodologie di analisi nonché le implicazioni operative. Ed infatti, come si vedrà, gli analisti tecnici ritengono che gli input informativi necessari e sufficienti siano ricavabili dal mercato stesso, mentre gli analisti fondamentali considerano cruciale riferirsi ai documenti aziendali, alle qualità del management, alle condizioni dell'economia in generale.

I tecnici studiano "market data" al fine di individuare tendenze, figure tecniche, zone di supporto o resistenza, aree di accumulazione o distribuzione, possibili cicli temporali e così via, mentre i fondamentalisti lavorano su "economic data" al fine di determinare i titoli che appaiono sopra o sotto valutati dal mercato, rispetto al loro valore intrinseco³⁴.

³² Nda e Caparrelli. Ragionando in termini di E. Fama, il rifiuto dell'efficienza debole incoraggia l'utilizzo dell'analisi tecnica, che attraverso l'individuazione e lo studio di trend e configurazioni può consentire di battere il mercato. Nel caso in cui non risulti verificata l'ipotesi di efficienza semi-forte, l'analisi fondamentale può essere d'aiuto nell'individuazione dei titoli sopra e sotto quotati.

³³ Caparrelli F. - Economia dei mercati finanziari - McGraw-Hill, 1998.

³⁴ Nda e Caparrelli. Il valore intrinseco (o teorico prezzo di equilibrio) di un titolo, secondo il modello di valutazione più generale, si identifica con il valore "attuale" dei flussi che esso è in grado di generare. Se il prezzo di mercato è superiore al valore intrinseco (sopravalutazione), il consiglio è di vendere (magari anche allo scoperto); se invece è inferiore (sottovalutazione), il consiglio è di acquistare (magari anche ricorrendo all'indebitamento). In merito si può osservare come l'assunzione implicita dell'analisi fondamentale sia quella di razionalità degli operatori, nel senso che vi è l'intima convinzione che il mercato è abbastanza ragionevole da aggiustare (sia pur con ritardo) i corsi al contenuto economico del titolo. Su tale assunzione non vi è accordo con l'analisi tecnica, che ritiene significativa anche la componente di irrazionalità degli investitori.

1.5.2 L'analisi fondamentale

Con tale espressione, in genere, si suole indicare ogni metodologia di analisi che cerca di determinare il valore intrinseco (o fair value) di un bene (reale o finanziario), ufficialmente quotato su un mercato, al fine di stabilire se risulta sopra o sotto valutato³⁵. In questa sede, coerentemente con le origini della teoria, si descrive unicamente il complesso dei sistemi di indagine applicabile al mercato azionario.

L'esposizione, sintetica e per quanto possibile schematica, si articola in quattro punti: definizione/finalità, premesse teoriche, oggetto/metodologie, implicazioni operative.

L'analisi fondamentale dei titoli azionari è una teoria di analisi che si propone di stimare, direttamente o indirettamente, il valore intrinseco di un titolo al fine di confrontarlo con il valore di mercato. In sostanza, si cerca di capire se la quotazione espressa dal mercato per una determinata azione è in linea con il suo valore teorico o di equilibrio (desumibile tramite varie tecniche a partire dai dati di bilancio della società emittente e tenuto conto di altre variabili quali tassi di interesse, dividendi, prospettive di crescita, situazione del settore di riferimento, condizioni macroeconomiche ecc...).

Le premesse teoriche su cui poggia la teoria sono essenzialmente due: la prima è l'esistenza di asimmetrie informative e valutative tra i vari investitori che implica la possibilità di verificare discrepanze tra quotazioni di mercato e valori intrinseci (esistono titoli sopra o sotto quotati); la seconda è l'ipotesi di razionalità degli investitori che fa sì che tali discrepanze tra prezzo e valore siano solo temporanee (il prezzo di mercato di un'azione prima o poi si allinea al suo vero valore, c.d. intrinseco).

L'oggetto di studio va dai documenti aziendali alla qualità del management, dalle prospettive di crescita dell'impresa e del settore alle condizioni macroeconomiche, dall'analisi dei dati di società simili alle quotazioni di mercato.

