



CONTRATTI FUTURE: UNA OPPORTUNITÀ PER LE FILIERE AGROALIMENTARI

PROF. MARCO ZUPPIROLI

**DIPARTIMENTO DI ECONOMIA
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PARMA**

**SEMINARIO «INVESTIRE RESPONSABILMENTE IN
COMMODITY: SI PUÒ ?»**

BOLOGNA, 8 NOVEMBRE 2013

UN TEMA «SENSIBILE»

- Il mercato a termine di borsa per le commodity agricole è un tema «sensibile» sotto una pluralità di punti di vista:
 - la crisi finanziaria ha indotto a demonizzare attività come il commercio delle materie prime alimentari e, soprattutto, il ruolo che in questo settore hanno ormai acquisito gli investitori finanziari;
 - da più parti si rileva che gli investitori istituzionali peggiorano la condizioni di vita e la sicurezza alimentare nei Paesi del Terzo Mondo generando squilibri nei prezzi delle materie prime agricole attraverso le loro operazioni di trading e di investimento;
 - in questo contesto anche la parola «speculare» è diventata politicamente scorretta ed ha perso uno dei suoi significati propri: «valutazione delle opportunità che il tempo può offrire»;
 - in Europa, fino a pochi anni fa, questi mercati erano poco conosciuti ed utilizzati perché storicamente, per effetto della Politica Agricola Comunitaria, erano mancate condizioni oggettive di volatilità dei prezzi agroalimentari;

SOMMARIO

- Il mercato dei future
 - Punti di vista alternativi sui contratti future: gli operatori delle filiere agroalimentari e gli speculatori / investitori
 - La copertura dal rischio di prezzo
- Relazione tra speculazione e volatilità/livello dei prezzi
- Proposte
- Considerazioni finali

MERCATI E CONTRATTI

- I contratti possibili possono essere classificati facendo riferimento ad una doppia griglia di classificazione che distingue tra mercati a pronti ed a termine e tra mercati regolamentati e non.

Mercato	Non regolamentato	Regolamentato
A pronti	Contratto <i>spot</i>	
A termine	Contratto <i>forward</i>	Contratto <i>future</i>

OTC ED *EXCHANGE*

- Nei mercati non regolamentati i contratti oggetto di transazione sono denominati anche come OTC (*Over The Counter*) . Un mercato OTC è un mercato:
 - decentrato, che manca cioè di una localizzazione fisica specifica e centrale;
 - in cui i partecipanti operano scambi tra loro utilizzando i mezzi di comunicazione più vari (posta elettronica, telefono, etc.);
 - e, pertanto, lo scambio tra due partecipanti avviene senza che altri vengano informati sul prezzo a cui la transazione è stata negoziata (sono disponibili solo le «rilevazioni» operate dai Comitati delle Borse merci / CCIAA)
- Il mercato dei *future* avviene, invece, in una borsa regolamentata che ha caratteristiche diametralmente opposte all'OTC:
 - la localizzazione precisa (es. Chicago per CBOT-CME, Parigi per NYSE-Euronext);
 - gli scambi vengono operati solo nei locali della borsa (*Exchange*) e/o attraverso la piattaforma elettronica gestita dall'*Exchange*;
 - piena trasparenza dei prezzi pattuiti e dei volumi delle transazioni effettuate. Non solo, è possibile monitorare, in tempo reale, anche le proposte di vendita (*bid*) e di acquisto (*ask*).

NATURA DEL *FUTURE*

- Un *future* è un tipo di contratto in cui ...
 - non solo l'epoca di consegna è differita nel tempo (il richiamo alla scadenza futura dà il nome al tipo di contratto) ...
 - ... ma anche tutti gli altri elementi, di solito oggetto di negoziazione bilaterale tra le parti, sono **standardizzati** : qualità della merce, quantità oggetto di scambio (lotto), luogo e data di consegna ...
 - ... con la sola **eccezione** del prezzo.
- Il contratto *future* è una evoluzione dei contratti *forward*: hanno in comune la consegna differita della merce, ma per il resto il *forward* non è standardizzato e, quindi, si configura come un contratto assolutamente tradizionale, in cui le parti negoziano direttamente ogni aspetto.

POSIZIONI E OBBLIGAZIONI CONTRATTUALI

- Acquistare un contratto *future* (es. di frumento) ad un certo prezzo
 - **prendere una posizione long** – implica assumersi l'obbligo di
 - ritirare una determinata quantità e qualità di frumento ...
 - ad una data futura, anch'essa definita ...
 - in un luogo ed in un magazzino predeterminato ...
 - ... e di pagare, a scadenza, il prezzo convenuto.
- La controparte nella transazione, il venditore, prende una **posizione short** ed ha obblighi speculari a quelli dell'acquirente obbligandosi, viceversa, a consegnare.
- Dopo che le parti, attraverso i rispettivi *broker* accreditati nell'*Exchange*, hanno pattuito il prezzo, il legame bilaterale tra di loro si spezza con l'interposizione della Cassa di Compensazione e Garanzia (*Clearing House* nell'accezione anglosassone).
- Nella sostanza la CH diventa, per entrambe, la controparte effettiva. Le due parti iniziali non sono più legate tra loro dalla promessa iniziale, cui subentra una obbligazione verso la CH.

