



Falsi miti e credenze del mercato commodity

Maurizio Mazziero

Mazziero Research - Copyright 2015

*Articolo già pubblicato nel Quaderno SIAT
Pubblicazione Ufficiale della Associazione Italiana Analisi Tecnica
Anno VIII numero del 15 luglio 2015*

Sommario

Ciclicamente su Internet e sulla carta stampata ritornano articoli in cui si auspica una limitazione del trading in materie prime. Gli articoli hanno una larga presa sul pubblico e puntano al cuore dei sentimenti dato che i mercati finanziari sarebbero colpevoli di speculare sulla povertà e la fame nel mondo; vengono quindi coniati termini come "cereali di carta" o "barili di carta" per indicare i derivati sulle materie prime.

Si tratta di argomentazioni che molto spesso hanno radici ideologiche e che perlomeno sottendono una scarsa conoscenza dei mercati commodity; in questo articolo esamineremo per quale motivo i contratti che giungono alla reale consegna della merce sono di modesta entità rispetto al transato e in che modo il mercato delle merci fisiche è legato a quello dei derivati finanziari.

“Cereali di carta”, “barili di carta” così vengono spesso definiti i mercati finanziari delle commodity, per sottolineare che si tratta di un mondo parallelo alla realtà e che con sprezzante crudeltà specula sulla povertà e la fame nel mondo.

In realtà questi mercati sono nati a metà dell’ottocento per esplicita esigenza degli operatori e ben prima della forte spinta alla finanziarizzazione globale; inoltre a fronte di 630 mila miliardi di dollari in derivati a fine 2014 (dati della Banca dei Regolamenti Internazionali riferiti ai derivati OTC, quelli negoziati sulle borse erano circa 28 mila miliardi) solo, in termini relativi ovviamente, 1.900 miliardi riguardavano commodity.

Cereali di carta, barili di carta...

La principale accusa che viene mossa è che i contratti negoziati vanno ben oltre il consumo annuale; in questo senso l’aspetto che viene travisato è la differenza tra i volumi negoziati e l’open interest a fine giornata.

Ricordiamo che l’indicatore dei volumi è di fatto un contatore giornaliero che si incrementa ad ogni contatto scambiato; l’open interest, invece, rappresenta le posizioni effettivamente mantenute aperte a fine giornata. È quindi questo il dato che deve essere valutato per comprendere lo spessore del mercato, depurandolo dal rumore generato da un’infinità di scambi che gli operatori stessi possono compiere nell’arco della giornata a seconda delle condizioni di prezzo.

A solo titolo di esempio riportiamo un caso storico, ma proprio per questo emblematico: nel luglio del 2008 il petrolio WTI giunse a ridosso dei 150 dollari il barile; a quel tempo l’open interest dei contratti a scadenza nel mese successivo era pari a 286 milioni di barili, pari a 3,28 giorni di consumo mondiale. Ancor più significativo l’esame dell’open interest di tutti i contratti in scadenza sino al dicembre 2016 che corrispondeva a 1.294 milioni di barili pari a 14,87 giorni di consumo mondiale.

Evidentemente si trattava di quantità ben contenute rispetto all’effettivo consumo e che una volta contestualizzate rendono inconsistenti le argomentazioni della stampa all’epoca dei fatti.

L’ulteriore accusa contro i mercati commodity riguarda la reale consegna della merce rispetto ai contratti che giungono in scadenza. La motivazione addotta è che se solo il 5% dei contratti future da origine alla consegna della merce fisica, il restante 95% è rappresentato dalla speculazione.

solo il 5% dei
contratti future
da origine alla
consegna della
merce fisica

Il ragionamento appare lapalissiano, ma al contempo dimostra un’abissale ignoranza sul funzionamento dei mercati commodity.

Per cercare di fare un po’ di chiarezza occorre partire da come agiscono gli operatori sul mercato fisico, dove troviamo produttori, trasformatori e utilizzatori.

