

## I mercati dei futures

### *1. Definizione e compravendita di un contratto future*

Un contratto future è un accordo standard fra due parti in relazione all'acquisto e alla vendita di uno specifico ammontare di una commodity di una data qualità ad un prezzo concordato in un determinato momento futuro, in un determinato luogo. I contratti future specificano chi paga il costo di consegna, e, nel caso dei cereali, specificano premi e sconti per le diverse qualità. Generalmente i costi di consegna sono a carico del venditore.

I contratti di futures "lunghi" (long) sono accordi per comprare un certo ammontare della commodity in un certo mese futuro. I contratti futures "corti" (short) sono accordi per vendere un certo ammontare di commodity in un certo mese futuro.

La compravendita dei contratti futures avviene su un mercato di borsa, il Chicago Board of Trade. E' importante sottolineare la distinzione tra mercato di borsa e mercato over the counter. I mercati di borsa sono mercati dove si negoziano contratti la cui definizione è stata decisa da una borsa. E' la borsa che stabilisce come si effettuano le negoziazioni, come si liquidano i contratti, e così via. Il mercato OTC (over the counter) è in primo luogo un mercato tra istituzioni finanziarie, società industriali e gestori di fondi, che negoziano tra loro per mezzo di linee telefoniche, senza il coinvolgimento di nessuna borsa. Il mercato OTC è molto più grande del mercato di borsa.

Per comprendere meglio cosa sono e a cosa servono i futures è bene descrivere in primo luogo come funziona il mercato dei futures.

Al mercato dei futures si ha accesso attraverso i brokers che operano nella borsa. Per entrare in un contratto futures bisogna prendere contatti con un broker. Il broker chiede al trader di effettuare un deposito a garanzia degli impegni presi. Questo deposito è chiamato margine iniziale (initial margin). I livelli minimi di margini iniziali sono fissati dalle borse. Il broker utilizza il versamento del margine iniziale per aprire un "deposito di garanzia" (margin account) intestato al trader. Il margine iniziale è tale da assicurare un buon livello di leverage, vale a dire che corrisponde al 15-20% del valore dei futures contrattati. Fatto il deposito il trader chiede al broker di assumere una posizione (lunga/corta) sul mercato, vale a dire di acquistare (vendere) un contratto future.

Il prezzo di liquidazione del contratto (settlement price) viene utilizzato nella procedura di liquidazione giornaliera che è nota come "aggancio al mercato" (marking to market). Il prezzo di liquidazione di un certo giorno è il prezzo al quale il contratto viene negoziato -in quel giorno- alla chiusura delle contrattazioni.

Se il prezzo di liquidazione del giorno  $t+1$  è maggiore del prezzo del giorno  $t$  nel quale il trader ha assunto una posizione corta, al giorno  $t+1$  il trader avrà perso la differenza tra i due prezzi, differenza che sarà addebitata sul conto di deposito del trader.

Un aumento (riduzione) del prezzo del future fa perdere (guadagnare) soldi a chi ha assunto una posizione corta e ne fa guadagnare (perdere) a chi ha assunto una posizione lunga. I guadagni e le perdite conseguiti vengono accreditati/addebitati sul conto di deposito del trader. E' fissato un margine di mantenimento (maintenance margin) pari in genere al 75% del margine iniziale. Se il saldo del deposito di garanzia scende al di sotto del margine di mantenimento il trader riceve una richiesta di integrazione (margin call) da parte del broker. Il trader deve allora effettuare un versamento che porti il saldo al livello del margine iniziale. Se tale versamento non viene effettuato la posizione del trader viene chiusa. Al momento della chiusura della posizione in futures (su richiesta del trader o a causa di mancata risposta al margin call) il broker prende contatto con la

borsa e assume per conto del trader una posizione contraria a quella detenuta al momento della chiusura.

Molti contratti futures vengono chiusi prima del periodo di consegna (delivery period), ma alcuni no. E' la possibilità della consegna finale che tiene legati insieme i prezzi futures e i prezzi spot. Nei casi in cui la consegna viene effettuata l'iniziativa spetta alla parte con la posizione corta. Per alcuni contratti, come i futures su indici azionari, è prevista la liquidazione per contanti (cash settlement) piuttosto che la consegna fisica (physical delivery). In questi casi, c'è una sola data di scadenza. I contratti vengono liquidati in genere in base alla procedura del marking to market fino alla data di scadenza. In tale data è prevista una liquidazione finale basata sul prezzo spot dell'attività sottostante, dopodiché i contratti sono dichiarati chiusi.

