

Implicazioni della regolazione dei mercati dei derivati sulle materie prime negli USA e nell'Unione Europea

JAYATI GHOSH*

1. Introduzione

Il collegamento tra la volatilità dei prezzi particolarmente elevata dei prodotti agricoli e l'attività finanziaria nei *futures* sulle materie prime è molto più evidente oggi che in passato. Ne consegue che la ragione per una regolazione della finanza, che sia incisiva nella riduzione o nel controllo delle attività finanziarie e la derivante volatilità sui mercati delle materie prime, è oggi più forte che mai, in un contesto di rinnovato aumento dei prezzi delle materie prime alimentari. Il presente lavoro considera alcuni *trend* recenti nei prezzi globali dei prodotti agricoli e la loro possibile connessione con la speculazione finanziaria, così come i tentativi di regolazione di queste attività sia negli Stati Uniti che in Europa.

Nella sezione iniziale, sono brevemente descritti i nuovi *trend* nei movimenti dei prezzi delle principali merci agricole nel commercio internazionale. La seconda sezione è dedicata alla riflessione sulla regolazione finanziaria negli Stati Uniti nel 2000, che ha permesso un maggiore coinvolgimento degli agenti finanziari nei mercati dei *futures* delle materie prime e anche sul modello e sulle implicazioni di questo maggiore coinvolgimento nel periodo dopo il 2006. La terza sezione analizza il dibattito sui tentativi in corso di regolazione di questo settore, nonché alcune proposte e strategie per assicurare maggiore stabilità ai mercati globali delle materie prime agricole.

* Centre for Economic Studies and Planning, School of Social Sciences, Jawaharlal Nehru University, New Delhi, India. Email: jayati@jnu@gmail.com. Testo dell'intervento tenuto al convegno "Where to direct proposals and action to make financial reforms effective for systemic resilience and sustainable growth", finanziato dalla Ford Foundation e organizzato dall'Associazione Paolo Sylos Labini a Roma, 1 e 2 giugno 2001. Traduzione a cura di Carlo D'Ippoliti.

Evidentemente ci troviamo in una fase di forte aumento dei prezzi globali delle materie prime agricole, dalla quale consegue un'ulteriore devastazione tra le popolazioni dei paesi in via di sviluppo, già per molti anni flagellate da prezzi crescenti e possibilità occupazionali in calo.

Nel dicembre 2010, l'indice FAO dei prezzi agricoli ha superato il suo precedente picco del giugno 2008 – mese che viene ancora ricordato come il culmine estremo della crisi alimentare mondiale – e a gennaio 2011 era ancora in crescita.¹

Alcuni dei maggiori incrementi si sono avuti nei prezzi dello zucchero e degli olii commestibili.

Negli Stati Uniti, nella seconda metà del 2010, il prezzo per l'importazione di zucchero è raddoppiato. Nello stesso periodo, i prezzi sul mercato degli olii commestibili, quali olio di semi di soia o di palma, sono cresciuti in media del 50%. Anche il prezzo dei beni di prima necessità è aumentato notevolmente, con l'incremento maggiore sul grano che, tra giugno e dicembre 2010, è cresciuto del 95%. In paragone, durante l'anno, i prezzi del riso sono rimasti relativamente stabili sui mercati globali, ma in effetti la FAO riporta che, nei principali paesi produttori e consumatori, e specialmente in Asia, i prezzi nazionali del riso hanno continuato a crescere e sono oggi ai loro livelli più alti di sempre.

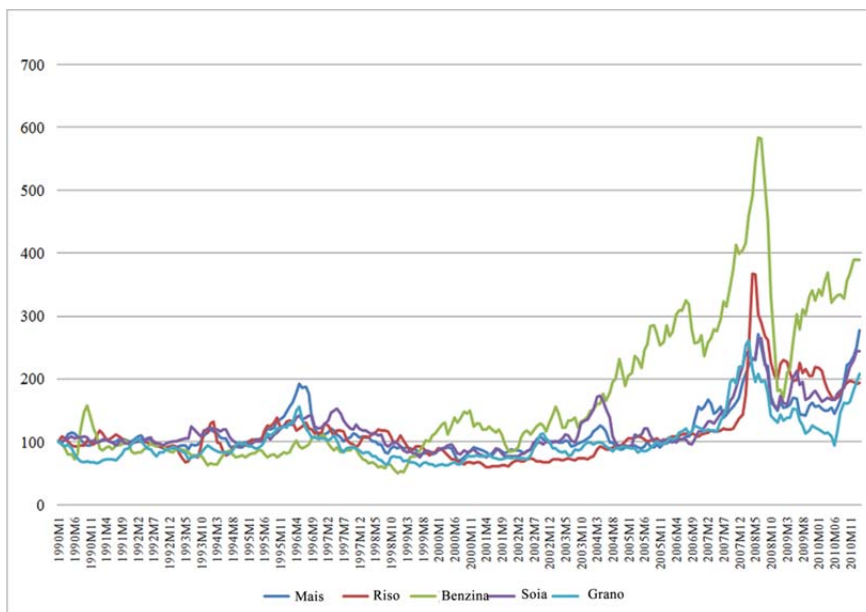
Oggi è ampiamente riconosciuto che la crisi mondiale alimentare non può essere affrontata disgiuntamente e indipendentemente dalla crisi finanziaria globale: al contrario, sono profondamente collegate, specialmente per l'impatto della speculazione finanziaria sui prezzi mondiali dei prodotti agricoli.

