



Alimentari ed energia: ancora una bolla?

Giacomo Vaciago

Il “Gruppo 2013 – Politiche europee, sviluppo territoriale, mercati” opera all’interno del Forum internazionale dell’agricoltura e dell’alimentazione promosso da Coldiretti. Il suo obiettivo è discutere e approfondire i temi dello sviluppo agricolo e territoriale, le relative politiche e le questioni riguardanti il commercio e le relazioni economiche internazionali.

In questo quadro, il “Gruppo 2013” intende contribuire al dibattito sull’evoluzione delle politiche agricole, territoriali e commerciali dell’Unione europea, sia nel contesto dell’attuale periodo di programmazione che, soprattutto, nella prospettiva degli sviluppi successivi al 2013.

Il “Gruppo 2013” è coordinato da Fabrizio De Filippis (Università Roma Tre). Ne fanno parte Giovanni Anania (Università della Calabria), Gabriele Canali (Università Cattolica del Sacro Cuore di Piacenza), Domenico Cersosimo (Università della Calabria), Angelo Frascarelli (Università di Perugia), Maurizio Reale (Coldiretti), Pietro Sandali (Coldiretti) e Franco Sotte (Università Politecnica delle Marche).

Collaborano ai lavori del gruppo Francesca Alfano, Pamela De Pasquale, Arianna Giuliodori e Stefano Leporati.

I contributi del “Gruppo 2013” sono il risultato del lavoro di analisi dei membri che ne fanno parte e non riflettono necessariamente le posizioni di Coldiretti.

Alimentari ed energia: ancora una bolla?

Giacomo Vaciago*

- 1. Introduzione**
 - 2. Politica monetaria in economia globale**
 - 3. Crisi e bolle finanziarie**
 - 4. Alimentari ed energia**
 - 5. Conclusioni**
- Riferimenti bibliografici**

* Ordinario di Politica economica presso la Facoltà di Economia dell'Università Cattolica del Sacro Cuore.

1. Introduzione

A partire dagli anni '90, da quando l'economia è diventata globale (Vaciago, 2007), abbiamo avuto più crescita e meno inflazione che in passato. Maggior crescita del prodotto e della produttività, con minor inflazione dei salari e dei prezzi al consumo. Possiamo dire che l'economia è risultata – da un punto di vista macroeconomico – più stabile. La ridotta volatilità del prodotto e del livello dei prezzi è stata battezzata “*the Great Moderation*” (Bernanke, 2004) e variamente attribuita alla migliorata gestione delle politiche economiche, alle riforme strutturali realizzate, alla buona fortuna.

Possiamo peraltro osservare che l'aumentata stabilità macroeconomica e monetaria si è accompagnata ad una maggior instabilità finanziaria. Una lunga serie di crisi finanziarie ha colpito sia i Paesi emergenti sia i Paesi sviluppati. Inoltre, diversi prezzi di attività patrimoniali (titoli e immobili) hanno registrato successive “bolle speculative” che hanno prima arricchito e poi impoverito gli investitori. Si può sostenere che la politica monetaria sia stata più espansiva del necessario, ed abbia concorso a determinare quegli eccessi della finanza che sono alla base delle diverse bolle e delle tante crisi compresa la più grave di tutte, cioè quella che iniziata nel 2007 non è ancora terminata (Vaciago 2008).

È da ritenere che anche l'esplosione dei prezzi degli alimentari e dell'energia dipenda da condizioni troppo permissive della politica monetaria e corrisponda quindi almeno in parte ad una sorta di “bolla” destinata a sgonfiarsi, come sicuramente hanno fatto negli ultimi dieci anni sia la bolla della *new economy* sia quella immobiliare (anche detta dei mutui *subprime*). Merita dunque riflettere sulle cause dell'attuale aumento dei prezzi *food and energy*, e sulle conseguenze che ne derivano in termini di inflazione e crescita economica.

Il recupero di valore che alimentari ed energia presentano rispetto al precedente *trend* che da molti anni era negativo in termini reali, ha sorpreso tanti e soprattutto ha trovato impreparate le nostre politiche economiche. E ciò è vero sia nel caso che si tratti soprattutto di una “bolla speculativa” sia nel caso in cui sia anche confermato uno strutturale recupero di “ragioni di scambio”. In ambedue i casi, ciò che più preoccupa è il ritardo con cui questi problemi saranno affrontati, visto che per ora si è solo faticato a cercare di capire cosa stesse avvenendo.