Quanto alle metodologie di analisi, si va dal calcolo ed esame di semplici indicatori (c.d. multipli di mercato o di borsa³⁶), a vere e proprie valutazioni d'azienda (o stime del

³⁵ Fornasini A. - Analisi tecnica e fondamentale di borsa - Etas Libri, 1991.

³⁶ Vari Autori - Analisi di bilancio - Guide operative Ipsosa, 2000. Sono particolari indici (rapporti) che mettono in relazione il valore di mercato di un'impresa con alcuni suoi valori contabili. Si suddividono in indici basati sulla capitalizzazione ed indici basati sull'enterprise value. Esempio dei primi sono i rapporti prezzo di mercato (unitario)/utile per azione, prezzo/cash flow, prezzo/book value. Esempio dei secondi sono il rapporto enterprise value/ebit (ossia il valore complessivo dell'impresa, ottenuto sommando alla capitalizzazione di borsa i debiti finanziari netti, diviso il reddito operativo prima degli interessi e delle tasse), ed il rapporto enterprise value/ebitda (ossia il valore complessivo dell'impresa diviso il margine operativo lordo o reddito operativo prima degli interessi, delle tasse, degli ammortamenti e degli accantonamenti). Possono essere costruiti, interpretati ed utilizzati secondo vari criteri.

c.d. capitale economico) effettuate secondo i canonici dettami dell'economia aziendale. Per comodità espositiva si può distinguere tra analisi fondamentale semplice e analisi fondamentale complessa. La prima riguarda l'applicazione dei citati multipli di mercato³⁷. La seconda comprende sia un'indagine di tipo strutturale (anche detta analisi macroeconomica), sia un'indagine di tipo particolare, a sua volta suddivisa in analisi settoriale e societaria³⁸.

Dal punto di vista pratico, risolte le problematiche connesse alla verifica e alla stima delle diverse variabili, il valore intrinseco di un'azione può essere calcolato direttamente tramite una delle versioni del c.d. modello del dividendo o mediante il rapporto prezzo/utile³⁹, oppure indirettamente ricorrendo ad uno dei metodi analitici di valutazione del capitale economico. Questi ultimi, tradizionalmente, si suddividono in metodi reddituali, patrimoniali (semplici o complessi), misti e finanziari. Tra i metodi innovativi si segnalano il metodo dell'EVA e quello delle opzioni reali.

Relativamente alle implicazioni operative, come anticipato⁴⁰, se il prezzo di mercato è superiore allo stimato valore intrinseco il consiglio è di vendere l'azione (magari anche allo scoperto). Viceversa, se il prezzo di mercato è inferiore al valore intrinseco, il consiglio è di acquistare (magari anche ricorrendo all'indebitamento). Le medesime considerazioni operative si applicano anche qualora il giudizio di sopra o sotto valutazione risulta da quei metodi che non implicano il calcolo del valore intrinseco (ed il suo confronto con il prezzo di mercato), ma che tuttavia si basano su variabili di natura fondamentale. A completamento di questa panoramica generale sull'analisi fondamentale si presentano alcune osservazioni/precisazioni.

³⁷ Mantovani G. - Manuale del trader, vol. 2 - MilanoFinanza, 2000. Nella prassi finanziaria sono utilizzati, sia pur con modalità differenti, per due finalità: per la valutazione "relativa" delle azioni (ossia per formulare giudizi di convenienza relativa su investimenti azionari alternativi) mediante il confronto fra i valori assunti per la società oggetto di analisi e quelli riscontrati su un campione di società ritenute comparabili; oppure per la valutazione del capitale economico (o valore intrinseco) mediante la diretta applicazione del multiplo prescelto ad uno dei risultati reddituali (es. multiplo dell'utile, multiplo del mol).