CH : IL MOTORE DELL' *EXCHANGE*

- La CH è l'ente che di fatto gestisce il mercato dei future.
- Per svolgere questo compito, da un lato, **esige** dagli operatori che hanno preso una posizione (*long* o *short* che sia) delle **garanzie** (deposito cauzionale) e, dall'altro, **assicura** loro il **rispetto** di tutti gli obblighi assunti contrattualmente.
- L'innovazione più importante introdotta nel mercato *future* attraverso la creazione della CH è che questa elimina, per ogni operatore, i rischi connessi all'affidabilità della controparte.
- I contratti, proprio perché sono altamente standardizzati e non hanno più carattere bilaterale, possono essere un titolo finanziario (e, in quanto tale, facilmente negoziabile e cedibile ad altri).

COMPENSAZIONE DEL CONTRATTO

O

ESECUZIONE ?

- L'interposizione della CH «libera» i contraenti iniziali che non sono più obbligati a portare insieme a scadenza la promessa di compravendita iniziale.
- Quindi, ognuno di loro, singolarmente, può decidere di:
 - portare alla scadenza naturale il contratto provvedendo alla consegna (al ritiro) della merce;
 - oppure
 - risolvere i suoi obblighi prima della scadenza del contratto attraverso una operazione di segno opposto a quella iniziale (chi aveva acquistato un certo numero di contratti può chiudere la propria posizione vendendone altrettanti o, viceversa, deve acquistarne se precedentemente si era impegnato a vendere).
- Questa seconda opzione è quella scelta nel 95-97% dei casi e l'operatore realizzerà un profitto o una perdita equivalente alla differenza di prezzo che si è verificata.

IL PUNTO DI VISTA DELLE FILIERE PRODUTTIVE

- Quali sono i limiti di un contratto di questa natura ? **Dipendono dalla tipologia dell'operatore** che ne viene coinvolto.
- Se l'operatore è un trasformatore o un commerciante è evidente che l'ottica con cui viene valutato il contratto *future* è quella di operatori del mercato a pronti, interessati allo scambio fisico della merce. Da questo punto di vista il contratto *future* non è un contratto che può suscitare un interesse immediato perché:
 - la qualità della merce consegnabile o che l'acquirente può trovarsi a ritirare non è sufficientemente dettagliata: rispetta uno *standard* prefissato, ma è anche possibile che venga consegnata merce di *grade* superiore o inferiore;
 - la dimensione del lotto negoziato non è modificabile secondo le esigenze delle parti;
 - la scadenza del contratto è anch'essa predeterminata (in un anno solare ci sono solo 5 scadenze possibili);
 - i prezzi negoziati, nel caso del *future* sul frumento quotato a Parigi, sono franco arrivo zona Rouen (per il venditore) e franco partenza sempre da Rouen (per l'acquirente): bisogna aggiungere costi di logistica per trasportare la merce dove si desidera.

I PREGI PER L'INVESTITORE FINANZIARIO

- Le caratteristiche dei contratti *future*, che non li rendono appetibili agli operatori commerciali, sono, viceversa, dei pregi per gli investitori finanziari.
- La standardizzazione del contratto incrementa la liquidità del mercato (intesa come possibilità di trovare facilmente una controparte):
 - l'assenza di personalizzazioni consente che lo stesso contratto possa essere negoziato passando di mano più volte;
 - il fatto che la qualità oggetto di scambio sia una sola e che sia previsto un numero limitato di scadenze nell'anno concentra gli scambi su un numero ridotto di contratti che sono costantemente soggetti alle fluttuazioni dettate dalle aspettative sulla domanda e sull'offerta;
 - la liquidità delle negoziazioni (e la trasparenza dei prezzi assicurata dalla regolamentazione del mercato) facilita l'investitore a intervenire sul mercato contribuendo a determinare il prezzo più giusto per quel momento, date le aspettative.
- L'investitore può guadagnare con i rialzi, ma anche con i ribassi del prezzo: la vendita può precedere l'acquisto. L'importante ovviamente è che la vendita avvenga ad un prezzo superiore rispetto all'acquisto.

