

Analisi fondamentale dei mercati

Lezione 3

Contenuto della lezione precedente

- Principali meccanismi di mercato delle commodities
 - Contratti futures
 - Forme di copertura
 - Copertura per il venditore (short hedge)
 - Copertura per il compratore (long hedge)

Contenuto della lezione 3

- Analisi in dettaglio di un contratto future
 - Voci che compongono un contratto future
- Margini
 - Meccanismo di funzionamento del margine su un future
- Effetto leva
 - Suo funzionamento
 - Aspetti positivi e negativi dell'effetto leva

ANALISI IN DETTAGLIO DI UN CONTRATTO FUTURE

Le voci di un future (1)

Contract Symbol	KC
Contract Size	37.500 lbs
Contract Month	Mar, May, July, Sep, Dec
Trading Hours	Open Auction: 9.15 a.m. – 12.30 p.m.
Price Quotation	Cent/lbs
Minimum Price Movement	5/100 cent/lbs (18,75\$/contract)
Daily Price Limit	None
Last Trading Day	One business day prior last notice day
Last Delivery Day	Seven business day prior to last business day of delivery month
Grade/Standard/Quality	A Notice of Certification is issued based on testing the grade of the beans and by cup testing for flavor. The Exchange uses certain coffees to establish the “basis”. Coffees judged better are at a premium; those judged inferior are at a discount
Delivery Points	Exchange licensed warehouses in the Port of New York District (at par), the Port of New Orleans, the Port of Houston, the Port of Bremen/Hamburg, the Port of Antwerp, the Port of Miami and the Port of Barcelona (at a discount of 1,25 cent/lbs)

Le voci un future (2)

Contract Symbol	KC
Contract Size	37.500 lbs
Contract Month	Mar, May, July, Sep, Dec
Trading Hours	Open Auction: 9.15 a.m. – 12.30 p.m.
Price Quotation	Cent/lbs
Minimum Price Movement	5/100 cent/lbs (18,75\$/contract)
Daily Price Limit	None
Last Trading Day	One business day prior last notice day
Last Delivery Day	Seven ...
Grade/Standard /Quality	A Notice ...
Delivery Points	Exchange ...

Contract Symbol	Simbolo del contratto
Contract Size	Dimensione del contratto
Contract Month	Mese di scadenza
Trading Hours	Orario di contrattazione
Price Quotation	Unità di misura del prezzo
Minimum Price Movement	Variazione minima del prezzo
Daily Price Limit	Limite giornaliero di prezzo
Last Trading Day	Ultimo giorno di contrattazione
Last Delivery Day	Ultimo giorno di consegna
Grade/Standard /Quality	Qualità del bene
Delivery Points	Luogo di consegna del bene

Contract Symbol

- Ogni commodity viene identificata per mezzo di una o due lettere che rappresentano le iniziali del nome in inglese
 - Per esempio:
 - Coffee = caffè = KC (questo perché la sigla C è già utilizzata per identificare il contratto del corn, il mais)
 - Wheat = frumento = W
 - Silver = Argento = SI (questo perché la sigla S è già utilizzata per identificare il contratto del soybeans, la soia)

Contract Size

- La dimensione di ogni contratto varia a seconda del bene a cui si riferisce
- La quantità di merce che caratterizza ogni contratto, insieme al prezzo a cui viene scambiata, permette di calcolare l'importo totale del contratto
 - Per esempio:
 - Nel caso del caffè, la dimensione del contratto è 37.500 libbre
 - Nel caso del petrolio, la dimensione del contratto è 1.000 barili
 - Nel caso del cacao, la dimensione del contratto è 10 tonnellate

Grade/standard/quality

- Il grado di qualità della commodity è molto importante per chi opera in forma reale con il bene, mentre ha meno importanza per scopi speculativi
- Gli standard vengono fissati da appositi organismi internazionali
 - Per esempio:
 - Per il caffè lo Speciality Coffee Association of America prevede cinque categorie individuate in base al numero di difetti presenti nei chicchi verdi (non tostati) di caffè: i difetti possono essere costituiti da chicchi rotti o imperfetti, da corpi estranei (piccoli sassi o piccoli frammenti di legno) la cui presenza viene riscontrata nei campioni di caffè.
 - Per il caffè, la classe 1 identifica il caffè migliore: tale classe non può avere più di 5 difetti; la classe 5 identifica il caffè peggiore, con più di 86 difetti
 - La qualità standard di caffè è quella di grado 3 (definita Exchange Grade), con difetti presenti fra 9 e 23
 - Se il caffè consegnato è di grado superiore avrà il prezzo maggiorato da un premio, se è di grado inferiore il prezzo verrà scontato