³⁸ Fornasini A.- Analisi tecnica e fondamentale di borsa - Etas Libri, 1991. L'indagine strutturale è volta a stabilire i possibili effetti di accadimenti politico-economici, nazionali e internazionali, su talune variabili determinanti il processo di valutazione. Con l'analisi settoriale si studiano e approfondiscono le relazioni tra domanda ed offerta, il grado di concorrenza e la sua evoluzione, i costi ed i cicli di vita dei prodotti, i possibili scenari futuri. L'analisi societaria si può identificare con la tradizionale analisi di bilancio (per indici e per flussi) e con l'insieme dei metodi di valutazione del capitale economico di impresa.

³⁹ Caparelli F. - Economia dei mercati finanziari - McGraw-Hill, 1998. A cui si rinvia per una descrizione dettagliata. Il riferimento al rapporto prezzo/utile è da intendersi come richiamo ai multipli di mercato.

⁴⁰ Vedi nota n. 34 del presente lavoro.

La prima è che le valutazioni possono riferirsi al valore della singola azione o al valore della società emittente nel suo complesso⁴¹. La seconda è che dietro ogni titolo azionario c'è sempre una società (un sistema aziendale fatto di parti e partecipanti) e la sua capacità di generare reddito nel tempo. Capacità che a sua volta dipende dalla qualità degli elementi della c.d. formula imprenditoriale e da quella dei piani strategici⁴². La terza osservazione è che non esiste un metodo di valutazione migliore in assoluto, ma la scelta va effettuata in base alle caratteristiche⁴³ del caso concreto tenendo presente le specificità contabili e settoriali dell'impresa oggetto di analisi. E' comunque una buona regola valutativa quella di confrontare i risultati ottenuti con metodi diversi al fine di individuare un intervallo di valori possibili e tra questi scegliere quello ritenuto più attendibile. La quarta osservazione, che in un certo senso ci avvicina anche alla filosofia dell'analisi tecnica, è che in definitiva il prezzo di ogni titolo (o bene) quotato dipende dalla domanda e dall'offerta (ossia, è "fatto" dal mercato)⁴⁴. Infine è bene evidenziare che il prezzo o quotazione di borsa che si determina sul mercato, in genere, fa riferimento a quantitativi di scambi giornalieri irrisori (max. 1-2% del capitale sociale).

⁴¹ Nda. A volte non si calcola alcun valore intrinseco, ma ci si limita ad esprimere dei giudizi di convenienza sulla base di altri metodi (ad. es. multipli di borsa, analisi di bilancio comparata, ecc...).

⁴² Cavaliere E. - Seminario sulle valutazioni d'azienda - Roma, 2000. La qualità degli elementi della formula imprenditoriale (sistemi competitivi, strutture organizzative ed operative, sistemi di relazione con gli stakeholders) e quella del piano strategico si pongono in relazione inversa con il rischio di impresa. Nell'operazione di valutazione ci sono tre modi per tener conto di un aumento del rischio: si abbattano i flussi prospettici (di reddito o di cassa), si aumenta il tasso di attualizzazione, si riduce l'orizzonte temporale di riferimento.

⁴³ Nda. Il riferimento è al tipo di impresa, alla situazione della sua struttura patrimoniale/finanziaria, al set informativo disponibile o reperibile, alla specifica finalità della valutazione.