Una delle attrattive dei contratti futures, per gli speculatori, è che essi incorporano una leva finanziaria (leverage). Vale a dire che la quantità di danaro necessaria per effettuare una transazione (il margine iniziale) rappresenta una percentuale relativamente piccola del valore delle attività negoziate (dell'ordine del 10%).

## 2. Differenze tra futures e forwards

Sia i futures che i forwards sono accordi per comprare o vendere un'attività ad una certa data futura, ad un certo prezzo. I futures sono negoziati in borsa, mentre i forwards sono negoziati nei mercati over the counter. I futures sono contratti standardizzati, le cui condizioni (quantità negoziabili, date di scadenza, ecc.) sono definite dalle borse; i forwards non sono standardizzati. In genere per i futures la consegna può essere effettuata in uno qualsiasi dei giorni del mese di scadenza, mentre per i forwards è prevista una unica data precisa di consegna. I futures vengono liquidati giornalmente attraverso il trasferimento di fondi dai (o ai) depositi di garanzia; i forwards vengono invece liquidati alla scadenza. Di solito, i futures vengono chiusi, con operazioni di segno opposto, prima della scadenza; i forwards vengono mantenuti fino alla scadenza. I depositi di garanzia e la procedura del marking to market fanno sì che nei futures il rischio di credito sia virtualmente assente; nei forwards c'è invece un piccolo rischio di credito.

## 3. La relazione tra mercato cash e future

La relazione tra mercato cash e future non è perfetta, ma segue comunque un pattern ben definito. Il prezzo future uguaglia il prezzo cash anticipato più il costo di stoccaggio per il periodo fino al mese di scadenza del contratto (delivery month), più il costo di trasporto fino al luogo di consegna. Tale relazione è la chiave per il successo del commercio dei futures.

### Cash market

	<i>Opzioni</i>	<i>Fine della transazione</i>
<i>Venditore</i>	Vendere	Convertire beni in danaro
	Non vendere	Stoccare la merce per vendere in futuro
	Vendere per una consegna futura	Prefissare il prezzo per una consegna futura
<i>Acquirente</i>	Comprare	Utilizzare immediatamente
		Conservare per un uso successivo
		Conservare per rivendere in futuro
	Non comprare	Aspettare e comprare in un momento successivo
	Comprare per una consegna futura	Prefissare il prezzo per una consegna futura

La differenza tra prezzo future e cash è detta base. Le forze della domanda e dell'offerta spingono i due prezzi nella stessa direzione, anche se con intensità diversa. Mano a mano che si avvicina la data di scadenza del contratto i due prezzi si avvicinano perché diminuiscono i costi di stoccaggio. La base varia in base alla località, la qualità, e a fattori casuali. In teoria durante la durata del contratto il prezzo future dovrebbe superare il prezzo cash di un ammontare pari al costo di stoccaggio. I fattori che influenzano i movimenti del prezzo cash dovrebbero essere gli stessi che influenzano il prezzo future. Il prezzo future è come se registrasse l'andamento "atteso" (ciò che potrebbe essere) del mercato, mentre il prezzo cash registra l'andamento reale del mercato.

#### ***4. I mercati futures come uno strumento di copertura del rischio***

Tipi di rischio di mercato: 1) Perdita di produzione per cause "naturali". 2) Diminuzione del valore della merce a causa di: deterioramento qualitativo; cambiamenti di prezzo a causa di modifiche strutturali della domanda; cambiamenti di prezzo a causa di modifiche dell'offerta e della congiuntura economica.

Strumenti di copertura del rischio: diversificazione delle attività, contratti di assicurazione, mercati futures, trasferimenti pubblici.

I mercati futures funzionano come strumento di copertura del rischio attraverso l'attività di hedging. Sul mercato dei futures operano due tipologie di attori: gli hedgers, gli speculatori. I primi usano il mercato come strumento di copertura del rischio, i secondi per i propri investimenti finanziari.

Il mercato dei futures permette il trasferimento del rischio di prezzo dagli hedgers agli speculatori. Gli hedgers sono generalmente gli agricoltori o grossisti e primi trasformatori. L'hedging consiste nell'assumere una posizione identica come ammontare della transazione, ma di segno opposto sul mercato cash e future. L'hedging funziona solo se la base è abbastanza stabile, vale a dire che i due prezzi si muovono nella stessa direzione. La copertura del rischio di prezzo attraverso l'hedging è tanto migliore quanto più è costante la base.

