



00

Il gamma dei dealer

Che cos'è, da dove nasce e come si legge il posizionamento di chi vende opzioni: la mappa che sta dietro ai livelli di supporto, resistenza e chiusura usati nelle strategie ODTE.

Un manuale della Core Matrix Trading School

Indice

1	Perché le opzioni muovono il mercato	3
2	Il vocabolario minimo	3
3	Le due greche che servono	4
4	Il dealer e la sua copertura	6
5	Dal gamma ai dollari	7
6	Come si legge il profilo	8
7	Lettura in cinque passi	9
8	Le altre due greche che contano in giornata	10
9	I limiti del dato	10
10	Come viene usato nelle strategie della collana	11
11	Glossario	11
12	Risorse	12

AVVERTENZA

Questa guida ha finalità didattiche. I modelli e i dati sul posizionamento dei dealer sono *stime*, costruite con ipotesi che cambiano da fornitore a fornitore: sono uno strumento di lettura del mercato, non una previsione. Tutti i numeri degli esempi sono illustrativi. Non è una consulenza finanziaria.

1 Perché le opzioni muovono il mercato

Di solito si pensa che il prezzo dell'opzione dipenda dal sottostante. È vero, ma nelle sedute moderne vale anche il contrario: **chi vende opzioni deve comprare o vendere il sottostante per proteggersi**, e quegli acquisti e vendite spostano il prezzo.

Sull'S&P 500 il fenomeno è enorme: ogni giorno scadono opzioni per centinaia di miliardi di dollari di valore nominale. Le contropartite di quasi tutte queste operazioni sono poche decine di intermediari professionali — i **dealer**, o market maker — che non scommettono sulla direzione: comprano e vendono per mestiere e coprono il rischio che ne deriva.

Capire *in che direzione* saranno costretti a coprirsi significa sapere in anticipo se il mercato, quel giorno, tenderà a essere calmo e a rientrare verso un livello, oppure nervoso e a inseguire il movimento. È quello che le strategie dei manuali 01 e 05 usano per scegliere i livelli.

IN UNA RIGA

Il *gamma dei dealer* misura **quanto sottostante gli intermediari devono comprare o vendere quando il prezzo si muove**, e in quale direzione. Se devono andare *contro* il movimento, il mercato si calma; se devono andargli *dietro*, il movimento si amplifica.

2 Il vocabolario minimo

Prima di parlare di gamma servono quattro parole. Sono sigle inglesi, perché le piattaforme e i dati sono quasi tutti in quella lingua: sono le stesse che userai ogni giorno e che ricorrono in tutti i manuali della collana.

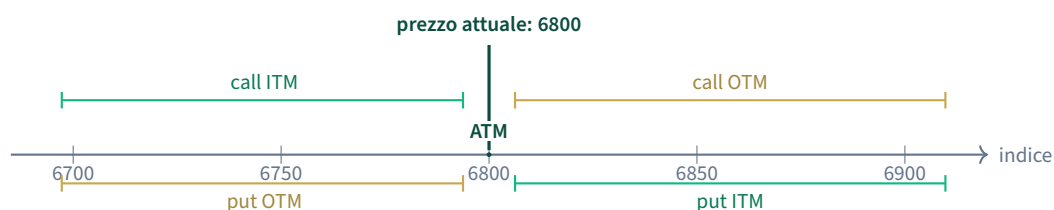
2.1 Strike, call e put

Un'opzione è un contratto legato a un **prezzo di esercizio**, lo **strike** (*strike price*): il livello a cui l'accordo si regola. Una **call** dà diritto a comprare a quel prezzo, una **put** a vendere. Sull'SPX gli strike sono disponibili ogni 5 punti: 6780, 6785, 6790 e così via.

2.2 ATM, ITM e OTM

La posizione dello strike rispetto al prezzo attuale dell'indice dà all'opzione il suo nome:

Sigla	Per esteso	Significato (indice a 6800)
ATM	<i>at the money</i>	Strike uguale o vicinissimo al prezzo: la call 6800 e la put 6800.
ITM	<i>in the money</i>	Strike già "in guadagno": la call 6750 (diritto di comprare sotto il prezzo) o la put 6850. Ha valore anche se il mercato non si muove più.
OTM	<i>out of the money</i>	Strike ancora "da raggiungere": la call 6850 o la put 6750. Vale solo per la possibilità che il mercato ci arrivi.