I PREGI PER L'INVESTITORE FINANZIARIO

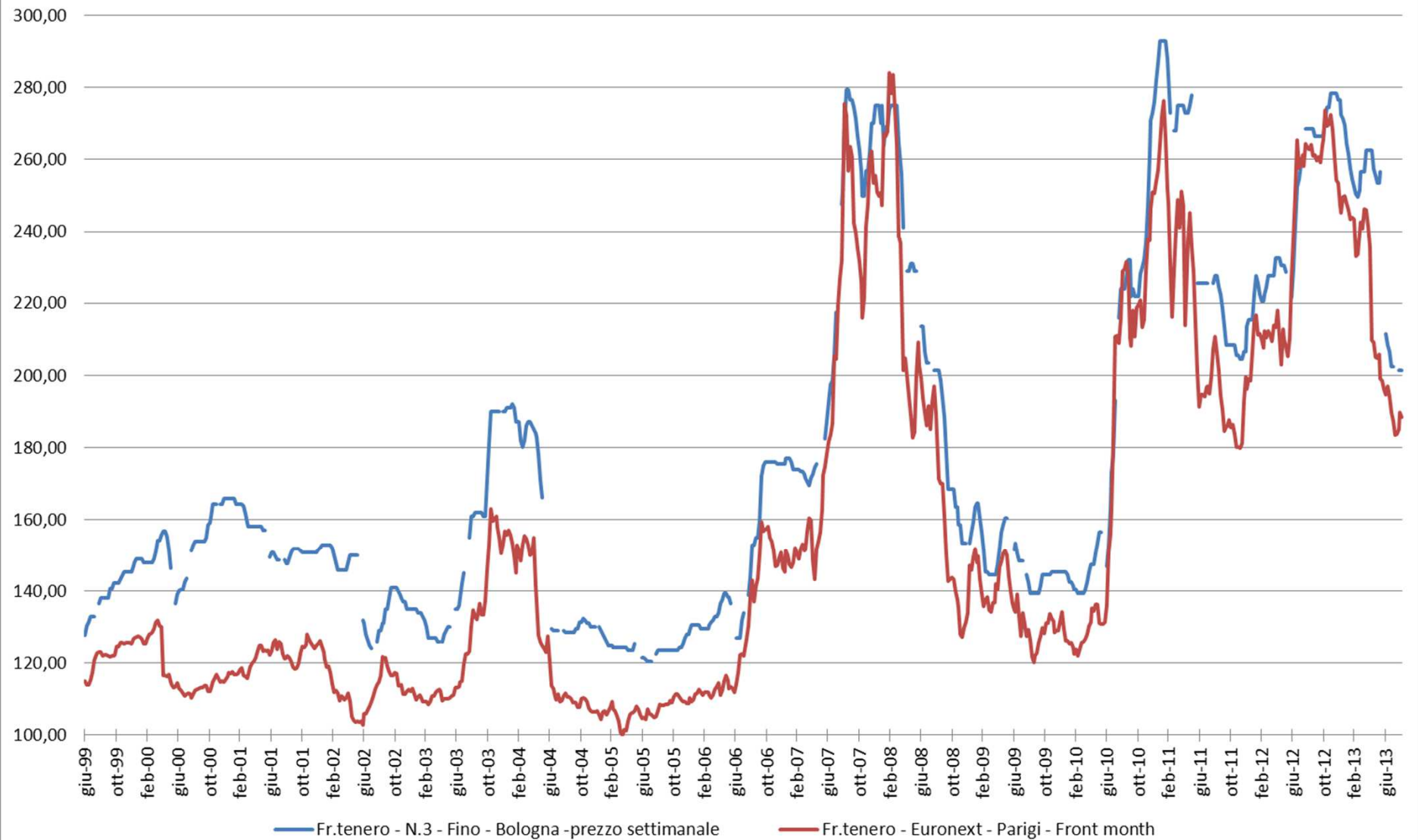
(SEGUE)

- Si «controlla» un contratto senza immobilizzare una somma pari al valore corrente del future. Ne occorre un ammontare molto inferiore, orientativamente intorno al 20%.
- Questa condizione determina possibilità di guadagno/perdita consistente in quanto il rendimento va misurato rispetto al deposito cauzionale impegnato («effetto *leverage*»).
- Per ogni contraente non è un problema se la CH gli subentra come controparte; anzi è meglio, perché la CH, gestendo e regolando l'*Exchange*, si rende sempre solvibile.
- La regolamentazione del mercato future prevede che prima della scadenza sia sempre possibile, per ogni contraente, disobbligarsi con la CH. Questo fatto, da un lato, contribuisce ad aumentare la liquidità del mercato e dall'altro favorisce l'investitore quando cerca di compensare la sua posizione compiendo una transazione opposta alla precedente.

OSMOSI TRA I DUE MERCATI

- Il mondo degli operatori del fisico e quello degli investitori finanziari, non hanno molto in comune e questo spiegherebbe le differenze tra i contratti a pronti e quelli *future*.
- Invece la natura dei contratti *future* costringe le due tipologie di operatori ad una «condivisione»: se il contratto non viene compensato, la parte che non si disobbliga, alla scadenza deve presentarsi per la consegna (per il ritiro) con la merce fisica che ha acquistato (potrà vendere) sul mercato *cash*.
- Questa eventualità fa sì che il prezzo del *future*, quando è prossimo alla scadenza, non possa discostarsi troppo da quello a pronti (come si vede dal grafico seguente).
- Dal momento che è sempre possibile il ricorso al mercato *cash* si può parlare del contratto *future* come di un derivato, che lega il proprio valore a quello della merce fisica che rappresenta.

Dinamica prezzo spot e future per il frumento tenero



PREZZI: VOLATILITÀ E LIVELLO

- Dal grafico si può notare il netto incremento nella volatilità registrato a partire dal 2007.
- Per quanto riguarda il livello dei prezzi sembra che i prezzi si stiano stabilizzando su livelli superiori al periodo precedente (si osservi la progressione dei minimi nel corso del 2009 e del 2011).
- Ma la considerazione di maggiore rilievo riguarda la corrispondenza che si rileva nella dinamica dei prezzi di due contratti apparentemente diversi: il future per il «milling wheat» quotato a Parigi e il contratto a pronti per il Frumento Fino N.3 quotato a Bologna.

LA COPERTURA CON FUTURE

- La «convergenza» tra prezzi del future e dello spot, nei casi in cui si verifica, è di grande importanza operativa per gli operatori del mercato fisico perché **apre loro la possibilità di una copertura dal rischio di prezzo.**
- Con lo scambio dei contratti future un operatore del mercato fisico può trasferire una parte rilevante del suo rischio di prezzo ad uno speculatore che, invece, accetta quella quota di rischio in cambio di un profitto potenziale.
- Per la riuscita della copertura dal rischio di prezzo, non è rilevante il dinamismo ed il livello dei due prezzi, ma piuttosto il parallelismo nella evoluzione delle due serie.

TIPI DI COPERTURE

- Farò riferimento nelle esemplificazioni che seguono alla situazione di un produttore italiano di frumento tenero.
- Se ci si riferisse, anzi che ad un venditore, ad un acquirente (es. trasformatore) la problematica aziendale sarebbe identica. Le indicazioni operative andrebbero semplicemente rovesciate, ma con una precisazione
- ... permangono alcune differenze tra le coperture necessarie alle due tipologie di operatori:
 - l'utilizzatore industriale richiede coperture per periodi più brevi (30-90 giorni), ma che si avvicendano e si susseguono nel corso dell'anno;
 - l'agricoltore, invece, si copre una volta sola per un intervallo pari alla campagna di produzione: da prima dell'epoca di semina (es. ottobre) fino al luglio successivo.