Si noti che il volume degli scambi sul mercato future è di gran lunga superiore a quello sul mercato spot. Ciò in quanto gli scambi effettuati dagli hedgers, che sono operatori della filiera della commodity scambiata, sono solo una piccola percentuale (pochi punti percentuali) degli scambi totali che pertanto vengono effettuati principalmente dagli speculatori. Gli speculatori sono attori molto diversificati che operano sui mercati finanziari (piccoli risparmiatori, speculatori professionisti, gestori di fondi, vari operatori finanziari). Gli speculatori effettuano di fatto una scommessa sull'andamento del prezzo; l'attività di hedging permette di trasferire il costo del rischio sugli speculatori. Ciò è efficiente in quanto il costo del rischio è sopportato dagli attori con la maggiore propensione al rischio. Senza gli speculatori l'attività di hedging non sarebbe possibile. La presenza di un numero elevato di speculatori aumenta la possibilità di successo dell'hedging.

**Esempio di hedging.** Scenario: il prezzo cash diminuisce.

data	cash	future	base
1 ottobre	Compro 100000 bushel di grano al prezzo di \$3 per b. per un valore totale di \$ 300000	vendo 100000 bushel di grano a maggio al prezzo di \$3,5 per b. per un valore totale di \$ 350000	c 50
15 aprile	Vendo 100000 bu a \$2,90/bu per un valore totale di \$290000	Compro 10000 bu a maggio a \$3,20 /bu per un valore totale di \$ 320000	c 30
Guadagno/perdita	- \$10000	+ \$30000	Guadagno netto c 20 per bu

**5. Le dinamiche recenti**

A partire dal 2007 si è avuta una dinamica dei prezzi delle principali commodities cerealicole che contrasta con le predizioni teoriche e con l'evidenza empirica della storia del funzionamento dei future markets (per le commodities agricole i primi esempi di futures negli USA risalgono agli anni '50). Dopo molti anni di continuo deprezzamento delle commodities cerealicole, queste hanno registrato un costante aumento a partire dal 2007. Il fatto strano è che i prezzi futures hanno iniziato a crescere più rapidamente dei prezzi cash, con un aumento della base nel tempo. Ciò ha reso il mercato dei future inefficace come strumento di copertura del rischio degli operatori agricoli, causando problemi economici agli stessi e peggiorando le cattive dinamiche del mercato.

Nei primi mesi del 2008 i prezzi sono aumentati in modo eccezionale e la base anche si è allargata.

I motivi dell'aumento dei prezzi sono da ricondursi a: la riduzione delle scorte, le aspettative di aumento della domanda dovuta allo sviluppo dei grandi paesi in crescita quali la Cina, la riduzione delle terre destinate alle coltivazioni alimentari causata dall'incremento delle coltivazioni di derrate per i biocarburanti; l'aumento dei costi di produzione e trasporto a causa dell'aumento del prezzo del petrolio. Tuttavia queste sole considerazioni non bastano a giustificare l'incredibile aumento dei prezzi, così come non offrono una spiegazione dell'aumento della base. Alcuni osservatori hanno ricondotto la maggiore accelerazione dei prezzi futures alla maggiore liquidità affluita sui mercati dei futures in seguito alle crisi di altri prodotti finanziari connessi alla crisi dei mutui subprime americani. Tuttavia altri analisti fanno notare che sul piano teorico un aumento della speculazione sul mercato future non dovrebbe avere effetti sulla base e dovrebbe anzi migliorare l'efficacia dell'hedging. Altri analisti hanno ricondotto l'aumento della base ad una specificazione dei contratti futures e a regolamentazione del Chicago Board of Trade non più idonea ai nuovi caratteri del mercato. Di fatto i motivi dell'attuale andamento dei futures per le commodities cerealicole continuano ad essere un mistero. Sono invece chiari gli effetti sugli operatori: aumento del costo del rischio di prezzo, minore trasparenza, segnali di prezzo poco chiari che rischiano di portare a cattive scelte di investimento, diminuzione dei prezzi agricoli (in quanto i distributori ed i grossisti in virtù del proprio potere di monopsonio scaricano su di loro il maggiore costo del rischio); prezzi dei prodotti al dettaglio in aumento (ancora una volta gli operatori a valle della filiera che posseggono potere di mercato scaricano sui consumatori il costo del rischio e aumentano in modo opportunistico il prezzo giustificandolo con gli aumenti di prezzo della materia prima agricola); crisi alimentare e fame per le fasce povere della popolazione mondiale.