⁴⁴ Di Lorenzo R. - Guadagnare in borsa con l'analisi tecnica, vol. 1 - IlSole24ore, 1999. Un titolo sottovalutato (sopravalutato) rimarrà tale finché la maggioranza degli investitori: 1) non se ne accorgerà; 2) non inizierà a comprare (vendere) massicciamente. Nda. Con ciò si vuole sottolineare quella non piacevole eventualità che sui mercati finanziari il tentativo di sfruttare ai fini operativi le indicazioni derivanti dall'analisi fondamentale può essere vanificato dalla miopia o (peggio) dalla diversa visione degli altri investitori (dotati di informazioni diverse o che usano metodi differenti) oppure, come osserva Fornasini, dalla struttura di intermediazione o dalle caratteristiche dimensionali dello specifico mercato oggetto di interesse. Tali considerazioni (obiezioni), che a prima vista con i dovuti adattamenti potrebbero ritenersi pienamente contestabili a qualsiasi metodologia di analisi (compresa l'analisi tecnica), secondo alcuni tecnici non sono per definizione mai applicabili nei confronti dell'analisi tecnica, ossia sono da ritenere superate di fronte ad una corretta applicazione dei suoi sistemi di indagine, in quanto questa permette di capire proprio dove sta andando il prezzo e dunque la maggioranza (il mercato). Altri tecnici, forse più consci dei principi e dei meccanismi che regolano il funzionamento dei mercati finanziari (cash o derivati che siano), limitano l'affidabilità degli strumenti tecnici ai segnali di medio-lungo termine. I prezzi nel breve periodo (dall'intraday a tre/quattro settimane) - così come osserva M. J. Pring nel suo libro "Analisi Tecnica dei Mercati finanziari" Ed. it. McGraw-Hill 1995 - sono oltre che molto più influenzabili dalle notizie e dalle reazioni emotive anche più facilmente soggetti a manipolazioni. Il riferimento alla struttura di intermediazione o alla c.d. mano primaria è chiaro ed evidente. Tuttavia, si riconosce che in alcuni limitati casi anche i segnali di breve periodo possono ritenersi affidabili.

1.5.3 L'analisi tecnica

Per analisi tecnica, in senso stretto, si intende lo studio di un mercato basato esclusivamente sull'analisi di serie storiche di dati sistematicamente rilevati su di esso. Tale tipo di studio può essere condotto attraverso modelli econometrici, tecniche statistiche, sistemi euristici (di tipo grafico o algoritmico)⁴⁵.

In questo paragrafo si presentano, sulla falsariga dello schema proposto per la descrizione delle altre due teorie, gli aspetti principali della c.d. analisi tecnica euristica⁴⁶, le cui origini risalgono ai primi del novecento con specifico riferimento ai mercati azionari di borsa statunitensi. In tale ottica, l'analisi tecnica può essere definita come quella teoria secondo cui è possibile prevedere l'andamento futuro del prezzo di un titolo azionario (bene), quotato su un mercato, studiando la sua storia passata. In pratica si ritiene che dall'esame ed investigazione dei grafici storici, illustranti l'evoluzione dei prezzi borsistici e delle relative quantità scambiate nonché l'andamento di particolari indicatori costruiti su tali dati, si possono ricavare una serie di informazioni utili per battere il mercato.

Le specifiche premesse teoriche su cui poggia la teoria sono cinque, anche se normalmente in dottrina se ne indicano solo tre⁴⁷: il mercato sconta tutto, i prezzi si muovono per tendenze, la storia si ripete. In realtà, è bene esplicitare anche l'ipotesi di inefficienza del mercato (nel senso di esistenza di asimmetrie informative e valutative tra i vari investitori) e quella di irrazionalità di comportamento degli operatori⁴⁸.

L'oggetto di studio si identifica principalmente⁴⁹ nei c.d. market data (prezzi, quantità scambiate, open interest per i contratti future e option, indicatori costruiti su tali dati ecc...), che raccolti in serie temporali sono esaminati prevalentemente in forma grafica.

⁴⁵ Fornasini A. - Analisi tecnica e fondamentale di borsa - Etas Libri, 1991.

⁴⁶ Fornasini A. - Analisi tecnica e fondamentale di borsa - Etas Libri, 1991. E' così denominata in quanto costituita da procedimenti "non rigorosi" sul piano formale. Si tratta, infatti, di un insieme (non omogeneo) di principi e strumenti escogitati e verificati empiricamente da analisti ed operatori direttamente coinvolti in attività speculative sui mercati mobiliari e delle materie prime.

⁴⁷ Vedi ad es. Defendi G. - Manuale del trader, vol.1 - MilanoFinanza, 2000 o John J. Murphy - Analisi tecnica dei mercati finanziari - Ed. it. Hoepli, 1997.

