



Facoltà di Economia
Corso di Laurea in Amministrazione, controllo e finanza

Cattedra di FINANZA AZIENDALE

LA SPECULAZIONE NEI MERCATI INTERNAZIONALI DELLE MATERIE PRIME

RELATORE

Prof. Fulvio Milano

CANDIDATO

Sara Scialanga

Matr. 138421

ANNO ACCADEMICO 2008/2009

INDICE

INTRODUZIONE	I - VII
---------------------------	---------

CAPITOLO I

EVOLUZIONE DEI MERCATI INTERNAZIONALI DELLE MATERIE PRIME

<i>1</i> L'attività di scambio e i mercati.....	2
<i>2</i> Le borse merci e la formazione dei prezzi delle materie prime negoziare.....	14
<i>3</i> Gli indici dei prezzi delle materie prime.....	15
<i>3.1</i> L'indice Dow Jones.....	17
<i>3.2</i> L'indice Moody.....	18
<i>3.3</i> L'indice Reuter.....	19
<i>3.4</i> L'indice HWWA.....	20
<i>3.5</i> L'indice Confindustria.....	21

CAPITOLO II

I MECCANISMI DI TRADING

<i>1</i> Gli operatori economici internazionali.....	22
<i>1.1</i> Le Trading Companies.....	25
<i>2</i> La domanda e l'offerta di materie prime.....	29
<i>2.1</i> L'offerta.....	31
<i>2.2</i> La domanda.....	35
<i>3</i> La formazione dei prezzi internazionali.....	37

CAPITOLO III

LA SPECULAZIONE NEI MERCATI INTERNAZIONALI DELLE MATERIE PRIME

<i>1</i>	Definizione e origine storica.....	47
<i>2</i>	Requisiti dei beni oggetto di speculazione.....	49
<i>3</i>	Settori in cui opera la speculazione: il mercato delle merci.....	51
<i>4</i>	Speculazione e teoria economica.....	54
<i>4.1</i>	Il profilo dello speculatore secondo Keynes.....	58
<i>5</i>	Limiti alla speculazione.....	61

CONCLUSIONI.....	I - III
-------------------------	----------------

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

Dopo oltre un ventennio di importanti riduzioni nelle quotazioni delle materie prime (industriali ed alimentari), nel secondo semestre del 2001 si è avuta un'inversione di tendenza.

I prezzi sono cominciati a lievitare dapprima interessando i settori dell'energia e dei metalli, poi andando a colpire anche il settore alimentare.

La tendenza al rialzo si è manifestata in tutta la sua forza nel corso del biennio 2007/2008. Durante questo breve ma intenso periodo i prezzi sono lievitati in maniera esponenziale, interessando tanto il comparto alimentare quanto quello energetico e metallurgico. Le quotazioni del riso e del grano sono raddoppiate, quella del mais è aumentata di oltre un terzo. Si pensi che nell'arco di una sola seduta, il 27 marzo 2008, la quotazione del riso, l'alimento base per metà della popolazione mondiale, è salita del 31%. Il petrolio ha raggiunto il record di 147 dollari al barile nell'estate del 2008, l'oncia d'oro ha superato i 1000 dollari nel marzo dello stesso anno e il rame gli 8.985 dollari la tonnellata.

Di seguito, alcuni grafici rendono l'idea di quanto imponente sia stata l'impennata dei prezzi.

Evoluzione dell'indice dei prezzi FAO per le materie prime alimentari di base



Grafico 1

Fonte: FAO – Report 2009: “The State of Agricultural Commodity Markets”

Il grafico illustra l'andamento avuto da particolari categorie di materie prime, quali:

- Oli
- Zucchero
- Carne
- Cereali
- Prodotti caseari

Come si evince a colpo d'occhio, a partire dal 2006 le quotazioni dei suddetti generi alimentari hanno cominciato a salire vertiginosamente, raggiungendo un picco senza precedenti. Verso la fine del 2008 si è assistito, invece, ad un rapida discesa innescata dallo scoppio della crisi economica.

Dow Jones – USB Commodity Index



Grafico 2

Fonte: www.djindexes.com

Il grafico illustra l'andamento dell'indice nell'arco degli ultimi 10 anni. Si evince, a partire dal 2000, una lieve tendenza al rialzo, fortemente accentuata a partire dal 2007 fino a metà del 2008.

L'indice Dow Jones sintetizza l'andamento aggregato di diverse categorie di commodities. Un'analisi approfondita è disponibile al capitolo I.

Il fenomeno dell'aumento dei prezzi ha avuto conseguenze molto pesanti sull'andamento dell'economia mondiale: rallentando la crescita nei paesi maggiormente sviluppati; alimentando il focolaio della crisi alimentare, già di per se molto intenso, nei paesi in via di sviluppo.

Nell'area euro, i rincari delle materie prime si sono ripercossi direttamente sull'inflazione come documentato dalla BCE nel Rapporto Annuale 2008. Infatti, è da tener presente che, l'aumento delle quotazioni può avere effetti diretti sui prezzi al consumo dei beni energetici e alimentari, i quali rappresentano quasi il 30% del paniere dello IAPC¹ e anche effetti indiretti attraverso i prezzi alla produzione, in quanto le imprese trasferiscono i rincari degli input ai prezzi di vendita per mantenere o recuperare i margini di profitto.

I grafici di seguito mostrano la relazione tra il rincaro dei prezzi e l'aumento dell'inflazione misurata attraverso lo IAPC.

¹ Lo IAPC [Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo] è stato creato dall'Eurostat per rendere confrontabili i prezzi dei beni e dei servizi in vigore nei paesi dell'Unione Europea.

Prezzi delle materie prime

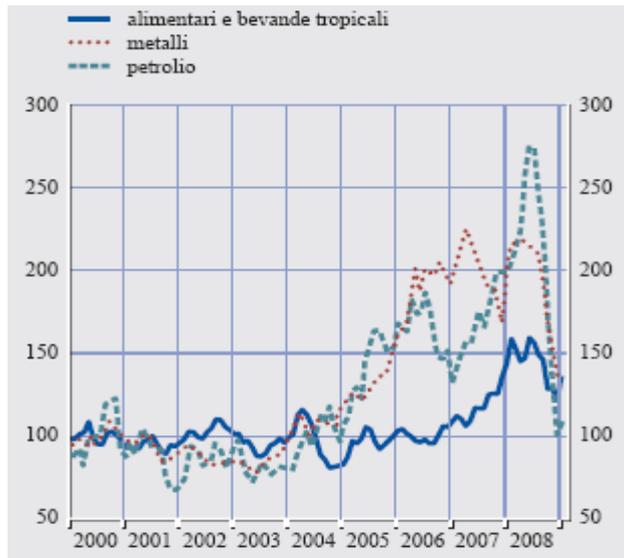


Grafico 3

Fonte: Hamburg Institute of International Economics ed elaborazioni della BCE. (Dati mensili in euro; indice 2000=100)

Inflazione misurata sulla IAPC



Grafico 4

Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE. (variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

Nell'andare a ricercare le motivazioni alla base di quanto avvenuto, è bene tener presente che le materie prime sono soggette a dei *cicli*: quando i loro prezzi sono troppo bassi troppo a lungo, il loro sviluppo si contrae fino a quando non si è contratto in misura tale da far risalire i prezzi e rilanciare gli investimenti. Ciò si manifesta proprio per le caratteristiche della domanda e dell'offerta: poco elastiche al variare del prezzo. Le

materie prime sono difficili da sostituire. Quando scarseggiano, cioè quando la domanda è maggiore all'offerta, occorre molto tempo prima che si ristabilisca un equilibrio per effetto o di aumenti della produzione o di modifiche negli stili di vita e nei consumi.

I cicli delle *commodities* hanno una durata media tra i 14 e i 20 anni. Il grafico di seguito mostra come nel corso del XX secolo si siano già susseguiti tre periodi di drammatici rincari dei prezzi delle materie prime: i bull market del 1906-1923; 1933-1953; 1968-1982. Inoltre, si notino le peculiarità di questi cicli: essi sono pronunciati, duraturi e simultanei tra le più diverse commodities. Materie prime agricole (linea verde); industriali (linea blu) ed energetiche (linea nera) si sono cioè sempre mosse "all'unisono".

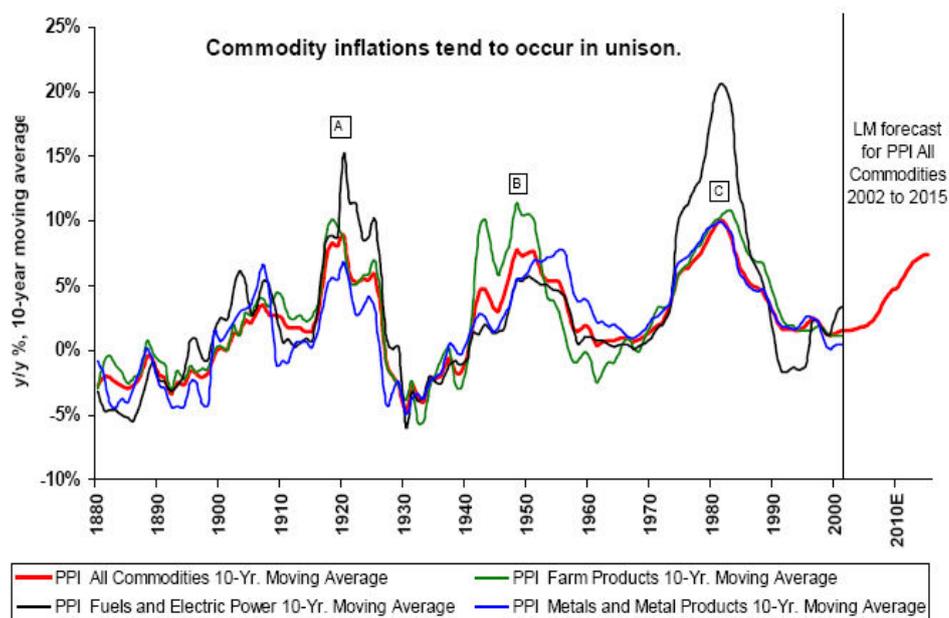


Grafico 5

Fonte: Barry Bannister, *The Inflation Cycle of 2002 to 2015*

(PPI: Price Product Index)

All'inizio del 2001, dunque, sarebbe iniziato un nuovo ciclo di aumento dei prezzi, terminato poi agli inizi del 2009. Le cause ad esso ricondotte sono state diverse e innumerevoli.

Per quanto riguarda le *commodities* agricole, il punto di arrivo è stata la conferenza sull'alimentazione della FAO, tenutasi a Roma nel giugno del 2008, la quale ha portato ad una interpretazione, ufficialmente accettata a livello internazionale, della crisi. In base a tale interpretazione, gli aumenti dei prezzi dei generi alimentari sarebbero da addebitarsi principalmente a due fattori: l'aumento della domanda dovuto alla crescita dei paesi capitalisti emergenti, quali Cina e India; l'aumento della produzione di biocarburanti. Infatti, i sussidi statali negli Usa e nell'Unione Europea agli agricoltori che destinano le loro colture alla produzione di biocarburanti, fanno sì che migliaia di ettari di terreno siano sottratti alla produzione per scopi alimentari. Diminuita l'offerta, i prezzi salgono.

Tale versione “ufficiale” delle cause della crisi, tuttavia, trascurava alcuni particolari, come la riduzione delle scorte a livello mondiale, alcuni fattori avversi congiunturali che hanno portato a magri raccolti negli anni recenti, l'aumento dei costi di produzione e trasporto a causa dell'aumento del prezzo del petrolio.

Andando a considerare le *commodities* nell'insieme, sia quelle alimentari, energetiche ed industriali, decisiva è stata anche la svalutazione del dollaro, accentuata dall'abbassamento dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve. Infatti, dal momento che, non solo il petrolio, ma anche gli agricoli sono quotati in dollari, l'indebolimento della valuta Usa spinge i produttori a recuperare margini di profitto aumentando i prezzi.

Le motivazioni atte a dare una spiegazione di quanto avvenuto tra l'inizio del 2007 e metà del 2008, dunque, sono molteplici. Tuttavia, il presente lavoro nasce proprio dal riconoscere nella speculazione un ruolo primario e determinante nel fenomeno manifestatosi.

Nel Capitolo I verrà descritta l'attività di scambio nei mercati e le principali borse merci mondiali.

Il Capitolo II illustrerà i meccanismi di trading soffermandosi, in particolare, sulle caratteristiche della domanda e dell'offerta di materie prime.

Infine, il Capitolo III approfondirà il tema della speculazione, definendola sotto il profilo storico ed economico, avendo cura di fornire una panoramica di quanto avvenuto e delle proposte avanzate per combattere il fenomeno.

CAPITOLO I

EVOLUZIONE DEI MERCATI DELLE MATERIE

PRIME

Fino a qualche decennio fa l'attività di *trading* su strumenti finanziari collegati alle *commodities*, effettuata attraverso la partecipazione alle negoziazioni di questi strumenti su appositi mercati finanziari, era di esclusiva competenza degli agricoltori, degli imprenditori agricoli e di uno sparuto gruppo di speculatori.

Tuttavia negli anni più recenti, questa attività è stata caratterizzata da una serie di cambiamenti che, a partire dalla crescente diversificazione dei prodotti e degli strumenti, le hanno permesso di godere di una sempre maggiore attenzione e partecipazione da parte del pubblico.

Le origini di questo processo di trasformazione vanno ricercate nella crescita di popolarità degli strumenti finanziari derivati (cioè tutti quegli strumenti finanziari scambiati su specifici mercati il cui valore dipende da altre attività sottostanti).

La progressiva semplificazione delle procedure di accesso ai mercati finanziari e agli strumenti derivati, la diffusione delle informazioni su questi strumenti e sul loro utilizzo sono pertanto gli elementi di base che hanno contribuito, negli ultimi venti anni, alla trasformazione radicale dell'attività del commercio nazionale e internazionale da una "semplice" attività di scambio ad una complessa attività di gestione del rischio, legando indissolubilmente i mercati finanziari all'attività commerciale.

1 L'attività di scambio e i mercati

La prima forma di scambio che è apparsa nella storia del commercio è stata il baratto.

Attraverso il baratto una persona poteva scambiare una merce in suo possesso contro un'altra merce offerta da qualcun altro.

Nel corso dei secoli, con la diffusione della moneta come mezzo di pagamento, a questa forma di scambio primitiva si è poi sostituita quella dello scambio di merce contro moneta. Il luogo in cui avvenivano la maggior parte di questi scambi era il mercato, inteso proprio come luogo fisico in cui venditori e acquirenti erano liberi di incontrarsi ed effettuare gli scambi.

L'enorme sviluppo del commercio internazionale, avvenuto nel corso del XIX secolo grazie all'espansione coloniale e alla rivoluzione industriale, ha portato all'attenzione dei commercianti e degli acquirenti di alcune *commodities* una particolare categoria di rischi legati alle oscillazioni dei prezzi delle merci commercializzate.

In Europa questi problemi erano particolarmente sentiti da numerosi importatori inglesi di cotone e di altre *commodities* prodotte nel nord degli Stati Uniti: i rischi erano dovuti al fatto che dal momento in cui gli agenti degli importatori acquistavano le *commodities* negli Stati Uniti al momento in cui le *commodities* si rendevano disponibili per la vendita in Europa potevano trascorrere anche alcuni mesi. In questo lasso di tempo i prezzi delle *commodities* potevano essere sottoposti a brusche oscillazioni con il conseguente aumento dei rischi a cui erano esposti gli importatori europei. Per ridurre questi rischi gli importatori chiesero allora agli agenti di inviare loro i dettagli degli acquisti tramite navi (*clipper*) più veloci rispetto ai più grandi vascelli mercantili utilizzati per trasportare le merci. Con questo stratagemma, gli operatori europei potevano vendere le *commodities* su una base definita "*to-arrive*" (letteralmente "in arrivo") prima che queste giungessero effettivamente nei porti europei. Questa nuova forma di scambio si diffuse molto velocemente, tanto che vennero

introdotte alcune forme di regolamentazione di questi contratti e si giunse, nel 1821, all'istituzione del primo mercato *to-arrive* presso il Liverpool Cotton Exchange. Successivamente, nel 1866 entrò in servizio il primo cavo transatlantico per le comunicazioni telegrafiche e i dettagli degli acquisti effettuati dagli agenti negli Stati Uniti potevano pertanto essere resi immediatamente disponibili presso gli importatori europei, riducendo ulteriormente i rischi legati al commercio internazionale. Grazie alla riduzione dei costi e dei tempi di negoziazione i contratti *to-arrive* si diffusero rapidamente e vennero adottati da un numero sempre maggiore di importatori e speculatori. Alla regolarizzazione dei flussi di informazione seguì ben presto anche quella dei flussi commerciali grazie all'impiego di navi mercantili a vapore; in questo modo potevano essere fissati a priori determinati periodi per la negoziazione dei contratti e per la consegna delle merci. Si iniziò così a parlare di "contratti per la futura consegna", cioè di "*futures*", un nuovo termine definitorio che si sostituì velocemente a quello originario.

Contemporaneamente all'introduzione dei contratti *to-arrive* a Liverpool, venne adottata una simile forma contrattuale per il commercio del grano negli Stati Uniti.

I contratti *to-arrive* statunitensi avevano come "arrivo/destinazione" la città di Chicago. La città in questione, infatti, era all'epoca il maggiore centro americano per il commercio di cereali: lì arrivavano gli agricoltori da tutto l'Illinois e lo Iowa per vendere il loro grano. I ricavi della vendita venivano poi utilizzati dagli agricoltori per allargare l'estensione delle coltivazioni e per aumentare la produttività della terra. Ogni anno la produzione di grano cresceva talmente tanto che intorno alla metà dell'Ottocento a Chicago era praticamente impossibile circolare liberamente per le strade, a causa del grande numero di carri da trasporto che vi sostavano in attesa di cedere il loro carico.