Con questo non si vuol negare il ruolo indiscutibile degli altri fattori dell'economia reale nel determinare la situazione globale dei prodotti agricoli. Gli squilibri tra la domanda e l'offerta sono stati pubblicizzati come cause, ma questa spiegazione è molto insoddisfacente perché, negli ultimi tre anni, non si sono verificate variazioni importanti nella domanda mondiale di cibo. Il *panel* di alto livello di esperti presso la FAO sulla volatilità dei prezzi delle materie prime e sulla sicurezza alimentare, ha

¹ Si veda http://www.fao.org/giews/english/gfpm/GFPM_01_2011.pdf.

osservato in un recente rapporto che il tasso di crescita del consumo totale di cereali è notevolmente diminuito nel decennio degli anni 2000

Figura 1 – *Indici dei prezzi mondiali delle materie prime (gennaio 1990=100), dal 1990 al 2011*



rispetto agli anni '60 e '70, ed è analogo solo a quello degli anni '80; in realtà è cresciuto rispetto agli anni '90, ma poi non così tanto. Contrariamente alla percezione generale, il consumo di cibo per l'allevamento di animali in effetti è cresciuto più lentamente del consumo diretto o comunque non destinato all'allevamento. Nell'ultimo decennio, anche l'apparente accelerazione del consumo di cibo per allevamento era in realtà dovuta alla ripresa dell'uso di questi prodotti nell'ex Unione Sovietica dopo gli anni '90. Quindi, nonostante l'impennata della domanda di carne in Asia, la cui popolazione cresce rapidamente, l'aumento del consumo di cibo per allevamento nel resto del mondo,

escludendo l'Unione Sovietica, non ha subito accelerazioni, anzi è leggermente diminuito (FAO, 2011).

In particolare, l'ipotesi che i prezzi dei prodotti farinacei sarebbero cresciuti a causa della maggiore domanda di cibo di Cina e India, dovuta alla crescita del loro PIL, è completamente errata, dal momento che il consumo di prodotti farinacei – sia pro-capite che aggregato – è in effetti diminuito in entrambi i paesi. Infatti, i bilanci alimentari della FAO² mostrano che in Cina e in India la domanda di prodotti farinacei diretta e indiretta è a mala pena cresciuta tra il 2000 e il 2007, mentre l'importazione di cereali si è perfino ridotta. Perché questo sia accaduto e perché la crescita economica non abbia prodotto maggiore domanda aggregata di farinacei è certamente una domanda interessante che richiede ulteriori studi. Probabilmente il peggioramento della distribuzione del reddito in entrambi i paesi può aver giocato un ruolo, dal momento che la domanda dei gruppi a maggior reddito è controbilanciata dalla minore domanda dei più poveri, ma ovviamente questa ipotesi deve essere analizzata approfonditamente. Dal nostro punto di vista, appare evidente che l'accresciuta domanda di Cina e India non è responsabile dell'aumento del prezzo dei prodotti farinacei.

Questo non significa che non ci siano altre forze di domanda in azione. Il boom dei biocarburanti ha avuto un impatto molto forte sull'evoluzione della domanda mondiale di cereali e di olii vegetali. Secondo il *panel* di alto livello di esperti della FAO, “c'è un'effettiva accelerazione degli usi non dovuti all'allevamento, incrementata dallo sviluppo dei biocarburanti, escludendo i quali il tasso di crescita degli usi non legati all'allevamento sarebbe stabile rispetto a quello degli anni '90 e significativamente inferiore al suo *trend* storico. Senza i biocarburanti, il tasso di crescita del consumo mondiale di cereali sarebbe uguale all'1,3%, rispetto all'1,8% dei biocarburanti” (FAO, 2011, p. 32, nostra traduzione).

I fattori di offerta sono stati, e probabilmente continueranno a essere, più significativi. Questi includono non solo gli effetti di breve periodo dello spostamento dell'uso del terreno e del prodotto, in termini di cibo,

² Disponibile *online* all'URL: <http://faostat.fao.org/site/368/default.aspx#ancor>.

alla produzione di biocarburanti, ma anche fattori di medio periodo come l'aumento del costo degli input della produzione, la riduzione della produttività dovuta all'inaridimento del suolo, insufficienti investimenti pubblici nella ricerca in campo agricolo e nell'estensione delle terre coltivabili, e infine l'impatto del cambiamento climatico sui raccolti. Un altro elemento importante nella determinazione dei prezzi del cibo è il prezzo del petrolio. Poiché il petrolio o il carburante entrano direttamente e indirettamente nella produzione degli input della coltivazione, così come dell'irrigazione e dei costi di trasporto, il suo prezzo tende ad avere una forte correlazione con i prezzi dei prodotti agricoli. Pertanto, ridurre la volatilità del prezzo del petrolio aiuterebbe anche, in qualche misura, a stabilizzare i prezzi del cibo.

2. Deregulation finanziaria e mercati globali del cibo

Nonostante questi elementi, è evidente che la recente volatilità dei prezzi mondiali di importanti prodotti alimentari non può essere semplicemente spiegata con fattori reali di domanda e offerta. L'ampiezza delle variazioni dei prezzi in così breve tempo suggerisce di per sé che tali movimenti non possono essere stati originati da movimenti dell'offerta o della domanda, specialmente dal momento che nel mercato mondiale gli effetti della stagionalità, in una particolare regione, sono controbilanciati dall'offerta nelle altre regioni. In ogni caso, i dati della FAO mostrano molto chiaramente che non si è verificato quasi nessun cambiamento nell'offerta globale e nell'utilizzazione durante questo periodo, e che al limite, durante il periodo della crescita dei prezzi, cambiamenti nella produzione erano più che sufficienti per soddisfare le variazioni nell'utilizzo dei prodotti agricoli, mentre l'offerta non ha superato di molto la domanda nel periodo di prezzi decrescenti.³ Invece, si può plausibilmente ritenere che la speculazione finanziaria e, in particolare, le attività degli investitori dei *futures* sulle materie prime non regolamentate (chiamati *over-the-counter*, OTC) siano state il principale

³FAO (2009; 2010) e Ghosh (2010).

fattore soggiacente al rapido incremento dei prezzi di molte materie prime, inclusi i prodotti agricoli negli ultimi anni (UNCTAD, 2009; IATP, 2008 e 2009; Wahl, 2009; Robles, Torero e von Braun, 2009; World Development Movement, 2010; UN Special Rapporteur, 2010; Gilbert, 2010).

Anche ricerche recenti della banca mondiale (Bafis e Haniotis, 2010) riconoscono il ruolo sostenuto dalla “finanziarizzazione delle materie prime” negli incrementi e decrementi dei prezzi, e notano che la variabilità dei prezzi di breve periodo ha dominato sui *trend* dei prezzi per molte importanti materie prime.

