



NOTA DAL C.S.C.

Materie prime più care e instabili, spinte da aspettative e bassi tassi di interesse

Ciro Rapacciuolo

Le quotazioni delle principali materie prime sono tornate molto elevate tra aprile e inizio maggio, in alcuni casi vicine ai record pre-crisi. E i ribassi delle ultime settimane le lasciano su livelli ancora alti. I rialzi dai minimi di fine 2008 - inizio 2009 sono stati vertiginosi e sono partiti quasi contemporaneamente a quelli dei mercati azionari. Tali livelli e variazioni difficilmente sono spiegabili con la sola ripresa dell'economia mondiale, per quanto trainata dalle economie emergenti, i cui incrementi di PIL hanno un maggior contenuto di commodity. Altrettanto rilevanti sono stati il miglioramento delle aspettative, che erano diventate eccessivamente depresse, e i bassi tassi di interesse. Questi fattori, assieme al trend rialzista di lungo periodo (per la difficoltà dell'offerta a tener dietro alla rapidità dell'aumento della domanda), attirano investimenti di portafoglio che accentuano le dinamiche dei prezzi (e la loro volatilità), portandoli più velocemente sui livelli attesi in futuro.

Questa nota analizza le cause dei movimenti delle quotazioni di alcune materie prime (in particolare, petrolio e metalli non ferrosi) sui mercati internazionali, concentrandosi sul ruolo giocato dai capitali finanziari.

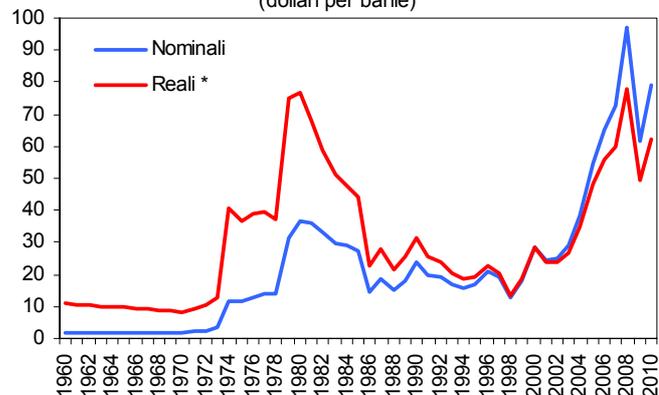
1. Prezzi alti, forti incrementi

Prima della recente correzione al ribasso, il petrolio era tornato a 86,8 dollari per barile a inizio aprile, con un rialzo del 181,9% dai minimi del dicembre 2008. Il greggio è ora sceso a 67 dollari. Sono quotazioni inferiori al picco del luglio 2008 (145,6 dollari), ma storicamente elevate in termini sia nominali sia reali (Figura 1).

L'indice *Economist* in dollari delle materie prime industriali a inizio maggio era salito ai massimi dal luglio 2008, con un incremento del 120% dal febbraio dello scorso anno. I cali delle ultime tre settimane hanno eroso una frazione di tale rialzo.

I prezzi dei metalli non ferrosi, inclusi nel paniere *Economist*, hanno avuto andamenti

Greggio: prezzo alto, anche in termini reali
(dollari per barile)



* dollari 2000; deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo USA.

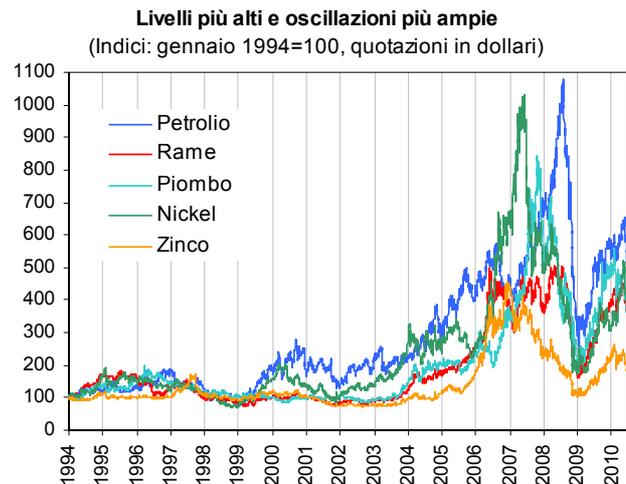
2010: primi 5 mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BP, Thomson Reuters.

simili (Figura 2). In particolare: il rame con un aumento del 142,9% si è riportato non lontano dai livelli pre-crisi; il piombo è balzato del 111,2% dal punto più basso del dicembre 2008 (anche se resta del 55,3% inferiore al top precedente); il nickel è salito del 138,2%, ma è del 60,6% sotto il picco; lo zinco ha messo a segno un +78,1% (-59,5% dal record).