PERCHÉ LE OPZIONI ATM CONTANO TANTO IN QUESTA GUIDA

Le opzioni **ATM** sono quelle in cui l'incertezza è massima: basta un piccolo movimento perché passino da valere qualcosa a non valere nulla, o viceversa. È lì che il **gamma** è più alto ed è lì che i dealer devono coprirsi di più. Quando nei manuali si legge "vendere ATM" significa scegliere lo strike più vicino al prezzo corrente: massimo premio incassato, massima sensibilità ai movimenti.

ALTRI TERMINI CHE RICORRONO

Sottostante (*underlying*): lo strumento a cui l'opzione si riferisce, qui l'indice S&P 500. **Premio** (*premium*): il prezzo dell'opzione. **Scadenza** (*expiration*): il giorno in cui l'opzione si regola; **ODTE** (*zero days to expiration*) vuol dire che scade oggi. **Contratti aperti** (*open interest*): quante posizioni esistono su quello strike. **Valore nominale** (*notional*): il controvalore dell'indice controllato dal contratto, non il prezzo pagato.

3 Le due greche che servono

3.1 Delta: quanto si muove l'opzione

Il **delta** è di quanto cambia il prezzo di un'opzione quando il sottostante si muove di un punto. Una call con delta 0,50 guadagna circa 0,50 punti se l'indice ne guadagna 1.

Il delta si legge anche come *equivalente in sottostante*: possedere una call con delta 0,50 su un contratto da 100 unità equivale, per piccoli movimenti, a possedere 50 unità dell'indice.

3.2 Gamma: quanto cambia il delta

Il **gamma** è di quanto cambia il delta quando il sottostante si muove di un punto. È la versione finanziaria dell'accelerazione: se il delta è la velocità, il gamma dice quanto quella velocità sta cambiando.

L'ESEMPIO DELL'AUTO

Il delta è il tachimetro: quanto stai andando veloce *adesso*. Il gamma è il pedale: quanto la velocità sta cambiando. Un'opzione con gamma alto cambia comportamento in fretta — oggi si muove poco, fra dieci punti di indice si muove quasi come il sottostante.

Il gamma non è distribuito a caso: è **massimo vicino allo strike** e **cresce moltissimo vicino alla scadenza** (Figura 1). È il motivo per cui le opzioni con scadenza in giornata (0DTE) concentrano una quantità di gamma enorme su pochi strike, e perché la copertura dei dealer pesa così tanto proprio nelle ultime ore.

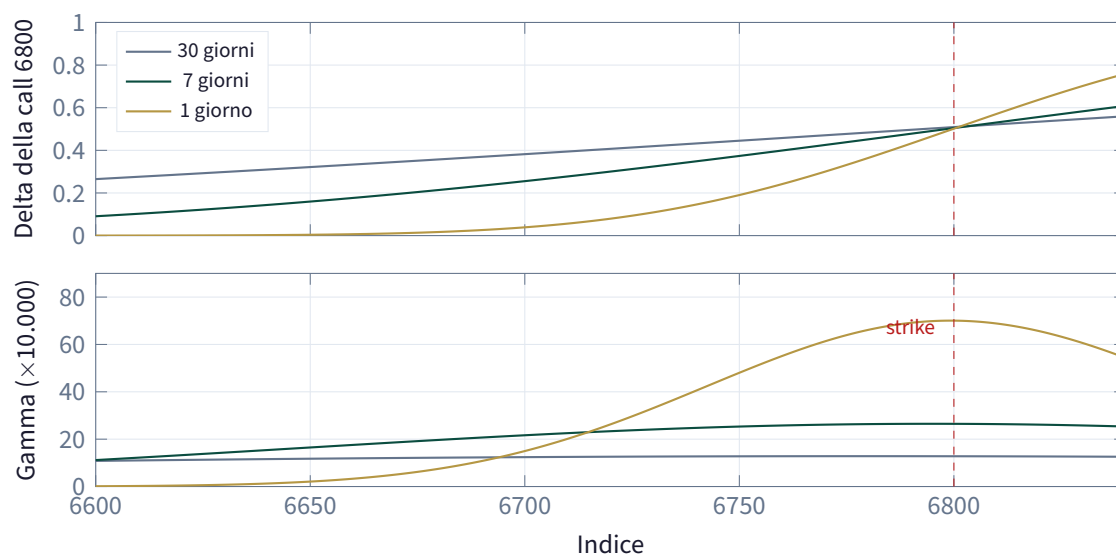


Figura 1. Delta e gamma di una call con strike 6800, a 30, 7 e 1 giorno dalla scadenza. Avvicinandosi alla scadenza il delta diventa un gradino e il gamma esplode attorno allo strike: pochi punti di indice ribaltano la posizione.