2. Politica monetaria in economia globale

Il tema della politica monetaria ottima – dati i nuovi vincoli posti dalla globalizzazione – comincia solo ora ad essere affrontato in modo esplicito¹. In passato, s'era già posto il problema di valutare se e in che misura la “sovranità” della politica monetaria fosse ridotta dalla presenza di grandi investitori esteri concentrati nel tratto più “lungo” della curva dei tassi². Questi eventuali limiti nella trasmissione di una politica monetaria nazionale fanno tornare di attualità temi già molte volte affrontati in passato, nel contesto (più frequente in presenza di crisi di bilancia dei pagamenti) di operazioni di coordinamento, o di cooperazione, tra Banche centrali³.

¹ Trichet (2008). Per un aggiornamento su questo tema, e per un'utile rassegna in tema di “politica monetaria e globalizzazione” vedi Visco (2008).

² È il “conundrum” di cui ha parlato Greenspan (2005), quando l'aumento dei tassi ufficiali realizzato dalla Fed non riusciva a trasmettersi lungo la curva dei tassi di mercato.

³ Trichet (2008) è molto chiaro nel ribadire che la necessaria *cooperazione* non deve estendersi fino a diventare *coordinamento*!

Tre sono gli aspetti principali da considerare. Anzitutto, il record antinflazionistico prevalso a partire dagli anni '90 e quanto del merito di ciò possa essere attribuito alle virtù della politica monetaria. In secondo luogo, e in parte come conseguenza di quei successi, il modificato meccanismo di trasmissione della politica monetaria, con ridotti effetti sui prezzi dei beni e maggiori effetti sui prezzi delle attività di una politica monetaria risultata più espansiva del previsto e/o del necessario. In terzo luogo, il collegamento di tutto ciò con l'aumentata rischiosità originata dall'innovazione finanziaria: anche per questo motivo, oltre che per l'abbondante liquidità, il sistema finanziario ha accentuato il suo contributo alla crescita dell'economia, ma anche dei suoi problemi.

Esaminiamo brevemente ciascuno di questi tre aspetti collegandoli al nuovo contesto "globale" in cui si realizza la politica monetaria a cominciare da quella che ha un ruolo dominante, cioè quella decisa a Washington dalla Fed in base all'evoluzione dell'economia americana, ma che indirettamente (*via* ancoraggio dei relativi tassi di cambio) decide liquidità e tassi di molta parte dell'economia mondiale.

Anzitutto, come è spiegato il migliorato rapporto crescita/stabilità monetaria prevalso negli ultimi 10 anni?

I tre fattori cui abitualmente riconduciamo quel successo sono i seguenti:

1. la globalizzazione;
2. l'innovazione tecnologica e l'aumentata flessibilità dell'economia
3. il miglioramento del *modus operandi* della politica monetaria, con l'adozione di "regole" invece della passata "discrezionalità".

Non è facile quantificare il contributo di ciascun fattore, anche perché si sono verificati tutti assieme e sono stati in parte complementari. Della globalizzazione possiamo sottolineare soprattutto un aspetto: l'aumentata offerta di lavoro rappresentata dall'ingresso nell'economia di mercato dei Paesi emergenti dell'Asia e dell'ex-Unione Sovietica. Come ha sottolineato Trichet (2008), si è stimato che, pesando le forze di lavoro dei vari Paesi con il rapporto esportazioni/Pil, è come se l'offerta effettiva di lavoro fosse quadruplicata negli ultimi vent'anni. Il calmierismo sull'inflazione che ne è risultato, sia per i beni tradizionali come i tessili sia per i beni nuovi come i pc, è stato molto evidente con la ripresa dell'economia mondiale successiva al 2001, quando dopo l'attentato alle Due Torri la politica monetaria è diventata particolarmente espansiva. Non meno importante è stata l'aumentata flessibilità dell'economia cui si è accompagnata un'innovazione tecnologica nel campo della comunicazione (la rivoluzione *internet*) che ha accentuato questa flessibilità a livello globale (*www* significa appunto che la rete è globale). La maggior crescita della produttività che ne è risultata misura in termini specifici il contributo di questa innovazione alla stabilità monetaria. Il terzo aspetto da considerare non è meno importante ed è stato particolarmente sottolineato nella contemporanea teoria macroeconomica che collega il migliorato *trade-off* crescita/stabilità monetaria alla recuperata reputazione anti inflazionistica delle Banche centrali.