Delivery points

- Con questa voce si specifica il luogo (o i luoghi) di consegna del bene negoziato
- In alcuni casi il bene può costare di meno o di più a seconda il luogo scelto per la consegna, in qualche caso perché luoghi diversi possono essere destinati alla consegna di beni con qualità differente, altre volte perché il prezzo è condizionato dalla distanza dei luoghi di consegna da quelli di stoccaggio e/o commercializzazione del prodotto
 - Per esempio:
 - Per il caffè i luoghi di consegna sono diversi:
 - New York (at par)
 - Altri porti (at a discount of 1,25 cent/lbs)

Minimum Price Movement (Tick Size)

- Con questo termine si indica la variazione più piccola che una commodity può registrare
- È un'informazione che permette di conoscere quale potrà essere il prossimo prezzo battuto
 - Per esempio:
 - Nel caso del caffè il tick size vale 5/100 cent/lbs (18,75\$/contract: $0,05 \$ * 37.500 \text{ lbs}$)
 - Se il prezzo attuale è 112,00 cent/lbs, il prossimo prezzo battuto potrebbe essere 112,05 o 111,95, ma non 112,22 o 111,87 perché le variazioni possono essere soltanto di 5/100 cent/lbs (0,05 centesimi di \$)

Price Quote

- Indica il modo con cui viene espresso il prezzo di una commodity
 - Per esempio:
 - Nel caso del caffè l'unità di misura del prezzo è
 - Cent/lbs
 - Nel caso del petrolio l'unità di misura del prezzo è
 - \$/barile
 - Nel caso dei bovini l'unità di misura è
 - Cent/pound

Contract month

- In questo modo si indica la durata del contratto, cioè il termine entro cui la negoziazione deve aver fine
- L'unità di misura è il mese solare, ma la sigla adoperata non corrisponde alle iniziali, né italiane né inglesi
 - Per esempio:
 - KCZ07 (o KCZ7) corrisponde ad un contratto sul caffè (KC) con scadenza dicembre (Z) del 2007 (07 o 7)

Gennaio	F
Febbraio	G
Marzo	H
Aprile	J
Maggio	K
Giugno	M
Luglio	N
Agosto	Q
Settembre	U
Ottobre	V
Novembre	X
Dicembre	Z

Last trading day e last delivery day

- Con last trading day si indica l'ultimo giorno utile per la negoziazione
- Con last delivery day si indica l'ultimo giorno utile per la consegna della commodity secondo le condizioni prestabilite

Trading hours

- L'orario di contrattazione è molto importante per chi opera sulle borse merci
- Ci si riferisce all'orario giornaliero di negoziazione
- Esso viene stabilito dai responsabili della borsa merci
- Poiché molte delle borse merci in cui vengono trattate commodity si trova negli USA, occorre tenere presente che l'orario indicato è quello relativo al luogo dove la borsa stessa si trova
 - Per esempio:
 - Il caffè viene scambiato presso il NYBOT di New York in un orario che va dalle 9.15 alle 12.30 (ora di NY) che corrisponde all'orari dalle 15.15 alle 18.30 in Italia

Daily price limit (1)

- In una giornata il prezzo di una commodity può variare anche in misura notevole
- I responsabili della borsa merci dove è negoziata ogni singola commodity possono scegliere di non indicare un limite di oscillazione oppure di inserirlo
- Quando inserito, il limite viene calcolato sul prezzo di chiusura del giorno prima
 - Per esempio:
 - Nel caso del caffè non viene indicato alcun limite
 - Nel caso del corn il limite massimo consentito è 20 cent/bushel, sia verso l'alto che verso il basso
 - Questo significa che la variazione massima giornaliera che un contratto sul corn può registrare è 1.000 \$ (20 cent/bushel * 5.000 bushel)
 - » Dunque, se il prezzo di chiusura della seduta di ieri è stato di 220,25 cent/bushel, oggi la variazione massima consentita è 240,25 e 200,25

Daily price limit (2)

- Se il prezzo negoziato raggiunge il limite superiore (limit up) o quello inferiore (limit down), la contrattazione della commodity viene sospesa fino al giorno successivo
- Cosa succede a chi ha un contratto aperto?
 - Può negoziare il suo contratto solo alla riapertura delle contrattazioni
 - In caso di contratto long comprato, una situazione di limit up è positiva
 - In caso di contratto short venduto, una situazione di limit up è negativa
 - ... e viceversa