4 Il dealer e la sua copertura

Un dealer vende ciò che i clienti vogliono comprare e compra ciò che vogliono vendere. Il suo guadagno è lo spread denaro-lettera, non la direzione del mercato: per questo **riporta continuamente a zero il proprio delta** comprando o vendendo futures sull'indice.

ESEMPIO NUMERICO: DEALER CON GAMMA NEGATIVO

Un cliente compra 1.000 call sull'indice a 6800 (delta 0,50). Il dealer è dall'altra parte: **ha venduto** 1.000 call.

- Il suo delta è $-0,50 \times 1.000 \times 100 = -50.000$ unità di indice. Per azzerarlo **compra** l'equivalente di 50.000 unità.
- L'indice sale a 6850. Il delta della call diventa 0,63: ora il dealer è corto di 63.000 unità e ne ha comprate solo 50.000.
- Per tornare neutrale **compra altre 13.000 unità** — mentre il mercato sta già salendo.

Se l'indice scendesse, dovrebbe vendere mentre il mercato scende. La sua copertura **segue** il movimento e lo amplifica.

Quando invece è il cliente a *vendere* opzioni (per esempio covered call o put garantite da liquidità), il dealer le *compra* e tutto si rovescia: se il mercato sale vende, se scende compra. La sua copertura **contrasta** il movimento e lo attenua.

Il cliente	Il dealer	Gamma del dealer	Effetto della copertura
compra opzioni	le vende	negativo	compra se sale, vende se scende: amplifica
vende opzioni	le compra	positivo	vende se sale, compra se scende: comprime

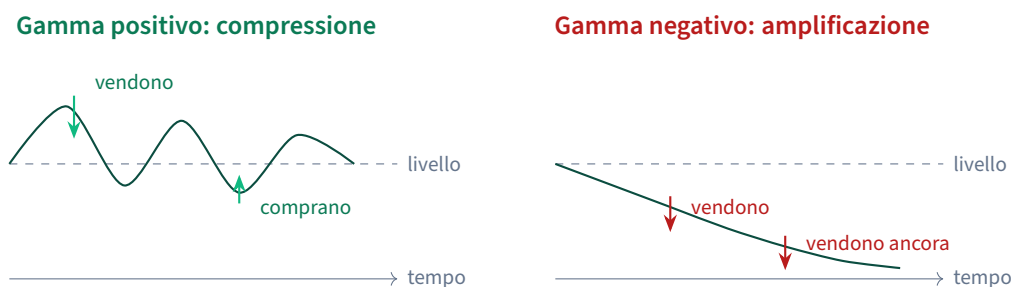


Figura 2. Le due modalità di copertura. A sinistra i dealer lavorano contro il movimento e il prezzo resta in un intervallo; a destra lo inseguono e il movimento accelera.

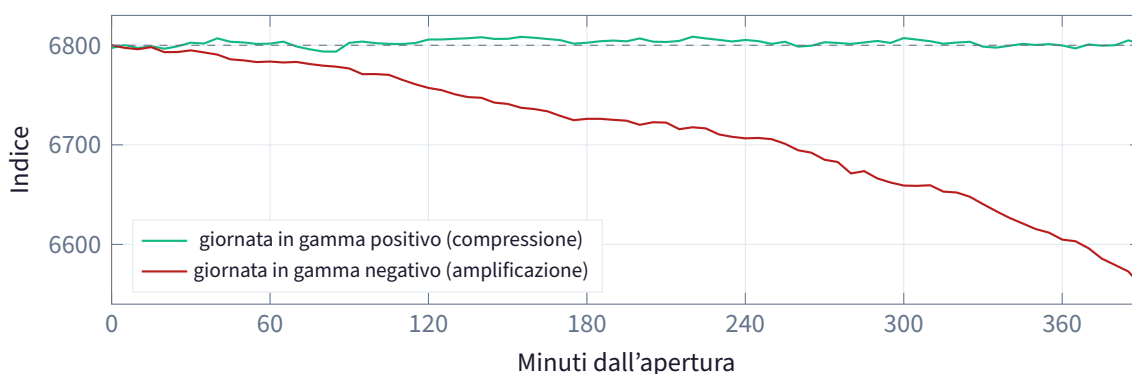


Figura 3. Due giornate simulate che partono dallo stesso livello. Non è una previsione: è il diverso comportamento che il regime di gamma rende più probabile.