La congestione del mercato a pronti portò ben presto alla caduta dei prezzi dei cereali e al fallimento di un elevato numero di imprese agricole. Fu così che alcuni agricoltori fecero ricorso alle prime forme

contrattuali del tipo *to-arrive* con le quali si stabilivano prezzi, quantità, data e luogo di consegna dei cereali.

Nel 1848 un gruppo di 82 commercianti costituì il Chicago Board of Trade; il preambolo dello statuto di quello che sarebbe diventato il mercato a termine più grande del mondo recitava queste parole:

"To maintain a commercial exchange; to promote uniformity in the customs and usages of merchants; to inculcate principles of justice and equity in trade; to facilitate the speedy adjustment of business disputes; to acquire and disseminate valuable commercial and economic information; and generally to secure to its members the benefits of cooperation in the furtherance of their legitimate pursuits."

Il primo contratto a termine (*forward*) sul granturco venne stipulato nel 1851 e già nel 1865 (anno in cui vennero introdotti i primi contratti a termine standardizzati) questa istituzione funzionava efficacemente per la negoziazione di contratti futures.

In seguito all'istituzione del mercato, lo sviluppo e la diffusione dei contratti *to-arrive* riuscì con successo a stabilizzare i prezzi dei cereali e i livelli di produzione, tanto che divenne ben presto possibile negoziare questi contratti facendo riferimento a semplici campioni di merce o anche solo in base alle dichiarazioni fornite dai mercanti che godevano di una buona reputazione presso gli acquirenti. Anche se la consegna effettiva della merce avveniva dopo un certo numero di mesi, il trasferimento dei diritti di proprietà sulle merci avveniva al momento della stipula del contratto. Grazie a questa caratteristica i detentori di contratti *to-arrive*, che quindi costituivano effettivi titoli di proprietà, potevano rivenderli successivamente speculando su eventuali differenziali dei prezzi. Questa forma di speculazione si diffuse particolarmente durante la guerra di Crimea e dopo la Guerra Civile e contribuì, con l'apertura dei mercati al

commercio internazionale, a portare alla luce tutte le debolezze del contratto *to-arrive*. Attraverso questo contratto, infatti, il rischio di variazioni di prezzo veniva trasferito dal venditore di *commodities* (l'agricoltore o l'imprenditore) all'acquirente (l'agente o *buyer*, il trasformatore, l'importatore) mediante il trasferimento dei titoli di proprietà sulle *commodities*. Questo trasferimento costringeva di fatto gli acquirenti a sostenere rischi elevati (per la variabilità dei prezzi) che in genere si scaricavano sui costi riducendo i margini di profitto e rendendo sempre più difficile il ricorso ai finanziamenti bancari.

A questo problema si doveva aggiungere inoltre che ciascun contratto *to-arrive* che veniva stipulato era specifico ed esclusivo per le parti contraenti: la specificità del contratto risiedeva in particolare nella definizione del prezzo, della quantità e della qualità della *commodity* oggetto del contratto, nonché del luogo e della data di consegna. La difficoltà di rendere vantaggiosi questi contratti anche per altri acquirenti o potenziali speculatori, a causa delle menzionate specificità, rendeva fortemente illiquidi e poco rinegoziabili questi contratti. La scarsa regolamentazione e l'assenza di garanzie (tanto che le merci consegnate erano spesso diverse dalle qualità e quantità previste negli accordi di consegna) e di trasparenza rendeva inoltre elevato rischio per insolvenza (*default*) di una delle parti nei contratti *to-arrive* stipulati.

A causa di questa lunga serie di problemi si sentì presto la necessità di introdurre strumenti meno rischiosi e maggiormente negoziabili e in questo modo si giunse alla definizione dei contratti *futures*.

Il passaggio ai contratti standardizzati non fu, ovviamente, immediato e tanto meno semplice.

Nel corso degli anni la definizione dei contratti *futures* si è progressivamente raffinata in modo tale da poter rispondere nel modo più efficiente alle esigenze degli operatori del settore e alla struttura dei mercati a termine; ancora oggi sono numerosi i contratti che vengono sottoposti a costanti revisioni da parte dei *Market Boards*.

Allo sviluppo dei contratti dal punto di vista puramente qualitativo e

quantitativo (dimensione del contratto, limiti, tipologie consegnabili, differenziali, etc.) si è accompagnato inoltre un indispensabile e progressivo affinamento delle normative e della giurisprudenza (contrattualistica, modalità di negoziazione, titolarità dei contratti, etc.). La dinamica di questa evoluzione ha così reso maggiormente solide le garanzie offerte agli operatori e ha accresciuto notevolmente la fruibilità e la funzionalità dei mercati. Anche i mercati, infatti, hanno seguito un loro percorso di sviluppo: nella concentrazione delle contrattazioni in orari predeterminati, nell'accessibilità esclusiva a operatori qualificati, nella maggiore efficienza della *clearing-house*, nella pubblicità dei prezzi e nella trasparenza delle negoziazioni. Contestualmente, la lista delle *commodities* negoziate sui mercati a termine è aumentata rapidamente e si è estesa anche a prodotti non agricoli (come il legno compensato e il rame).

Nel 1970, quando il sistema finanziario internazionale stava attraversando un periodo caratterizzato da elevata inflazione ed elevati tassi di interesse, si manifestò l'esigenza di introdurre nuovi strumenti capaci di offrire un maggiore grado di controllo del rischio economico e una più sistematica capacità di previsione sull'andamento dell'economia. Fu in quegli anni, infatti, che il sistema monetario internazionale costituito con gli accordi di Bretton Woods nel 1944 venne definitivamente abbandonato per spianare la strada a un sistema basato sui cambi flessibili.

Il passaggio al nuovo sistema ebbe come effetto principale quello di accrescere notevolmente la volatilità dei tassi di cambio, nonostante i tentativi di numerosi Paesi di porvi rimedio; grazie agli evidenti benefici commerciali derivanti dalla diffusione dei mercati a termine per le *commodities*, furono in molti a ravvisare una possibile soluzione a questi problemi nell'introduzione di mercati a termine e di contratti *futures* per le valute.

Nel 1972 venne pertanto costituito a Chicago l'International Monetary Market (IMM), il primo mercato a termine centralizzato per la negoziazione di contratti *futures* sulle valute. L'IMM raggiunse ben

presto una diffusa popolarità e si rivelò un grande successo grazie anche alla continua crescita dei volumi negoziati.

Successivamente, nel 1974, quando la crisi economica internazionale toccò il culmine in seguito allo *shock* petrolifero, vennero abolite le restrizioni statunitensi sulla proprietà privata delle riserve auree e nel dicembre dello stesso anno videro la luce i primi contratti *futures* sull'oro. Con la diffusione dei contratti *futures* sulle valute fu evidente che l'utilizzo di questi strumenti finanziari poteva essere esteso con successo anche ad altre attività economiche "cartacee" e non legate a prodotti fisici.

Fugato ogni dubbio in proposito, così come il commercio internazionale e il rischio di cambio avevano portato alla nascita dei *futures* valutari, lo sconvolgimento delle relazioni economiche internazionali e l'instabilità politica generarono la necessità di estendere le contrattazioni a termine anche ai tassi di interesse.

Nel 1975 al Chicago Board of Trade venne introdotto il primo contratto *future* sui tassi di interesse denominato *Government National Mortgage Association future* (GNMA) e, due anni dopo, a causa della persistente instabilità economica, vennero avviate le negoziazioni sui titoli del debito pubblico statunitense (*U.S. Treasury bond futures*).

Il successo di questo contratto fu tale che nel 1981 il *future* sul *T-Bond* superò definitivamente in termini di volume di negoziazione i contratti *futures* sul granturco e sul frumento che fino a quell'anno avevano mantenuto il primato. Un passaggio importante di questa evoluzione venne segnato dall'azione di politica monetaria della FOMC (Federal Open Market Committee) consistente nel passare il controllo dell'offerta di moneta dalla gestione delle riserve federali alla regolamentazione delle riserve bancarie.

Il risultato di questo cambiamento fu l'enorme aumento di volatilità dei tassi di interesse (il *prime rate* subì ben 29 variazioni tra il luglio del 1979 e il maggio del 1980). Chi ancora credeva che i tassi di interesse non fossero sufficientemente variabili da richiedere una qualche forma di

copertura dovette ben presto ricredersi e poiché le strategie di copertura potevano essere facilmente attuate sui mercati a termine, grazie anche al notevole flusso di liquidità apportato dagli speculatori, il volume delle negoziazioni raggiunse livelli elevatissimi.

All'aumento vertiginoso del volume degli scambi sui mercati a termine si accompagnò parallelamente lo sviluppo e l'introduzione di strumenti finanziari innovativi per fare fronte alle esigenze dei nuovi operatori che si presentavano sui mercati. Proprio sulla base di queste nuove esigenze vennero infatti introdotti negli anni '80 i primi contratti a termine sugli indici azionari (*stock index futures*): gli investitori attivi sui mercati azionari (come il New York Stock Exchange o NYSE) potevano così perfezionare strategie di copertura sui loro portafogli servendosi degli strumenti derivati sull'indice di riferimento del mercato azionario (come lo Standard & Poor's 500, o S&P 500, del NYSE).

Gli *stock index futures* vennero accolti con grande entusiasmo dagli operatori tanto che questi contratti divennero ben presto parte integrante di qualsiasi strategia oculata di investimento. Ma non furono solo gli *hedgers* con portafogli azionari a beneficiare di questi nuovi strumenti derivati, infatti anche gli speculatori amanti dei mercati a termine non persero tempo ad attivarsi operativamente sugli *stock index futures*. A tal proposito, si deve pur sempre sottolineare che per un comune speculatore in *futures* il fatto che i pagamenti relativi alle operazioni sugli *stock index futures* fossero regolati in denaro annullava il timore, e il rischio, di vedersi consegnare sotto casa un carico di maiali pronti per la macellazione.

Nel 1973, l'anno successivo alla fondazione dell'IMM, venne inaugurato al CBoT il Chicago Board Options Exchange (CBOE), il primo mercato organizzato delle opzioni.

Questi strumenti derivati, differenti dai contratti *futures* in quanto la parte acquirente dell'opzione ha la facoltà, ma non l'obbligo, di acquistare (opzione *call*) o di vendere (opzione *put*) una certa quantità del sottostante entro una certa scadenza (opzione americana) o alla scadenza

(opzione europea), a un prezzo di acquisto rappresentato dal "premio" e a un certo "prezzo di esercizio" (*strike price*), avevano in realtà già fatto la loro comparsa ai primi del '900 con la Put and Call Brokers and Dealers Association (PCBDA).

La negoziazione delle opzioni avviata dalla PCBDA non ebbe molto successo a causa di numerosi episodi illeciti (come il caso "Doc Crawford" del 1933) e della mancanza di un mercato organizzato in senso proprio: non esisteva un mercato secondario, non c'erano garanzie sulla solvibilità dei contraenti e le opzioni erano esercitabili solo alla scadenza. Anche i mercati organizzati e, successivamente, regolamentati delle opzioni erano destinati a raggiungere una grande diffusione: tra il 1974 e la fine degli anni '80 vennero infatti costituiti numerosi mercati per questi strumenti derivati e ne furono estese le negoziazioni anche a prodotti diversi dalle *commodities* agricole, come era accaduto per i contratti *futures*. Infatti fu proprio con lo sviluppo dei mercati delle opzioni, avvenuto nel corso degli anni '80, che fecero la loro comparsa i contratti di opzione sulle valute al Philadelphia Stock Exchange (PHLX), i contratti di opzione su indici azionari al CBOE e all'American Stock Exchange (AMEX), nonché, in quasi tutti i mercati che già offrivano contratti *futures*, i contratti di opzione su contratti *futures*.

Nonostante questo, però, non si può certo affermare che il successo dei mercati delle opzioni giunse altrettanto rapidamente come avvenne per i mercati *futures*. Inizialmente, infatti, le opzioni vennero accolte piuttosto tiepidamente dagli operatori, in parte per la scarsa familiarità con questi strumenti, ma soprattutto per gli scandali e gli illeciti che fin dai tentativi pionieristici di inizio secolo avevano caratterizzato l'impiego di questi strumenti.

Oltre al citato caso "Doc Crawford" del 1933 (a cui seguì, di fatto, il divieto di negoziare opzioni su *commodities* agricole fino alla nascita del CBOE) gli episodi negativi si susseguirono anche nel corso degli anni '70, tanto che nel 1978 il Congresso degli Stati Uniti d'America bloccò lo sviluppo e la diffusione dei contratti di opzione almeno fino a quando non

fossero state introdotte specifiche normative a garanzia delle negoziazioni.

Nel 1982, con un programma triennale caratterizzato da un progressivo irrigidimento dei controlli, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) si impegnò finalmente ad approvare la negoziazione dei contratti di opzione su mercati organizzati. In realtà alla fine di anni ne trascorsero ben cinque, soprattutto a causa della volontà della Securities and Exchange Commission (SEC) di procedere autonomamente con un proprio programma: questa opposizione portò la CFTC e la SEC a scontrarsi ripetutamente in materia giurisdizionale. Al termine del confronto, conclusosi con l'accordo *Johnson-Shad* (dai nomi dei due governatori che condussero le trattative), alla CFTC venne conferita l'autorità su tutti i contratti *futures* e sulle opzioni, mentre la SEC mantenne la propria giurisdizione per le opzioni su strumenti obbligazionari.

Negli ultimi anni, uno dei fattori di cambiamento fondamentali che ha contribuito in modo determinante alla definizione della struttura dei mercati degli strumenti derivati, è sicuramente il progresso tecnologico: in particolare, l'introduzione dei sistemi informatici all'interno dei mercati finanziari, ha richiesto, e successivamente provocato, importanti ridefinizioni nella struttura e nel funzionamento dei mercati stessi.

La diffusione delle tecnologie informatiche nei mercati finanziari non ha seguito un percorso unico e generalizzato, ma ha seguito strade differenti. Il caso più significativo, e forse il più radicale in termini di cambiamenti apportati alla struttura dei mercati, è quello del trasferimento delle contrattazioni dalle "grida" al c.d. "telematico". Un esempio di questo genere è costituito dal c.d. "*Big Bang*" della Borsa di Londra, avvenuto nel 1986 con l'introduzione dei sistemi informatici per la contrattazione continua su reti telematiche e a cui si è accompagnata la scomparsa degli agenti di cambio, sostituiti dai *market makers*.

In altri casi sono stati costituiti veri e propri mercati organizzati (o regolamentati) *ex-novo* interamente ed esclusivamente basati su

contrattazioni a mezzo di reti telematiche (vale la pena di citare il caso dello statunitense National Association of Securities Dealers Automated Quotation, o NASDAQ, creato nel 1971 e che pertanto va considerato un autentico pioniere).

Una terza ipotesi è quella in cui le contrattazioni sulle reti telematiche si integrano e si affiancano alle contrattazioni alle "grida", con un funzionamento che si può al limite definire come "ausiliario". Come è accaduto, per esempio, con l'introduzione del Project A al CBoT o del Globex al Chicago Merchantile Exchange (CME), questi sistemi informatici possono funzionare in parallelo alle contrattazioni "alle grida" (permettendo, per esempio, l'accesso ai mercati anche ad altri operatori attraverso le reti informatiche), ma possono anche funzionare a mercati "chiusi", permettendo in questo modo agli operatori di proseguire le contrattazioni arrivando a coprire l'intero arco delle ventiquattro ore. Le cause del mantenimento delle contrattazioni "alle grida" accanto a quelle sul telematico vanno ricondotte soprattutto a motivi di carattere storico o anche all'opposizione manifestata dagli operatori, abituati alle contrattazioni "alle grida", e che vedevano malvolentieri l'introduzione degli strumenti informatici (ne è un esempio significativo la serie di polemiche da cui è stata segnata l'introduzione delle contrattazioni telematiche al London International Financial Futures Exchange, o LIFFE).

Infine, per tracciare una nuova, e importante, linea di evoluzione, si deve ricordare che negli ultimi anni i mercati finanziari (e quelli a termine in particolare) si stanno rapidamente muovendo verso una graduale e sistematica integrazione: un medesimo contratto può, per esempio, essere negoziabile su piazze differenti a seconda degli orari di apertura, oppure può essere negoziato all'interno di un circuito telematico che collega mercati telematici differenti. Questa è forse la tendenza che si sta maggiormente diffondendo in epoca recente e alla cui determinazione hanno contribuito anche importanti avvenimenti di politica internazionale, come la firma del Trattato di Maastricht da parte dei Paesi

membri della Comunità Europea, Trattato con il quale si è dato un forte impulso alla liberalizzazione dei movimenti dei capitali.

A conclusione di questo breve, ma necessario, *excursus* storico sui mercati a termine, conviene riassumere sinteticamente le caratteristiche dei principali strumenti derivati sulle materie prime oggi maggiormente diffusi.

Un contratto *future* è un contratto di vendita, o di acquisto, a termine che si definisce "standardizzato" in termini di quantità, qualità, data e luogo di consegna della *commodity* sottostante il contratto (il c.d. *underlying*) e alle parti contraenti viene lasciata solo la possibilità di definire il prezzo di scambio (prezzo *future*).

