

MATERIE PRIME 2007 COME IL NASDAQ 2000?



Le quotazioni sono salite quasi ininterrottamente dal 2002 sino alla correzione di inizio estate 2006. Un'analisi di Société Générale prova a confrontare l'andamento attuale delle commodities con quello dell'indice tecnologico americano di sei anni fa. Scoprendo molte similitudini...

A inizio estate i prezzi delle materie prime hanno registrato la prima grossa correzione dopo un semestre di crescita pressoché ininterrotta. Questo adeguamento, pur rispecchiando le perplessità di numerosi investitori di fronte alla spettacolare crescita nei prezzi delle commodities, non significa ancora la fine della corsa. Bisogna però segnalare che stiamo assistendo alla formazione di una bolla speculativa. Ecco l'analisi di Société Générale. L'attuale fase di rialzo delle materie prime è diversa rispetto a quella del 1977 - 1980, dato che riguarda praticamente tutte le commodities e che non è legata a shock geopolitici esogeni, essendo infatti dovuta al notevole afflusso di capitali da parte di investitori che intendono riallocare i propri portafogli. Anche se un'analisi dei fondamentali di alcune commodities può parzialmente giustificare l'andamento dei prezzi, si può para-

gonare l'attuale fase rialzista a quella registrata dal mercato immobiliare, da quello dei corporate bond, delle piccole e medie imprese, dei mercati emergenti e degli hedge fund: tutte queste asset class hanno beneficiato simultaneamente di un'esplosione di liquidità immessa dalle Banche Centrali a partire dal 2003 e dalla volontà degli investitori di diversificare i propri portafogli su asset class decorelate dai mercati azionari.

ABBONDANTE LIQUIDITÀ

L'elevata correlazione tra liquidità e performance delle commodities, suggerisce che i ritorni futuri delle materie prime possano ridursi sostanzialmente. Esiste comunque un lasso di 18 mesi tra l'andamento della liquidità nel sistema finanziario internazionale e quello conseguente del mercato delle commodities. Gli investitori adottano un approccio nei confronti delle commodities co-

me se fossero un'asset class omogenea e, addirittura, come se si trattasse di un unico bene finanziario. Ovviamente ciò è dovuto al fatto che in prima battuta i fondi pensione e i fondi comuni investono in questo mercato sulla base degli indici utilizzati come benchmark di riferimento. Di conseguenza, acquistano panieri pre-definiti di materie prime. Ogni volta che una categoria di commodities (energia, materiali di base, metalli preziosi, etc) subisce un'accelerazione, le altre si mettono in pari immediatamente e questo provoca inaspettate correlazioni, come quella tra i prezzi dell'oro e del gasolio, nonostante il fatto che a livello di fondamentali i due beni non abbiano nulla in comune.

IL BOOM CINESE

Questo andamento dei prezzi potrebbe avere le caratteristiche di una bolla speculativa oppure riflette semplicemente un cambiamento strutturale nel valore fondamentale delle materie prime? Non possiamo negare che i fondamentali delle commodities sono stati profondamente influenzati dall'accelerazione della crescita economica a livello globale tra il 2002 e il 2004, specialmente a causa del ruolo giocato dalla Cina. Il mercato sta supponendo che le materie prime siano entrate in un ciclo nel quale la crescita media della domanda sia notevolmente maggiore rispetto al ventennio passato e, inoltre, che le scorte non siano in grado di sostenere questo ritmo. Per le commodities non rinnovabili, principalmente energia e metalli, ciò aumenta il problema di un rapido esaurimento delle riserve disponibili.

Una bolla, per definizione, non può essere identificata dal momento che si basa sul fatto che il valore fondamentale di un bene non sia visibile. Questo è il motivo per cui un approccio più storico all'identificazione delle bolle può essere istruttivo.

Gli investitori istituzionali hanno cominciato ad aumentare il peso degli investimenti alternativi nei propri portafogli, commodities comprese, dopo l'esplosione della bolla di Internet con i conseguenti andamenti negativi per le Borse. Un confronto tra l'attuale dinamica delle commodities

e la situazione del 2000 mostra numerosi punti in comune.