5 Dal gamma ai dollari

Il gamma di una singola opzione è un numero piccolo e poco parlante. Quello che conta è **quanto sottostante muove**, in dollari. Il calcolo è semplice.

LA FORMULA, PASSO PER PASSO

Per uno strike, con Γ il gamma unitario, OI il numero di contratti aperti e S il livello dell'indice:

1. un movimento dell'1% vale $0,01 S$ punti;
2. il delta di ogni unità cambia di $\Gamma \times 0,01 S$;
3. ogni contratto vale 100 unità, e i contratti sono OI ;
4. ogni unità vale S dollari.

Moltiplicando tutto (e con $0,01 \times 100 = 1$):

$$GEX = \Gamma \times OI \times S^2 \quad (1)$$

cioè i **dollari di sottostante che i dealer devono comprare o vendere per ogni movimento dell'1%** dell'indice. Il segno lo dà il lato della posizione: positivo se i dealer sono lunghi di gamma, negativo se sono corti.

Un esempio concreto. Indice a 6800, strike 6800, una settimana alla scadenza: il gamma unitario vale 0,00265. Con 5.000 contratti aperti:

$$GEX = 0,00265 \times 5.000 \times 6.800^2 \approx 612 \text{ milioni di \$}$$

per ogni movimento dell'1%. Su un solo strike. Sommando tutti gli strike di tutte le scadenze si arriva ai miliardi: è la ragione per cui questo flusso sposta davvero il mercato.

CONVENZIONI DIVERSE

Ogni fornitore presenta il dato a modo suo: alcuni per movimento dell'1%, altri per punto di indice; alcuni in dollari, altri in contratti equivalenti; alcuni invertono il segno. **Prima di usare una piattaforma, verifica la sua convenzione:** quello che conta non è il valore assoluto, ma *dove* il profilo cambia segno e dove si concentra.

6 Come si legge il profilo

Il grafico che si trova su queste piattaforme è quasi sempre lo stesso: gli **strike in verticale**, l'**esposizione in orizzontale**, positiva da un lato e negativa dall'altro (Figura 4). Tre elementi contano più di tutti.

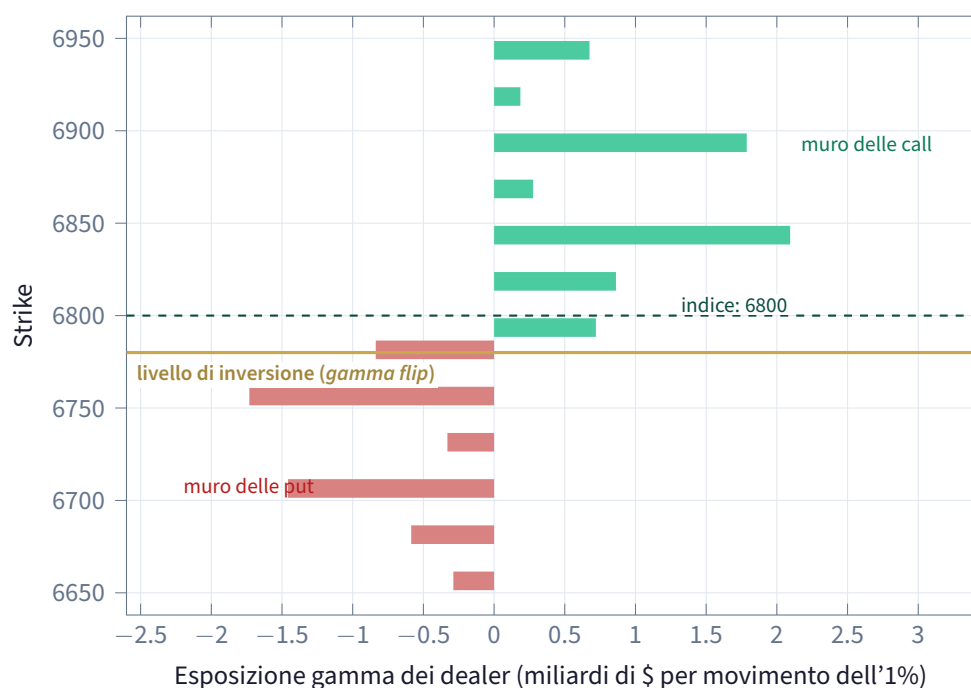


Figura 4. Profilo illustrativo per strike. Sopra il livello di inversione i dealer sono lunghi di gamma (barre verdi): comprimono. Sotto sono corti (barre rosse): amplificano.