Questi contratti sono negoziati su mercati specifici e alla negoziazione presiede una "terza parte" che, attraverso una particolare regolamentazione, riduce al minimo il rischio di *default* delle due parti contraenti. A questa istituzione, che di fatto sovrintende al funzionamento del mercato e alla negoziabilità degli strumenti finanziari, spetta non solo stabilire le procedure di negoziazione, ma anche le modalità con cui determinate *commodities* possano essere ammesse o meno alla negoziazione.

Insieme ai *futures* vengono negoziati sui mercati regolamentati anche i già citati contratti di opzione, il cui prezzo di acquisto è rappresentato dal c.d. "premio" e la cui caratteristica è quella di conferire al possessore la facoltà, ma non l'obbligo (come invece accade per i *futures*) di acquistare (opzione *call*) o di vendere (opzione *put*) un sottostante predeterminato entro una certa scadenza (opzione americana) o alla scadenza (opzione europea). Il prezzo di esercizio (*strike price*) rappresenta il prezzo del sottostante su cui è stata scritta l'opzione da parte dell'emittente (*writer*). Recentemente sono state introdotte anche opzioni su contratti *futures* il cui sottostante è, per l'appunto, costituito da un contratto *future*.

Oltre agli strumenti derivati standardizzati e comunemente negoziati sui mercati a termine, è oggi possibile stipulare anche numerosi contratti

specifici, non standardizzati e non negoziabili sui mercati finanziari. Questi contratti sono però negoziabili su mercati particolari, denominati "OTC" (*over-the-counter*, ossia "sopra il banco"), attraverso opportune procedure spesso non formalizzate. L'equivalente OTC dei contratti *futures* è il contratto *forward* (letteralmente "in avanti") con cui le due parti contraenti, in genere assistite da un intermediario, si accordano in termini di prezzo, quantità e qualità, per la consegna di una certa merce in una data futura. Il vantaggio evidente di questo tipo di contratto risiede in particolare nella possibilità per gli operatori di limitare in qualche modo l'incertezza degli scambi dovuta alle oscillazioni dei prezzi o al razionamento dell'offerta anche per quelle *commodities* che non vengono comunemente trattate sui mercati finanziari.

Oltre ai contratti *forward* appena citati, nell'ambito OTC dei derivati per le *commodities* esistono anche diverse tipologie di opzioni (a volte persino "legate" ad altri strumenti finanziari, come avviene per le obbligazioni strutturate) affini alle opzioni standardizzate e a cui ricorre un vasto numero di operatori.

L'ultimo grande gruppo di contratti OTC è costituito dai contratti *swaps* (letteralmente contratti di "scambio") che però, per quanto riguarda le *commodities* e al contrario dei precedenti, hanno avuto scarsa diffusione. Accanto a questi grandi gruppi di strumenti OTC, esistono numerosi altri strumenti che sono collegati alle *commodities*, ma non possono definirsi come "derivati": essi sono, per esempio, gli strumenti obbligazionari particolari (come il *commodity index bond*) e i contratti legati ai prestiti bancari (come le *CIPA-linked notes*).

Le caratteristiche del sistema finanziario moderno mettono quindi a disposizione degli operatori un vastissimo numero di forme e tipologie contrattuali diverse che sono in grado di adattarsi agevolmente a tutte le situazioni: da quella più generale a quella più specifica.

2 Le borse merci e la formazione dei prezzi delle materie prime negoziate

Le materie prime sono oggetto di negoziazione mondiale prevalentemente nelle grandi borse merci, dove finiscono per accentrarsi la domanda e l'offerta degli operatori economici di tutto il mondo.

Più specificatamente si deve parlare delle grandi borse merci di New York, di Chicago e di molte altre sedi statunitensi, ed in misura più limitata di alcune grandi borse merci europee (soprattutto Londra, dove la London Metal Stock Exchange dà ampia base tecnica per la formazione dei prezzi dei metalli ferrosi e non ferrosi e di altri prodotti).

Fra le altre borse europee vanno anche menzionate: quella di Parigi (metalli, zucchero, cacao), di Le Havre (caffè), di Anversa (lane), di Rotterdam (oli di semi), di Francoforte (metalli). E fra le borse del Sud America quella di Buenos Aires (cereali e semi oleosi) e di Santos (caffè), mentre per le borse asiatiche ed australiane si debbono ricordare, fra le specializzate merceologicamente, Bombay (cotoni), Calcutta (juta), Singapore (gomma), Yokohama (seta), Sydney (lane).

L'organizzazione e regolamentazione di tutte queste borse merci, che impropriamente si dicono "internazionali", in quanto aperte alle negoziazioni degli operatori economici di tutto il mondo, è alquanto diversa fra loro, come pure sarebbe fundamentalmente diversa la relativa graduatoria di importanza ove la stessa fosse considerata in rapporto al volume delle negoziazioni che vi si effettuano, per i diversi prodotti sui quali può concentrarsi domanda e offerta. Non v'è dubbio che la maggiore importanza fra queste borse è quella attribuita alle borse statunitensi (e per taluni prodotti, come i metalli, alla L.M.E. di Londra), sicché si può dire, in definitiva, che è proprio nelle borse merci statunitensi che si formano i prezzi di tutte le principali materie prime di negoziazione mondiale con espressione del prezzo in dollari.

Le borse merci degli altri continenti ovviamente riflettono, con le adeguate traduzioni del cambio della moneta e delle differenti condizioni

mercantili rispetto alle negoziazioni ammesse, i prezzi formati nelle borse USA. E quei prezzi, distinti per il “disponibile”, cioè per merce pronta in consegna “immediata” (*spot*) e per merci negoziate per “futura consegna” (*future* o “a termine”) servono poi in sede operativa per l’orientamento degli importatori e degli esportatori di tutto il mondo. Di questi prezzi, poi, dopo tutti i necessari conguagli di cambio per la traduzione nelle monete dei Paesi di origine o di destinazione, e dell’aggiunte o detrazioni per le spese di trasporto e di tutte le altre derivanti dall’attività mercantile intermediaria in genere, si perviene alla formazione dei prezzi pagabili ai produttori agricoli o minerari dei Paesi di origine, ed ancora, ai prezzi pagabili dagli importatori nei Paesi di destinazione.

3 Gli indici dei prezzi delle materie prime

La costruzione di un indice dei prezzi delle materie prime si presenta alquanto complessa. Le difficoltà da superare sono innumerevoli ed indeterminate. Innanzitutto si impone la scelta della merci da prendere in considerazione per la formazione dell’indice. Il grado di arbitrarietà, quindi l’indeterminatezza, ha luogo proprio in questa prima fondamentale operazione.

Il criterio più valido di selezione è senza dubbio quello fondato sull’importanza che ogni singola merce ricopre nel contesto degli scambi mondiali, criterio tuttavia non esente da critiche, in quanto le prime difficoltà sorgono proprio al momento di commisurare questa importanza. In alcuni casi può considerarsi importante una merce che abbia una partecipazione elevata sul mercato, ma può rivelarsi tale anche una merce meno trattata, ma assolutamente fondamentale, specie per alcuni sistemi economici.

Una volta superato l’ostacolo, con scelte più o meno appropriate, della composizione merceologica dell’indice, se ne presentano numerosi altri. Per ognuno di essi il grado di indeterminatezza è piuttosto ampio, sia che

si faccia riferimento alla scelta della qualità o del tipo della merce inserita nell'indice, sia alle borse o ai mercati d'origine (dove rilevarne la quotazione), o agli aspetti geografici relativi ai luoghi di produzione o di estrazione.

Oltre ai motivi tecnici accennati, ve ne possono essere altri di natura politica, tendenti a dare maggiore risalto alle fluttuazioni di questa o quella merce.

Quanto sopra esposto spiega, almeno in parte, perché il numero degli indici sia tanto abbondante e abbia suscitato tanto interesse presso numerose organizzazioni nazionali ed internazionali.

Negli Stati Uniti si costruisce l'indice Dow Jones (nelle due versioni spot e future) e l'indice Moody.

Nella Gran Bretagna la gamma degli indici è più vasta: oltre al Reuter ed al Financial Times elaborati quotidianamente, la rivista The Economist fornisce dal luglio 1952 un indice settimanale dell'andamento dei prezzi delle materie prime; inoltre anche il National Institute of Economics and Social Research elabora un indice dei prezzi delle materie prime di base.

Nella Germania Federale, fino all'Aprile 1973, veniva compilato un indice dei prezzi internazionali articolato in varie categorie, a cura del prof Richard Schulze, che per proprio conto aveva ripreso e continuato il calcolo dell'indice dei prezzi mondiali, sospeso dall'ufficio di Statistica del Reich all'inizio della seconda guerra mondiale. Attualmente un indice dei prezzi delle materie prime è regolarmente pubblicato dall'Hamburgischers Welt-Wirtschafts Archiv.

In Italia la costruzione di un indice dei prezzi delle materie prime viene curata dall'Ufficio Studi sulla Confederazione Generale dell'Industria Italiana (Confindustria).

Per quanto riguarda infine le istituzioni internazionali, l'Organizzazione di Cooperazione e di Sviluppo Economico (OCSE) elabora dal 1954 un indice dei prezzi delle derrate alimentari e delle materie prime importate dal complesso dei Paesi membri dell'OCSE.

Sempre a partire dal 1954, l'Ufficio Statistico delle Nazioni Unite prepara

un indice dei prezzi dei prodotti di base. Si può aggiungere, infine, per completare il quadro, anche quello calcolato dall'Unctad (United Nations Conference on Trade and Development).

Tale elenco, lungi dall'essere esaustivo, è sufficiente tuttavia a mostrare l'importanza che viene accordata sul piano interno e su quello internazionale, alle vicende legate alle fluttuazioni dei prezzi di quel particolare gruppo di merci denominato "materie prime".

Di seguito vengono analizzati in dettaglio alcuni tra i rappresentativi indici esistenti.

3.1 L'indice Dow Jones

L'indice Dow Jones, la cui pubblicazione ha avuto origine il 3 ottobre 1933, intende mettere in luce le fluttuazioni di prezzi all'ingrosso di 12 merci sul mercato degli Stati Uniti. Esso viene calcolato giornalmente dalla Dow Jones & Company Inc. di New York per conto del Wall Street Journal.

In origine l'indice veniva calcolato nella sola versione "a termine" ed era basato su di una selezione di soli 11 prodotti; pur mantenendo lo stesso periodo di base ed i criteri di elaborazione, a partire dal 5 luglio del 1950, nella composizione merceologica dell'indice sono stati eliminati i corsi della seta ed aggiunti quelli dei "tops di lana" e dell'olio di semi di cotone.

Sempre dal 5 luglio 1950 l'indice viene elaborato in due versioni: una riguardante i prezzi delle vendite a termine *future*, e l'altra riguardante i prezzi delle vendite a pronta consegna *spot*. Entrambe le versioni sono calcolate sulle stesse merci e con la stessa ponderazione.

Le quotazioni necessarie per il calcolo sono espresse in dollari USA "correnti" e vengono rilevate nelle principali Borse degli Stati Uniti. Per la versione a termine vengono utilizzate le quotazioni a cinque mesi, mentre per quella a pronti si utilizzano i prezzi di chiusura per la

consegna immediata delle merci.

La base dell'indice è riferita alla media delle quotazioni del periodo 1924-1926.

I prodotti che formano la struttura dell'indice sono: quattro cereali (avena, grano, granturco e segale); due nervini (caffè e cacao); due prodotti agricolo-alimentari (zucchero e olio di semi di cotone); alcuni prodotti non alimentari (tops di lana, cotone, gomma e pelli).

La combinazione dei vari prodotti nell'indice generale è ottenuta per mezzo di una media aritmetica ponderata applicata in maniera anomala, calcolando cioè la media di una serie di variazioni percentuali.

Per quanto riguarda i pesi, ad ogni merce è stata attribuita un'importanza pari alla partecipazione che essa aveva nel valore complessivo della produzione e delle importazioni negli Stati Uniti nel quinquennio 1927-1931.

L'indice è quotidianamente pubblicato nel Wall Street Journal, nel Dow Jones Ticher e nel Financial Times.

3.2 L'indice Moody

L'indice Moody viene quotidianamente elaborato dalla Moody's Investor Service di New York a partire dal 1932 ed esamina gli andamenti sui mercati statunitensi dei prezzi all'ingrosso di alcune materie prime di prevalente importanza in campo internazionale.

L'elaborazione giornaliera è effettuata sulla base dei prezzi di chiusura, a pronti, rilevati nelle borse statunitensi.

La base dell'indice è il 31 dicembre 1931 e le quotazioni sono espresse in dollari USA correnti.

L'indice è composto da 15 merci: 7 derrate alimentari (grano, granturco, semi di soia, caffè, cacao, zucchero e carne suina); 2 materie tessili (cotone e lana); 4 metalli (argento, piombo, rame e rottami di ferro); 2 materie varie per l'industria (pelli e gomma).

Il procedimento adottato per la combinazione degli indici elementari in quello generale consiste in una media aritmetica ponderata. Ogni merce ha un'importanza pari alla sua partecipazione percentuale nel commercio internazionale nell'anno 1931.

L'indice Moody oltre ad essere pubblicato giornalmente dai principali quotidiani finanziari statunitensi, compare anche nel Financial Times.

3.3 *L'indice Reuter*

L'indice Reuter riflette principalmente le fluttuazioni giornaliere dei prezzi all'ingrosso di alcuni prodotti importati dal Regno Unito e quotati nelle Borse Merci britanniche.

Poiché le merci in esso contenute hanno rilevanza particolare nel commercio mondiale, tale indice viene anche assunto come indicatore del livello mondiale dei prezzi di tali prodotti. L'elaborazione dell'indice è affidata all'Economic Service dell'Agenzia d'Informazioni Reuter che lo calcola dal 1931.

I prezzi utilizzati per il calcolo quotidiano dell'indice sono le quotazioni "a pronti" in lire sterline correnti.

Quando le quotazioni per contanti non sono abbastanza rappresentative delle condizioni del mercato, queste vengono sostituite da quotazioni a termine.

La base dell'indice è riferita al 18 settembre 1931, giorno precedente la sospensione della convertibilità della sterlina.

L'indice considerava inizialmente 21 merci, ridotte successivamente, a partire dal 1964, a 17: grano; granturco; copra; soia; riso; arachidi; cacao; caffè; zucchero; carne bovina; cotone; lana; gomma; piombo; rame; stagno; zinco.

Il procedimento di aggregazione per il calcolo dell'indice generale consiste in una media geometrica ponderata degli indici elementari. Le merci considerate hanno un peso pari alla loro importanza nel commercio

mondiale dell'anno 1931.

L'indice è pubblicato, oltre che sui notiziari economico-finanziari della stessa Agenzia Reuter, sulla rubrica del Financial Times giornalmente dedicata al mercato delle materie prime.

3.4 L'indice HWWA

L'indice HWWA dei prezzi sui mercati internazionali dei generi alimentari e delle materie prime per uso industriale viene calcolato settimanalmente dall'Hamburgisches Welt-Wirtschafts Archiv (Istituto di previsioni economiche di Amburgo), a partire dal 1952.

L'elaborazione dell'indice viene attualmente eseguita sui prezzi effettivi in dollari USA per contrattazioni a pronti, rilevati su 50 piazze tra le più rappresentative del mercato internazionale.

Come base dell'indice è stato scelto il periodo 1952-1956. In tale periodo le merci considerate rappresentavano il 40% del commercio internazionale.

L'indice comprende 47 merci tipiche di esportazione, ciascuna delle quali costituisce la base per la costruzione di un indice elementare. Gli indici elementari a loro volta compongono l'indice generale, ma essi sono aggregati anche in indici di settore, di categoria e di gruppo. Il procedimento di aggregazione degli indici elementari in quelli sintetici consiste nella media aritmetica a ponderazione fissa, con peso pari all'importanza che le merci scelte avevano nel commercio internazionale relativamente al quinquennio preso a base dell'indice.

L'indice HWWA viene pubblicato sul notiziario quindicinale Konjunktur von morgen, curato dallo stesso Istituto di previsioni economiche di Amburgo, limitatamente all'indice generale e ai due indici di settore: il settore delle materie prime alimentari e per uso industriale.

3.5 *L'indice di Confindustria*

L'indice di Confindustria dei prezzi delle materie prime aventi mercato internazionale, è elaborato dal Servizio Studi e Rilevazioni della Confederazione Generale dell'Industria Italiana, che ha iniziato a calcolarlo con cadenza decennale nel 1947.

Dal 1947 ad oggi l'indice ha subito numerose trasformazioni, talvolta anche profonde, che ne hanno modificato sensibilmente la struttura.

La rilevazione dei prezzi è effettuata prevalentemente sui mercati d'origine. I valori delle quotazioni sono espressi nell'unità monetaria della piazza osservata. Successivamente si procede a trasformarli in dollari al cambio del periodo scelto a base dell'indice, senza quindi tener conto delle modificazioni intervenute successivamente nei rapporti di cambio.

L'indice è costituito sulle variazioni dei prezzi di 71 qualità riferite a 37 merci e ripartite in 6 categorie: materie per alimentazione; metalli; combustibili liquidi; minerali; materie varie per l'industria; materie tessili.

CAPITOLO II

MECCANISMI DI TRADING

1 Gli operatori economici internazionali

Alle contrattazioni internazionali che formano il commercio delle materie prime partecipa una moltitudine di soggetti economici che agiscono direttamente sul mercato con veste e ruolo distinti. Gli operatori economici veri e propri sono coloro che producono o distribuiscono materie prime dal lato dell'offerta e coloro che le scambiano o le utilizzano da lato della domanda. Altri operatori intervengono indirettamente nell'economia degli scambi in veste di intermediari di mercato (brokers o dialers) o con ruolo istituzionale (istituti bancari, finanziari e assicurativi), ovvero come agenzie d'informazione (data vendors) o anche come countertraders negli scambi di merci in compensazione.