I mercati dei *futures* sui prodotti agricoli, sul petrolio e su altre materie prime sono stati da tempo utilizzati dagli agricoltori e da altri produttori per mantenere una certa stabilità nelle loro operazioni di produzione e per pianificare il loro futuro. In tal modo, gli intermediari commerciali possono acquistare prodotti agricoli dagli agricoltori con consegna futura a un prezzo prefissato, sollevando gli agricoltori dai rischi associati alle eventuali fluttuazioni dei prezzi delle materie prime agricole che loro stanno producendo in quel momento. Come per qualsiasi tipo di contratto di assicurazione, gli intermediari commerciali assumono così il rischio – che ricadrebbe altrimenti sugli agricoltori – in cambio di una somma di denaro, che incassano quindi indipendentemente da quanto accade al prezzo delle materie prime nel tempo. Ma gli intermediari possono anche speculare sull’eventuale profitto derivante da future variazioni dei prezzi di mercato.

Nella prima parte del nostro decennio, la deregolazione finanziaria ha dato un forte impulso all’ingresso di nuovi operatori finanziari nei mercati delle materie prime. Negli Stati Uniti, che hanno il maggiore volume e il maggior livello di commercio sia a consegna immediata sia dei *futures* sulle materie prime, la principale trasformazione nell’impianto normativo è avvenuta nel 2000. Mentre i contratti *futures* sulle materie prime esistevano già e fino ad allora potevano essere scambiati solo su mercati regolamentati e sotto il controllo della Commodity Futures Trading Commission (CFTC), che imponeva ai partecipanti al mercato di dichiarare pubblicamente le quantità di ogni merce da loro già posseduta e di aderire a degli specifici limiti sulle loro posizioni, al fine di prevenire

le manipolazioni di mercato. I mercati erano quindi dominati in quel momento da operatori commerciali che li utilizzavano per le ragioni su menzionate piuttosto che a fini speculativi. Nel 2000, il Commodity Futures Modernization Act (CFMA) ha effettivamente deregolamentato il commercio di materie prime negli Stati Uniti, esentando dalla supervisione della CFTC gli scambi sulle materie prime realizzati OTC (fuori dai mercati regolamentati). Subito dopo, molti mercati di materie prime non regolamentati sono stati effettivamente lanciati, permettendo a qualsiasi investitore, inclusi i fondi speculativi, i fondi pensione o le banche di investimento, di commerciare *futures* sulle materie prime senza limiti di posizione, senza obblighi di pubblicità e senza supervisione regolamentare. Il valore di questo commercio non regolamentato, alla fine del 2007, ha raggiunto la cifra astronomica di 9 mila miliardi di dollari, è stato quindi valutato il doppio del valore dei contratti sulle materie prime scambiati sui mercati regolamentati. Secondo la Banca sui Regolamenti Internazionali, l'eccezionale valore dei derivati OTC in circolazione legati alle materie prime, per tutte le materie escluso l'oro e i metalli preziosi, è salito da 5,85 mila miliardi di dollari del giugno del 2006 a 7 mila 50 miliardi di dollari del giugno 2007, giungendo fino a 12 mila 390 miliardi di dollari nel giugno del 2008 (BIS, 2009).

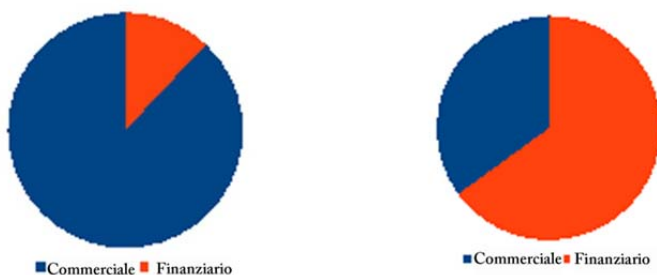
A differenza dei produttori e dei consumatori che usano questi mercati al fine di coprirsi da rischi reali, gli operatori finanziari e gli altri speculatori sono entrati sempre più nel mercato al fine di ricavare profitti da variazioni di breve periodo nei prezzi.

In questo erano aiutati dalla “falla per gli operatori in *swap*” nella legislazione del 2000, che permetteva agli operatori di utilizzare contratti *swap* per assumere posizioni di lungo termine su indici di materie prime. Di conseguenza, apparvero fondi indicizzati ai prezzi delle materie prime che erano principalmente “operatori sugli indici”, concentrati sui rendimenti derivanti dai cambiamenti del prezzo indice di una materia prima, rinnovando periodicamente contratti *futures* sulle materie prime anteriormente alla loro data di scadenza e reinvestendo i ricavi in nuovi contratti. Questi fondi sulle materie prime si occupavano esclusivamente di posizioni *forward* senza alcuna proprietà delle materie prime fisiche relative. Tutto questo ha ulteriormente aggravato il trattamento di questi

mercati come veicoli di una diversificazione di portafoglio delle materie prime (inclusi non solo il cibo ma anche materie prime energetiche e altri materiali), come una classe di attività finanziaria invece di meccanismi per gestire il rischio di produttori e consumatori effettivi.

Complessivamente il numero di contratti derivati è salito più di 6 volte tra il 2002 e la metà del 2008, quando questi veicoli di investimento divennero un porto al riparo dalla crisi dei mutui e dalla relativa crisi finanziaria. È stato stimato che gli acquisti dei fondi degli indici di materie prime dal 2003 al 2007 erano già maggiori degli acquisti nel mercato dei *futures* degli speculatori tradizionali e di coloro che volevano coprire dei rischi fisici messi insieme, e questo valore è raddoppiato nella prima metà del 2008.