- 1. Il livello di inversione (*gamma flip*):** il prezzo al quale l'esposizione complessiva passa da positiva a negativa. È lo spartiacque fra una giornata calma e una nervosa. Sopra: movimenti contenuti, ritorni verso la media, volatilità realizzata bassa. Sotto: movimenti ampi, tendenza a proseguire, volatilità alta.
- 2. Il muro delle call:** lo strike con la maggiore esposizione positiva sopra il prezzo. Tende a funzionare da **resistenza**: più il mercato ci si avvicina, più i dealer vendono per coprirsi.
- 3. Il muro delle put:** lo strike con la maggiore concentrazione sotto il prezzo. Tende a funzionare da **supporto** finché l'esposizione resta positiva; se invece l'area è in gamma negativo diventa un **livello di rottura**, dove il movimento accelera.

CHE COSA ASPETTARSI

	Gamma positivo	Gamma negativo
Comportamento	prezzo compresso, ritorno verso la media	movimenti amplificati, tendenza a proseguire
Volatilità realizzata	bassa, spesso sotto l'implicita	alta, spesso sopra l'implicita
Livelli	tengono	vengono attraversati
Vendere premio	più favorevole	più pericoloso
Chiusura di giornata	tende a incollarsi agli strike principali (<i>pin</i>)	può scappare via

7 Lettura in cinque passi

- 1. Dove sta il prezzo rispetto al livello di inversione?** È la prima domanda e già decide il tipo di giornata che ci si può aspettare.
- 2. Quali sono i due livelli più grossi sopra e sotto il prezzo?** Scrivili: sono i candidati a resistenza e supporto.
- 3. Il segno dell'area attorno a quei livelli:** positivo significa che probabilmente reggeranno, negativo che se toccati possono accelerare.
- 4. Confronta con il grafico del prezzo:** i livelli coincidono con massimi, minimi o con il VWAP? Le conferme che si sommano valgono più di un dato solo.
- 5. Scrivi un'ipotesi prima dell'apertura** — per esempio “giornata compressa fra 6780 e 6900” — e a fine giornata verifica se è andata così. Dopo venti giornate saprai quanto è affidabile la tua fonte di dati.

IL DATO CAMBIA DURANTE LA GIORNATA

Il profilo non è una fotografia valida per otto ore: cambia con il prezzo, con il passare del tempo e con le nuove posizioni aperte. Sulle 0DTE può cambiare molto in pochi minuti. Va riletto, non consultato una volta sola.

8 Le altre due greche che contano in giornata

Il gamma dice come cambia il delta al muoversi del *prezzo*. Ne esistono altre due, utili proprio nelle ultime ore:

- **Charm:** come cambia il delta *al passare del tempo*, a prezzo fermo. Nel pomeriggio il delta delle opzioni OTM tende a zero e quello delle opzioni ITM tende a uno: i dealer devono smontare o aumentare le coperture anche se il mercato non si muove. È una delle forze che “incollano” la chiusura agli strike più carichi.
- **Vanna:** come cambia il delta *al variare della volatilità implicita*. Quando la volatilità scende — tipicamente dopo un dato macro già assorbito — i dealer devono ricomprare sottostante, il che spesso accompagna le risalite lente e ordinate del pomeriggio.

Per gli scopi di questa collana non serve calcolarle: basta sapere che **tempo e volatilità, non solo il prezzo, generano flussi di copertura**.

9 I limiti del dato

DA TENERE SEMPRE PRESENTE

- **Nessuno pubblica chi ha comprato e chi ha venduto.** Le piattaforme lo *stimano* con regole di attribuzione (per esempio: le call sopra il prezzo sono comprate dai clienti, le put sotto sono vendute). Regole diverse producono profili diversi, a volte molto.
- **L'open interest è di fine giornata precedente.** Le ODTE nascono e muoiono in giornata: all'apertura non sono nel dato e il profilo va aggiornato con i volumi intraday.
- **È una mappa, non una previsione.** Indica dove il flusso di copertura è più probabile, non dove il prezzo andrà: una notizia importante cancella lo schema.
- **I livelli si spostano.** Al muoversi del prezzo cambiano gamma, segno e perfino il livello di inversione.
- **Non basta da solo.** Nelle strategie della collana il profilo è sempre *una* conferma fra diverse, mai l'unica.