Se ne evince che sono operatori diretti quei soggetti immediatamente coinvolti nello scambio quali parti contraenti che esercitano la domanda e l'offerta di materie prime, e che sono operatori indiretti tutti quegli enti o organismi che con lo scambio hanno una correlazione mediata, ossia vi partecipano per garantirne trasparenza, regolarità tecnica, tempestività informativa e sicurezza finanziaria.

Quanto agli operatori diretti, la dimensione e le caratteristiche organizzative delle imprese dipendono dal regime di mercato in cui esse agiscono, specifici mercati a regime oligopolistico dal lato dell'offerta o a regime oligopolistico dal lato della domanda favoriscono la crescita di grosse Trading Companies o di multinazionali che condizionano con un potere egemonico gli scambi internazionali: spesso una forte integrazione verticale permette loro il controllo dell'intera filiera industriale, dalla

coltivazione di prodotti agricoli o dall'estrazione di prodotti minerari fino alla loro trasformazione e commercializzazione come prodotti finiti, innalzando con ciò invalicabili barriere all'entrata di nuovi concorrenti.

Al contrario, quando i mercati sono concorrenziali si verifica una frammentazione della produzione e del processo distributivo attraverso piccole unità che permette a nuove imprese di accedere al mercato per competervi. Qui il controllo egemonico delle multinazionali sembra poter avere meno peso, in favore di forme di cooperazione (tra medi produttori e utilizzatori) di tipo tecnico commerciale (joint-venture) o di tipo finanziario-partecipativo (buyback). La maggiore numerosità di operatori di questi mercati non deve tuttavia far credere nell'esistenza di situazioni di piena concorrenza, poiché la mano pubblica è spesso indotta a frenare le forti propensioni al libero scambio con leve fiscali e con interventi sui prezzi.

Gli operatori indiretti si distinguono invece in base al tipo di supporto offerto agli operatori che direttamente partecipano agli scambi internazionali: tra di essi vi sono gli enti (banche, assicurazioni e finanziarie) che gestiscono ogni aspetto finanziario delle negoziazioni, dalla garanzia di buon fine al regolamento del prezzo, dalla copertura del rischio di prezzo a quella del rischio di cambio. Rilevante è il ruolo dell'intermediazione bancaria nelle diverse forme di regolamento indiretto a mezzo di credito documentario: a volte, è lo stesso ente finanziario a prestare garanzie reali (pegno) o nominali (avallo, fidejussione) ovvero a svolgere funzioni di servizio (compensazioni, giroconti) così da rendere sicure e veloci sia la conclusione che l'esecuzione delle transazioni.

Lo stretto legame che unisce gli operatori diretti al sistema bancario-finanziario internazionale è una delle caratteristiche che contraddistinguono l'interscambio delle merci: inoltre, la possibilità di neutralizzare il rischio di oscillazione dei prezzi e dei cambi attraverso coperture sul mercato dei *futures* salda ancor più questo rapporto.

Una seconda categoria di operatori indiretti agisce sul piano

dell'informazione di mercato: sono le cosiddette agenzie *data vendors* che raccolgono, interpretano e diffondono ai vari soggetti del commercio internazionale informazioni di mercato e notizie comunque influenti sull'economia dello scambio: sono circuiti informativi che in tempo reale rilevano le condizioni della domanda e dell'offerta, e soprattutto i prezzi in atto nelle diverse piazze affari, sulla base di informazioni esogene pervenute da un certo numero di mercati e di informazioni endogene fornite da una rete di traders.

Tra le agenzie mondiali, una posizione di quasi monopolio è detenuta da anni dalla Reuters di Londra, che è un gruppo editoriale di informatica elettronica che si avvale di una rete privata di comunicazioni alle quali si accede contro pagamento di un canone. Altre agenzie create più di recente e con diverse caratteristiche tecniche e funzionali, sono la Dow Jones-Telerate e il Servizio Bloomberg. La tecnologia dell'informazione trova la sua più alta espressione allorché i mercati organizzati fanno propri i sistemi di contrattazione e di formazione dei prezzi che s'incorporano in circuiti elettronici, quali sono le borse telematiche.

Ognuno ben comprende come l'accesso a queste reti telematiche costituisca per i traders un vantaggio informativo essenziale per raggiungere o per difendere una posizione competitiva di mercato. Infatti, l'informazione costituisce per l'economia di scambio una risorsa immateriale strategica per raggiungere obiettivi di massimizzazione dei rendimenti dei fattori e dei livelli di competitività.

Un'altra categoria di operatori indiretti sono i *countertraders* indipendenti, cioè non referenti a specifici gruppi industriali o commerciali, ma operanti in piena autonomia giuridica ed economica in contrattazioni che implicano un regolamento di tipo compensativo. Sono le *Case import-export* di antica memoria specializzate nella compensazione commerciale e le moderne case di trading che estendono l'attività ad una vasta gamma di servizi. Di matrice istituzionale differenziata (privata, pubblica, mista e bancaria), queste forme di supporto all'interscambio bilanciato possono riguardare solo alcune

tipologie di scambi in contropartita ovvero trattare l'intero ventaglio delle transazioni compensative.

Meritevole di particolare attenzione, per gli scambi internazionali di materie prime, è la Trading Company, di cui si parla nel successivo paragrafo.

1.1 Le Trading Companies

In termini generali una Trading Company viene definita come una società commerciale che promuove, coordina ed effettua scambi di merci con l'estero, sia in proprio che per conto di terzi.

Le Trading Companies hanno avuto particolare sviluppo nell'ultimo secondo dopoguerra coll'ampliarsi dell'economia delle *commodities* e con lo spostamento dell'assetto imprenditoriale dalle grandi dimensioni alla piccola-media industria. La loro tipologia è la più varia sia a causa delle differenti caratteristiche economiche, socio-politiche e culturali dei paesi con i quali si stringono rapporti commerciali sia per il diverso approccio richiesto dall'esercizio della domanda o dell'offerta di specifici prodotti, in relazione anche alla mutevole importanza che uno stesso prodotto riveste in questo o in quel sistema economico di produzione o di utilizzazione. Infatti, una delle loro principali ragioni d'essere è proprio la capacità di adattarsi rapidamente e in modo innovativo alla dinamica dei mercati.

Una prima loro classificazione può essere fatta con riguardo alla struttura commerciale, cioè alle modalità d'intervento nel rapporto contrattuale, e all'organizzazione interna.

Sono diffuse le compagnie che agiscono in veste di agenti che nell'interscambio non assumono né rischio commerciale né rischio finanziario, in quanto trattano, attraverso una propria rete internazionale di uffici, solo merci rappresentate solitamente con un rapporto di esclusiva geografica e/o di prodotto e/o di clientela.

Sono contrattualmente controparti dirette il compratore e il rappresentato, benché la contrattazione sul mercato sia di fatto conclusa dall'agente dietro commissione, misurata spesso sul valore o sulla quantità dell'affare e raramente in misura fissa periodica o in forma mista (fissa e variabile). Presenti sovente nei mercati caratterizzati dalla comunità delle forniture, le Trading Companies in genere operano come agenzie per conto di più rappresentanti.

Dedite principalmente al commercio in proprio, con un ruolo che evoca quello degli antichi mercanti, sono invece le Trading Companies di piccole-medie dimensioni, che sanno abitualmente muoversi in piena autonomia in mercati a ristretto raggio geografico o per specifici segmenti, sfuggendo al controllo e alla competizione delle grandi compagnie.

Diverso carattere hanno invece le Trading Companies legate al fatto produttivo, in genere di proprietà dell'industria: ad esse viene delegato il compito di gestire le relazioni commerciali sia con i mercati di approvvigionamento sia con quelli di sbocco.

Natura ancora diversa hanno le Trading Companies di proprietà bancaria, di recente apparizione e di particolare interesse in quanto, favorendo la diversificazione delle attività economiche, accrescono la circolazione dei capitali e la loro remunerazione,

Le opportunità offerte da questa simbiosi tra banca e mercato delle *commodities* sono intuitive. Le banche internazionali dispongono di un vasto network e di sedi operative in ogni parte del mondo; vantano consolidati rapporti con gli operatori di specifici settori di mercato; dispongono di mezzi finanziari o li possono rapidamente reperire; serbano una lunga consuetudine delle tecniche di commercio estero perché da sempre fungono da tramite per il perfezionamento di negoziazioni internazionali e per l'esecuzione delle transazioni concluse dalle Trading Companies; sono agevolate nelle operazioni commerciali che normalmente espongono gli scambisti al rischio di cambio.

Laddove esistevano barriere d'entrata rappresentate dalla difficoltà di

reperire management specificamente esperto dei mercati e delle tecniche operative, è stato talvolta possibile aggirare l'ostacolo attraverso l'acquisizione di una casa (Trading Company) già esistente e ben avviata. Vi sono poi le Trading Companies dedite principalmente al cosiddetto *counter-trading* e/o al *counter-barter*. Di esse è tipico l'acquisto o la vendita di merci, totalmente o parzialmente senza regolamento monetario: questi scambi di merce contro merce ricorrono frequentemente nei commerci con i cosiddetti *paesi a rischio* o con paesi sprovvisti di valuta forte ed a moneta interna non accettata o tecnicamente non spendibile al di fuori del sistema economico nazionale. Spesso operatori specializzati in questi scambi esteri danno vita a veri e propri dipartimenti governativi o a sezioni di Trading Companies somiglianti più a società di servizi che a società commerciali, delle quali anche altre società di trading si avvalgono per portare a termine complessi affari di *countertrade*.

Nelle ormai rarefatte economie di Stato le case di trading sotto controllo governativo effettuano l'interscambio delle materie prime necessarie al fabbisogno interno e di quelle disponibili per l'esportazione, secondo una pianificazione centralizzata e non necessariamente rispondente a criteri di profitto: è regola di queste società servirsi delle sedi consolari e degli addetti commerciali del paese di appartenenza per gestire i rapporti commerciali con l'estero.

Nelle stesse economie di mercato non mancano tuttavia casi di Trading Companies a partecipazione pubblica o di tipo misto che assicurano ai governi un controllo diretto di quote di mercato di specifiche materie prime attraverso industrie pubbliche di cui esse rappresentano una sorta di dipartimenti commerciali: fungono anche da punto di connessione tra governo e industria privata per l'attuazione di politiche economiche.

Una fondamentale classificazione delle Trading Companies si basa sul modello politico-economico del paese di appartenenza: questo criterio le differenzia in case di tipo europeo, giapponese e americano.

Le Trading Companies europee sono accomunate dall'appartenenza allo

stesso modello di regionalismo economico che accoglie quattro dei sette Paesi più industrializzati del mondo e crea un tessuto industriale simile quanto al fabbisogno di materie prime. Ciò che contraddistingue le Trading Companies francesi e ancor più quelle olandesi è un passato secolare di rapporti commerciali con le colonie che ha consentito il controllo dei commerci delle materie prime. Sotto questo aspetto quelle inglesi rappresentano un modello d'avanguardia su piano mondiale per vari motivi: innanzitutto perché il tradizionale controllo di materie prime originarie di un vasto impero coloniale si è trasformato in una fitta rete di accordi commerciali preferenziali; poi, per la presenza di operatori esperti e tecnicamente preparati, nonché di servizi bancari, assicurativi e d'informazione di prim'ordine; infine, per l'esistenza di un tessuto istituzionale incline ad appoggiare l'azione di queste compagnie.

Il modello giapponese è certamente diverso per cultura industriale, specializzazione produttiva e collocazione geografica. Le Trading Companies giapponesi sono state create per essere veicolo di modernizzazione e di decollo industriale del paese, con la precisa funzione di rompere l'isolamento economico, geografico, culturale, linguistico e tecnologico con il resto del mondo: il successo di queste strutture di commercio estero va ascritto all'essere altamente integrate ad un'industria nazionale quasi completamente trasformativa, che abbisognava di esse per approvvigionarsi di materie prime e smerciare prodotti lavorati sui vasti mercati internazionali. Insediate in modo capillare in ogni parte del mondo, in genere sono di proprietà della grande industria, di gruppi finanziari, di compagnie di assicurazione, di trasporto e di servizi.

Le Trading Companies americane si sono sviluppate soltanto dopo il 1982, grazie alla rinnovata legislazione volta a promuovere il commercio di esportazione attraverso la creazione di apposite società di commercio estero su iniziativa di banche o della grande industria: una loro caratteristica è quella di operare anche sul mercato interno più grande del mondo, che è talmente stimolante da attirare spesso anche insediamenti di

case di trading estere.

Se si pensa al ruolo determinante svolto dalle Trading Companies giapponesi e sud-coreane nel pilotare l'espansione del commercio estero dei rispettivi paesi, è da chiedersi come mai in Italia queste imprese non abbiano saputo assumere quel ruolo centrale assunto in tante altre economie mondiali.

Va detto che né il modello giapponese né quello americano potevano efficacemente calzare l'assetto industriale italiano, così specifico per composizione di imprese grandi e piccole, pubbliche e private, assistite e votate al profitto, e via dicendo.

Al riguardo, un certo peso ha avuto il comportamento del comparto produttivo, in cui le imprese di medio - grande dimensione hanno ritenuto di affrontare direttamente il mercato estero con proprie filiali o dipendenze, evitando di passar attraverso il filtro delle Trading Companies, considerato più un mezzo di esproprio di know-how tecnico e commerciale piuttosto che un ponte tra produzione e mercato.

Inoltre, il nostro interscambio è principalmente rivolto verso aree industrializzate, soprattutto l'Unione Europea, che è andata assumendo sempre più i caratteri di *domestic market*, così da rendere i costi e le difficoltà operative dell'approccio commerciale diretto alla portata di imprese anche di medio - piccole dimensioni. In tale ambito, la casa di trading non potrebbe trovare quello spazio operativo che le compete e che in genere riduce l'autonomia delle strutture commerciali delle imprese.

2 La domanda e l'offerta di materie prime

Le materie prime son generalmente definite come elementi naturali ricavati dal suolo terrestre o presenti nel sottosuolo con i noti requisiti della materialità fisica (sostanze organiche allo stato liquido o gassoso con una specifica composizione chimica), della trasferibilità nello spazio (con adeguati mezzi di protezione e di trasporto) e nel tempo (secondo la

diversa conservabilità), e dell'utilità economica che si riconduce al loro valore e che può essere conseguita in vario modo, attraverso il soddisfacimento diretto dei bisogni del consumo finale o con l'immissione, per via di scambio interno o internazionale, in cicli produttivi, o anche con la conservazione come stock di riserva.

Le materie prime, come ogni altro bene, sono merci che vengono acquistate e vendute in un mercato dove le condizioni di offerta e di domanda per ciascuna di esse ne determinano spontaneamente quantità e prezzo di equilibrio: ma non sempre è così, talvolta è possibile riscontrare nei vasti mercati di alcune merci primarie l'esistenza di situazioni di monopolio, oligopolio e monopsonio.

Esistono vari criteri per classificare le materie prime, tanti quanti sono i fattori che possono essere adottati come elementi di selezione. Tra di essi, la principale distinzione in uso è quella tra materie prime alimentari e materie prime non alimentari.

In base a fattori tecnici, le materie prime possono essere distinte molto genericamente in relazione al luogo di produzione (paesi industrializzati, paesi in via di sviluppo e paesi già ad economia pianificata asiatici e dell'Est europeo), alla possibilità di stoccaggio (deperibili o non deperibili), al ciclo fisico di produzione (merci rinnovabili e non rinnovabili), al grado di sostituzione con prodotti artificiali, etc.

Altre distinzioni vengono fatte riguardo a fattori economici, quali il valore dell'elasticità della domanda di ogni singola merce rispetto al reddito e al prezzo; il valore dell'elasticità dell'offerta rispetto al prezzo; il livello della concorrenza dei mercati in cui la merce viene scambiata (concorrenziali, oligopolistici o monopolistici).

Infine, riguardo ai fattori istituzionali, una materia prima può essere classificata in base al regime prevalente di produzione (sussidi pubblici o meno) o alla dimensione delle unità produttive (piccole, medie o grandi), ovvero al regime di accesso al mercato (libero o controllato).

2.1 L'offerta

Prima di illustrare la struttura delle esportazioni mondiali per gruppi di prodotti e zone di origine, è utile accennare alla scomposizione merceologica e geografica che a riguardo viene utilizzata dall'ONU.

Le zone di origine, come d'altronde quelle di destinazione, sono raggruppate in quattro blocchi:

- i paesi industrializzati (UE, EFTA, USA, Canada, Giappone, Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa);
- i paesi in via di sviluppo (quasi tutta l'Africa, Asia, America Latina e Oceania);
- i paesi socialisti dell'Asia (Cina, Corea del Nord, Vietnam e Mongolia);
- i paesi dell'Est europeo ex socialisti.

Ricorrendo al sistema *Standard International Trade Classification* (SITC), l'ONU raggruppa le materie prime in quattro categorie:

- a. prodotti agricolo-alimentari e bevande (alimenti, bevande, tabacco, oli animali e vegetali, animali);
- b. prodotti agricoli per l'industria (cuoio, pelli, gomma naturale, legname, fibre tessili naturali);
- c. minerali e metalli (minerali crudi, minerali metalliferi, ferro e acciaio, metalli non ferrosi);
- d. combustibili (petrolio e derivati, carbone, gas, altri materiali combustibili di origine fossile).