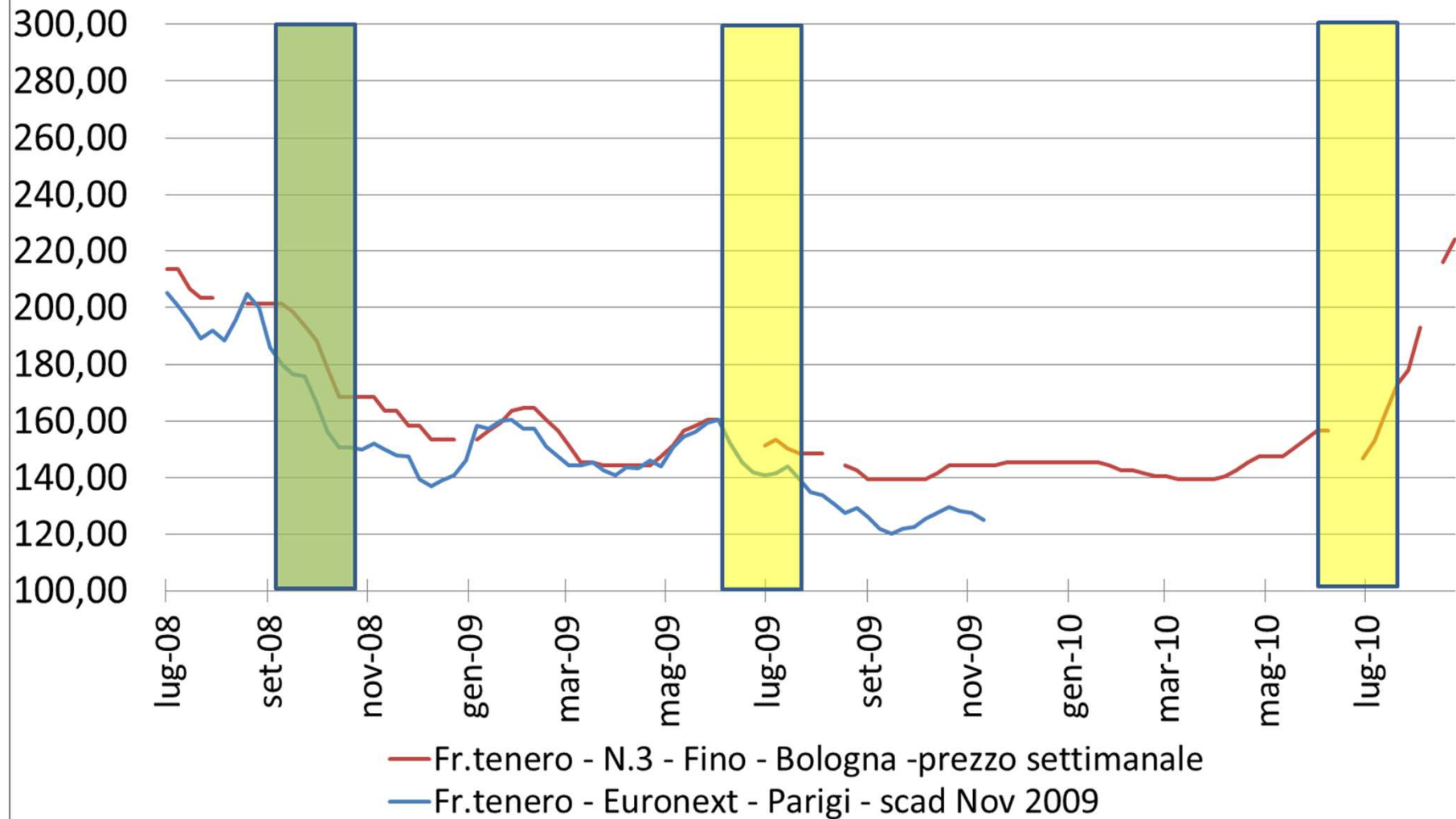
HEDGING

- Un agricoltore, all'epoca delle semine, è in condizione, per le diverse coltivazioni possibili, di valutarne i costi di produzione attesi e può formulare previsioni ragionevoli sul loro rendimento.
- Le quotazioni dei contratti *future* riferite all'epoca del raccolto:
 - rendono «visibili» i prezzi che potrà realizzare dalla vendita delle merci ;
 - consentono di scegliere, tra le alternative colturali, quella con il prezzo più remunerativo.
- Sulla scorta di queste informazioni l'agricoltore protegge il margine del suo investimento **vendendo un numero di contratti *future*** equivalenti, in quantità, alla produzione prevista ed aventi scadenza per l'epoca in cui intende vendere il raccolto (o immediatamente successiva).