Figura 2 – *Quota di mercato degli operatori commerciali e finanziari al mercato di Chicago, confronto 1996 and 2008*



Mentre gli operatori sugli indici iniziavano a dominare i mercati *futures* sulle materie prime, in particolare alimentari, i movimenti nei prezzi del cibo subirono un cambiamento strutturale. Infatti, tra il 1975-76 e il 2000-2001, i prezzi mondiali del cibo sono scesi del 53% in termini reali espressi in dollari USA. Invece dal 2000 e il 2001 questo trend si è ribaltato. Tra gennaio 2002 e giugno 2008, l'indice dei prezzi

globali di cibo è salito del 133%. Nel 2005, il rapido incremento dei prezzi è stato trainato in particolare da quello del grano, nonostante un raccolto globale a livelli record nel 2004-2005. Tra gennaio 2005 e giugno 2008, i prezzi del grano sono triplicati, il frumento è cresciuto del 127% e il riso del 170%. Uno studio del 2009 della Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo riporta che “il boom dei prezzi tra il 2002 e la metà del 2008 è stato il più rilevante da diversi decenni, in grandezza, durata e ampiezza” (UNCTAD, 2009, p. 72, nostra traduzione).

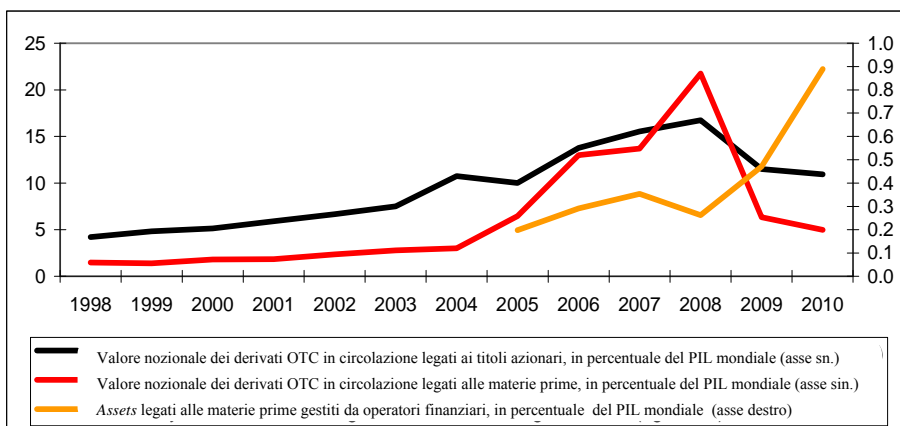
Dopo questi incredibili aumenti – specialmente nel periodo tra il giugno 2007 e il giugno 2008, quando l’indice globale del cibo è quasi raddoppiato – i prezzi globali delle materie prime sono poi collassati quasi altrettanto rapidamente, cosicché a dicembre 2008 erano tornati ai livelli dell’anno precedente. Ovviamente, tali ampie oscillazioni nei prezzi delle materie prime (e specialmente del cibo) non possono essere spiegate dai cambiamenti nella domanda e offerta reale, specialmente dal momento che i dati della FAO indicano che l’offerta aggregata globale e l’utilizzo sono cambiati molto poco in questo periodo.

I prezzi del cibo sono iniziati a crescere nuovamente all’inizio del 2009, anche se ad un tasso inferiore. Comunque, nella seconda metà del 2010 hanno ripreso rapidamente ad aumentare. Alla fine di dicembre 2010 l’indice era del 136% più alto che a gennaio 2002. Nella seconda metà del 2010 i prezzi del cibo sono saliti fortemente, quasi raddoppiando nel caso del frumento e aumentando di più del 70% nel caso del mais. *Trend* simili sono evidenti anche nel mercato del petrolio, che ha portato i prezzi del combustibile oltre i 100 dollari al barile. Più alti prezzi del petrolio fanno crescere anche i prezzi alimentari, creando così un’altra spirale dei prezzi. Probabilmente, il movimento dei fondi indicizzati è dominato dal prezzo del petrolio, anche questo un mercato molto speculativo con circa il 70% degli investimenti sui *futures* proveniente da speculatori non commerciali. Questa possibilità è realmente inclusa nella struttura del mercato mondiale del petrolio, come notato da Roncaglia (2003). Con tali strutture istituzionalizzate, il prezzo del petrolio spinge i movimenti dei fondi indicizzati e fa crescere i prezzi del cibo e di altre

materie prime agricole, indipendentemente dalle condizioni reali di offerta e domanda su questi mercati.

Allo stesso modo, è probabile che una combinazione di acquisti dovuti al panico e di attività speculativa finanziaria ancora una volta giochi un ruolo nell'aumento dei prezzi mondiali del cibo ben maggiore di quanto sarebbe motivato da movimenti nelle quantità. Dati della nordamericana CFTC sulle attività finanziarie dei mercati *futures* delle materie prime suggeriscono che fino alla fine di dicembre le posizioni lunghe nette degli investitori indicizzati erano incredibilmente cresciute per materie prime quali il frumento e il mais. Questo in qualche misura spiega il fortissimo incremento (il raddoppio) del prezzo del frumento nel periodo giugno-dicembre 2010, un periodo in cui l'effettiva produzione di frumento è leggermente aumentata.

Figura 3 – *Investimenti finanziari in materie prime e PIL mondiale, 1998-2010*



L'instabilità dei prezzi globali ha avuto effetti molto negativi sia per i coltivatori che per i consumatori di cibo. Spesso si sostiene che prezzi agricoli in crescita avvantaggino quanto meno gli agricoltori, ma questo

non è vero quando gli intermediari di mercato mirano ad assicurarsi tutti benefici. Questa tendenza si è accentuata negli ultimi due decenni, con crescente concentrazione nel settore dell'*agri-business*. In ogni caso, con variazioni dei prezzi di così breve durata, gli agricoltori difficilmente ne guadagnerebbero. La ragione principale è che queste variazioni così rapide forniscono informazioni confuse, possono ingannare o comunque mandare segnali di prezzi completamente errati agli agricoltori, che di conseguenza di trovano a sovra-investire in certe fasi o sotto-utilizzare le proprie risorse in altre. Molti agricoltori nei paesi in via di sviluppo si sono accorti che la possibilità finanziaria di coltivare è effettivamente diminuita durante questo periodo, perché i prezzi degli input sono saliti e i prezzi dell'output sono stati così variabili che il beneficio non è giunto ai produttori diretti.