Sul nascere degli anni '90, i paesi industrializzati superavano la quota del 68% delle esportazioni mondiali delle materie prime a), b) e c), e la quota del 30% di combustibili. Per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo, questi frenavano il declino in atto delle loro quote di esportazioni rispettivamente al 25% per i prodotti a) e C), al 21% per i prodotti b), al 53% per i prodotti combustibili.

Non può dunque apparire vera la generale convinzione che attribuisce ai paesi in via di sviluppo il primato dei flussi di esportazione di materie

prime: vero è invece il contrario, e cioè che oltre due terzi di questo commercio mondiale ha origine dai paesi industrializzati, con sola eccezione per le esportazioni di combustibili, di cui il sottosviluppo vanta tuttora una supremazia che però da qualche anno tende a flettere sia a causa della minore importanza del carbone dovuta al progressivo spostamento verso fonti di energia alternative, sia a causa della crescente propensione a trattenere in loco le materie prime per trasformarle ed esportarle sotto forma di prodotti lavorati.

Nei paesi in via di sviluppo le esportazioni di materie prime costituiscono oggi circa il 49% del loro complessivo commercio di esportazione, mentre negli anni '50 questa quota superava il 90%. D'altro canto, il minor peso delle materie prime è stato controbilanciato dallo sviluppo delle esportazioni di prodotti semilavorati e finiti: questa tendenza di fondo, che si riscontra anche nell'interscambio mondiale, riflette il mutamento di una serie di condizioni, quali: lo sviluppo di nuovi prodotti di base industriali (fibre artificiali sintetiche) sostitutivi di quelli tradizionali (gomma e fibre naturali) che ha reso i paesi industrializzati deficitarii meno dipendenti dai paesi produttori in via di sviluppo; la crescita di benessere del mondo che riduce il rapporto tra consumi di beni primari (alimentari) e consumi di beni di non prima necessità; il raggiungimento dello stadio dell'autosufficienza alimentare in molti paesi industrializzati ovvero la creazione ivi di eccellenze agricole che hanno portato all'instaurazione di barriere protezionistiche.

L'offerta di prodotti alimentari dipende essenzialmente dalla specificità delle produzioni sottostanti, sebbene solo eccezionalmente la quantità prodotta coincida con la quantità offerta. Dal volume complessivo di un dato prodotto alimentare, di massima un paese produttore trattiene quanto necessita per la sussistenza della propria popolazione, quanto reimpiega in nuovi cicli e gli scarti di produzione; tiene poi conto sia delle variazioni delle giacenze volute dalla politica delle risorse sia dei flussi d'importazione, e quindi dimensiona la propria offerta sui mercati internazionali.

L'offerta dei prodotti alimentari è pertanto caratterizzata da una forte instabilità. Per convincersene, basta aver presente che frequentemente le singole colture seguono cicli biologici e meccanismi di rotazione che avvicendano periodi di eccedenze a periodi di scarsità di produzione. Alla variabilità dell'offerta concorrono anche i fattori climatici, che però influiscono in modo diverso sui prodotti delle zone temperate (cereali) e sui prodotti delle zone tropicali (cacao, caffè). Un ruolo importante rivestono poi, a riguardo, le variazioni dei costi di fattori produttivi (diserbanti, fertilizzanti, insetticidi) e l'innovazione tecnologica (trasporti e macchine agricole) che incidendo sulle rese unitarie si ripercuotono sulla convenienza a produrre, e dunque sull'offerta. Anche a tacere delle interdipendenze (instabilità riflessa) esistenti tra i prodotti congiunti, quali la lana e le carni ovine, i caseari e le carni bovine, i foraggi e le carni in genere, ecc., e delle deviazioni dalle regole di mercato a causa di politiche agricole di sostegno dei redditi e l'indipendenza alimentare (prezzi minimi garantiti, sussidi ai produttori, protezioni tariffarie selettive, controllo delle superfici produttive), quand'anche non si pervenga, specialmente nei paesi di sottosviluppo, a tassare le esportazioni o ad affidare a enti statali il compito di esportare i prodotti agricoli quando i produttori interni per incapacità negoziale non sanno spuntare i prezzi internazionali: la differenza tra i prezzi mondiali e i prezzi internazionali viene incamerata dallo Stato costituendo così indirettamente una tassa sulla produzione.

L'offerta di prodotti alimentari nel breve periodo è quasi sempre rigida rispetto alla variazione dei prezzi, per effetto della fissità dei fattori produttivi e della scarsa adattabilità dei piani di produzione nell'immediato. Non tutti i prodotti alimentari soffrono però della stessa bassa reattività: le colture a ciclo annuale (cereali) hanno generalmente una maggiore elasticità di quelle pluriennali (caffè, cacao, the, carni) perché i cicli più brevi favoriscono un'adeguata risposta economica, attraverso la variazione degli indirizzi produttivi al variare dei prezzi, e ciò ancor più quando le coltivazioni avvengono per mano di una

moltitudine di produttori (colture intensive).

L'offerta di prodotti non alimentari richiede un'analisi più articolata per la diversità delle caratteristiche di un ampio ventaglio merceologico.

I prodotti agricoli per l'industria danno vita a tre raggruppamenti:

- 1) gomma naturale, fibre dure, juta;
- 2) cotone, lana, pelli, cuoio;
- 3) legno, tabacco.

La loro offerta è piuttosto inelastica rispetto al prezzo e quasi tutti sono rinnovabili e/o sostituibili.

L'offerta di minerali e metalli non sempre è reattiva ai mutamenti di prezzo, perché tra loro si annoverano i cosiddetti materiali strategici, che quasi mai sono prodotti o estratti in quantità sufficienti a soddisfare i bisogni dell'industria e della vita civile dei singoli paesi, nonché a fronteggiare le rispettive emergenze militari. Per lo più non rinnovabili e ad alta concentrazione di produzione, tali materie prime hanno scarsa attitudine al riciclaggio e solo raramente sono oggetto di politiche di sostituzione che mettono in atto sistemi di surrogazione dei materiali, tali però da richiedere ingenti investimenti e tempi lunghi di attuazione. La stessa offerta di combustibili riflette il loro valore strategico, la limitata sostituibilità e la non-rinnovabilità: essa è generalmente inelastica rispetto al prezzo, nel breve come nel medio termine, e non infrequentemente soggetta a controlli tanto di natura cartellistica quanto d'origine istituzionale.

Sul commercio internazionale dei materiali strategici pesa una ripartizione tra due grandi blocchi geopolitici: da una parte vi è la supremazia delle aree minerarie dell'Africa australe, dei paesi PECO e della comunità degli Stati Indipendenti, dell'Australia e del Sud-est asiatico; dall'altra si colloca la netta dipendenza dell'Unione europea, del Giappone e talora l'esigua dipendenza degli Stati Uniti d'America.

Il grado di dipendenza dei paesi industrializzati per alcuni minerali-metalli varia da caso a caso, ma è pur sempre elevato: il Giappone evidenzia la massima dipendenza, l'Unione europea è ben lontana

dall'autosufficienza per molti metalli (rame, piombo, stagno, alluminio, nichel etc.). Gli USA sono invece grandi produttori di materiali strategici, ma ne sono anche grandi consumatori, e perciò possono avvertire scarsità di alcuni prodotti (manganese, cobalto, cromo) e problemi di disponibilità futura di altri (stagno tantalio).

L'accennata dipendenza spiega come si vengano facilmente a creare tensioni dei prezzi mondiali ogniqualevolta affiorano contrasti sullo scenario internazionali o si accendano focolai di guerra da qualche parte del mondo. Al grado di dipendenza si accompagna il grado di rischio d'interruzione anche parziale delle forniture estere. Questo rischio è legato tanto a fattori oggettivi quanto soggettivi: tra i primi rileva la concentrazione geografica della produzione mondiale e la sostituibilità del materiale; tra i secondi, le politiche di approvvigionamento, il livello degli investimenti in R&S e i criteri di gestione delle risorse nazionali. Tutti questi fattori determinano il grado di vulnerabilità di un paese rispetto ad uno specifico prodotto strategico d'importazione.

2.2 *La domanda*

Agli inizi degli anni '90 i paesi industrializzati risultavano richiedenti netti di materie prime per quote di circa il 71% dei prodotti agricolo-alimentari globalmente scambiati, il 71% dei prodotti agricoli per l'industria, il 77% dei minerali e metalli, 68% dei combustibili. Mentre i paesi in via di sviluppo assorbivano quote prossime al 21% dei prodotti agricolo-alimentari e per l'industria, al 17% di minerali e metalli e al 19% di combustibili, con un incremento di 10 punti percentuali per i minerali e metalli nei precedenti vent'anni, grazie ai processi di industrializzazione di paesi del Sud-est asiatico privi di risorse naturali. Quanto ai paesi dell'Est europeo e ai paesi socialisti asiatici, il loro ruolo secondario di clienti dei flussi di questo commercio mondiale si spiega con una ricca dotazione di risorse naturali, benché figurino strutturalmente importatori

netti di alimentari per cause fondate dapprima sull'idoneità dei metodi di piano a creare condizioni di autosufficienza e adesso sull'incapacità dei meccanismi del mercato recentemente adottati a incrementare adeguatamente l'offerta interna.

Anche per l'analisi della domanda occorre far distinzione tra prodotti alimentari e prodotti non alimentari.

La domanda di prodotti alimentari si pone sia in funzione del reddito dei consumatori sia in rapporto al prezzo: essa varia al variare del reddito reale e del numero dei consumatori. Ma un certo aumento del reddito produce un aumento meno che proporzionale della quantità domandata: così a livello di paese la crescita della domanda tende a diminuire all'aumentare del reddito reale e la domanda aggregata diviene meno elastica nei paesi di maggiore benessere.

La domanda di beni alimentari è essenzialmente rigida anche rispetto al prezzo: infatti, ad una variazione del prezzo corrisponde una variazione inversa meno che proporzionale della quantità domandata, e di conseguenza si genera il cosiddetto *effetto King* delle produzioni eccedentarie, consistente in una paradossale riduzione dei ricavi complessivi a causa della maggiore quantità prodotta e offerta sul mercato. Nel breve termine, la scarsa reattività della domanda di prodotti alimentari in rapporto al prezzo può rafforzarsi in una certa misura per l'esistenza di prodotti succedanei, anche se spesso consumi radicati nell'abitudine o condizioni climatiche limitano l'effettiva interscambiabilità degli alimenti. Nel lungo termine, la domanda è invece più reattiva, sempre però con coefficienti inferiori all'unità, per la naturale evoluzione dei gusti dei consumatori che porta ad una maggiore diversificazione dei consumi.

La domanda dei prodotti non alimentari ha la caratteristica di essere domanda derivata cioè esercitata dal sistema delle imprese secondo specifiche esigenze di approvvigionamento di fattori di produzione, anziché direttamente dal sistema della famiglie, come avviene principalmente per i prodotti alimentari. La loro domanda dipende solo

indirettamente dalla domanda dei corrispondenti semilavorati o prodotti finiti, di cui costituiscono gli input dei cicli industriali di produzione.

La domanda di prodotti finiti condiziona generalmente sia l'intensità della domanda di materie prime o di semilavorati sia la relazione tra il loro prezzo e la quantità domandata: così di massima si può affermare che quanto maggiore è la domanda di prodotti finiti, tanto maggiore è la domanda di materie prime e di semilavorati. Il concetto di domanda derivata può far riferimento a diversi livelli del ciclo economico: infatti, la domanda di input può trovare applicazione in relazione alla domanda di prodotti finiti all'ingrosso o al minuto, alla domanda di semilavorati o di prodotti congiunti, e così via.

A breve l'elasticità della domanda derivata rispetto al prezzo dipende da quella dei rispettivi prodotti finiti, ma è comunque scarsa quando è bassa l'incidenza economica degli input sul costo complessivo dei prodotti finali. Né può avere una consistente validità economica lo sfruttamento del breve termine di eventuali elasticità di sostituzione, poiché l'impiego di input alternativi implica quasi sempre investimenti ad alta intensità di capitale, senza tuttavia sopprimere l'alea della volatilità dei prezzi relativi. Rispetto al reddito degli utilizzatori, poiché la domanda finale dei corrispondenti prodotti finiti è reattiva in certa misura alle variazioni dei redditi reali, si può ritenere che anche la domanda di materie prime sia reattiva, con i coefficienti superiori a quelli dei prodotti alimentari ma in ogni caso inferiori all'unità.

3 La formazione dei prezzi internazionali

Teoria e pratica concordano nell'affermare che i prezzi delle materie prime sono determinati dal *mercato*, intendendo come tale il luogo dove le forze economiche di domanda e offerte interagiscono e generano in prezzo che le pone in equilibrio.

Per le osservazioni fatte precedentemente, è possibile affermare che il

tratto distintivo dei mercati delle materie prime è la scarsa elasticità dell'offerta e della domanda rispetto al prezzo corrente: ciò significa che anche lievi perturbazioni possono ripercuotersi con grande effetto sul prezzo.

In linea generale, si può infatti dire che l'offerta dei prodotti alimentari o delle materie prime industriali è rigida nel breve periodo e che il controllo dei loro livelli di produzione, in rapporto ai mutamenti della domanda, è possibile solo nel medio e lungo periodo. Ecco perché nel settore primario si parla spesso di *prezzi determinati dalla domanda*: ciò a differenza dei prezzi del settore secondario, che invece sono solitamente determinati da un *mark-up* sul costo complessivo di produzione, di guisa che alla variazione della domanda si è soliti reagire con variazioni delle vendite, che modificano i livelli delle giacenze senza creare instabilità nei prezzi.

In altre parole, a fronte di un'offerta sostanzialmente rigida, i produttori di materie prime sono portati a reagire a variazioni della domanda con variazioni dei prezzi, affidando perciò a questa regola il percorso logico della formazione dei loro prezzi.

Si è visto però che esistono fattori che tendono a rendere anche la domanda scarsamente sensibile al prezzo, tanto di prodotti alimentari, perché nel breve periodo le abitudini alimentari sono poco flessibili, quanto di materie prime industriali, perché i consumi dell'industria dipendono dai cicli a medio e lungo termine ed è difficile modificare a breve il loro impiego come fattori produttivi.

Va inoltre rilevato che le materie prime quasi mai sono immediatamente destinate al consumo finale delle famiglie, in quanto generalmente affluiscono, per la trasformazione, al sistema delle imprese del settore secondario, le quali non infrequentemente sanno attribuirsi un potere oligopolistico dal lato della domanda di materie prime.

Sul fronte dell'offerta si nota poi che non sempre vi è coincidenza tra produttori e operatori che immettono le merci nel mercato, cosicché la capacità d'imporre determinati prezzi è fatta dipendere in certa misura

dalla forza contrattuale delle imprese intermedie.

Le caratteristiche strutturali del mercato delle materie prime presentano spesso delle situazioni di palese posizione dominante di poche imprese: posizione che talvolta è assunta da grandi imprese di produzione, come nel caso del rame, e tal'altra da grandi imprese d'intermediazione, come nel caso del tipico prodotto alimentare coltivato in unità di produzione di piccole/medie dimensioni e incettato per la commercializzazione da grandi organizzazioni internazionali.

Che si tratti d'impresa di produzione o d'impresa d'intermediazione, chi detiene la posizione dominante è comunque portato a proteggere il suo mercato, ossia a porre barriere all'entrata di altre imprese sullo stesso mercato, al limite facendo ricorso anche al cartello, che è una forma di collusione tra i principali produttori di una data merce per fissarne i prezzi spartirsi il mercato e predeterminarne livelli di produzione tali da consentire il controllo della concorrenza e l'aumento dei profitti. Nell'ambito delle moderne economie industriali, questi accordi sono solitamente contrastati da legislazioni antimonopolistiche, mentre nel commercio internazionale i cartelli (ad esempio l'Opec per il petrolio e quello di Bogotà per il caffè) incontrano grosse difficoltà nella stessa concorrenza del mercato. Al riguardo, bisogna tuttavia riconoscere che la possibilità di collusione tra produttori non va definitivamente riposta negli archivi della storia dell'economia: la moderna economia degli scambi internazionali dei prodotti di base, e non solo di questi, consiglia di non sottovalutare la non mai sopita tentazione delle imprese dominanti di uno stesso settore "a collaborare" tra loro: in altre parole, resta ancora valido, con i dovuti adattamenti alla realtà dei vasti mercati internazionali, quanto scriveva Adam Smith ben oltre due secoli fa: "La gente che lavora nello stesso settore raramente si incontra, fosse pure per divertirsi insieme, ma quando lo fa finisce sempre in una cospirazione contro il pubblico o nell'invenzione di qualche trucco per aumentare i prezzi".

Le barriere all'entrata di altre imprese sul mercato rappresentano il

principale ostacolo alla libera formazione dei prezzi al di sopra dei livelli che si avrebbero in un regime di libera concorrenza.

Come in ogni mercato, anche in quello delle materie prime agiscono tre tipi di barriere all'entrata di nuovi competitori: esse sono i forti differenziali di costo, le spiccate vischiosità e le economie di scala.