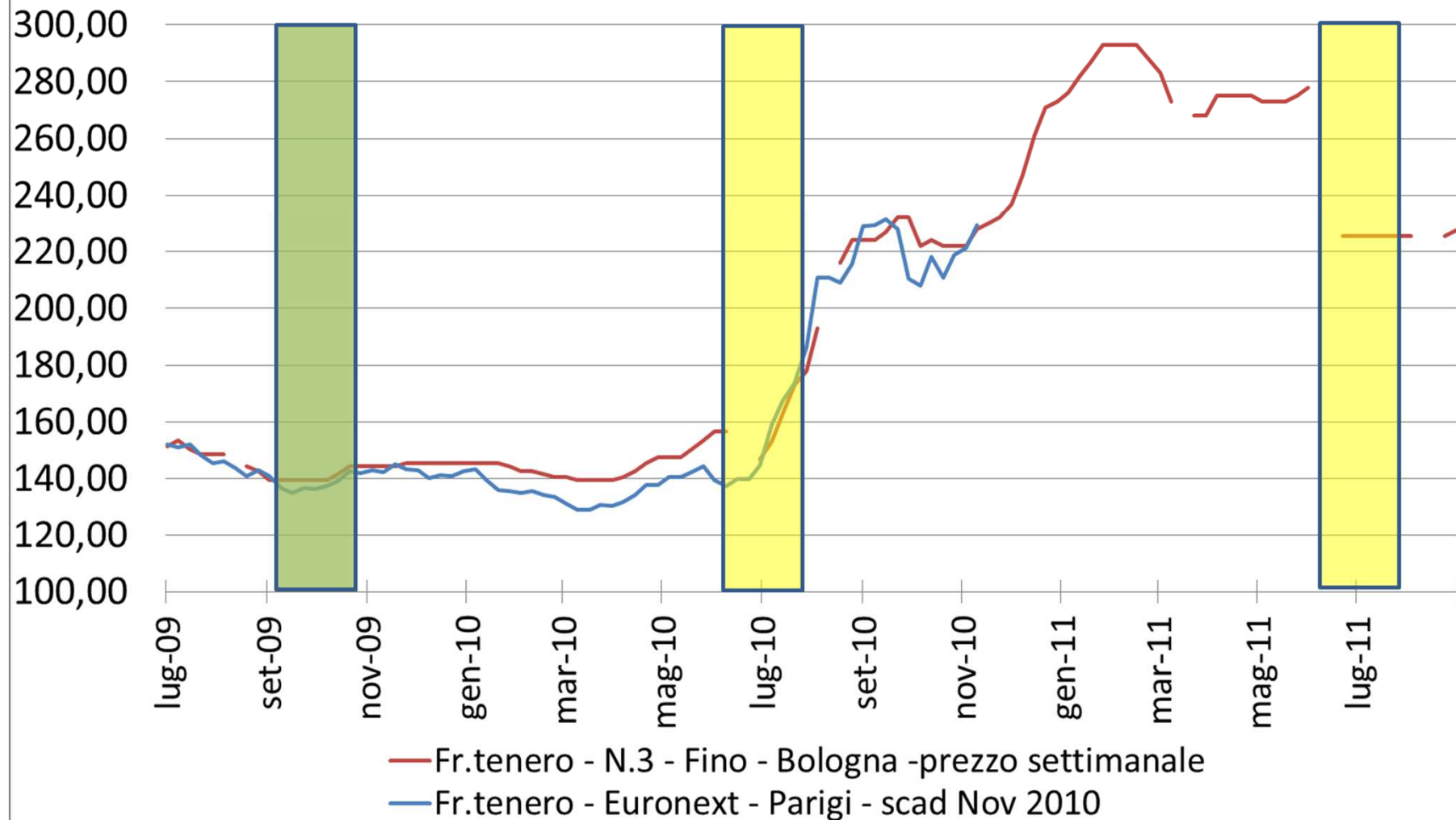
HEDGING (SEGUE)

- Con la decisione di vendere il *future*, l'agricoltore si trova ora ad essere presente su due mercati (*future* e a pronti).
- Il prezzo del *future*, sulla scorta del quale l'investimento è stato effettuato, viene «garantito» poiché il profitto, o la perdita, che potranno derivare dall'evoluzione del mercato *future*, andranno a compensarsi con la variazione che sarà intervenuta nel mercato a pronti quando il produttore venderà il suo raccolto ai suoi clienti.
- La «protezione» che si può ragionevolmente conseguire non è mai completa e dipende da quanto le serie dei prezzi a pronti e dei *future* sono correlate.
- L'hedging permette di ridurre il tempo tra l'acquisto dei mezzi tecnici e la vendita del prodotto.
- Nel seguito il risultato delle due simulazioni di coperture proposte può essere confrontato con l'esito di una vendita per quote mensili remunerate con i prezzi medi durante la campagna di commercializzazione.

Pricing con il future - raccolto 2009



Pricing con il future - raccolto 2010



	Raccolto 2009	Raccolto 2010
Vendita spot «a quote mensili» :	€ 140	€ 240
Copertura con future:		
- Vendita future in ottobre	€ 170	€ 138
- Acquisto future in luglio	€ 145	€ 145
Profitto / Perdita	€ 25	- € 7
Vendita spot in luglio	€ 155	€ 150
Esito copertura	€ 180	€ 143

COMMENTO

- La vendita a pronti ha carattere speculativo: in ottobre non si ha alcuna visibilità di quello che potrà essere il risultato della campagna commerciale che inizia 9 mesi dopo la decisione di semina e si conclude dopo 21 (!!!).
- Nel caso di prezzi calanti (raccolto 2009) è evidente il vantaggio della copertura (sia rispetto al prezzo a pronti in luglio che rispetto alla vendita per quote mensili).
- Nel caso di prezzi crescenti (raccolto 2010) l'esito è meno favorevole ...
- ... ma ciò che ha rilievo è che la copertura con il *future* riesce a «bloccare» l'incasso, e quindi il margine aziendale, al momento in cui si decidono le semine.
- Solo operando contemporaneamente e con posizioni opposte sui due mercati (*spot* e *future*) si raggiunge l'obiettivo dell'*hedging*. Il «costo» della copertura, oltre alle commissioni per il broker, è rappresentato dalla rinuncia ad una posizione speculativa.