I MARGINI E L'EFFETTO LEVA

Margine

- Una delle caratteristiche dei futures è costituito dalla presenza nel contratto dei margini
- I margini sono caratteristica esclusiva dei futures e non si ritrovano in nessun altro strumento contrattuale
- Sono previsti due tipi di margine:
 - Margine iniziale (initial margin)
 - Margine di mantenimento (maintenance margin)

Margine iniziale (1)

- Per aprire un contratto future (per comprarlo o per venderlo) non è necessario pagare il suo controvalore totale
- È infatti sufficiente versare solo un deposito iniziale, il cui importo è stabilito dalla borsa dove viene negoziato il titolo
- Il margine iniziale rappresenta una delle differenze fondamentali del future rispetto ad altri prodotti finanziari, per i quali si paga subito l'intero importo (azioni, obbligazioni, titoli di stato, fondi)

Margine iniziale (2)

- Sottoscrivendo un future si deve depositare solo un margine iniziale che di solito varia tra il 5% e il 20% del valore totale del contratto
- Il margine non è fisso nel tempo, ma varia a seconda la volatilità del contratto
 - Generalmente l'importo del margine è pari è pari alla cifra ritenuta sufficiente per coprire ogni movimento di prezzo in una giornata di scambi
 - Per esempio: il corn è scambiato oggi a 220 cent/bushel e quindi un contratto su questa commodity vale 11.000 \$ ($5.000 * 220$)
 - Se il mercato prevede una variazione giornaliera del prezzo a 227 cent (verso l'alto) o 213 (verso il basso) le autorità di borsa possono ritenere adeguato un margine 350-400 \$ per contratto ($7 \text{ cent/bushel} * 5000$), il che equivale ad una percentuale del 7/8%

Margine iniziale (3)

- Poter comperare o vendere un contratto versando soltanto una parte del valore totale può portare a grossi guadagni ma anche a grosse perdite
 - Guadagni:
 - Investendo poco denaro è possibile comperare con un meccanismo simile al credito
 - Perdite:
 - Se il prezzo va nella direzione opposta rispetto alle previsioni il “debito” potrebbe tendere all’infinito a causa di quello che viene definito “effetto leva”

L'effetto leva (1)

- Si supponga di voler comperare un future sul corn
- Grazie ad un periodo di scarsa volatilità dei prezzi, la borsa fissa un margine iniziale del 3,6% del valore totale del contratto
- Cosa succede se il prezzo del corn sale di un centesimo?
 - Se il prezzo iniziale del corn era di 220 cent/bushel, il nuovo prezzo diventa 221 cent/bushel
 - Questo significa che il valore totale del contratto è variato di 50 \$ (1 cent * 5.000)

L'effetto leva (2)

- In termini percentuali, la variazione di 1 cent sul prezzo iniziale di 220 cent/bushel vale lo 0,45%
 - Dunque il guadagno è stato dello 0,45%?
- No: è molto più elevato ed è pari al 12,50%, a causa dell'effetto leva
 - Questo perché il capitale effettivamente investito è pari al margine fissato dalla borsa (400 \$), ma non è tutto il valore del contratto (11.000 \$)
 - Cioè: la variazione totale di 50 \$ rappresenta il 12,50% del margine effettivamente versato (400 \$)
- In caso di aumento dei prezzi, l'effetto leva amplifica i guadagni

L'effetto leva (3)

- In pratica con i contratti futures è possibile operare con capitali modesti, con la possibilità di operare su rilevanti quantità di merci (grazie al meccanismo del margine) e/o di ottenere forti guadagni speculativi (grazie all'effetto leva)
- Se però il prezzo non va nella direzione prevista l'effetto leva fa correre forti rischi, ben superiori a quelli tipici di altri mercati (azionario, obbligazionario, su titoli di stato, ecc.)
- Inoltre la borsa su cui si negozia il future stabilisce anche un altro margine: il margine di mantenimento

Il margine di mantenimento (1)

- Il margine di mantenimento differisce dal margine iniziale per il fatto che stabilisce l'importo minimo che deve essere sempre presente sul conto
- Per esempio, nel caso del corn il margine iniziale potrebbe essere di 400 \$ e il margine di mantenimento di ulteriori 250 \$. Cioè:
 - la borsa merci fissa a 400 \$ la somma minima che deve essere presente sul conto per poter aprire un contratto future sul corn ...
 - ... ma specifica anche che per tenere aperta questa posizione contrattuale è necessario avere sul conto almeno 250 \$, cioè il margine di mantenimento