Quanto alle differenze nei costi, va detto che nel settore primario è rilevante l'esistenza di fattori naturali, dai quali dipende il grado di apertura delle imprese alle risorse della natura, distribuite geograficamente in modo disuguale e spesso non riproducibili. Come è stato detto dinanzi, ben è vero che a causa della rigidità dell'offerta di breve periodo i prezzi delle materie prime sono generalmente determinati dalla domanda, ma non bisogna dimenticare il divario dei costi di produzione che si viene a creare per effetto delle diverse tecnologie impiegate: per esempio, la terra è una risorsa che naturalmente avvantaggia (per ubicazione, fertilità e irrigazione) un certo numero di imprese agricole, le quali possono ulteriormente accrescere il vantaggio economico rispetto ad altre imprese che vorrebbero entrare nel mercato anche abbassando il costo per unità di prodotto, attraverso processi di meccanizzazione e l'impiego di specifiche tecniche idonee a migliorare la resa delle coltivazioni e dotandosi di un'organizzazione e di mezzi di comunicazione efficienti. Al riguardo emblematico è il caso del business delle banane, gestito nel mondo da pochissime imprese multinazionali che curano sia la produzione sia la commercializzazione fino alle reti nazionali di distribuzione al dettaglio, con ciò erigendo un'invalicabile barriera all'entrata di nuovi prodotti sui vasti mercati internazionali. Altre barriere possono essere costituite, per le materie prime d'origine mineraria, dai diritti di proprietà o di sfruttamento ovvero da nuovi procedimenti di reperimento e di estrazione, come nel caso dei giacimenti di petrolio.

Benché dotato di una maggiore omogeneità qualitativa rispetto alla differenziazione qualitativa dei prodotti industriali, il settore primario mostra talvolta elementi di vischiosità del mercato dei fattori di

produzione che rappresentano una seconda barriera all'entrata sul mercato: le materie prime di origine monetaria possono, infatti, presentare caratteristiche qualitative che le rendono utilizzabili esclusivamente per determinati impieghi, come nel caso del petrolio ad alto contenuto di zolfo.

Le economie di scala sono state indicate come un modo per rendere possibile il mantenimento o l'innalzamento di barriere all'entrata sul mercato. Il settore primario, in particolare l'industria estrattiva, data la grande varietà e la crescente succedaneità delle produzioni, non consente una sicura determinazione del grado di posizione dominante che un'impresa potrà raggiungere a fronte dell'abbassamento dei costi e in virtù di un dato aumento dei volumi prodotti. Le barriere all'entrata dipendono perciò non tanto dalla possibilità o meno di ottenere economie di scala intese nel loro significato classico, quanto invece dalla diversa capacità rispetto ai potenziali concorrenti di sostenere i costi della ricerca di nuove risorse naturali che andranno a sostituire quelle in esaurimento, per soddisfare la domanda corrente e quella attesa per il futuro. Le nuove ricerche, presentando un maggior grado di rischio e un più oneroso reperimento, sono più facilmente sostenibili dalle imprese di grandi dimensioni che dominano il mercato e che possono pertanto assorbire gli alti costi e i forti rischi connessi all'impiego di importanti tecnologie. Basti ricordare, al proposito, lo sviluppo dell'industria del petrolio negli Stati Uniti: alle origini, nell'Ottocento, vi era una miriade di imprese petrolifere dati i modesti mezzi necessari per l'estrazione del greggio dai pozzi di superficie; ma, esauriti questi pozzi, la ricerca divenne costosa e a rischio, data la necessità di perforare pozzi a livelli sempre più profondi: ciò provocò una severa selezione che col tempo portò alla sopravvivenza solo delle grandi imprese integrate verticalmente.

Riguardo al tema del presente paragrafo, va osservato che la letteratura economica riconosce alle manovre sui prezzi la capacità di escludere o di ostacolare l'entrata nel mercato di nuove imprese. Si parla allora di prezzi di esclusione, quando l'obiettivo è di impedirne l'entrata, e di prezzi di

eliminazione, quando le si vuole estromettere: i primi sono fissati generalmente su un livello inferiore a quello che lascerebbe un profitto ancorché minimo alle imprese in procinto di entrare nel mercato; i secondi sono portati a livelli inferiori agli stessi costi diretti delle imprese da escludere dal mercato. Entrambe le strategie richiedono tempo per andare a segno: solitamente i prezzi di esclusione sono fatti valere anche per lunghi periodi, mentre quelli di eliminazione possono facilmente trovare impiego per periodi piuttosto brevi.

Si afferma comunemente che il settore primario annovera mercati in larga misura trasparenti, intendendo dire con ciò che tutti i venditori e tutti i compratori sono a conoscenza delle condizioni di vendita e di acquisto di tutti gli altri operatori presenti sul mercato. In tal senso, la trasparenza del mercato delle materie prime è favorita dalla consuetudine di rendere omogenee le caratteristiche merceologiche ammesse allo scambio mediante la determinazione di qualità-base e di scarti di qualità superiori o inferiori, con i relativi coefficienti di variazione del prezzo in aumento o in diminuzione.

Questa possibilità di rendere omogenee le caratteristiche merceologiche delle materie prime e la tecnica di standardizzare le obbligazioni contrattuali determinando l'uniformità dei prezzi, hanno rappresentato quegli elementi basilari di regolarità e di sicurezza sui quali sono stati creati e si sono sviluppati i grandi mercati internazionali organizzati. Né è bastata la diseguale distribuzione geografica delle risorse naturali, e quindi l'esistenza di grandi distanze tra luoghi di produzione e luoghi di trasformazione o di utilizzo di materie prime, a ritardare la creazione di piazze d'affari ove far convergere la domanda e l'offerta, ben presto soltanto in senso economico, cioè senza la presenza fisica delle merci. L'affinamento dei mezzi di comunicazione e d'informazione ha fatto di questi mercati organizzati delle vere e proprie *centrali di formazione dei prezzi* di universale riferimento per specifiche merci: i metalli non ferrosi a New York, le lane a Sidney, i diamanti a Johannesburg, i cereali a Chicago, la seta a Yokohama, il petrolio Brent a Londra, ecc. Dall'alto

grado di accentrimento di domande e di offerte provenienti da ogni parte del mondo scaturiscono prezzi che riflettono non solo le posizioni presenti dei contraenti, ma anche le posizioni future condizionate da particolari aspettative.

La storia dell'economia reale ricorda che in epoche lontane la formazione dei prezzi avveniva contemporaneamente al trasferimento fisico delle merci, mentre oggi ciò avviene solo in casi eccezionali perché nei mercati organizzati domanda e offerta si riferiscono quasi sempre a partite di merci che si trovano nei luoghi di produzione, o che non sono state ancora prodotte ovvero non lo saranno mai.

Per la loro capacità di formare *prezzi omogenei*, si parla di queste Borse merci come di *mercati perfetti* e di mercati dominati che hanno il compito di indicare su scala internazionale i *prezzi-guida*: a latere di questi *mercati regolatori* si sono sviluppati nel mondo miriadi di *mercati periferici* dove avvengono gli scambi fisici delle materie prime a condizioni di prezzo che rispecchiano con opportune rettifiche i suddetti *prezzi guida*. Quest'ultimi si formano dall'incontro nei mercati regolatori di masse di domande e di offerte che costituiscono ben poca cosa rispetto al volume delle merci effettivamente scambiate nel mercato fisico mondiale; ciò nondimeno, essi derivano alta significatività ed elevato valore segnaletico dalla standardizzazione delle negoziazioni.

Ad insediare la trasparenza del mercato delle materie prime, cioè la formazione di prezzi di equilibrio fra domanda e offerta, è spesso la presenza di quelle imprese multinazionali che coprono l'intero ciclo del prodotto, dalla produzione della materia prima alla sua utilizzazione per la trasformazione industriale fino allo smercio al consumo del relativo prodotto finito. Siffatte integrazioni verticali deformano la struttura del mercato delle materie prime poiché i prezzi di trasferimento derivano da un mercato tutt'altro che perfetto, ma si formano secondo obiettivi d'impresa che nulla hanno da spartire con l'esigenza di equilibrare le posizioni della domanda e dell'offerta.

Questo modo di fissar unilateralmente i prezzi degli scambi

internazionali, in attuazione di specifiche politiche di gruppo (attuazione di investimenti, creazione di barriere all'entrata, arbitraggi nei profitti tra imprese infragruppo a scopi valutari o fiscali, ecc.) contribuisce così a rendere meno trasparente il mercato delle materie prime, in proporzione all'importanza di queste grandi imprese sui mercati internazionali.

CAPITOLO III

**LA SPECULAZIONE NEI MERCATI
INTERNAZIONALI DELLE MATERIE PRIME**

Nell'attuale regime di globalizzazione finanziaria, la speculazione è venuta assumendo un rilievo del tutto particolare con effetti spesso destabilizzanti per i mercati valutari ed azionari. Tra i fattori alla base dell'instabilità finanziaria degli ultimi anni, un ruolo particolarmente rilevante, infatti, è stato svolto da coloro che effettuano operazioni di natura speculativa.

Nel biennio 2007/2008 la speculazione sulle materie prime è stata molto forte, accentuando una tendenza nata agli inizi del 2001 in seguito all'esplosione della bolla di internet. Dopo la crisi dei mutui *subprime*, nell'estate del 2007, gli investitori istituzionali (fondi pensione, società assicurative, banche e *hedge funds*) si sono progressivamente sganciati dal mercato dei debiti, identificando nel settore dei prodotti agricoli e degli idrocarburi la fonte di profitti alternativi interessanti.

Non solo, secondo Standard & Poor's, nel primo trimestre del 2008 gli investitori istituzionali hanno spostato non meno di 40 miliardi di dollari sulle materie prime a copertura contro l'inflazione e la svalutazione del dollaro.

Ancora, uno studio condotto dallo IATP (*Institute for Agriculture and Trade Policy*) ha rilevato che gli investimenti nel mercato dei *futures* sulle *commodities* agricole hanno conosciuto una crescita esponenziale a seguito delle imponenti manovre messe in atto da colossi finanziari quali Morgan Stanley, Goldman Sachs e Barclays PLC, capaci di incrementare la loro partecipazione in termini economici da 1,5 a 3 miliardi di dollari.

Sono proprio i *futures* gli strumenti maggiormente utilizzati per speculare

e ciò deriva dalle loro caratteristiche, già menzionate al Capitolo I.

Essendo titoli standardizzati, possono essere facilmente collocati sul mercato fornendo diversi benefici: sono utili strumenti di diversificazione e di allocazione strategica in quanto hanno una bassa correlazione con le classi di attività finanziarie tradizionali; quelli sulle *commodities* hanno un *tradeoff* tra rischio e rendimento comparabile a quello delle azioni; hanno alta liquidità, bassi costi di transazione e completa trasparenza; a differenza delle azioni e delle obbligazioni, i prezzi dei *futures* sulle materie prime salgono in periodi d'inflazione, facendone quindi una buona copertura sull'inflazione stessa.

Questo può aiutarci a capire come sia stato possibile che il valore nominale dei derivati in circolazione sulle *commodities* si sia moltiplicato di oltre otto volte in quattro anni, passando da 1.000 a 8.400 miliardi di dollari tra l'inizio del 2004 e la fine del 2007.

È inoltre da considerare che l'investimento diretto sulle *commodities*, fino a pochi anni fa, era riservato soltanto agli operatori professionali, ma recentemente sono stati immessi sul mercato molti nuovi strumenti, facilmente accessibili tramite la propria banca, quali ETF² tematici, ETC³

² Gli Exchange Traded Fund sono fondi indicizzati quotati che hanno l'obiettivo di replicare il più fedelmente possibile l'andamento di un indice di riferimento (azionario, obbligazionario, commodity, ecc.) attraverso una gestione passiva. I vantaggi di questi strumenti sono i bassi costi di gestione (essendo la "gestione passiva" relativamente economica da realizzare rispetto alla "gestione attiva" tipica dei fondi comuni), la diversificazione ottenibile con un singolo strumento e la quotazione in Borsa Italiana che li rende negoziabili in tempo reale attraverso il proprio intermediario finanziario.

² Gli Exchange Traded Commodity, pur essendo formalmente diversi dagli ETF, hanno gli stessi vantaggi, ma a differenza di questi permettono di investire anche su un singolo sottostante (ad esempio l'oro, il petrolio, ecc.) invece che su un indice diversificato. Inoltre gli ECT sono titoli senza scadenza e permettono a tutti di investire o di speculare sui mercati delle commodities senza acquistare futures, cioè i contratti di compravendita a un prezzo predeterminato, ma di fare un investimento "passivo", il cui rendimento cioè non dipende dalle scelte di un gestore ma solo dall'andamento del mercato.

e certificati, che si sono aggiunti ad un'offerta di fondi comuni d'investimento in fase di ampliamento. Inoltre, la mancanza di regolamentazione sulle attività speculative ha favorito l'immissione sul mercato di nuovi pacchetti d'investimento i quali accorpano *futures* su *commodities* agricole a futures su materie prime non agricole (energia, metalli preziosi, petrolio etc.) permettendo così agli speculatori di muoversi in contemporanea e più facilmente su diversi mercati. L'esistenza di questi pacchetti sconvolge gli equilibri tra domanda e offerta delle diverse *commodities* incidendo ancora una volta sulle quotazioni.

Mancando ogni freno alle manovre speculative ed essendo il mercato colmo di strumenti atti a speculare, non si può prescindere dall'ammettere che la speculazione abbia giocato un ruolo attivo ed altamente rilevante nella recente crisi. Né è convinto Soros ribattendo la tesi di Krugman, se ne sono accorti i "grandi della terra" cominciandone a parlare nelle conferenze del G8 e nell'ultima conferenza ONU. Le materie prime alimentari ed energetiche sono diventate il "bene rifugio": quello sul quale investire per compensare perdite altrove.

1 Definizione ed origine storica

È definito da Kaldor comportamento speculativo quello volto allo scambio di beni o servizi, di titoli di credito o di valuta, al fine di ottenere nell'intervallo temporale in cui si attua l'operazione, una variazione favorevole di prezzo, non giustificata né dall'aumento dei costi, né da trasformazioni qualitative, né da trasferimenti su differenti mercati o nel tempo.

Tale definizione permette di distinguere l'attività speculativa da altre operazioni analoghe, come l'arbitraggio o la copertura commerciale (*hedging*). La prima attività, pur fruttando differenziali di prezzo, non comporta alcun rischio per gli operatori, la seconda viene utilizzata

contro i pericoli di improvvise oscillazioni di prezzi cui si può andare in contro nello svolgimento di operazioni reali. La speculazione invece si fonda unicamente sulle aspettative degli operatori economici che si attendono di sfruttare a proprio vantaggio variazioni future di prezzo: spesso tali aspettative non hanno alcuna giustificazione reale, ma si autoalimentano proprio in seguito al comportamento degli stessi speculatori. Si parla di speculazione a rialzo o fermo (*bull market*), tutte le volte in cui l'operatore agisce a proprio rischio al fine di provocare un aumento dei prezzi rispetto a quelli di acquisto, per godere, in seguito a questo suo comportamento di tale incremento; nel caso contrario, invece, quando cioè lo speculatore offre bene o le attività in oggetto, al fine di poter usufruire di future riduzioni di prezzo, si parla di speculazione al ribasso o di mercato in lettere (*bear market*).

Nella prima ipotesi, quando i mercati di scambio delle merci sono dominati da tendenze rialziste, è estremamente difficile distinguere, di fatto, se gli aumenti di prezzi trovino una loro giustificazione nei miglioramenti qualitativi apportati al prodotto, nelle spese di trasporto o di assicurazione del carico sostenute per trasferire i beni da una piazza all'altra o, in fine, nel costo di custodia e di immagazzinaggio per conservare il bene nel tempo e immetterlo sul mercato in un periodo successivo. In questi casi specifici, infatti, non ci troveremmo di fronte a speculazione, mentre rientrerebbero nell'attività speculative tutte le altre ipotesi ingiustificate di variazione di prezzo: è chiaro che, come già accadde nel medioevo a proposito della definizione di usura, esistono molti casi in cui le linee di demarcazione tra guadagno giustificato e utile speculativo sono poco nitide e questo ha portato, in particolare nei periodi di inflazione o di guerra, a identificare genericamente l'attività degli speculatori con quella di quanti operano sui mercati delle merci, delle valute o dei titoli.

Le origini storiche della speculazione sono probabilmente concomitanti con il sorgere dell'attività commerciale e con la nascita del mercato di scambio; tuttavia le manifestazioni primitive della speculazione non sono

confrontabili con quelle più moderne, in primo luogo perché un tempo si operava quasi esclusivamente su derrate alimentari, e in secondo luogo perché i mercati non possedevano ancora una dimensione adeguata e non erano dotati di specifici strumenti tecnici per operare. Soltanto con la nascita, verso la fine del medioevo, ad opera dei mercati italiani, delle prime borse in quelle città che furono sedi originarie di fiere o di mercati internazionali e con lo sviluppo, qualche decennio più tardi, della negoziazione di merci o di valuta a consegna differita, cioè con il trasferimento effettivo dei beni o delle monete in un momento successivo a quello a cui il contratto di vendita o di acquisto era stato stipulato, l'attività speculativa poté essere svolta sistematicamente e con dimensioni tali da permettere quei guadagni che costituirono una delle forme più importanti dell'accumulazione originaria.

2 Requisiti dei beni oggetto di speculazione

La speculazione intesa come mero godimento del vantaggio derivante allo scarto tra prezzi attesi e prezzi correnti in due distinti momenti, indipendentemente dall'utilizzazione o dalla trasformazione delle attività attraverso le quali si attua, può avere oggetto qualsiasi, ma è particolarmente virulenta per quei beni che presentano caratteristiche speciali, quali: merci (tra cui materie prime e prodotti agricoli) e servizi; titoli di credito privati o pubblici, sia nella forma di azioni che di obbligazioni; valute e divise.

Il bene, dunque, che permette alla speculazione di realizzarsi deve possedere alcuni attributi specifici e cioè deve avere requisiti uniformi, tali da renderlo standardizzato e oggetto di una domanda generalizzata; deve essere inoltre un bene durevole e dotato di un valore elevato rispetto al volume.