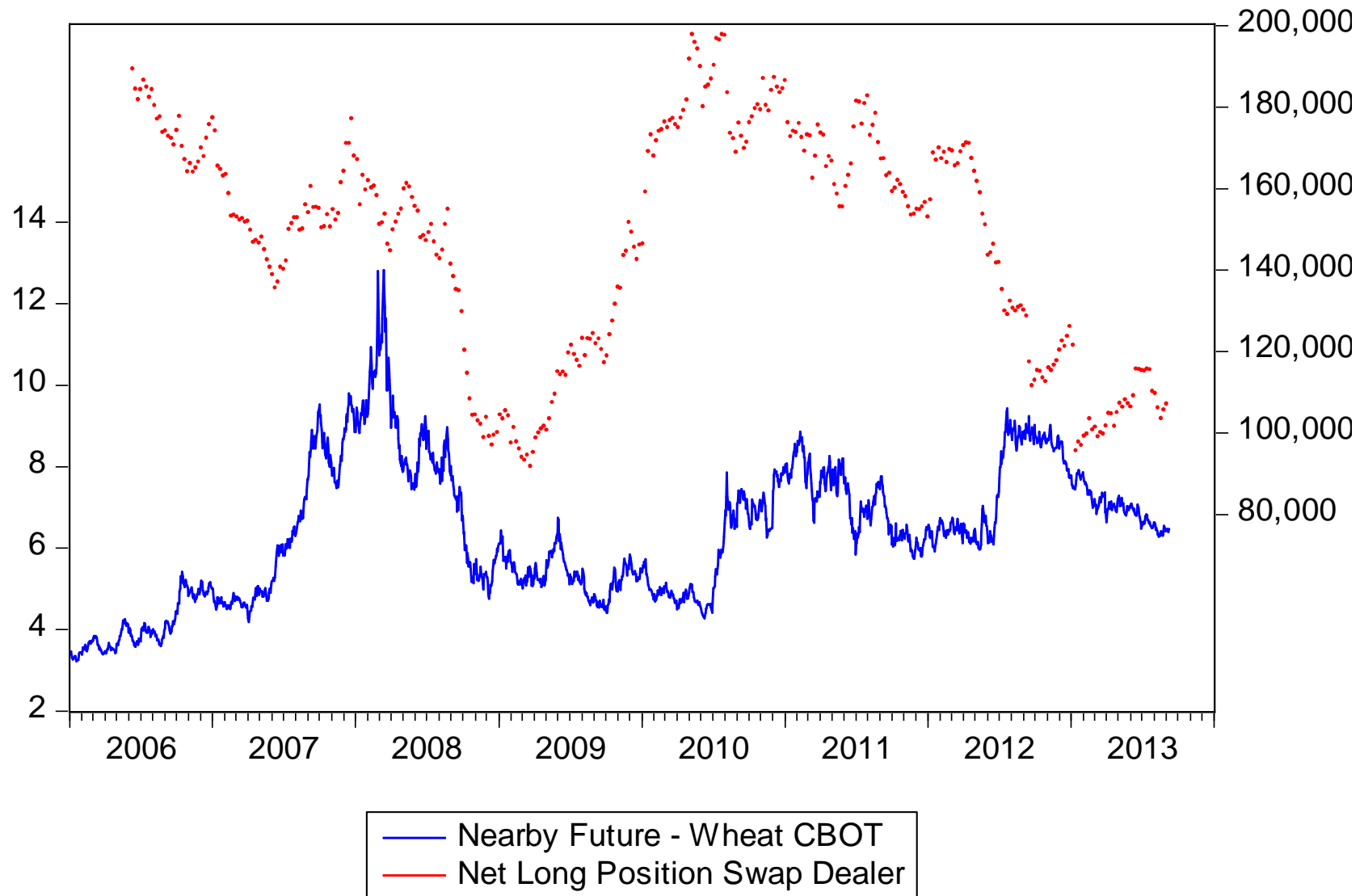
GLI ATTORI DEL MERCATO FUTURE

- 5 sono le categorie di attori che operano nei mercati dei future e delle opzioni:
 - *Hedgers*: sono operatori delle filiere agroalimentari che sono esposti al prezzo della *commodity* «fisica» (produttori agricoli, trasformatori, commercianti);
 - *Investors*: i *future* sulle commodity per questi operatori sono un *asset* del loro portafoglio sempre alla ricerca di una diversificazione;
 - *Speculators*: prendono posizioni di breve durata, in molti casi speculano sugli *spread* (assumono posizioni opposte su scadenze differenti dello stesso contratto);
 - Arbitraggisti
 - *Index Trader* o *Swap Dealer* : banche ed altre istituzioni finanziarie che offrono *OTC*, ai risparmiatori, strumenti di investimento in *commodity* (*ETF*, *swap*) e che di norma si coprono, in tutto o in parte, prendendo posizione nei mercati *future* regolamentati (es. CBOT)
- La categoria degli *swap dealer* è quella che si è proposta per ultima e che ha aumentato più delle altre il proprio peso nelle transazioni dei future.