⁴⁸ Nda e Caparrelli. La prima (ipotesi di inefficienza), come detto nel paragrafo 1.5.1, costituisce il presupposto teorico di fondo della teoria ed è comune anche all'analisi fondamentale, la seconda (in parte contenuta nella premessa "la storia si ripete") permette di comprendere meglio la natura di certi tipi di movimento dei prezzi ed è, come le altre tre, tipica dell'analisi tecnica. Per una spiegazione dettagliata si rinvia al paragrafo 2.2 del presente lavoro.

⁴⁹ Nda. Martin J. Pring, uno dei maggiori esponenti a livello mondiale nel campo delle previsioni finanziarie, scompone l'analisi tecnica (estendendone implicitamente i confini) in tre aree fondamentali: indicatori di aspettative, indicatori di flussi di fondi, indicatori di struttura del mercato. Si veda M. J. Pring - Analisi tecnica dei mercati finanziari - Ed. it. Mc Graw Hill, 1995.

Quanto alle metodologie di analisi, limitatamente al settore (area) degli indicatori di struttura del mercato, si distingue fra analisi tecnica grafica e analisi tecnica quantitativa (o algoritmica). La prima, che rappresenta la fase centrale e più importante del processo di indagine, consiste in primo luogo nello studio dei grafici⁵⁰ illustranti l'evoluzione del prezzo del titolo (o del valore dell'indice) oggetto di interesse ed in secondo luogo nell'esame delle relative quantità scambiate (c.d. volumi).⁵¹ Tale analisi è finalizzata all'identificazione di: tendenze di breve/medio/lungo periodo, fasi congestionate, livelli di supporto e resistenza, aree di accumulazione o distribuzione, figure tecniche, obiettivi di prezzo, cicli temporali, livelli ottimali di compravendita nonché di gestione (protezione o presa di profitto) delle posizioni speculative aperte.

L'analisi algoritmica, invece, consiste nella trasformazione, attraverso micro-modelli matematico/statistici, dei valori relativi ai prezzi o ai volumi in particolari indicatori⁵² capaci di fornire informazioni aggiuntive e complementari: tra cui, misurare la forza e la velocità dei movimenti di mercato, evidenziare situazioni di divergenza rispetto al movimento dei prezzi, segnalare stati di mercato caratterizzati da eccessi di domanda od offerta. I principi e gli strumenti dell'analisi tecnica (sia grafica che quantitativa) possono essere applicati a qualsiasi mercato e per ogni orizzonte temporale.

Per quanto concerne le implicazioni operative, da una parte, è opportuno specificare che i segnali di acquisto e di vendita possono essere ottenuti (qualunque sia la compressione temporale scelta) attraverso una “variegata molteplicità”⁵³ di strumenti (tecniche), autonomi ed indipendenti, che talvolta si pongono anche in conflitto tra loro.

⁵⁰ Nda. In analisi tecnica, come si vedrà nel paragrafo 2.5, esistono diversi modi di rappresentazione dei prezzi (ossia diversi tipi di grafici) ed è prassi costruirli ed investigarli secondo differenti compressioni temporali (giornaliera, settimanale, mensile, trimestrale ed annuale per i c.d. dati end of day oppure tick by tick, un minuto, cinque minuti, trenta minuti, orario e centoventi minuti per i dati intraday). A prescindere dal tipo di operatività, è sempre bene procedere dapprima ad un esame dei grafici di lungo periodo (ad. es. mensile e settimanale) per inquadrare i cicli di fondo e decidere le posizioni strategiche, per poi passare all'analisi di quelli di breve (es. giornaliero ed orario) per aprire le posizioni.

⁵¹ Nda. L'analisi dei volumi (generalmente rappresentati con un istogramma sotto il grafico del prezzo), permette di meglio qualificare le fasi ed i movimenti di mercato. Nei mercati di borsa dei futures e delle opzioni si esegue anche l'analisi dell'open interest (numero delle posizioni ancora aperte a fine giornata).

⁵² Nda. Come si vedrà nel paragrafo 2.7 esistono diversi tipi di indicatori ed anch'essi sono rappresentati sotto forma di grafici (posizionati, salvo limitate eccezioni, sopra o sotto il grafico del prezzo).