Sono rincari molto forti, concentrati nel tempo, che schiacciano il potere d'acquisto delle famiglie (nella misura in cui sono trasferiti lungo la catena della formazione dei listini) e ancor più i margini delle imprese (specie quelle che producono beni intermedi), rendendo più lenta e fragile la ripresa.

La distanza rispetto ai massimi precedenti la recessione dimostra che la repentinità del rimbalzo è legata anche alla violenza della precedente caduta. L'una e l'altra, però, insieme alla recente correzione al ribasso, confermano l'accresciuta volatilità dei corsi (vedere oltre), che inspessisce l'incertezza per le decisioni aziendali ed espone i risultati di bilancio a un rischio costoso da coprire con strumenti assicurativi.



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

2. La doppia spinta: ripresa e finanza

Quali sono le cause di questi andamenti? La ripresa mondiale ha fatto ripartire il fabbisogno globale di materie prime. Tanto più che è guidata dai paesi emergenti, dove la produzione industriale si è riportata a livelli coerenti con il trend passato e marcia a ritmi più spediti di quelli osservati prima della recessione. Ricordiamo che gli incrementi del PIL di questi paesi hanno una maggiore intensità di materie prime rispetto a quelli del PIL dei paesi avanzati, proprio perché si tratta di nazioni in corso di industrializzazione, con peso più alto dei settori industriali di base.

Tuttavia, le giacenze sono consistenti per molte *commodity* e rivelano che l'offerta è salita perfino più della domanda (o non si era ridotta in analoga misura) e la pressione di quest'ultima non basta a dar conto degli aumenti e dell'elevatezza del costo degli input primari. Perciò è comprensibile associare le maggiori quotazioni delle materie prime all'afflusso sui rispettivi mercati di ingenti investimenti di portafoglio, alla ricerca di impieghi alternativi alle azioni e alle obbligazioni. Secondo l'analisi del CSC c'è più di un indizio che tale associazione sia fondata.

L'analisi del CSC si basa essenzialmente sulla dimensione delle posizioni lunghe nette non commerciali nei vari mercati delle *commodity* e sulla loro relazione con l'andamento delle quotazioni. Un altro indicatore esaminato è il numero di investitori non-commerciali, cioè di coloro che acquistano o vendono materie prime senza aver interesse a chiudere le operazioni con la consegna fisica della merce, ma semplicemente per guadagnare sulle variazioni dei prezzi. Il ruolo di quelle posizioni e il numero di questi investitori, sintomi degli investimenti di portafoglio in materie prime, sono piuttosto differenziati sui vari mercati.

Per il petrolio, nel gennaio e poi nell'aprile 2010 le posizioni non commerciali lunghe nette hanno



* ottenuto tramite il filtro di Hodrick-Prescott.

Fonte: elaborazioni CSC su dati CFTC, Thomson Reuters.