Raggruppando e sintetizzando questi requisiti diremo che è possibile che si sviluppi la speculazione soprattutto nei confronti di beni che danno vita

ad un mercato perfetto o quasi perfetto che escluda qualsiasi rigidità dei prezzi, che possieda adeguate dimensioni e che non presenti un divario eccessivo tra i prezzi di acquisto e i prezzi di vendita, in quanto ciò renderebbe già in partenza troppo oneroso il costo dell'operazione speculativa. Naturalmente questi requisiti che permettono di esercitare la speculazione su determinati beni possono essere posseduti in gradi diversi e molte volte è sufficiente che ne sia presente anche soltanto uno, ma in modo particolarmente intenso, per sopperire alla carenza degli altri. Questo spiega perché in periodi di iperinflazione quando i prezzi crescono molto rapidamente (si pensi al caso della Germania nel 1923), aumentino i tipi di beni che possono essere oggetto di speculazione e quasi tutti i soggetti economici operino come degli speculatori, date attese generalizzate di aumento dei prezzi.

Per facilitare la massima fluidità del mercato, le contrattazioni avvengono generalmente attraverso l'intermediazione di *brokers*, cioè di agenti specializzati nello svolgimento delle operazioni (mediatori, agenti di cambio, intermediari finanziari), che facilitano l'incontro delle condizioni di acquisto con quelle di vendita, garantendo l'anonimato delle singole richieste. Inoltre, per favorire l'accesso al più ampio numero di operatori, sono consentite le operazioni a termine o a consegna differita, a cui possono ricorrere anche coloro che al momento non dispongono né di denaro né di beni.

Occorre, però, ed è questa la seconda condizione riassuntiva di tutta un'ulteriore serie di requisiti, che siano poco elevati i costi di mantenimento dei beni nell'intervallo temporale in cui la speculazione si attua: non deve trattarsi, cioè, di merce né troppo deperibile, né troppo voluminosa, né generatrice, in seguito al suo impiego, di alti redditi, dato che in tal caso il loro stockaggio, comporterebbe costi-opportunità troppo elevati. Per tutte queste ragioni non figurano generalmente tra i beni oggetto di speculazione i macchinari, dato che presentano caratteri non uniformi, non sono fungibili e la loro non utilizzazione per un certo periodo implica la rinuncia a redditi troppo elevati per rendere

convenienti operazioni speculative.

Per concludere, è necessario aggiungere che l'insieme di queste caratteristiche tecniche non sono di per sé ancora sufficienti per lo sviluppo di una fiorente attività speculativa se il mercato non è assistito in modo adeguato dall'intermediazione creditizia.

3 Settori in cui opera la speculazione: il mercato delle merci

Per quanto riguarda il settore delle merci, la speculazione è particolarmente attiva per i prodotti agricoli, le materie prime e i metalli, nonostante i mercati di questi beni presentino differenze tra loro. Nel campo agricolo, ad esempio, l'attività speculativa è stata facilitata dal fatto che gli operatori sono in generale molto numerosi e nessuno è in grado singolarmente di controllare il mercato: inoltre l'offerta è rigida, essendo legata al ciclo naturale di produzione e imprevedibile a causa dei fattori climatici; la domanda, invece, ha notevole stabilità. Per questo sin dall'antichità grosse organizzazioni commerciali si impegnavano ad acquistare dai piccoli produttori al momento del raccolto, se non addirittura prima di quella data, tutto il prodotto ad un prezzo molto contenuto data l'abbondanza dell'offerta in quel momento, per poi offrirlo al dettaglio nel corso dell'anno a prezzi notevolmente maggiorati. È significativo il divieto che sussisteva nel medioevo contro le vendite a cessione differita, giustificato dal fatto che tali contratti impedivano il regolare afflusso delle merci prodotte sul mercato dove, per legge, dovevano concentrarsi tutte le derrate agricole, al fine di pervenire alla determinazione dell'“equo” prezzo; così pure tutte le disposizioni adottate fino a non molti anni fa, volte a vietare la vendita del grano “in erba”, miravano a impedire i guadagni abusivi degli incettatori che, approfittando dello stato di necessità degli agricoltori sul piano finanziario, si accaparravano il futuro prodotto. L'istituzione degli ammassi obbligatori per i prodotti agricoli, controllati dalle pubbliche

autorità che ritirano la merce pagandola ad un prezzo concordato, avrebbe dovuto bloccare ogni tipo di incettazione speculativa: tuttavia, gli speculatori, tenuti lontani dal contatto diretto con i singoli produttori, sono più che mai pronti a sfruttare il momento in cui l'ente pubblico incaricato dell'ammasso offre sul mercato le scorte accantonate, per accaparrarsi tutto il prodotto ai fini speculativi, come mostrano le vicende che nel 1976 hanno turbato, in Italia, il mercato di uno specifico prodotto alimentare (il formaggio parmigiano reggiano).

A stimolare l'attenzione degli speculatori verso il mercato agricolo furono probabilmente le condizioni quasi concorrenziali in cui esso si muove ed è interessante notare come, sin dai secoli passati, i piccoli produttori siano stati indotti a favorire indirettamente tale gioco, offrendo sul mercato, attraverso un progressivo perfezionamento delle tecniche di coltivazione, un prodotto che fosse il più possibile uniforme e omogeneo, in modo tale da essere oggetto di contrattazione, indipendentemente da un suo esame preliminare: sappiamo, infatti, come la speculazione sulle merci è stimolata dalla standardizzazione del prodotto e dalla sua conseguente fungibilità, così come è favorita dall'assenza dal mercato di ogni forma d'imperfezione che rallenti o renda eccessivamente onerosi gli atti di scambio.

Oggi quasi tutti i prodotti agricoli sono coinvolti nel gioco speculativo e ad essi vanno aggiunti, a partire dagli anni dello sviluppo industriale, la maggior parte dei metalli e delle materie prime.

Sui mercati delle materie prime la speculazione incontra condizioni notevolmente differenti a causa del fatto che in questo campo l'offerta è facilmente manovrabile, per cui uno dei primi obiettivi di chi intende speculare in questo campo diventa quello del controllo delle fonti di produzione, mentre l'andamento della domanda è strettamente legato alle vicende del sistema produttivo. Pertanto, le forti fluttuazioni dei prezzi che interessano questi mercati non sono imputabili alla rigidità dell'offerta che può, al massimo, farsi sentire nel breve periodo, ma vanno attribuite proprio all'instabilità della domanda condizionata da

fattori esogeni e alla bassa elasticità delle scorte speculative che sono in ultima analisi strettamente legate al potenziale assorbimento da parte dell'industria. Come per i prodotti della terra anche le materie prime vengono scambiate attraverso dei *warrants*, documenti rappresentativi di partite generiche di merce che hanno come unico elemento distintivo un numero specifico che viene loro assegnato nel momento in cui vengono prese a carico da un magazzino di un determinato mercato merci: le diverse partite sono vagliate da appositi organi che presiedono alle classificazioni di riferimento e all'accertamento delle specifiche qualità che per la lana, ad esempio, sono individuate in tre categorie. La catalogazione e selezione preliminare delle merci rende possibile la diretta negoziazione dei soli documenti rappresentativi mentre i beni sono di fatto scambiati, all'interno dei più importanti mercati merci del mondo, quali Londra e New York, solo nel momento in cui si conclude in modo definitivo il contratto.

È importante notare che nel caso di un contratto a termine (che per le merci può avere una scadenza massima di tre mesi) non viene trattato un *warrant*, ma semplicemente un quantitativo *standard* (che per i metalli non ferrosi è di 25 tonnellate) di una determinata categoria di prodotto: solo alla scadenza, se i contraenti decidono di ritirare fisicamente la merce viene loro assegnato un *warrant*.

Ai mercati a termine delle merci accedono generalmente due categorie di operatori: le imprese industriali, per operazioni di copertura in concomitanza con la sottoscrizione di contratti di fornitura di prodotti finali, al fine di premunirsi da eventuali variazioni di prezzo delle materie prime e gli speculatori, alla ricerca di un impiego temporaneo alternativo rispetto all'investimento in borsa, borsa valori o sul mercato dei cambi. Questi operatori accentuano certe pressioni sui prezzi generate dalla politica di importanti organizzazioni commerciali che controllano con veri e propri cartelli il mercato di specifiche materie prime o prodotti agricoli. Alcuni di questi cartelli sono stati nel tempo talmente potenti da riuscire ad escludere addirittura dal mercato il prodotto da loro

controllato: uno dei casi più macroscopici è quello del petrolio il cui prezzo è stato determinato, almeno fino al 1973, indipendentemente dalle condizioni dell'offerta e della domanda, dalla specifica volontà delle "sette sorelle", cioè le più importanti multinazionali operanti nel settore. Il potere delle multinazionali che controllano le singole materie prime è talmente elevato da permettere loro di isolare dal mercato qualsiasi altro operatore che tenti di fare un'autonoma politica del prezzo: esse, inoltre, non rinunciano ad interferire negli affari politici dei paesi in cui operano tutte le volte che il buon esito di un'operazione corri il rischio di essere compromesso dall'intervento delle autorità locali.

4 Speculazione e teoria economica

L'analisi delle ripercussioni sul sistema economico dell'azione speculativa e la valutazione del suo ruolo in termini di stabilità e instabilità dell'equilibrio di mercato, è stato oggetto di dibattito tra gli economisti di diverse scuole: in particolare sono emerse due posizioni antitetiche che vedono da un lato le scuole liberiste più ortodosse, come quella neoclassica, che esaltano la funzione stabilizzante della speculazione all'interno dei mercati in cui opera e dall'altra le scuole più critiche nei confronti del sistema, come quella keynesiana, che hanno messo in luce piuttosto il ruolo destabilizzante e distorsivo rispetto all'allocazione ottimale delle risorse. I postulati da cui parte la concezione neoclassica per valutare la funzione della speculazione sono quelli tradizionali di mercati perfettamente concorrenziali all'interno dei quali le reali condizioni di scambio determinano un prezzo di equilibrio, considerato "normale" dagli operatori economici del settore. Tutte le volte in cui si dovessero verificare dei mutamenti transitori della domanda o dell'offerta tali da provocare oscillazioni dei prezzi intorno al valore normale, gli speculatori, che godono, secondo questa teoria, di una capacità di previsione superiore alla media degli altri operatori,

intervengono con azioni compensative tali da spingere i prezzi verso l'equilibrio originario e da livellare i valori estremi. I loro interventi, sempre di portata tale da incidere solo marginalmente su una piccola quota del mercato totale, influenzerebbero unicamente la grandezza delle variazioni dei prezzi, ma non sarebbero in grado di modificarne la direzione: per poter trarre profitto dall'operazione, sostiene la teoria tradizionale ed in particolare Friedman, occorre che lo speculatore acquisti nei periodi in cui i prezzi sono bassi, dando impulso in tal modo ad una domanda stagnante e venda nei periodi di tensione dei prezzi, rinforzando un'offerta tendenzialmente inadeguata. Permettendo, inoltre, l'accesso al mercato anche a chi non abbia immediata disponibilità o di beni o di denaro, conferisce ad esso maggior spessore, assicurando continuità agli scambi e riducendo il campo di oscillazione dei prezzi correnti rispetto a quelli attesi.

L'equivoco di fondo di tale impostazione consiste nell'aver esteso all'attività speculativa in generale le caratteristiche di comportamento degli arbitraggisti i quali operano su diversi mercati, bilanciando ed equilibrando le quotazioni, in quanto acquistano dove i prezzi sono più contenuti e rivendono dove questi sono più elevati. L'unica differenza tra speculatore ed arbitraggisti consisterebbe nel fatto che i primi a differenza dei secondi, non godrebbero a priori della certezza del buon esito delle operazioni, dato che le quotazioni di mercato potrebbero allontanarsi ulteriormente dal livello normale del prezzo. Il loro comportamento (vendite nel caso di prezzi alti ed acquisto nell'ipotesi opposta) anche qualora non fosse coronato da successo al livello del singolo speculatore, contribuirebbe, tuttavia, in modo sistematico al contenimento delle fluttuazioni dei prezzi nel tempo, al livellamento degli squilibri nello spazio e all'orientamento nel risparmio verso gli impieghi più opportuni, selezionando gli investimenti.

Questa concezione sembrerebbe trovare una conferma indiretta nell'atteggiamento di alcuni istituti di credito americani che, al fine di indurre gli speculatori a svolgere un'azione stabilizzante, pretendono,

all'atto di concedere anticipazioni su titoli, margini di copertura molto elevati fino al 60% quando il mercato è al rialzo (al fine di frenarlo), molto bassi (30%) quando è depresso, per rianimarlo. Nonostante queste rigide disposizioni, che tra l'altro non sono adottate negli altri mercati, dove invece vigono regole antitetiche, non si è riusciti ad impedire l'esplicitarsi di massicci interventi destabilizzanti all'interno delle borse americane.

La mistificazione insita nella concezione che pretenderebbe di "addomesticare" la speculazione è particolarmente evidente nell'analisi dei mercati valutari all'interno dei quali la scuola neoclassica, continua ad identificare come una garanzia contro potenziali attacchi speculativi destabilizzanti l'adozione di un sistema di cambi flessibili che escluderebbe, a differenza del sistema di cambi fissi, qualsiasi rigidità delle quotazioni, permettendo il libero esercizio dell'arbitraggio tra mercato e mercato e della sola speculazione stabilizzante. In realtà tale impostazione non tiene conto del fatto che l'intervento speculativo è innescato da aspettative di future variazioni delle quotazioni.

La prima voce che si levò contro l'esaltazione apologetica della speculazione che a partire da J. S. Mill era proseguita fino a Marshall fu quella di Keynes: egli identificò nella speculazione il risultato dell'attività del capitale finanziario che costituisce la vera alternativa concorrenziale rispetto al capitale industriale. L'attività speculativa induce, infatti, ad un impiego delle risorse finanziarie diverso da quello produttivo, drenando risparmi e liquidità verso iniziative che generano rendite puramente parassitarie. Il grosso pericolo per il sistema si ha quando gli interessi speculativi finiscono per prevalere su quelli imprenditoriali e tendono a rendere perfetti quei mercati, siano essi mobiliari o valutari, su cui si riversa il capitale finanziario. L'analisi di Keynes, tuttavia, non è andata al di là della denuncia della instabilità e della disallocazione provocata dal tesoreggiamento e dal conseguente impiego di ingenti quote di reddito a scopo speculativo: non si può certamente sostenere che egli abbia formulato una nuova teoria della speculazione in alternativa a quella

tradizionale, tuttavia la sua analisi, che ha messo in luce la profonda contraddizione tra realtà e teoria tradizionale, ha svolto un ruolo fondamentale. Per cui se è vero che in molte circostanze in cui prevalgono le condizioni di effettiva concorrenzialità del mercato ed esso non è turbato da rigidità o pressioni oligopolistiche, l'intervento speculativo può svolgere un ruolo stabilizzante dei prezzi futuri rispetto a quelli correnti, è d'altra parte innegabile che l'intervento speculativo può avere dimensioni tali da eccedere quelle tradizionali del mercato, provocando oscillazioni abnormi dei prezzi non riconducibili a quelle generate da vicende reali del sistema produttivo o dalle normali attese del mercato. La speculazione, in questo caso, invece di sfruttare autonome variazioni legate all'adeguamento dei prezzi correnti a determinate aspettative, provoca e accentua artificialmente tali movimenti nella direzione voluta, sfruttando operazioni di oligopolio o accentuando la portata degli interventi attraverso il massiccio ricorso al credito. Per questo negli ultimi anni le più grandi banche, le multinazionali e le finanziarie più potenti sono venute assumendo un ruolo di primo piano sulla scena della speculazione internazionale, disponendo di un grado di informazione sulle condizioni del mercato che non sono alla portata della media degli operatori essendo il loro costo estremamente elevato. I primi, infatti, hanno già in dotazione apparati di raccolta delle informazioni per soddisfare i loro fini istituzionali. Si viene così a creare un circolo vizioso secondo cui solo coloro che già posseggono notevoli mezzi finanziari e sono in grado di far fronte agli elevati costi di reperimento dei dati, hanno probabilità di compiere operazioni profittevoli. Si vengono pertanto a formare vere e proprie barriere che escludono i meno potenti ed organizzati, acuendo le caratteristiche oligopolistiche dei mercati su cui opera la speculazione, che non rispondono più alle mitiche condizioni di concorrenzialità all'interno delle quali lo speculatore-arbitraggista conduceva la sua sistematica azione stabilizzante.

4.1 Il profilo dello speculatore secondo Keynes

Nelle note manoscritte per la preparazione delle lezioni sul mercato azionario Keynes esamina la natura della speculazione. In questa analisi Keynes assorbe certamente da altri autori molte idee ma le filtra sempre attraverso un metodo personale.

Innanzitutto, egli distingue quattro situazioni a seconda della natura del rischio:

1) situazioni in cui il rischio è incalcolabile. L'esempio è l'assicurazione di fatti politici presso i Lloyd's;

2) situazioni in cui il rischio è più o meno calcolabile. Questo caso è ulteriormente suddiviso in due sottocasi. Nel primo (2a), il rischio non è normalmente distribuito (*not averaged*). L'esempio è quello della roulette a Montecarlo. Nel secondo sottocaso (2b), il rischio è invece normalmente distribuito (*averaged*). L'esempio è l'assicurazione sulla vita o sugli incendi;

3) la speculazione. Viene definita da Keynes come quella situazione in cui la conoscenza o il giudizio dello speculatore è superiore alla conoscenza o al giudizio del mercato.