Inoltre, questa variabilità dei prezzi ha comportato cattive notizie per la maggior parte dei consumatori, specialmente nei paesi in via di sviluppo. Gli studi mostrano che il *pass-through* dei prezzi globali è stato estremamente alto nei paesi in via di sviluppo nella fase dei prezzi crescenti, poiché i prezzi nazionali del cibo tendevano a crescere in linea con quelli globali, anche se non nella stessa misura (Chandrasekhar e Ghosh, 2011). Ma la stessa tendenza non è stata particolarmente evidente nella fase successiva, quando i prezzi globali sono effettivamente scesi. Alla fine del 2010, circa 20 paesi si trovavano ad affrontare una grave emergenza alimentare e altri circa 25 si trovavano probabilmente in condizioni di crisi alimentare di livello medio-grave (FAO, 2010). Anche in paesi che non vengono descritti come affetti da un'emergenza alimentare, il problema è grave per grandi strati della popolazione. Per esempio, in India i prezzi alla distribuzione di alcune importanti categorie di cibo sono saliti più del 50% negli ultimi due anni, creando grandi difficoltà in un paese in cui quasi metà della popolazione è malnutrita.

In queste circostanze, la cosa migliore che i regolatori possono fare è assumere una posizione di prudenza. Cioè, poiché è evidente che forti aumenti nella speculazione sui mercati *futures* delle materie prime hanno significativamente contribuito alla variabilità dei prezzi del cibo, i regolatori dovrebbero responsabilmente stabilire delle regole capaci di ridurre efficacemente tale eccesso di attività speculativa.

3. Cambiamenti nella regolazione finanziaria

È ormai evidente che i mercati internazionali delle materie prime assumono sempre più le caratteristiche di mercati finanziari e sono pertanto soggetti ad asimmetrie informative e alle relative tendenze a essere diretti da un piccolo gruppo di grandi giocatori. Profondamente diversi dai “mercati efficienti” auspicati dalla teoria *mainstream*, permettono a segnali intrinsecamente “sbagliati” di essere molto efficaci nella determinazione e nella manipolazione del comportamento di mercato. In questo contesto, controllare e mitigare la crisi alimentare richiede, ovviamente, anche specifici controlli sulla finanza, per assicurare che il cibo non diventi un’arena per la speculazione globale e nazionale. Questi controlli dovrebbero includere: limiti molto rigidi (anzi, divieti) all’entrata di operatori finanziari nei mercati dei futures sulle materie prime; l’eliminazione della “falla per gli operatori in *swap*”, che permette agli operatori finanziari di entrare nel mercato come presunti operatori commerciali; infine, la preclusione di tali mercati nei paesi in cui le istituzioni pubbliche giocano un ruolo importante nel commercio dei prodotti agricoli. Forme di tale regolazione, che prevedono norme già recepite dalla legislazione, sono per esempio la legge di riforma finanziaria (meglio nota come Dodd-Frank Act) negli Stati Uniti, e alcune proposte attualmente al vaglio dell’Unione Europea; ma includono anche ulteriori misure che potrebbero rivelarsi necessarie al fine di ridurre efficacemente questa grande attività speculativa.

3.1. Migliorare la trasparenza e aumentare la pubblicità delle posizioni

La semplice premessa sottostante a ogni mercato ben funzionante è che i partecipanti al mercato siano ben informati sulle condizioni effettive del mercato stesso. I mercati in cui l’informazione è limitata e confusa sono molto vulnerabili ai *rumors* e all’*herd behavior* (Shiller, 2005) e possono pertanto venire facilmente manipolati da grandi operatori in grado di raggiungere posizioni dominanti sul mercato. Quindi, il primo passo verso la creazione di mercati dei *futures* sulle materie prime più stabili e ben funzionanti è che informazioni più dettagliate possibile siano

ampiamente disponibili a basso prezzo. Questo dovrebbe quindi essere il primo obiettivo per portare i mercati dei *futures* sulle materie prime dallo stato attuale verso mercati regolamentati.

Le regole proposte dalla Commissione Europea (2010) – che tra l'altro prevedono meccanismi di compensazione centralizzati per i contratti standardizzati, inclusi quelli che riguardano i fondi indicizzati – potrebbero aiutare a migliorare la trasparenza e a ridurre il rischio di controparte. I contratti ai quali questi obblighi di compensazione centralizzata potrebbero applicarsi non dovrebbero includere quelle transazioni che saranno effettivamente portate a termine fisicamente, allo scopo di distinguere per la regolazione quei contratti che sono principalmente utilizzati a fini speculativi invece che per coprire rischi commerciali legati alle materie prime.

3.2. Spostare la contrattazione dei futures sulle materie prime su mercati regolamentati

Esistono ragioni molto forti per spostare tutte le contrattazioni OTC su mercati regolamentati: lo scopo di tale politica è di introdurre maggiore trasparenza e supervisione e di permettere una regolazione più efficace delle attività finanziarie in tali mercati. Questo è il tipo di regolazione che prevaleva negli Stati Uniti fino al 2000 e che sta per essere reintrodotta grazie alla recente legge di riforma finanziaria (Dodd-Frank Financial Reform Bill). Prima del 2000, il principio organizzativo del sistema di regolazione negli Stati Uniti era precisamente di imporre gli scambi su mercati regolamentati sotto il controllo della CFTC. Convogliare gli scambi su mercati organizzati implicava quattro principali caratteristiche normative: 1) la pubblicità delle posizioni degli operatori; 2) requisiti di capitale per coloro che organizzano gli scambi; 3) requisiti in termini di margini operativi per gli operatori; 4) limiti alle posizioni degli operatori. Tali strumenti normativi possono essere efficacemente applicati anche in altri contesti (come l'Unione Europea) e infatti la legislazione europea include anche queste misure (Commissione Europea, 2010).

3.3. Informazioni sugli stock fisici

Sono molte ragioni per cui le informazioni sugli stock sono scarse; una delle principali è che una parte significativa degli stock è ormai detenuta dai privati, rendendo di conseguenza l'informazione commercialmente sensibile. Di conseguenza, oggi le informazioni sugli stock pubblicate dalle organizzazioni internazionali sono generalmente residui stimati sulla produzione, sul consumo e sul commercio. Una maggiore cooperazione internazionale potrebbe migliorare la trasparenza, assicurando pubblica disponibilità di informazioni affidabili sugli stock globali.