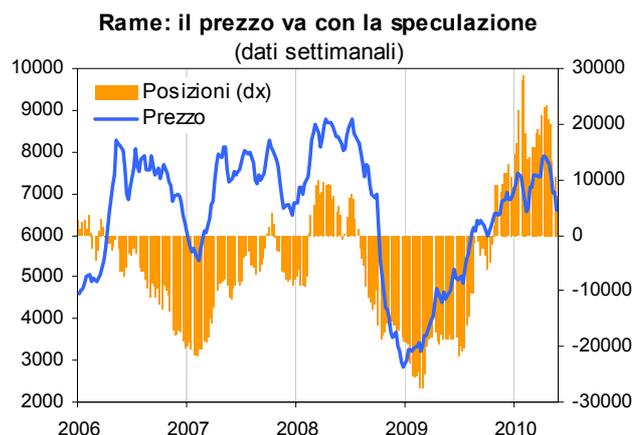
toccato nuovi massimi storici, superando il picco del 2008 (Figura 3). Il riaccumulo di tali posizioni è iniziato in coincidenza con la risalita del prezzo del greggio, nei primi mesi del 2009. Le posizioni hanno ripiegato poi a maggio, sempre insieme ai prezzi. Anche il numero di investitori non commerciali si è mosso con i prezzi: è aumentato nel corso del 2009, toccando un nuovo record a novembre (132), per poi mantenersi fino all'aprile 2010 intorno a 116. A maggio è caduto a 97. Nel 2008 si era ridotto rapidamente, fino a un minimo di 69 a dicembre.

Elaborazioni econometriche suggeriscono che prezzi in salita facciano entrare nuovi speculatori e la loro presenza (misurata attraverso le posizioni non commerciali lunghe nette) rafforzi i rialzi. Accade l'opposto con i prezzi in discesa, i quali innescano una speculazione al ribasso che accentua la velocità e la profondità della caduta. Il nesso causale tra posizioni speculative e prezzo è ben evidente durante le fasi rialziste del 2007-2008 e del 2009-2010. Anche se in quest'ultima il prezzo non è aumentato quanto sarebbe stato giustificato dall'incremento delle posizioni non commerciali; ciò sottintende che queste ultime attualmente stanno esercitando un sostegno della quotazione ancora maggiore in rapporto a quello dato dalle condizioni fondamentali di domanda e offerta fisiche.

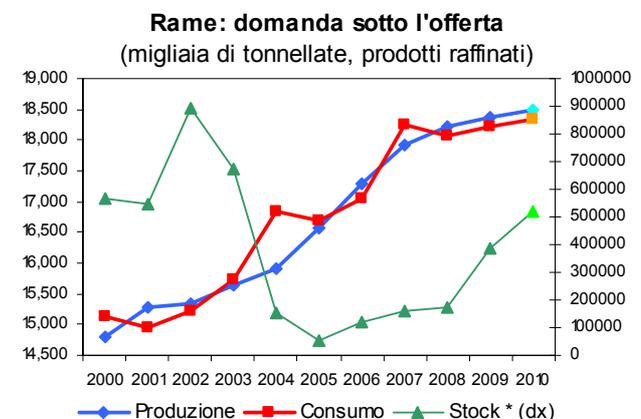
In effetti, il ruolo della speculazione nel far lievitare i corsi è ribadito dalle dinamiche del mercato fisico mondiale del greggio. Se nel 2009 la domanda ha tenuto meglio e poi è risalita più rapidamente della produzione, nella prima metà del 2010 l'offerta ha di nuovo superato la domanda. Di conseguenza, le scorte sono tornate a crescere, ma ciò non ha impedito al prezzo di lievitare ogni volta che le statistiche hanno alimentato le aspettative di una ripresa economica più rapida e solida. In altri termini, l'evidenza dell'ultimo anno conferma che gli afflussi di capitali finanziari sul mercato petrolifero non creano la tendenza dei prezzi, ma ne anticipano le svolte e la rafforzano.

Per il rame, le posizioni non commerciali nette lunghe sono cresciute rapidamente da inizio 2009, toccando nuovi picchi a gennaio 2010, calando a febbraio, risalendo in aprile e scendendo fortemente a maggio; un andamento simmetrico e in sincronia con quello delle quotazioni (Figura 4). Per apprezzare il ruolo da esse svolto nel determinare i prezzi occorre considerare anche le condizioni del mercato fisico, caratterizzato da offerta abbondante, domanda che sale più lentamente che in passato e scorte elevate (Figura 5). La forte ascesa dei prezzi del rame, prima della recente correzione, anticipava dunque una crescita della domanda che non si è pienamente realizzata. In ciò consiste, appunto, l'influenza cruciale della speculazione finanziaria, perfino più decisiva che nel caso del petrolio.