⁵³ Nda. Per dirla con le parole del Fornasini: “il complesso dei metodi euristici (peraltro in continua evoluzione alla luce di nuove ricerche condotte sul campo e delle crescenti potenzialità di calcolo connesse all'utilizzazione dei computer) costituisce oggi un corpo di regole comportamentali e di semplici ma efficaci algoritmi che rappresentano idealmente un *coacervo* di esperienze operative sistematizzate”. M. J. Pring osserva che (dell'insieme) molte tecniche forniscono attendibili segnali di cambiamento delle condizioni di mercato, ma tutte hanno il comune difetto di non funzionare sempre in modo soddisfacente.

Dall'altra è plausibile ritenere che la loro importanza (attendibilità) è da correlare (collegata) alla specifica compressione temporale del grafico sul quale vengono generati⁵⁴.

In generale, ai fini di un corretto utilizzo dell'analisi tecnica si consiglia⁵⁵ l'osservanza dei due seguenti principi: selettività e applicazione simultanea.

Per evitare gravi problemi, la raccomandazione⁵⁶ è di non rimanere attaccati alle proprie convinzioni, ma di modellare i propri comportamenti all'evolversi delle realtà tecniche (non trascurando tuttavia la possibilità che può trattarsi di inganni o falsi segnali creati ad hoc dalla c.d. mano primaria).

Per un approfondimento della materia si rinvia, oltre che alla letteratura specialistica, a quanto esposto nei prossimi capitoli.

⁵⁴ Nda e Pring. C'è una notevole differenza, ad esempio, tra un'inversione di tendenza riscontrata su di un grafico dei prezzi intragiornalieri ed una rilevata su di un grafico settimanale o mensile. Analogamente, una cosa è una situazione di ipercomprato (o ipervenduto) sul 5 minuti, ben altra è la medesima situazione riscontrata su un grafico giornaliero.

⁵⁵ Fornasini A. - Analisi tecnica e fondamentale di borsa - Etas Libri, 1991. Il primo raccomanda di procedere ad una ricerca preliminare volta a isolare, tra i diversi gruppi di sistemi disponibili, quelle tecniche (grafiche e quantitative) che abbiano storicamente prodotto le migliori performance per ciascun titolo nell'ambito del peculiare mercato (c.d. principio di caratterizzazione). Il secondo prevede l'utilizzazione contestuale delle diverse procedure opportunamente selezionate, così da determinare un complesso sistema di analisi in grado di favorire l'enucleazione di significative discordanze e concordanze tra i vari "segnali" caratteristici delle singole tecniche. Nel caso in cui l'andamento dei prezzi si dimostrasse in contrasto con le indicazioni derivanti dall'analisi tecnica sarebbe opportuno prenderne atto e farne tesoro per correggere gli strumenti disponibili e perfezionare così le future ricerche.

⁵⁶ Pring M. J. - Analisi tecnica dei mercati finanziari - Ed. it. Mc Graw Hill, 1995.

1.5.4 Analisi tecnica e fondamentale a confronto

Ad integrazione di quanto descritto nei paragrafi precedenti si propone la seguente tabella⁵⁷, che sintetizza alcune differenze fra analisi tecnica e fondamentale.