10 Come viene usato nelle strategie della collana

- **Manuale 01 — Butterfly ODTE sul pin di chiusura:** il centro della butterfly si mette su una zona di **gamma positivo racchiusa fra due zone di gamma negativo**. La logica è quella vista qui: nell'area positiva la copertura dei dealer comprime il prezzo, e la chiusura ha buone probabilità di restare lì dentro.
- **Manuale 05 — Butterfly adattiva:** lo strike comprato, quello che fa da scudo, si mette su un livello di **gamma lunga dei dealer**, dove il movimento ha più probabilità di rallentare. Serve a guadagnare il tempo necessario per gestire la posizione.
- **In generale:** vendere premio è più sensato quando il mercato è in gamma positivo; quando è in gamma negativo conviene ridurre la dimensione, allargare le ali o stare fuori.

11 Glossario

ATM	<i>At the money:</i> strike uguale o vicinissimo al prezzo corrente. Massimo gamma, massimo premio.
ITM / OTM	<i>In the money / out of the money:</i> strike già in guadagno oppure ancora da raggiungere.
Strike	Prezzo di esercizio dell'opzione.
Delta	Variazione del prezzo dell'opzione per un punto di movimento del sottostante; anche l'equivalente in sottostante della posizione.
Gamma	Variazione del delta per un punto di movimento del sottostante.
Charm	Variazione del delta al passare del tempo.
Vanna	Variazione del delta al variare della volatilità implicita.
Dealer	Intermediario che fa il mercato sulle opzioni e copre il rischio direzionale.
GEX	Esposizione gamma dei dealer, in dollari di sottostante da negoziare per un dato movimento.
Gamma flip	Livello di prezzo in cui l'esposizione complessiva passa da positiva a negativa.
Muro delle call / put	Strike con la maggiore concentrazione di esposizione sopra o sotto il prezzo.
Open interest	Numero di contratti aperti su uno strike.
Pin	Tendenza della chiusura a fermarsi vicino a uno strike molto carico.

12 Risorse

LA SERIE TRADING CON LE OPZIONI

I manuali di questa collana presuppongono le basi teoriche trattate nella serie *Trading con le Opzioni* di Pierpaolo Marturano (Core Matrix S.r.l.).

- **Volume I — Fondamenti, Pricing e Strategie di Base** — payoff, greche di primo ordine, spread verticali.
- **Volume II — Strategie Avanzate e Gestione Dinamica** — iron condor, butterfly, delta neutral, greche di secondo ordine.
- **Volume III — Gestione del Portafoglio e Tecniche Professionali** — risk management, stress testing, skew, fiscalità.
- **Strategie Operative** — 30 strategie con backtest 2010–2025, di cui 5 intraday ODTE, più il framework GEX.

Per questa strategia: il **Volume I** per delta e gamma dalle basi, il **Volume II** per le greche di secondo ordine (charm e vanna) e la gestione dinamica, le **Strategie Operative** per il framework GEX applicato alle ODTE.

Risorse gratuite (calcolatori, diagrammi di payoff, codice Python): trading-opzioni.it/risorse — corsi online: corsi.trading-opzioni.it

Altri riferimenti

- Manuali **01** e **05** di questa collana, che applicano quanto visto qui a due strategie ODTE su SPX.
- Piattaforme di dati sul posizionamento dei dealer: Options Depth, SpotGamma, MenthorQ, VS 3D.
- S. Natenberg, *Option Volatility and Pricing*, per la trattazione rigorosa delle greche.



Trading Opzioni

CORE MATRIX TRADING SCHOOL

Libri, corsi e risorse per operare con le opzioni
con metodo e gestione del rischio.

trading-opzioni.it

Questo documento ha finalità esclusivamente didattiche e non costituisce consulenza finanziaria né sollecitazione all'investimento. Il trading di opzioni comporta rischi elevati, inclusa la perdita dell'intero capitale investito. Le statistiche citate sono dichiarate dai rispettivi autori e non sono state verificate. I risultati passati non garantiscono risultati futuri.

© 2026 Core Matrix S.r.l. – Tutti i diritti riservati.
Viale Monza 347, 20126 Milano (MI) – P.IVA IT14316370965