3.4. Requisiti di capitale

Negli Stati Uniti, le piazze finanziarie regolamentate, anche durante l'epoca della deregolazione finanziaria, operavano con requisiti di capitale applicati a tutti gli operatori registrati (FCM) presso la commissione per i *futures*. Sono le imprese che accettano fondi dai consumatori o usano i loro fondi interni per gli scambi nei mercati finanziari. Scopo di questi requisiti di capitale era precisamente di evitare rischi eccessivi dal lato dei *brokers* e degli operatori sul mercato dei *futures*. Il problema della deregolazione era che gli operatori potevano evitare queste regole scambiando i prodotti finanziari OTC. Un altro problema è che i requisiti dei capitali sono normalmente statici, nel senso che lo stesso requisito è valido indipendentemente dalle condizioni di mercato. Per operare più efficacemente nella riduzione delle bolle speculative, i requisiti dovrebbero invece essere incrementati durante la fase di salita dei prezzi in presenza di una bolla. I requisiti di capitale potrebbero anche essere ridotti durante le fasi di decrescita dei prezzi, in modo di incoraggiare favorevolmente gli scambi in questi periodi. In ogni modo, è da notare che – durante il recente boom delle materie prime (UNCTAD, 2011) – gli operatori che fisicamente scambiavano le merci, cioè gli operatori commerciali, trovavano maggiori difficoltà nel raggiungere i propri requisiti di capitali e quindi non sono stati in grado di utilizzare il mercato finanziario.

3.5. *Requisiti di margine*

I requisiti di margine richiedono agli operatori dei mercati finanziari di utilizzare anche le proprie riserve di cassa, oltre a fondi presi in prestito, per acquistare nuovi *assets*. Abbiamo due obiettivi principali dei requisiti di margine: il primo è di scoraggiare scambi eccessivi, limitando la capacità di chi opera nel mercato di finanziare gli scambi quasi esclusivamente con fondi presi a prestito; il secondo obiettivo è di scoraggiare operazioni troppo rischiose, portando gli operatori a utilizzare una quota significativa della loro stessa liquidità durante gli acquisti di nuove attività finanziarie. Generalmente i requisiti di margine, a differenza di quelli di capitale, sono disegnati per operare in maniera dinamica: vengono aumentati durante i periodi di boom e ridotti nei periodi di caduta dei prezzi. Per questa ragione, i requisiti di margine hanno effettivamente la capacità di contribuire efficacemente alla stabilizzazione dei mercati dei *futures* sulle materie prime. Però cambiamenti nei requisiti di margine possono avere un impatto su piccoli operatori, che tentano di coprire i rischi, molto maggiore di quello che hanno su grandi investitori per ragioni speculative. Così, per esempio, i grandi speculatori possono finanziare margini più alti tramite la maggiore volatilità dei prezzi. Ma proprio questo potrebbe aumentare i costi della copertura dei rischi per i piccoli operatori, al limite anche creando barriere alla copertura dei rischi per gli operatori più piccoli. Una soluzione a questo problema è di stabilire dei margini differenti per gli operatori che operano a livelli differenti. Un'alternativa è quella di imporre dei limiti alle posizioni degli scambi, come analizzeremo nel paragrafo seguente.

3.6. *Limiti alle posizioni*

Limiti alle posizioni possono essere stabiliti per singoli partecipanti al mercato e/o categorie di partecipanti al mercato (come ad esempio gestori di fondi di investimento), oppure alle posizioni che i partecipanti al mercato prendono per una specifica merce su differenti classi finanziarie. È molto importante stabilire limiti rigidi alle posizioni per

tutti i tipi di contratti derivati. Questo darebbe ai regolatori il potere di prevenire la speculazione in grado di influenzare il mercato fisico sottostante. A livello ideale, i limiti alle posizioni dovrebbero essere tali da permettere la copertura dei rischi commerciali e allo stesso tempo minimizzare l'impatto negativo dell'eccessiva speculazione. Lo scopo dei limiti alle posizioni è di prevenire un'eccessiva accumulazione di potere di mercato da parte dei grandi operatori speculativi, che possono controllare la parte dell'offerta dei mercati dei derivati, prendendo posizioni importanti sia nel lato corto sia nel lato lungo dei mercati. Avendo il controllo dell'offerta, possono di conseguenza esercitare una pressione nel determinare i prezzi dei mercati *spot*, perché riescono a influenzare sia la percezione sia le aspettative di coloro che operano nei mercati *spot*.

Una questione rilevante è quindi a quale livello dovrebbero essere posti i limiti alle posizioni: i limiti, come abbiamo già detto, dovrebbero essere posti a livelli tali da controllare l'attività speculativa. Poiché è difficile fare una distinzione tra l'attività speculativa e quella di copertura dei rischi sul mercato, porre dei limiti legati ad alcune medie del mercato nel suo complesso – per esempio il livello mediano delle posizioni – potrebbe essere come tentare di porre limiti dopo aver distinto gli operatori commerciali dagli operatori sugli indici, o addirittura più efficace.

La questione dei limiti sulle posizioni è attualmente in discussione sia nell'Unione Europea (Commissione Europea, 2010) sia negli Stati Uniti, dove le linee guida delle CFTC sono già state pubblicate. L'attività regolatrice che pone limiti nel mercato delle materie prime energetiche, specialmente per i fondi di investimento, è molto rilevante anche per le materie prime agricole. Ciò perché è stato mostrato che i fondi di investimento determinano la correlazione tra mercati finanziari e mercati delle materie prime, e che i prezzi del cibo sono strettamente legati a quelli dell'energia (Tang e Xiong, 2010; Büyüksahin e Robe, 2010). Comunque, considerata l'esiguità dei dati, sarebbe difficile nell'immediato determinare quali livelli siano più appropriati per i limiti alle posizioni, e questo potrebbe ritardare l'introduzione di tali limiti. Come passaggio intermedio, l'introduzione di "punti di posizione"

potrebbe essere presa in considerazione. Un operatore, la cui posizione raggiunga un certo punto, sarebbe obbligato a fornire ulteriori dati, sulla base dei quali i regolatori potrebbero decidere se agire o meno (Chilton, 2011).