La recente infatuazione per le materie prime deriva dalla volontà degli investitori di diversificare i propri portafogli investendo in asset class non correlate con il mercato azionario e inizia allo scoppio della bolla Internet. I fondi appresero da questa dolorosa lezione che i loro investimenti erano troppo sbilanciati sulle azioni e, di conseguenza, che occorreva cercare altre forme di rendimento. Lo scoppio ha concretamente preannunciato la crescita della categoria eterogenea nota come investimenti alternativi all'interno dei portafogli. Questa categoria include il settore immobiliare, il private equity, gli hedge fund e le materie prime. Da un punto di vista cronologico, le commodities sono state l'ultima asset class a beneficiare di questa riallocazione. Sebbene nel 2004 le commodities avessero già attratto il 21% degli investimenti alternativi effettuati dai fondi comuni e il 5% di quelli degli investitori privati con elevate disponibilità (Hnwi), non avevano ancora suscitato l'attenzione dei fondi pensione. Nel 2000, alcuni fondi pensione annunciarono la decisione di aumentare l'investimento in materie prime in misura compresa tra il 3% e il 5%, ma solo una manciata di loro stava già investendo su questi asset.

NUOVI PARADIGMI

Senza alcun dubbio, la principale similitudine tra l'attuale andamento delle commodities e la bolla di Inter-

net è il concetto utilizzato per descrivere le forze all'opera. In entrambi i casi, si tratta di una questione di nuovi paradigmi, che significano quindi un irreversibile cambiamento strutturale per il mercato. Nel 2000 c'è stata una rivoluzione economica e culturale dovuta all'introduzione delle nuove tecnologie di comunicazione. Sei anni dopo, è comunque importante riconoscere che, per buona parte, questa rivoluzione ha mantenuto le proprie promesse. Chi però aveva previsto la fine della old economy è stato un po' troppo affrettato. Oggi, le commodities potrebbero star affrontando uno scenario simile. Il cambiamento strutturale osservato in alcuni dei più grandi Paesi emergenti è indiscutibile e si tradurrà in un aumento significativo nel tasso medio annuo di crescita della domanda di materie prime per i prossimi 10 o 20 anni. Questo sta mettendo, e continuerà a mettere, pressione sul lato delle scorte e, per alcuni beni non rinnovabili, legittima l'aumento delle preoccupazioni sul possibile esaurimento delle riserve.

Sovrapponendo le curve dell'indice Crb e quella del Nasdaq di sei anni fa, possiamo notare che l'andamento recente dell'indice Crb mostra le caratteristiche di una bolla speculativa. Se adattiamo le scale, a sinistra il Nasdaq e a destra il Crb, possiamo vedere che quest'ultimo sembra replicare con precisione la performance e la tempistica della bolla Internet. Ciò suggerisce che il mercato delle commodities potrebbe aver quasi

Quanta bolla c'è nei prezzi

FONDAMENTALI DI LUNGO TERMINE	ALLUMINIO VOERDE (GERMANIA)	GOMMA MISSION COMPLEX (USA)	ZINCO RAJPURA -DARIBA (INDIA)	NICKEL LARCO MINE (GRACIA)	PETROLIO ATHABASCA (CANADA)
MARGINE DI COSTO PIÙ ELEVATO	1.877 \$/ TONN.	2.590\$ / TONN.	1.336 \$/ TONN.	9.766 \$/ TONN.	41 \$/BARILE
INFLAZIONE 5 ANNI	2.072 \$/ TONN.	2.860\$ / TONN.	1.475 \$/ TONN.	10.782 \$/ TONN.	45 \$/BARILE
TASSO SWAP 5 ANNI	2.150 \$/ TONN.	3.092\$ / TONN.	2.050 \$/ TONN.	11.800 \$/ TONN.	68 \$/BARILE
ECESSO STIMATO DEI PREZZI	3,8%	37,1%	39%	9,44%	50,1%

Fonte: dati delle società e stime di Società Generale Commodities Research.