IL DIBATTITO

- Nel dibattito sulle cause dell'aumento dei prezzi delle materie prime alimentari sono state espresse valutazioni diverse e spesso contrastanti.
- Da un lato il Senato USA si è pronunciato, nell'ambito di una Sottocommissione, rilevando che durante il 2008 il mercato del frumento è stato caratterizzato da «excessive speculation» ...
- Per altri commentatori ed economisti la Cina sarebbe stata all'origine dei prezzi elevati che sarebbero derivati dall'aumento del petrolio, conseguente alla domanda addizionale cinese, che avrebbe spostato volumi importanti di commodity dalla tradizionale destinazione «food» all'impiego «fuel».
- Secondo altri un ruolo non marginale è stato svolto dalla debolezza del dollaro USA che misura il potere d'acquisto dei prezzi delle commodity.
- Ma vediamo per il frumento, come si sono evolute le due grandezze:
 - la causa presunta, le posizioni degli *Swap dealer*
 - la grandezza che ne dovrebbe dipendere, il prezzo al CBOT

LE POSIZIONI DEGLI SWAP DEALER



«BOLLE» E FONDAMENTALI

- Le due dinamiche non appaiono tra loro coerenti; tuttavia la risposta non può essere ricavata dall'osservazione del grafico, ma va ricercata elaborando i dati.
- Un punto di vista condiviso da molti autori prevede che non sia verificata una relazione di causalità tra gli investimenti degli *Index Trader* e l'andamento del prezzo; viene invece riconosciuto che il comportamento di questi operatori abbia amplificato la portata dei movimenti dei prezzi.
- La volatilità e la direzione assunta dai prezzi sarebbe quindi guidata soprattutto dai fondamentali del mercato; la speculazione finanziaria si innesta su una direzione già chiara ed ha effetti distorsivi nella misura in cui
 - esaspera le oscillazioni e ...
 - ritarda il ritorno a prezzi coerenti con i fondamentali di domanda e offerta.
- Le bolle speculative si caratterizzano per un rapido aumento dei prezzi generato da acquisti non giustificati dai fondamentali, ma compiuti per imitazione (*herd behaviour*). A un certo punto il prezzo si inverte e nuovamente gli operatori si allineano ai fondamentali affrettandosi a vendere quanto avevano acquistato in precedenza.