3.7. *La Volcker rule per gli scambi di materie prime*

L'applicazione della *Volcker rule* (che proibisce alle banche commerciali di operare come banche d'investimento) potrebbe essere importante anche nei mercati delle materie prime. Al momento, le banche implicate in transazioni di copertura dei rischi per i loro clienti hanno delle informazioni privilegiate sulla percezione del mercato basato sulle attività commerciali. Potrebbero quindi utilizzare queste informazioni per scommettere contro i loro stessi clienti sui mercati finanziari. Il prendere tali posizioni darebbe segnali errati agli altri partecipanti al mercato e, data la dimensione di alcune di queste banche, potrebbe muovere i prezzi in direzione opposta a quella indicata dai fondamentali, oltre ad aumentare la variabilità dei prezzi.

Allo stesso tempo, una simile regola potrebbe essere applicata agli operatori commerciali al fine di proibirgli di assumere posizioni finanziarie che permetterebbero loro di scommettere su eventi che loro stessi possono influenzare tramite il loro forte potere di mercato nei mercati fisici (si pensi ad esempio al caso Glencore, descritto nel *Financial Times* del 24 aprile 2011). Ovviamente tali regole devono incorporare i limiti alle posizioni che riconoscano il bisogno di "legittima" copertura dei rischi.

3.8. *Esenzioni dalla regolazione*

La nuova regolazione introdotta con la legge Dodd-Frank offre diverse opportunità di esenzione dalle regole per alcune classi di operatori. Il primo gruppo di esenzioni è fornito agli utilizzatori commerciali che cercano di utilizzare contratti *swap* in campo agricolo, procurando in realtà un'esenzione dalla regolazione a qualsiasi operatore *swap* che 1) non sia un'entità finanziaria; 2) utilizzi il contratto *swap* per

coprire o mitigare un rischio commerciale; 3) notifichi la CFTC o la Securities and Exchange Commission (SEC) riguardo al fatto che soddisfi i requisiti finanziari associati all'ingresso in contratti *swap* non coperti. Oltre a questo, la CFTC (così come la SEC) può fornire qualsiasi esenzione ritenga appropriata dai limiti alle posizioni prescritti dalla normativa generale.

Ovviamente, scopo della norma è offrire queste esenzioni al fine di prevenire l'imposizione, da parte della norma stessa, di un peso eccessivo sui partecipanti al mercato dei derivati che legittimamente desiderano coprire dei rischi e che non contribuiscono a destabilizzare i mercati. Sebbene, in linea di principio, questo sia un obiettivo desiderabile, è in pratica difficile per i regolatori capire quali partecipanti al mercato effettivamente meritino le esenzioni agli standard stabiliti.

Ciò è particolarmente evidente dopo l'esperienza della cosiddetta "falla Enron", introdotta dal Commodity Futures Modernization Act statunitense del 2000, che esentava lo scambio di prodotti derivati OTC in campo energetico nelle piazze finanziarie in cui prodotti elettronici sono scambiati sotto la regolazione e la supervisione della CFTC. La Enron colse subito quest'opportunità di mercato per creare, nel 2000/2001, un black-out elettrico in California, che ha portato a uno stato di emergenza e, infine, al crollo della stessa Enron e della Arthur Andersen, all'epoca una delle cinque principali aziende di revisione dei conti. Ciò non di meno, seguendo l'esempio della Enron, diversi grandi operatori di mercato hanno sfruttato simili falle: "la falla di Londra" sugli scambi sulle valute e la "falla per gli operatori su *swap*", che permetteva ogni scambio di *swap* nei mercati OTC. L'effetto di tali falle è stato quello di permettere ai mercati OTC di fiorire a fianco dei mercati regolamentati. Tutto ciò indica che l'unica maniera di prevenire distinzioni ambigue e sospette tra operatori nel garantire esenzioni è di stabilire regole sostenibili che si applichino a tutti gli operatori senza eccezioni.

Le esenzioni dai limiti alle posizioni non dovrebbero essere garantite per coprire il rischio finanziario, come è invece il caso della nuova legislazione negli Stati Uniti, dove le esenzioni per gli operatori *swap* (che si applicano anche ai fondi sugli indici delle materie prime) sono

garantite rispetto ai limiti alle posizioni imposte su diverse merci agricole.

4. Altre misure opportune

Evidentemente, nell'attuale incerto contesto economico globale, perfino una regolazione finanziaria che impedisca agli operatori unicamente finanziari di entrare nei mercati *futures* sulle materie prime con grandi volumi per influenzare i prezzi e destabilizzare i mercati, non sarebbe sufficiente a prevenire la volatilità dei prezzi. Quindi una serie di altre misure è necessaria per fornire un po' di stabilità, specialmente ai mercati internazionali delle materie prime agricole. Alcune di queste possibili misure sono qui brevemente delineate.

4.1. Ricostituire le scorte e creare riserve strategiche di grano

Certamente, misure dal lato dell'offerta sono importanti per moderare l'eccessiva volatilità dei prezzi delle materie prime. Ciò è particolarmente vero per i prezzi delle materie prime agricole, in quanto improvvisi aumenti della domanda o grandi cadute nella produzione, o entrambi, possono produrre rapidamente, quando gli stock sono bassi, grandi variazioni dei prezzi. Quindi, gli stock fisici delle materie prime agricole vanno urgentemente ripristinati a livelli adeguati, così da moderare l'impatto di temporanee riduzioni della produzione e per rendere rapidamente disponibili riserve di cibo in caso di emergenze alimentari, ai fini di ridurre l'impatto delle crisi sui più vulnerabili.

Von Braun e Torero (2008) hanno proposto una nuova struttura istituzionale globale basata su due pilastri: una riserva fisica minima di grano per assistenza umanitaria e risposta all'emergenza, e una riserva virtuale con un meccanismo di intervento di emergenza. Quest'ultima permetterebbe un intervento nei mercati *futures* se un'"unità globale di *intelligence*" dovesse considerare i prezzi di mercato come significativamente diversi da una banda di prezzo stimata dinamicamente sulla base dei fondamentali di mercato.