Proviamo a pensare a un’azienda agricola che possiederà il prodotto, per esempio il grano, nel momento del raccolto; durante tutta la fase della maturazione vi saranno delle fluttuazioni di prezzo in funzione della domanda e offerta del prodotto. In alcuni momenti vi potranno essere sottovalutazioni in altri sopravvalutazioni e in assenza di un mercato future l’agricoltore non potrebbe trarre beneficio dai prezzi favorevoli fintantoché il raccolto fosse giunto a maturazione; solo con fortune alterne potrebbe, in linea teorica, trovare un cliente che accetti i prezzi correnti a cui vendere forward la merce, legandosi nel contempo “mani e piedi” al compratore e assumendosi un rischio controparte.

Con un mercato future efficiente, e per efficiente si intende un mercato con numerosi scambi e con un accesso non limitato agli operatori del settore che potrebbero muoversi in sintonia fra loro in funzione dei prezzi, sarà sufficiente vendere future per fissare il prezzo del prodotto di cui si avrà disponibilità in una data futura.

La medesima operazione verrà fatta, ma sul lato dell’acquisto, da quelle aziende di trasformazione o utilizzatrici della merce, ad esempio industria alimentare o impianti zootecnici, ogniqualevolta

troveranno un prezzo favorevole sul mercato; in questo modo le aziende riusciranno a ottimizzare i loro budget di acquisto.

Ovviamente le aziende agro-alimentari non avranno alcun interesse al momento della scadenza del future a procedere alla consegna o al ritiro della merce direttamente dalla borsa; le ragioni sono diverse: da un lato i costi di trasporto e sdoganamento e dall'altro la possibilità che le caratteristiche della commodity consegnata non corrisponda esattamente a quella della merce necessaria.

Pertanto, le aziende che avevano utilizzato il contratto future a scopo di copertura provvederanno qualche tempo prima a chiudere la posizione, realizzando il profitto o la perdita che compenserà con più o meno precisione la differenza di prezzo sulla merce fisica.

È questo il momento in cui il mercato finanziario cede il testimone al mercato fisico e gli operatori svolgono le normali compravendite con le controparti con cui vi sono consolidate prassi di consegna e dello standard della merce.

Generalmente questo tipo di spiegazione getta gli "articolisti in erba" nello sconforto, dannandosi l'anima per non aver considerato prima la scarsa convenienza di ritirare a Chicago un carico di frumento quando lo si può fare ugualmente a pochi chilometri dalla propria azienda.

Vi è tuttavia un ulteriore punto da esplorare: per quale motivo la speculazione dovrebbe mantenere un prezzo della merce allineato a quello della merce fisica? A prima vista non vi è alcun motivo e la speculazione non ha alcun interesse nel farlo.

La spiegazione sta nel fatto che l'aggancio fra commodity finanziaria e merce fisica è svolto dagli operatori del settore in quanto si tratta di una redditizia attività di arbitraggio.

La curva forward dei future, in assenza di particolari tensioni sull'equilibrio tra domanda e offerta, assume prezzi crescenti all'allungarsi della scadenza del future. La differenza di prezzo tra un future e il successivo riflette i maggiori costi per immagazzinare, conservare, assicurare e finanziare il possesso di materia prima per il periodo di tempo corrispondente.



Fig. 1 – Curva in contango

Nella Figura 1 possiamo osservare una curva di questo tipo, che viene definita in contango; va specificato che sebbene sia stata presa da una reale condizione del mercato (petrolio WTI dicembre 2011) non sempre si incontrano curve forward che assumono un andamento così perfetto dal punto di vista teorico.

Da notare, inoltre, la variazione di pendenza della curva dopo un certo punto; anche questo elemento rappresenta una condizione reale, infatti sino a una certa scadenza la merce fisica è già disponibile e quindi il suo stoccaggio rappresenta un costo, andando avanti nel tempo l'unico costo sarà rappresentato dal finanziamento derivante da una vendita a termine. È abbastanza chiaro, infatti, che il controvalore della merce venduta sarà corrisposto al momento della consegna e nel tempo intercorrente il venditore necessiterà di un finanziamento gravato da interessi.



Fig. 2 – Curva in backwardation

chi possiede la merce
fisica può fare
operazioni di
arbitraggio nel caso
di scostamento dei
prezzi

Quando le condizioni di equilibrio tra domanda e offerta inizieranno ad alterarsi, ad esempio per una richiesta superiore alla disponibilità della merce le scadenze a pronti inizieranno a salire di prezzo alterando l'inclinazione della curva e portandola nella forma definita backwardation, come mostrato nella Figura 2; anche in questo caso si tratta di un esempio reale della condizione del petrolio WTI nell'ottobre 2013.