I punti essenziali del nuovo *modus operandi* della politica monetaria (che oggi prevale in moltissimi Paesi al mondo) sono i seguenti:

1. L'indipendenza delle Banche Centrali dai Governi, al fine di sottrarre le prime all'orizzonte normalmente di breve periodo dei secondi, spesso tentati di espandere l'economia all'avvicinarsi delle elezioni). Quell'indipendenza può essere sancita con

legge e/o con le appropriate forme che definiscono il “contratto” del Governatore e del comitato che decide la politica monetaria.

2. La responsabilità (nel senso di trasparenza ed *accountability*) della Banca Centrale, al fine di garantire il continuo giudizio dei mercati sul suo operato e anche così mantenere orientate alla stabilità monetaria le aspettative di lungo periodo degli operatori.
3. La prevalenza (quando non l'esclusività) dell'obiettivo della stabilità monetaria, sempre per garantire che la Banca Centrale non subisca pressioni volte a “distrarla” dal suo compito, e ne abbia sempre consapevole responsabilità.

Questo modo di realizzare la politica monetaria si è consolidato negli anni '90 del secolo scorso, e rappresenta un emblematico caso di interazione tra ricerca accademica e riformismo: il *mainstream* macroeconomico è diventato legge e politica! Proprio per questo, l'interesse scientifico e politico degli ultimi tempi inizia a concentrarsi sui possibili punti deboli di questa prevalente dottrina. Due in particolare sono stati gli aspetti più sottolineati. Il primo riguarda il peso che nella *Great Moderation* è da attribuire alla “buona fortuna” (aspetto che già Bernanke aveva menzionato nel suo contributo, salvo considerarlo poco rilevante). Con il senno di poi, e in base alla gravità dello *shock* 2007-8, che è allo stesso tempo di crisi finanziaria e inflazionistico, torna a farsi sentire l'opinione di chi riteneva che fosse stata solo “buona fortuna” l'assenza di gravi *shock* nei due decenni precedenti. Ma c'è anche un'altra più radicale critica, più volte emersa negli anni scorsi – soprattutto da parte della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri), nelle ricerche del suo ufficio studi e nei suoi *Annual Reports* – e tornata ad avere grande evidenza nell'ultimo anno. La critica riguarda l'orientamento troppo espansivo della politica monetaria della Fed, in parte risultato di una scelta politica a favore della crescita anche quando ciò poteva poi generare problemi, e in parte attribuibile ad una sottovalutazione dell'effettivo impulso espansivo indotto dalla politica monetaria Usa sul resto dell'area del dollaro, che comprende anche i tanti Paesi che legano al dollaro la parità della loro moneta. Il fatto che l'inflazione *core*, cioè misurata dai prezzi al consumo con esclusione di *food ed energy*, fosse minore dell'inflazione complessiva, a maggior ragione con riferimento all'intera area del dollaro, può aver indotto la Fed a mantenere nel tempo una politica monetaria più espansiva di quanto fosse opportuno e certamente di quanto fosse necessario. Questa obiezione, diventata molto comune nel corso del 2008⁴, era già da anni al centro delle analisi della Bri che individuava nei tassi di interesse reali troppo bassi e negli aumenti dei prezzi internazionali delle materie prime (quasi tutte, non solo *food and energy!*), chiari indizi di politica monetaria assai accomodante (Knight, 2008). Alla stessa veniva, e viene, addebitata la destabilizzazione della situazione finanziaria mondiale manifestatasi prima con la crisi del credito e poi con le crescenti spinte inflazionistiche emerse nel 2008 (Bri, 2008).