Analisi fondamentale		Analisi tecnica
	Premessa	
Il prezzo di mercato rappresenta l'effetto di concause che debbono essere necessariamente individuate e valutate.		Il prezzo di mercato rappresenta la sintesi ideale di cause che non debbono essere necessariamente isolate e valutate.
	Obiettivi	
<ul style="list-style-type: none"> - Accertare il valore intrinseco del bene quotato per favorire azioni di selezione. - Assicurare una costante verifica del rapporto tra prezzo corrente e valore intrinseco per agevolare politiche di posizionamento. 		<ul style="list-style-type: none"> - Individuare le fasi iniziali e terminali di tendenze e la ricorrenza storica di cicli di diverso orizzonte temporale. - Identificare il momento più opportuno per l'assunzione di posizioni speculative.
	Caratteristiche	
<ul style="list-style-type: none"> - Necessità di specializzazione merceologica che impedisce l'iterabilità dell'analisi e l'opportunità di stabilire relazioni tra beni, comparti e mercati differenti. - Validità riferita solo ad azioni speculative di lungo termine e per orientamenti strategici. - Richiede la disponibilità di una notevole mole di dati e un'approfondita conoscenza della teoria economica. 		<ul style="list-style-type: none"> - Adattabilità a qualsiasi mercato che implica la possibilità di operare interventi speculativi in ambienti caratterizzati da spiccata direzionalità e di effettuare comparazioni tra beni, settori e mercati differenti. - Validità riferita ad azioni speculative di qualsiasi orizzonte temporale e per orientamenti sia tattici che strategici. - Richiede esclusivamente la disponibilità dei dati relativi a prezzi e volumi.

⁵⁷ Fornasini A. - Analisi tecnica e fondamentale di borsa - Etas Libri, 1991.

	Strumenti	
<p><u>Titolo azionario</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Accertamenti macroeconomici e valutazioni in ordine alla struttura patrimoniale, economica e finanziaria della società quotata. - Modelli finalizzati alla stima della potenziale redditività aziendale. <p><u>Rapporto di cambio</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Procedure di comparazione dinamica tra macrovariabili quali: il saldo della bilancia dei pagamenti, il livello dei tassi d'interesse interni ed esterni, i saggi d'inflazione ecc. relativi ai Paesi partecipanti all'interscambio commerciale e finanziario. <p><u>Materia prima</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Indagini riferite alle peculiari componenti di domanda e offerta. - Individuazione dei tipici fattori stagionali. - Indagini di mercato e analisi dei fabbisogni. 		<p>Analisi di serie storiche di quotazioni di titoli azionari, di corsi di cambio e prezzi di materie prime attraverso:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. modelli econometrici; b. tecniche statistiche applicate nel dominio temporale e frequenziale; c. sistemi euristici di tipo: <ul style="list-style-type: none"> <u>c.1. Grafico</u>, per lo studio di <ul style="list-style-type: none"> - tendenze di breve, medio e lungo periodo; - fasi di congestione; - configurazioni caratteristiche; - obiettivi tattici e strategici; - quantità scambiate. <u>c.2. Quantitativo</u>, per lo studio di <ul style="list-style-type: none"> - velocità, accelerazione, volatilità, direzionalità e forza relativa del movimento dei prezzi; - situazioni di ipercomprato e ipervenduto; - livelli ottimali di compravendita; - livelli di protezione delle posizioni speculative assunte.

*Figura 1.2.
Tabella riepilogativa delle principali differenze tra Analisi Fondamentale e Analisi Tecnica.*

1.6 Conclusioni

In questo primo capitolo introduttivo sono state fornite alcune nozioni di base concernenti i mercati, gli strumenti e l'analisi finanziaria.

In primo luogo, è stato precisato cosa sono i mercati finanziari, quali funzioni svolgono, in che modi possono essere classificati.

Successivamente, dopo averne esplicitato il significato dal punto di vista economico, facendo ricorso ad una definizione giuridica, sono stati individuati i principali strumenti finanziari, sia di base che derivati⁵⁸.

Si è parlato, inoltre, dei vari partecipanti al mercato ponendo in risalto sia i ruoli svolti dagli intermediari, sia le diverse categorie in cui possono essere suddivisi gli investitori.

Infine, secondo un predefinito schema espositivo⁵⁹, sono stati descritti i tratti salienti delle tre teorie di analisi che si possono utilizzare per compiere scelte di investimento/disinvestimento.

⁵⁸ Nda. In merito è bene evidenziare che per il legislatore sono considerati strumenti finanziari anche i contratti derivati aventi ad oggetto merci o relativi indici.

⁵⁹ Nda. Lo schema si articola in quattro punti: definizione/finalità, premesse teoriche, oggetto/metodologie, implicazioni operative.