È abbastanza intuitivo comprendere che la semplice osservazione della conformazione di una curva forward possa fornire un'idea dell'equilibrio tra domanda e offerta e al contempo costituisca un elemento di analisi previsionale abbastanza affidabile.

Gli scettici potrebbero argomentare che la speculazione può spingere i prezzi al rialzo alterando la struttura della curva forward, a dispetto dell'equilibrio tra domanda e offerta.

È proprio in questa fase che interviene l'azione di arbitraggio da parte degli operatori che hanno il possesso della merce fisica. Per comprendere meglio questo meccanismo ci serviremo di uno schema teorico riportato nella Figura 3.

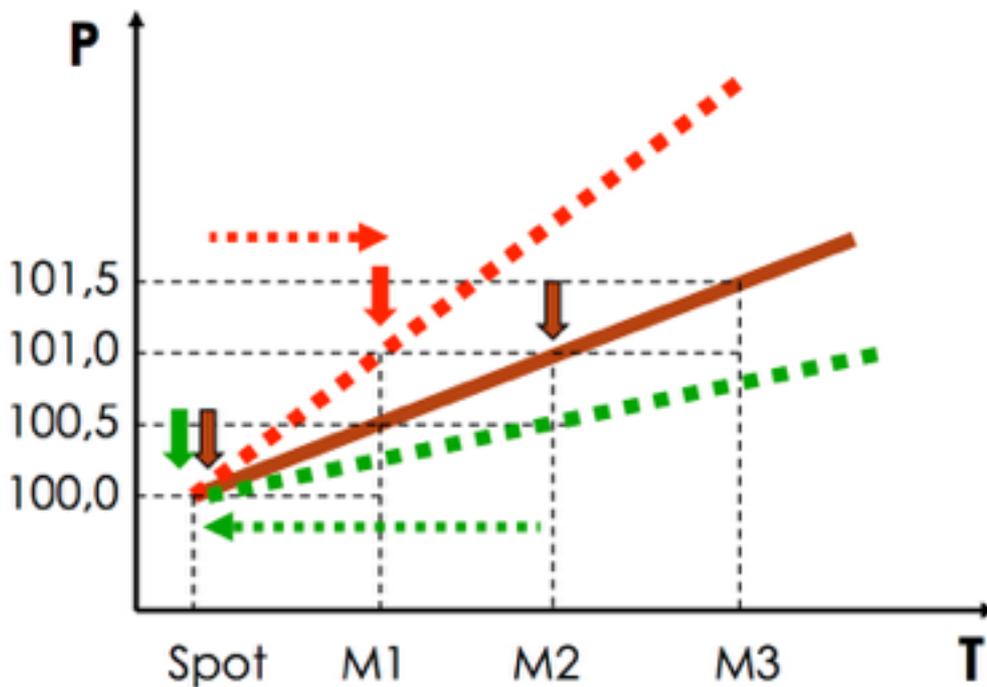


Fig. 3 – Arbitraggio lungo la curva forward

Ipotizziamo che in una materia prima abbia un prezzo spot ideale di 100 dollari e supponiamo altresì che le condizioni di offerta e scorte rapportate alla domanda siano a fair value, altrimenti detto un valore corretto.

Ipotizziamo inoltre che i costi di immagazzinamento, conservazione, assicurazione e finanziamento siano pari a 0,5 dollari al mese. A questo punto sarà legittimo attendersi una curva forward che, a fronte di un prezzo spot a 100 dollari, prezzi 100,5 dollari a 1 mese, 101 dollari a 2 mesi, 101,5 dollari a 3 mesi e così di seguito.

Per l'operatore che deve vendere la merce sarà perfettamente identico posizionarsi a pronti, a un mese o nelle altre scadenze successive seguendo l'equivalenza tra prezzo e scadenza descritta dalla linea a tratto continuo di colore marrone nella Figura 3.

Nel caso la speculazione dovesse spingere al rialzo i prezzi, non potendo agire sullo spot che è costituito per definizione dalla merce per pronta consegna, si riverserebbe sulla prima scadenza future facendola passare per ipotesi da 100,5 a 101 dollari; la curva quindi assumerebbe, almeno nel primo tratto, l'andamento della retta spezzata in rosso.