La crisi finanziaria avrebbe alla sua origine l'anomalia dei troppo bassi tassi di interesse e della conseguente “*search for yield*” (Lord Gorge, 2008) che portò ad assumere gradi di rischio spropositati. Il drammatico aumento del *leverage* che ne era risultato viene ora disfatto, ma lasciando molte macerie sul terreno. E non ne abbiamo ancora visto la fine, anche perché la politica monetaria americana, man mano che si aggravava la crisi dei mutui *subprime*, tornava ad essere assai espansiva con le conseguenze facilmente

⁴ Vedi anche Draghi (2008).

prevedibili che passiamo a considerare un po' più in dettaglio. Per concludere sul tema politica monetaria ed economia globale, ci limitiamo a sottolineare tre aspetti:

1. È in generale accettato che la stabilità monetaria “faccia bene” all'economia, nel senso di favorirne la crescita (Bce, 2008).
2. È però sempre più riconosciuto che la stabilità degli anni scorsi era molto dovuta a “buona fortuna” (Clark, Nakata, 2008).
3. Si inizia anche a condividere la critica che sia dipeso dalla politica monetaria troppo espansiva della Fed il continuo manifestarsi di instabilità finanziaria (bolle e crisi) di questo inizio di millennio. Il fatto che aumentino i prezzi degli asset (finanziari e reali) più dei prezzi dei beni è parte del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in economia globale: l'elasticità dell'offerta di beni è aumentata (grazie ad un modello alla Lewis di *unlimited supply of labour*) molto più di quella degli asset.

3. Crisi e bolle finanziarie

La politica monetaria molto espansiva che è prevalsa negli Stati Uniti, e quindi nel mondo, negli ultimi dieci anni si è accompagnata ad una serie di “bolle speculative” che non a caso hanno avuto origine in America salvo poi diffondersi al resto del mondo. La letteratura scientifica ha provveduto a riordinare e meglio chiarire i vari tipi di bolle⁵, generalmente individuate in temporanei aumenti del prezzo di un'attività rispetto al suo “valore fondamentale”. La stessa possibilità che quel divario si manifesti può essere, a certe condizioni, compatibile con l'ipotesi di mercati efficienti e simmetria di informazione, e in tal caso si parla di “bolle razionali”⁶. Più probabile è però l'esistenza di bolle in situazioni in cui l'informazione è distribuita in modo asimmetrico (cioè il mercato non è efficiente dal punto di vista informativo e ciò è noto a tutti gli operatori). Come è possibile (e questa è ancora un tipo diverso di bolla), che vi siano casi in cui una bolla persiste pur essendo noto a tutti che il prezzo dell'attività è superiore al suo “valore fondamentale”. In tal caso, poiché coloro che hanno una “posizione” opposta non riescono a prevalere, occorre che succeda qualcosa – e potrebbe essere l'intervento di un'Autorità come la Banca Centrale – che dia il segnale necessario a uniformare i comportamenti di tutti gli operatori. È quanto tipicamente vediamo succedere quando la bolla all'improvviso inizia a sgonfiarsi: i “contrari” prevalgono quando gli altri investitori si ritirano.

Tutta questa elaborazione teorica non è tuttavia sufficiente a dimostrare in ogni momento se un bolla esista oppure no, e quindi se vi siano le premesse per intervenire presto evitando che la bolla cresca troppo e poi produca danni maggiori. È ancor oggi prevalente l'opinione di chi dubita che evitare una bolla si debba, anzi si possa (Mishkin, 2008). L'unica cosa sicura è che una volta che la bolla si è “sgonfiata” è anche chiaramente identificabile e misurabile. Come ora brevemente vediamo nel caso delle ultime due bolle, quella della *new economy* e quella *immobiliare*. Ambedue hanno origine negli Stati Uniti, in presenza di politiche monetarie della Fed inizialmente espansive ed hanno termine una volta che la politica monetaria ha corretto la sua *stance*.