4.2. *La tassazione come strumento di stabilizzazione dei prezzi*

Un altro strumento di stabilizzazione dei prezzi nei mercati delle materie agricole potrebbe essere di tassare gli eccessivi profitti da *trading* nei periodi di boom. È stato già proposto un sistema di tassazione sulle transazioni nei mercati dei derivati sulle materie prime. In questo schema, un aumento della tassazione sulle transazioni di sempre maggior portata sarebbe imposto quando i prezzi cominciano a superare una certa soglia, stabilita sulla base dei fondamentali nei mercati delle materie prime (Nissanke, 2010) o sulla base del livello osservato di correlazione tra il rendimento degli investimenti sui mercati delle materie prime e quello sui mercati valutari e azionari.

4.3. *Finanziamento del FMI a compensazione*

Lo strumento di finanziamento per compensazione del FMI è stato attivato per la prima volta negli anni '70, in risposta ai picchi nei prezzi globali del petrolio. Esistono forti ragioni per richiedere che questo venga messo in campo anche per fornire un finanziamento *non condizionato* ai paesi che importano cibo, più colpiti dagli aumenti globali dei prezzi. Alcune proposte in questa direzione sono già state avanzate (Raffer, 2009).

4.4. *Migliorare la produttività in campo agricolo nei paesi in via di sviluppo*

Evidentemente, è necessario incentivare l'aumento della produzione agricola e della relativa produttività nei paesi in via di sviluppo, specialmente nella produzione di cibo. Tali incentivi potrebbero includere una riduzione delle barriere commerciali e delle misure di supporto ai produttori nei paesi sviluppati. Maggiori investimenti pubblici sono chiaramente necessari. La crisi alimentare nei paesi in via di sviluppo è pertanto stata creata ed è attualmente esacerbata dall'azione della finanza internazionale non regolamentata, che continua ad avere un impatto negativo anche quando questi stessi mercati finanziari sono in crisi. I

paesi in via di sviluppo sono chiusi in una tenaglia: da un lato prezzi globali molto volatili, dall'altro un ridotto spazio per politiche fiscali e il deprezzamento della propria valuta.

Una soluzione alla crisi alimentare non richiede quindi solamente un intervento governativo per proteggere l'agricoltura nei paesi in via di sviluppo, per fornire più supporto pubblico a modalità di coltivazione più produttive e più sostenibili, e per creare e amministrare migliori sistemi di distribuzione domestica del cibo. Richiede anche accordi internazionali e interventi di cooperazione come le riserve strategiche di grano, i fondi di materie prime e altre misure per stabilizzare i prezzi mondiali della materie prime. È importante pensare a meccanismi di finanziamento non condizionati che potrebbero compensare i paesi in via di sviluppo che importano cibo per gli improvvisi picchi nei prezzi del cibo, come suggerito ad esempio da Raffer (2008). Inoltre, questo meccanismo potrebbe includere compensazioni per rapidi deprezzamenti del cambio che portino ad aumenti del prezzo del cibo espresso nella moneta domestica.

Ciò che è particolarmente importante dal punto di vista di questo lavoro, è che controllare e mitigare le crisi alimentari richiede ovviamente anche specifici controlli sulla finanza, per assicurare che il cibo non diventi un'arena per la speculazione nazionale e globale.

BIBLIOGRAFIA

- BAFFES J. e HANIOTIS T. (2010), "Placing the 2006/08 commodity price boom into perspective", *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 5371, luglio 2010.
- BÜYÜKSAHİN B. e ROBE M.A. (2010), *Speculators, commodities and cross-market linkages*, 28 novembre, disponibile *online* alla URL: <http://ssrn.com/abstract=1707103>.
- FOOD AND AGRICULTURE ORGANISATION (FAO) (2010), *Crop prospects and food situation*, dicembre, Roma.
- (2011), *Price volatility and food security: a report by a high level panel of experts on food security and nutrition*, Roma.
- CHANDRASEKHAR C.P. e GHOSH J. (2011), "The transmission of global food prices", disponibile *online* alla URL: <http://www.macrosan.org/fet/mar11/fet220311Transmission.htm>.

- GHOSH J. (2010), "Unnatural coupling: food and global finance", *Journal of Agrarian Change*, gennaio, pp. 72-86.
- GILBERT C.L. (2010a), "Speculative influences on commodity futures prices 2006-2008", *UNCTAD Discussion Paper*, n. 197, marzo.
- (2010b), "How to understand high food prices", *Journal of Agricultural Economics*, vol. 61, pp. 398-425.
- HERNANDEZ M. e TORERO M. (2010), "Examining the dynamic relationship between spot and future prices of agricultural commodities", *IFPRI Discussion Paper*, n. 00988, Washington (DC): International Food Policy Research Institute.
- IRWIN S.H. e SANDERS D.R. (2010), "The impact of index and swap funds on commodity markets", *OECD Food, Agriculture, and Fisheries Working Papers*, n. 27.
- MAYER J. (2009), "The growing interdependence between financial and commodity markets", *UNCTAD Discussion Paper*, n. 195.
- (2011), "The growing financialization of commodity markets: an empirical investigation", UNCTAD, Organizzazione delle Nazioni Unite, Ginevra.
- RAFFER K. (2008), "A food import compensation mechanism: a modest proposal to reduce food price effects on poor countries", saggio presentato al *G24 Technical Group Meeting*, 8-9 settembre, Organizzazione delle Nazioni Unite, Ginevra.
- ROBLES M., TORERO M. e VON BRAUN J. (2009), "When speculation matters", *IFPRI Policy Brief*, n. 57, Washington (DC): International Food Policy Research Institute.
- RONCAGLIA A. (2003), "Energy and market power: an alternative approach to the economics of oil", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 25 n. 4, pp. 641-659.
- TANG K. e XIONG W. (2010), "Index investment and financialization of commodities", *NBER Working Paper*, n. 16385, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD) (2009), *Trade and development report 2009*, Organizzazione delle Nazioni Unite, Ginevra.
- (2011), *Trade and development report 2011*, Organizzazione delle Nazioni Unite, Ginevra.
- UN-DESA (2010), *World economic and social prospects 2010*, Organizzazione delle Nazioni Unite, New York.