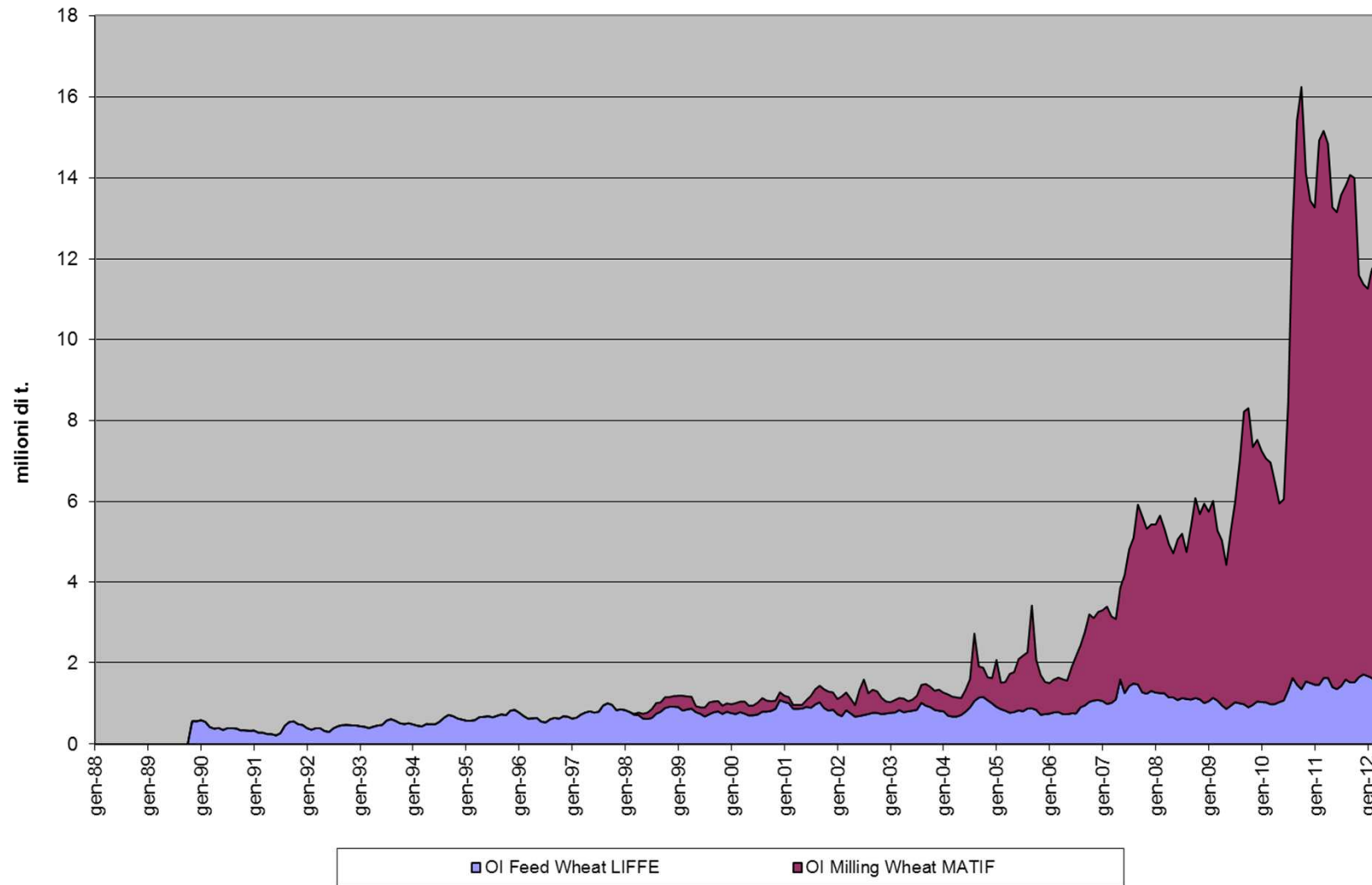
TREND FOLLOWER

- La gran parte degli operatori finanziari si caratterizza per una strategia che segue la tendenza, reagendo alle variazioni del prezzo, in aumento o in diminuzione.
- L'investimento viene deciso in funzione della forza della tendenza, senza porre l'attenzione sui fondamentali.
- Il funzionamento della strategia è affidato completamente ai calcolatori elettronici che procedono automaticamente se il cambiamento nei parametri dell'analisi tecnica soddisfa un certo numero di condizioni.
- I fondi di investimento generano della volatilità nei mercati quando, in modo massiccio, prendono posizione o prendono beneficio.
- Anche i grandi operatori del fisico, che abbiano una visione internazionale, possono provocare forti variazioni (e sono capaci di trarne profitto) quando si propongono per l'acquisto sul mercato fisico mondiale:
 - Si pensi alla Cina importa tra i 60 ed i 70 milioni di t. di seme di soia e da sola assorbe il 70% dei flussi commerciali ;
 - Il caso cinese è significativo e balza agli occhi perché, trattandosi di uno Stato, è oggetto di rilevazione da parte delle statistiche internazionali sul commercio;
 - Invece le stesse fonti non riportano gli scambi operati dalle imprese multinazionali che, in molti casi, sono protagoniste altrettanto importanti del commercio mondiale.

CRESCENTE RICORSO AI FUTURE

- La **volatilità penalizza tutti**, acquirenti e venditori, e quindi ogni strumento per ridurla o per gestirla può risultare utile.
- Per quanto riguarda lo specifico italiano l'utilizzo di questo strumento di gestione del rischio è di attualità. Il contesto operativo per le imprese agroalimentari è radicalmente mutato con la fine dell'intervento comunitario e per il sopraggiungere, soprattutto a partire dal 2007, di una difficile congiuntura interna e internazionale.
- I concorrenti dell'Italia si sono già mossi in questa direzione come si evince dall'evoluzione dell' *open interest* nei due mercati *future* europei che hanno il frumento come sottostante.

POSIZIONI APERTE SU EURONEXT PER IL FRUMENTO



RUOLO DEGLI INVESTITORI

- L'efficienza del mercato, la sua trasparenza e l'affidabilità delle quotazioni espresse dipendono dalla liquidità dei contratti scambiati. Solo gli speculatori finanziari possono assicurare un numero elevato di transazioni (proponendosi come controparte).
- La **presenza degli investitori è essenziale** per il buon funzionamento degli *Exchange* e favorisce quindi anche gli operatori commerciali nella misura in cui si rivolgono ai mercati regolamentati. L'apporto di liquidità che possono assicurare gli operatori commerciali potrebbe non essere sufficiente e quindi, da soli, questi operatori non potrebbero far funzionare il mercato.

PROPOSTE

- Lo strumento «mercato future» non va demonizzato, ma deve essere fortemente sottolineata la necessità di una maggiore trasparenza, soprattutto per quanto riguarda i mercati presenti in Europa.
- Un primo passo potrebbe essere la pubblicazione, almeno a cadenza settimanale, delle posizioni detenute dalle 5 categorie di operatori (seguendo il modello USA):
 - Operatori commerciali (caratteristici del mercato «fisico»); Swap dealer; Hedge funds («money manager»); Altri investitori «reportable»; Investitori «non reportable»
- Le posizioni detenute dai professionali sono più durevoli di quelle degli investitori: i partecipanti al mercato possono trarre vantaggio da una maggiore conoscenza del peso dei diversi segmenti.
- È opportuna una ulteriore riflessione per definire dei limiti alle posizioni, che siano differenziati secondo la categoria di operatore.
- L'assioma «too big to fail» va rimosso vigorosamente perché:
 - da un lato è sintomo di un mercato con poca concorrenza ...
 - e, soprattutto, viene interpretato dalle istituzioni finanziarie come possibilità di esternalizzare le perdite (sui contribuenti), ma privatizzare i profitti. Questa asimmetria non è accettabile ...

CONSIDERAZIONI FINALI

- Per gli operatori interessati allo scambio della merce fisica, il mercato *future* non deve essere interpretato come una alternativa al loro modo di procedere abituale, ma è invece uno **strumento complementare**.
- In Italia, per contribuire ad un maggiore utilizzo dei future, sono da affrontare quattro ordini di problemi:
 - Disporre di mercati future liquidi e quindi potenzialmente efficienti, in grado di svolgere la loro missione;
 - Implementare le «infrastrutture» operative (banche, broker, etc.) necessarie per interfacciarsi con il mercato finanziario;
 - Le imprese dell'agroalimentare, soprattutto italiano, non hanno quasi mai una dimensione operativa ed economica sufficiente per organizzare in proprio l'approccio ai mercati future. Questa considerazione va sottolineata ancora di più a proposito dei produttori agricoli;
 - Sviluppare le conoscenze e la formazione su queste tematiche.
- L'instabilità dei prezzi agroalimentari, ed i rischi per le imprese e per i consumatori, coinvolge anche problematiche più ampie che trascendono i mercati future e la loro «finanziarizzazione»:
 - Le politiche ambientali;
 - Posizioni oligopolistiche nei canali commerciali e nella logistica di approvvigionamento su scala internazionale;
 - Modelli e stili alimentari nei Paesi sviluppati e nelle economie emergenti