Le situazioni 1) e 2a) sono considerate da Keynes situazioni paragonabili al gioco d'azzardo, cioè al *gambling*. La 2b) è una situazione spiegata con l'assicurazione. La situazione 3) invece viene descritta in negativo: come non identica a quella di *taking risk*. In particolare, una situazione diversa dal 1) e 2a), cioè dal *gambling*.

La distinzione tra speculazione e *gambling* è fondamentale per l'analisi di Keynes dei mercati finanziari ed è inoltre uno dei temi ricorrenti del suo pensiero.

La "caratteristica essenziale", secondo Keynes, che distingue la speculazione dal gioco d'azzardo è la *conoscenza*.

Inoltre la speculazione dipende da una conoscenza *diversa* da quella del mercato e, più precisamente, da una conoscenza *superiore* a quella del mercato.

Il *gambler* è per Keynes un individuo ignorante: la sua conoscenza è infatti assente o non sufficiente. Il *gambling* è associato a situazioni in cui il rischio è, in sé, non calcolabile, o se calcolabile, non è normalmente distribuito.

Inoltre va notato che un dato comportamento è da considerarsi speculativo o gioco d'azzardo, cioè razionale o meno, a seconda della conoscenza che sta alla sua base. Quindi la razionalità di un determinato comportamento (o la valutazione della sua razionalità) non può essere un giudizio assoluto ma relativo, proprio perché dipende dalla conoscenza che l'individuo e il mercato hanno in quel momento; la qualità e l'ammontare della conoscenza variano al variare del grado di conoscenza e delle circostanze cognitive. Inoltre il fatto che la razionalità del comportamento dipenda alla fine da condizioni cognitive specifiche fa in modo che la razionalità stessa sia, per Keynes, in qualche modo relativa alla soggettività dell'individuo speculatore, del gruppo di speculatori o dell'aggregato-mercato. È importante notare come le due entità - individuo e mercato - siano comunque concettualmente autonome per Keynes. Il comportamento del mercato, in particolare, non è riducibile a quello individuale.

Secondo Keynes lo speculatore è, ad ogni modo, un investitore *intelligent* che, come l'investitore di lungo periodo, tenta ragionevolmente di prevedere il futuro dei dati che sono a sua conoscenza nella situazione cognitiva attuale.

La speculazione (di breve) è considerata razionale come lo è l'investimento intelligente (di lungo). Dal punto di vista della razionalità sia lo speculatore di breve sia l'investitore di lungo si contrappongono al giocatore d'azzardo.

Lo speculatore di breve si distingue però dall'investitore di lungo periodo per altre caratteristiche specifiche.

Per lo speculatore c'è un'indicazione da parte di Keynes di una generica capacità di previsione del futuro, di una capacità di prevedere i mutamenti (di breve) dei prezzi o dei valori, senza un esplicito

riferimento ai rendimenti attesi. La capacità di prevedere il futuro da parte dello speculatore di breve è, però, vista in contrapposizione alle capacità previsive del mercato. In generale, lo speculatore viene caratterizzato da Keynes come dotato di “superior skill”, cioè di abilità superiori rispetto quelle del mercato o della maggioranza degli operatori del mercato. Inoltre, Keynes sottolinea che il rischio di una speculazione non è il suo rendimento futuro scontato, ma è il grado di probabilità del rendimento che ci aspettiamo: la probabilità della speculazione.

È interessante notare come Keynes definisca speculatore anche l'investitore di lungo quando quest'ultimo si forma razionalmente un'aspettativa diversa da quella della generalità degli agenti, cioè quando l'investitore, come fa di norma lo speculatore, si confronta con le aspettative del mercato e ha (qualche) ragione per credere che il rendimento sarà diverso da quello atteso dalla maggioranza. Keynes riconduce questo comportamento dell'investitore ad un comportamento speculativo.

Nel 1910 Keynes analizza anche le funzioni economiche della speculazione alla luce della posizione di Emery. Alcune funzioni appaiono a lui positive, altre negative, e questo spesso in contrasto con l'analisi di Emery. Le funzioni della speculazione secondo Emery - e su cui Keynes concorda - sono le seguenti:

- la presenza della speculazione serve ad assicurare informazioni accurate;
- ogni aumento della conoscenza relativa agli eventi futuri è un vantaggio sia per il pubblico che per l'individuo.

Keynes non è invece d'accordo con Emery che la speculazione abbia una funzione stabilizzatrice dei prezzi ed inoltre considera come mali della speculazione il fatto che persone con poca conoscenza possano essere indotte ad operare in borsa, cioè a giocare d'azzardo e che il mercato possa essere manipolato con mezzi disonesti.

5 Limiti alla speculazione

Nel giugno del 2008 tre senatori statunitensi, Lieberman, Collins e Cantwell, hanno espresso dinanzi al Congresso la necessità di una riforma della regolamentazione riguardante la speculazione nei mercati delle commodity.

L'esigenza nasce dall'obsolescenza di un decreto, il *Commodity Exchange Act*³ (CEA), emanato nel 1936 a protezione del mercato dei *futures* dalla speculazione eccessiva.

Il decreto autorizzava la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) ad imporre limiti sulla grandezza delle posizioni assunte dagli speculatori nei mercati dei *futures* esentando, invece, quelle degli *hedgers*. Senza soffermarsi sulla natura delle limitazioni, essendo datato più di 90 anni fa, il contenuto del CEA, in sostanza, si è rilevato inadatto alla situazione attuale. I senatori hanno dunque proposto di:

- Richiedere al CFTC di considerare gli effetti della speculazione nell'andare a definire i limiti alle posizioni che ogni investitore può assumere;
- Estendere la regolamentazione vigente nei mercati regolamentati ai cosiddetti over-the-counter;
- Eliminare i meccanismi che permettono ai fondi pensione e ad altri grandi investitori di investire in *index funds* aggirando i limiti alle posizioni speculative;
- Condurre direttamente il CFTC nel settaggio dei limiti alle posizioni anziché lasciare che queste vengano definite dagli scambi dei futures, nonché identificare con maggior chiarezza e consistenza quel che rende una posizione speculativa;

³ Il Commodity Exchange Act è un atto federale approvato dal governo americano nel 1936, subentrato al Grain Futures Act del 1922. Il decreto fornisce una regolamentazione federale su tutte le attività in futures su commodity e richiede che tutti i futures e le opzioni su commodity siano trattati su mercati organizzati. Il CEA ebbe come risultato la creazione, nel 1974, del CFTC, il quale, a sua volta, creò nel 1982 la National Futures Association (NFA) a protezione degli investitori.

- Aumentare di almeno cento unità lo staff del CFTC impegnato nella vigilanza.

Sono, dunque, numerose ed impegnative le proposte avanzate dinanzi al Congresso al fine di mettere in atto una riforma della regolamentazione vigente. Il decreto prende, appunto, il nome di *Commodity Speculation Reform Act*.

Per avere una panoramica completa delle iniziative messe in atto, non bisogna dimenticare il report riguardante l'aumento dei prezzi e la volatilità nel mercato delle commodity agricole ed energetiche, a cura della *Inter-Agency Task Force on Commodity Markets*, creata nel settembre del 2008 dalla Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) in seguito alla richiesta dei Ministri dell'Economia e Finanza membri del G8 di esaminare il funzionamento del mercato delle commodity e le misure necessarie. La *Task Force* è affiancata, nello svolgimento della sua attività, dalla CFTC e dalla *United Kingdom's Financial Services Authority* (FSA).

Durante l'incontro tenutosi nel gennaio del 2009, lo studio condotto della *Task Force* si è focalizzato sui seguenti punti:

- La volatilità e il ruolo dei nuovi partecipanti nel mercato dei *futures*;
- La trasparenza e il monitoraggio del mercato;
- L'aumento della cooperazione globale.

Il report va letto tenendo conto che le autorità mondiali di regolamentazione del mercato dei *futures* nelle diverse giurisdizioni hanno differenti responsabilità e poteri, dunque, le raccomandazioni in esso contenute, non potranno essere applicate a tutti in egual modo.

Stando al rapporto, le autorità suddette, dovrebbero migliorare la disponibilità e la qualità delle informazioni sulle *commodities*, nonché l'accessibilità dei dati, in modo da ridurre le incertezze sul mercato e capire le dinamiche dei *fundamentals* che lo guidano. Non solo, sarebbe anche utile che le autorità di regolamentazione incoraggiassero la condivisione di informazioni fondamentali da parte delle organizzazioni private, al fine di sviluppare e

potenziare adeguatamente il mercato *cash*.

Per quanto riguarda la trasparenza e la vigilanza sul mercato, i principali obiettivi sono:

- proteggere gli investitori;
- assicurare la bontà del mercato, la sua efficienza e trasparenza;
- ridurre i rischi sistemici.

Le problematiche nascono: dall'inadeguatezza del quadro legale e delle risorse; dalla difficoltà di identificare schemi manipolativi che riguardano più mercati e partecipanti; dalla mancanza di abilità nell'investigare su entità non regolate.

Di seguito le raccomandazioni formulate proprio al fine di raggiungere gli obiettivi di cui sopra. Le autorità di regolamentazione, stando al rapporto della *Task Force*, dovrebbero:

- aver accesso alle informazioni che permettono loro di identificare eventuali concentrazioni di posizioni e, più in generale, poter leggere e definire la composizione del mercato;
- incoraggiare lo sviluppo di accordi e cooperazione tra autorità internazionali responsabili per ogni mercato rilevante delle materie prime al fine di facilitare lo scambio delle necessarie informazioni sulle attività svolte dai *traders*;
- rivedere i poteri che derivano loro dagli statuti e, se necessario, eliminare i fattori, incluse le autorità legali, che inibiscono la loro abilità nel ottenere informazioni appropriate atte a scoprire e sventare casi di manipolazioni;
- assicurarsi di avere sufficienti risorse atte a sostenere i programmi che hanno come scopo quello di combattere e prevenire le azioni manipolative e agli abusi di mercato;
- potenziare tutte le attività e le risorse volte all'acquisizione di prove all'interno di processi investigativi (intercettazioni telefoniche...);
- vista la difficoltà di stabilire e mantenere funzionale il canale comunicativo tra di esse, creare incontri periodici per l'aggiornamento e lo scambio di informazioni.

Tutta questa serie di iniziative, volte a contenere i margini di manovra che un soggetto può avere sul mercato tramite anche la condivisione di informazioni, mirano essenzialmente a ricostituire la sostanziale e primaria natura di del mercato delle materie prime, un luogo nel quale produttori e acquirenti si incontrano per stipulare contratti *futures* al fine di tutelarsi dal rischio di variazioni improvvise nei prezzi delle *commodities* utili alla loro industria.

CONCLUSIONI

L'origine dell'attuale situazione mondiale è lontana nel tempo e risale agli inizi degli anni Novanta, caratterizzati dalla cosiddetta *new economy*, ossia dall'economia dei servizi spinta dallo sviluppo generalizzato delle tecnologie digitali. Molti analisti del tempo sostenevano che questa nuova via dell'economia potesse soppiantare in gran parte la *old economy*, quella dei prodotti alimentari, energetici e industriali. La *new economy*, imperniata sui servizi finanziari, favorì e incentivò la nota corsa alla speculazione di borsa la quale illuse i grandi, ma soprattutto i piccoli risparmiatori che "giocando in borsa" sarebbe stato possibile arricchirsi. Come era da attendersi, la bolla della *new economy* scoppiò con perdite ingenti per i risparmiatori. Spostatasi dapprima sul mercato immobiliare, la speculazione internazionale è andata poi a colpire il settore delle materie prime, creando un'altra bolla.

Alla luce di tutto ciò, contrastare, sul territorio del mercato unico europeo e sugli altri mercati internazionali, gli effetti distorsivi della speculazione finanziaria è necessario.

La crisi energetica e quella alimentare hanno evidenziato le incompetenze, l'indecisione, in sostanza l'inadeguatezza dell'attuale cooperazione internazionale.

La collaborazione dovrebbe nascere, innanzitutto, tra le banche centrali mondiali e quest'ultime dovrebbero coinvolgere poi anche i governi al fine di privilegiare la politica economica sulla finanza speculativa. Bisogna mettere un freno a quelle manovre idonee a creare distorsioni sul mercato andando a creare dei meccanismi di controllo non solo sugli strumenti che vengono adottati a tal fine, ma anche sui soggetti che operano all'interno del mercato, senza trascurare poi il cosiddetto "terzo mercato", ovvero il mercato non ufficiale denominato *over the counter*, privo di un'affidabile regolamentazione e standardizzazione dei contratti, i cui confini, quindi, sono del tutto indeterminati.

Comprare *futures* e rivenderli ad un prezzo più alto innesca un circolo vizioso che si autoalimenta portando a lievitazioni esponenziali delle quotazioni. Bisognerebbe dunque eliminare o limitare parte degli acquisti permessi sui mercati internazionali delle materie prime a solo scopo speculativo o finanziario, introducendo limiti

percentuali o di volume, rivedibili periodicamente. In questo modo si renderebbe minoritaria l'attività di coloro che vogliono esclusivamente guadagnare dalla discesa o dalla salita delle quotazioni, rispetto a coloro i quali accedono sul mercato al fine di ridurre il rischio della loro attività aziendale. Si prenda ad esempio un'azienda agricola produttrice di grano che voglia tutelarsi da un'eventuale discesa delle quotazioni. Muovendosi in questo senso diminuirebbero i rischi di bolle nelle quotazioni e si manterrebbe l'effetto positivo indotto da compravendite speculative che aumentano la liquidità sul mercato.

Si è parlato di un legame tra le quotazioni delle materie prime e la svalutazione o l'apprezzamento del dollaro. Infatti, i prezzi delle *commodities* sono espressi in dollari Usa, questo fa sì che se la moneta in questione, perde, per esempio, il 10 %, le quotazioni delle materie prime aumentano all'incirca della stessa percentuale, onde mantenere il loro valore di mercato inalterato. Eliminare le quotazioni in dollari Usa ed esprimerle in base ad un paniere di valute (in cui il peso di ogni singola valuta sia equivalente a quello della sua nazione rispetto all'economia mondiale), ricalcolato annualmente per impedire che la diminuzione di valore di una singola valuta faccia aumentare i prezzi delle stesse, potrebbe essere un'ulteriore soluzione.

Nelle riunioni del G8 tenutesi mentre si era nel bel mezzo della bolla speculativa, anche se molti sostenevano che di speculazione non si trattasse, è stato il Ministro dell'Economia e delle Finanze italiano, Giulio Tremonti, a schierarsi apertamente contro gli speculatori. Il ministro ha proposto di incrementare i margini di deposito obbligatori sui contratti speculativi stipulati sul petrolio e sulle *commodities* al fine di disincentivare gli atteggiamenti speculativi senza comportare il fenomeno della traslazione sul prezzo finale al consumatore, tipico delle imposte alla produzione.

Purtroppo, al di là delle idee proposte e di tutto ciò che ancora si potrebbe immaginare per dare un freno alla speculazione, dai recenti incontri delle istituzioni economiche e finanziarie, come quello tenutosi ad Istanbul del Global Financial Stability Forum il 2 ottobre, sta emergendo la diffidenza e il rifiuto da parte delle banche e delle istituzioni, americane e non, a qualsiasi tipo di forti vincoli e restrizioni alle manovre finanziarie. Questo comportamento rende ancora più difficile percorrere la strada che porta alla definizione di soluzioni utili a tener a bada la speculazione.

A livello mondiale sembra che la preoccupazione principale sia di risollevarle le economie crollate in seguito allo scoppio della crisi innescata dai mutui *subprime*.

Certo è il problema principale, ma intorno ad esso, c'è tutto un corollario di altre problematiche, tra cui la speculazione sulle materie prime.

Dobbiamo uscire dalla crisi adesso, dobbiamo tornare a far crescere le economie, ma cosa faremo in futuro se dovesse ripresentarsi un nuovo *ciclo delle commodities*? Cosa succederà in futuro se la speculazione continuerà a muoversi libera nei mercati?

BIBLIOGRAFIA

- **FABRIZI C.**, *Prezzi delle materie prime e borse merci*, 1975
- **COLANTONI M.**, *Aspetti caratteristici degli indici dei prezzi delle materie prime aventi mercato internazionale*, 1977
- **GRAMATICA P.**, *Economia e tecnica degli scambi internazionali*, 2002
- **F. FRONZONI, MARA R.**, *Operazioni sul mercato internazionale delle materie prime*, 1989
- **CARABELLI A.**, *Lezioni di Keynes del 1910 sulla speculazione: alcune osservazioni sulla loro attualità*, 1998
- **PANIZZA R.**, *Speculazione*, 1985

SITOGRAFIA (ed articoli on line):

- **BERTONCELLO G.**, *Commodities, il mercato toro e la Cina*, da <http://oro-oggi.bullionvault.it/>
- **SODANO V.**, *La crisi alimentare del 2008*, da <http://italia.attac.org/>
- **MILLET D.**, *Ritorno sulle cause della crisi alimentare mondiale*, da <http://ariannaeditrice.it/>
- **MORO D.**, *Le cause della fame e dell'aumento dei prezzi alimentari*, da <http://resistenze.org/>
- **MERCHIORRE E.**, *Dare un freno alle speculazioni per risanare l'economia*, da <http://www.loccidentale.it/>
- **PAZIENTI M.**, *Il fattore speculazione*, da <http://www.soldionline.it/>
- **BINARELLI F.**, *Crops'n'commodity*, da <http://binarelli.interfree.it/cnc/>

<http://www.bancaditalia.it>

<http://www.ecb.int>

<http://www.imf.org>

<http://www.djindexes.com>

<http://www.reuters.com>

<http://www.fao.org>

<http://www.cftc.gov>

<http://www.financialstabilityboard.org>