Comunemente si ritiene che la speculazione dia spessore al mercato e, quindi, renda più stabili i prezzi. L'analisi della volatilità suggerisce, invece, che questa sale in coincidenza con l'aumento delle posizioni non commerciali lunghe nette e quindi con la maggiore presenza degli investimenti di natura finanziaria (Fig. 6). Questi ultimi accentuano le dinamiche e le oscillazioni dei



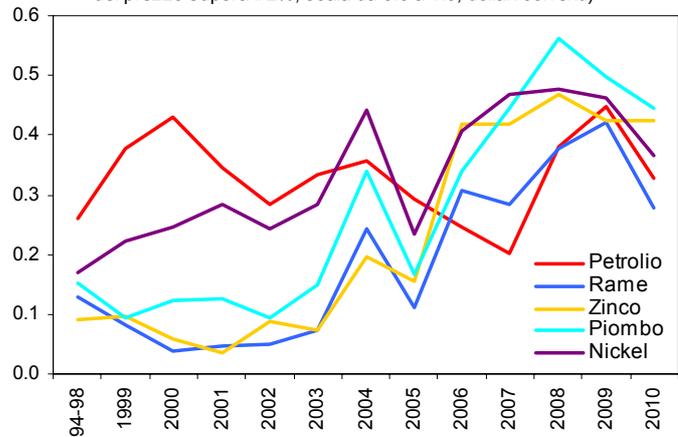
Posizioni non commerciali lunghe nette, misurate come stock di contratti.
Fonte: elaborazioni CSC su dati CFTC, Thomson Reuters.



* 2010: stock = gennaio-aprile; prod. e cons. = stime CSC su ICSG.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ICSG, LME.

prezzi in presenza di condizioni che favoriscono il formarsi e il successivo sgonfiarsi di bolle speculative. Tali condizioni sono bassi tassi e aspettative sull'andamento dei corsi che si auto-avverano. In questo caso gli speculatori si muovono lungo la tendenza, assumendo comportamenti a gregge (cioè nella stessa direzione, al rialzo o al ribasso) che la rafforzano. Verosimilmente, la speculazione è stabilizzatrice quando è alimentata da operatori con aspettative contrastanti e che, aumentando i volumi scambiati, rendono minore l'impatto sui prezzi di una data variazione nella domanda o nell'offerta. Questo non accade, invece, nelle attuali condizioni di mercato, dove le attese sono univoche e gli investimenti di portafoglio nelle materie prime sono incoraggiati dalla ricerca di rendimenti più alti a fronte di tassi a breve bassi.

Resta alta la volatilità delle quotazioni
(Quota di giorni in cui il valore assoluto della var. % giornaliera del prezzo supera il 2%, scala da 0.0 a 1.0; dollari correnti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Nell'attrarre capitali verso le *commodity* agisce anche la ricerca di beni reali che costituiscano un rifugio dal rischio inflazione. Il quale, pur in presenza di probabilità molto basse di concretizzarsi, è percepito come elevato per l'abbondanza di liquidità iniettata dalle banche centrali per arginare la crisi.

Nel rintracciare le cause della volatilità e del livello alti del prezzo del greggio non va dimenticato che una spinta importante nell'una o nell'altra direzione viene anche dal cambio del dollaro, che negli ultimi tre anni conosce ampie oscillazioni. La quotazione in dollari del petrolio rincarava quando la divisa USA si indebolisce (e viceversa).

L'entrata di capitali finanziari nei mercati delle materie prime non è limitata al petrolio e al rame, ma si estende alle altre fonti energetiche e ad altri metalli non ferrosi.

Con l'obiettivo di frenare l'attività speculativa e il suo effetto sui prezzi delle materie prime, negli USA si stanno studiando nuovi più efficaci limiti a operare sui mercati *Nymex* e *Chicago Board of Trade*. Per le materie prime energetiche la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) ha proposto a inizio 2010 l'imposizione di un tetto massimo al numero di contratti *future* su greggio e gas naturale detenibili da un unico investitore non commerciale. L'impressione, però, è che inizialmente i limiti siano fissati alti così da non impattare in modo significativo sull'attività dei *trader* non commerciali.