Guardate quanto si assomigliano le curve



Fonte: Società Generale Commodities Research

raggiunto la fine della cuspide inflazionistica. In realtà, questa potrebbe anche essere un'illusione ottica dato che nulla impedisce alla curva Crb di rallentare per un altro anno, mantenendo un significativo potenziale di apprezzamento.

Il principale scopo di questo confronto è quello di mostrare come il Nasdaq abbia performato durante e dopo lo scoppio della bolla. Possiamo individuare tre fasi distinte. La prima include una violenta correzione del 28% nel giro di tre mesi, seguita da un rimbalzo del 24%, sempre su tre mesi. Questa breve ripresa rifletteva la riluttanza degli investitori ad ammettere che la bolla fosse definitivamente scoppiata e quindi la correzione era vista come una possibilità per investire ulteriormente. La seconda fase corrisponde a una correzione di proporzioni ben maggiori (64%), ma meno violenta, nel senso che gli effetti sono stati maggiormente diluiti nel tempo, su un periodo di 13 mesi. La terza e ultima fase corrisponde a un ipervenduto (-27%) dei fondamentali, qua rappresentato dal trend di lungo periodo. Questa cronologia mostra chiaramente che la bolla di Internet è stata razionale nella misura in cui, dopo il suo scoppio, il mercato è ritornato a un sostenuto trend di crescita. Questo è verificabile anche guardando le rilevanti performance

delle società che sono sopravvissute alla bolla. Le commodities potrebbero ricalcare un simile andamento, con l'indice Crb che sembra passare attraverso una fase in cui i fondamentali sono sotto il limite per poi tornare a crescere rispecchiando la crescita media nella domanda di commodities. La dinamica da scoppio potrebbe servire da riferimento per un investitore che volesse anticipare un posizionamento difensivo in caso di effettivo scoppio.

CONCLUSIONI

E' praticamente impossibile identificare l'evento preciso che innescherà lo scoppio della bolla delle commodities. A oggi, lo scenario più plausibile è che la crescita dei prezzi alimenti le paure inflazionistiche, accelerando l'aumento dei tassi di interesse sia di breve sia di lungo periodo; questo potrebbe pesare sulla crescita economica e, in ultima analisi, sulla domanda di commodities.

In realtà, una violenta correzione dei mercati azionari, a prescindere dalla sua origine, potrebbe tirarsi dietro il mercato delle commodities, non fosse altro perché numerosi hedge fund utilizzerebbero i profitti per finanziare le perdite derivante dai margini.

A ogni modo, seppur necessaria, questa è una condizione insufficiente per far scoppiare la bolla. ■

Da sapere

■ HNWI

Acronimo di High Net Worth Individual, investitore privato con elevate disponibilità finanziarie. La soglia partire dalla quale un investitore è così etichettato varia a seconda delle indagini: di solito la sua ricchezza finanziaria è compresa tra 1 e 5 milioni di dollari.

■ Asset class

Classe di attivo finanziario. Quelle tradizionali sono : azioni, obbligazioni e liquidità. Tra le altre classi di attivo finanziario figurano invece gli investimenti alternativi (hedge funds, investimenti immobiliari ecc.), i prodotti strutturati e i derivati (future, covered warrant, certificati finanziari, obbligazioni indicizzate ecc.) e le forme di previdenza integrativa (fondi pensione, polizze vita, unit linked, index linked ecc.).

■ Hedge fund

Si tratta di particolari fondi d'investimento detti anche fondi speculativi; la loro particolarità consiste nel fatto di adottare ogni tipo di strategia di gestione purché orientata ad ottenere un rendimento positivo a prescindere dall'andamento dei mercati finanziari tradizionali (azioni e obbligazioni) e di altri tassi di mercato (cambi valutari, inflazione, ecc.).