Il margine di mantenimento (2)

All'apertura di oggi

- Si supponga di aver comperato oggi un contratto CZ8, pagandolo 221,00 cent/bushel
- Per questo contratto la borsa merci ha fissato un margine di mantenimento pari a 250 \$
- Ne deriva che dal conto corrente del contraente vengono prelevati 250 \$ che vengono trasferiti sul suo conto margini, un conto a suo nome ma non nella sua disponibilità
- Per esempio: se il conto corrente conteneva 400 \$, dopo il trasferimento sul conto margini di 250 \$ ora restano nella disponibilità del correntista 150 \$
- Cosa succede in caso di variazione del prezzo?

Alla chiusura di oggi

- Questa sera, alla chiusura del mercato, il CZ8 acquistato a 221 cent quota 219 cent e che quindi le previsioni del contraente di un aumento di prezzo si sono rivelate sbagliate
- In pratica, poiché una variazione di 1 cent vale 50 \$, una variazione di -2 cent/bushel vale una perdita di 100 \$
- Dal conto corrente del contraente, che conteneva 150 \$ vengono prelevati 100 \$ che confluiscono sul suo conto margini
- Il nuovo saldo di conto corrente è di 50 \$, mentre resta sempre invariato il conto margini, poiché la perdita iniziale di 100 \$ è stata reintegrata con una uguale somma

Il margine di mantenimento (3)

Alla chiusura di domani sera

- Si supponga che domani sera il prezzo del CZ8 scenda ancora, passando 219 a 217 cent.
- La perdita è di ulteriori 2 cent, quindi di 100 \$ per contratto
- Ma sul conto corrente del contraente vi sono solo 50 \$
- Quindi, dopo il trasferimento sul conto margini dei 100 \$, il conto corrente risulta in rosso per 50 \$

L'intervento della borsa merci

- A questo punto la situazione è questa:
 - Conto corrente: - 50 \$
 - Conto margini: 250 \$
- In questo caso la borsa merci preleva 50 \$ dal conto margini e li ri-trasferisce sul conto corrente per riportarlo a saldo zero
- Ma adesso il conto margini presenta un saldo di 200 \$ contro i 250 richiesti
- Questa posizione viene definita margin call

Margin call

- In caso di scoperto nel margine di mantenimento, la banca (o il broker) che gestisce il conto del contraente intima a questi di provvedere al ripristino del margine stesso
- Se il contraente non provvede immediatamente il contratto verrà chiuso immediatamente e senza possibilità di deroga
- Questo comportamento, apparentemente rigido del regolamento delle borse merci rappresenta una garanzia per tutti gli operatori
- In effetti chi opera sulle commodity non corre alcun pericolo di insolvenza: la borsa garantisce per tutti i partecipanti attraverso la clearing house

Clearing house (1)

- La clearing house è un organismo appartenente alla borsa merci che controlla e sorveglia il mercato dei future
- Fra i suoi compiti vi è anche la responsabilità dei conti e il buon fine delle transazioni svolte sulla borsa
- La clearing house agisce come terza parte nello scambio di tutti i contratti, comportandosi come compratore per ogni venditore e diventando venditore di ogni compratore
- Questa è una garanzia per tutti i contraenti perché esclude la possibilità di insolvenza di una delle parti
- Quando si negozia un contratto future non è possibile conoscere chi è la controparte del contratto stesso
- Questo potrebbe rappresentare un problema e un disincentivo alla stipula del contratto se non esistesse la clearing house che funziona come stanza di compensazione e dunque di garante
- In effetti, la controparte è sempre la clearing house, che alla fine di ogni giornata di borsa abbina ogni contratto di vendita con il corrispondente contratto di acquisto e ricalcola i saldi di ogni conto

Clearing house (2)

- In caso di saldi negativi, con la mediazione della banca o del broker del correntista, emana le richieste di integrazione dei margini e se necessario blocca le posizioni non conformi a quanto stabilito dalla borsa
- Inoltre, alla fine di ogni giornata, stabilisce per ogni commodity i nuovi limiti di oscillazione del prezzo validi per il giorno successivo e quindi l'entità dei margini da rispettare

Le borse merci

- La clearing house è una delle più importanti istituzioni interne alle borse merci
- Le borse merci rappresentano il luogo fisico dove si svolgono le negoziazioni dei contratti di commodity
- La gran parte delle borse merci sono ancora oggi “alle grida”