L'operatore possessore della merce si troverebbe di fronte a un'occasione d'oro in quanto, sapendo che il costo per la detenzione della merce in un mese è di 0,5 dollari, troverebbe nella vendita alla scadenza a 1 mese la remunerazione di 1 dollaro, ovvero 0,5 dollari in più.

Ovviamente cesserebbe le vendite sullo spot, spostandosi sulla scadenza future a 1 mese seguendo il verso della freccia rossa orizzontale; il prezzo del future a 1 mese ora soggetto a una maggiore pressione in vendita tenderebbe a riallinearsi al fair value.

Nel caso invece la speculazione dovesse spingere al ribasso i prezzi e quindi portare la curva forward come idealmente descritta dalla linea verde tratteggiata, gli operatori troverebbero non più remunerativo vendere lungo la curva dei future e si sposterebbero sulla scadenza spot, seguendo il verso della freccia verde orizzontale; la minor pressione di vendita sui future tenderebbe così a riequilibrare il prezzo negli originari rapporti.

Occorre specificare che il termine "operatori del settore" va inteso nel senso più ampio possibile, comprendendo anche le banche che fungono da controparte per operazioni di hedging e che si

coprono a loro volta sui mercati, seguendo una domanda che è guidata da chi produce, trasforma, utilizza e commercializza la merce.

Dietro al termine operatore, inoltre, vi posso essere multinazionali agroalimentari fortemente capitalizzate, ma anche governi che accedono ai mercati per funzioni di programmazione delle scorte; in definitiva “tasche profonde” capaci di troncane sul nascere velleità speculative non solo di piccoli investitori ma anche di temerari hedge fund.

Anzi, sono proprio questi soggetti che rendono efficiente il mercato, in quanto, in virtù dell’asimmetria informativa sul fair value di una merce, svolgono una funzione di assicurazione dei rischi che gli operatori desiderano in parte scaricare sul mercato.

L’eliminazione o la limitazione dell’accesso della speculazione a questi mercati, come sovente proposto, otterrebbe l’effetto di incrementare i rischi degli operatori e quindi, in ultima analisi, contribuirebbe a innalzare i prezzi; a conferma di ciò sarebbe sufficiente osservare i casi di temporanea sospensione delle quotazioni o di delisting delle materie prime, come quello che interessò le cipolle tra il 1958 e il 1959.

È così che quando capita di leggere che si “specula sulla fame nel mondo” o “sulla povertà dei paesi a vocazione agricola” – dato che a seconda che i prezzi alimentari siano alti o bassi è sempre colpa della speculazione – risulta difficile trattenere un sorriso di compatimento per chi confonde la causa con l’effetto.

Viene da domandarsi se i medesimi propugnatori di simili teorie non si siano ancora accorti dell’esistenza dei futuri sul clima, infatti se avessero notato la loro presenza, seguendo la medesima logica, non avrebbero esitato ad allertare sui pericolosi effetti della speculazione nell’aumento della canicola estiva o della rigidità invernale.

Bibliografia

- Bank for International Settlements, [Statistical Release - OTC derivatives statistics at end-December 2014](#), aprile 2015
- Maurizio Mazziero, “[Curve forward nei future](#)”, Monografia pubblicata anche nel Quaderno Siat numero 4, gennaio 2010.
- Maurizio Mazziero, “[La curva forward](#)”, pubblicata nel sito Mazziero Research, maggio 2014.

Maurizio Mazziero

Fondatore Mazziero Research

Analista finanziario, Socio ordinario SIAT ed esperto nella costruzione di portafogli diversificati con ETF ed ETC; profondo conoscitore del mercato delle materie prime è responsabile del Comitato di Consulenza di ABS Consulting. Fondatore della Mazziero Research, si occupa di analisi finanziarie, reportistica e formazione per Istituti Bancari e Aziende, affiancando quest’ultime nell’attuazione di strategie di copertura dal rischio prezzi. Autore di numerose monografie e libri fra cui la “Guida all’analisi tecnica”; pubblica trimestralmente un Osservatorio sui dati economici italiani.