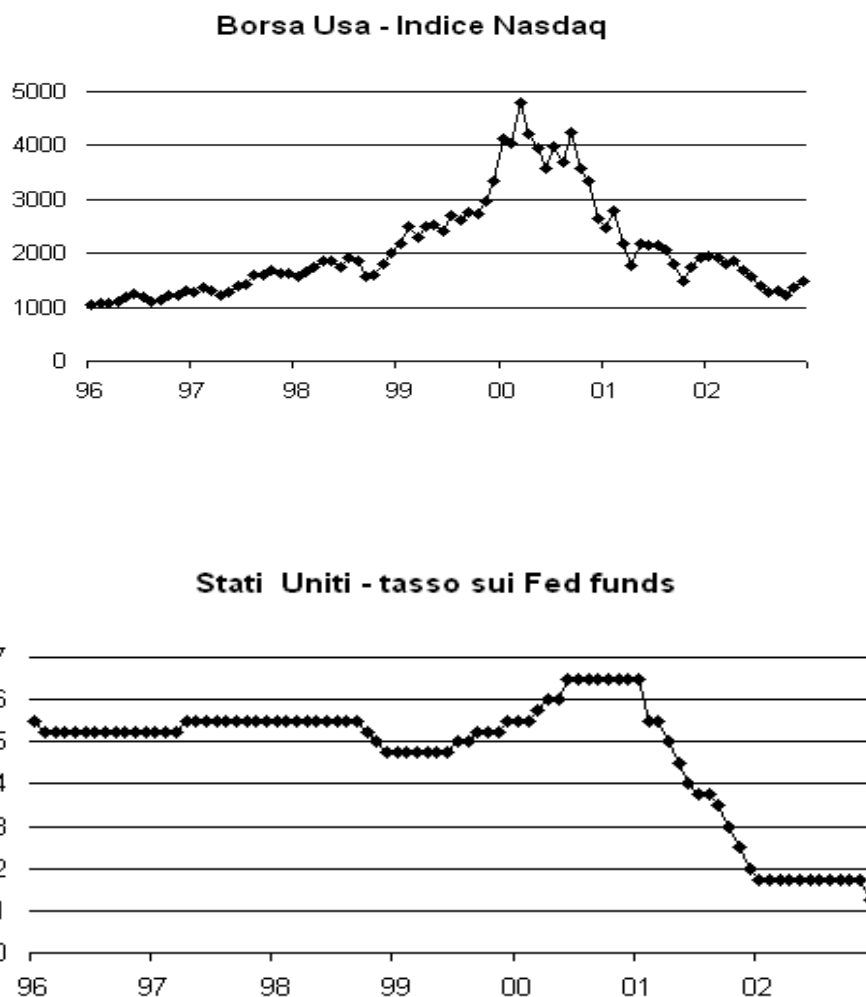
La prima bolla (figura 1) è stata quella della *new economy*: una grande innovazione tecnologica eleva il “valore fondamentale” di quei titoli, il cui prezzo è poi ulteriormente

⁵ Brunnermeier (2008). Per i lavori classici sulle bolle speculative, vedi Vaciago, Verga (a cura di, 1995).

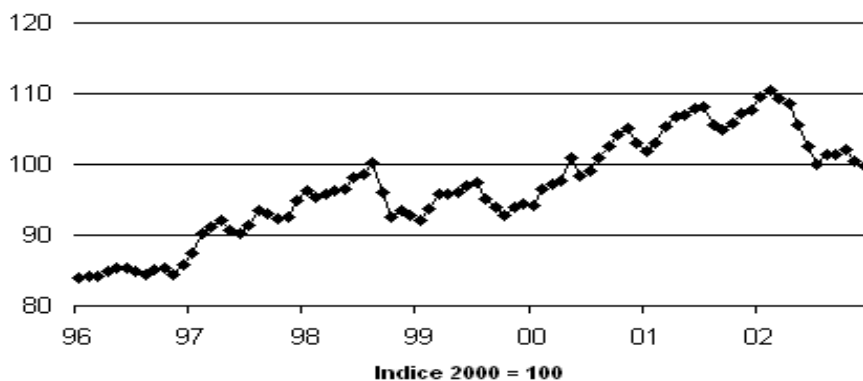
⁶ È ovvio che ne è il presupposto che si sappia che esiste lo “stupido” cui passare la posizione speculativa quando diventa insostenibile.

sostenuto dalle conseguenze di una politica monetaria espansiva. Richiamando una definizione inaugurata da Greenspan (1996), potremmo considerarlo un caso di *irrational exuberance* più *easy money*. Il valore del dollaro è in quegli anni in aumento perché la bolla alimenta l'afflusso di capitali da tutto il mondo e l'economia americana sta in effetti registrando un'accelerata crescita della produttività (Jorgenson, Mun e Stiroh (2008) che concorre a definire i fondamentali reali della bolla stessa. Ma quando la Fed reagisce alzando i tassi di interesse, la bolla termina e in pochi mesi l'indice Nasdaq si dimezza. Altrettanto rapidamente (anche perché all'inizio di settembre c'è l'attacco alle Due Torri) la Fed riduce i tassi di interesse.

Figura 1 – Bolla new economy



Cambio nominale effettivo del dollaro

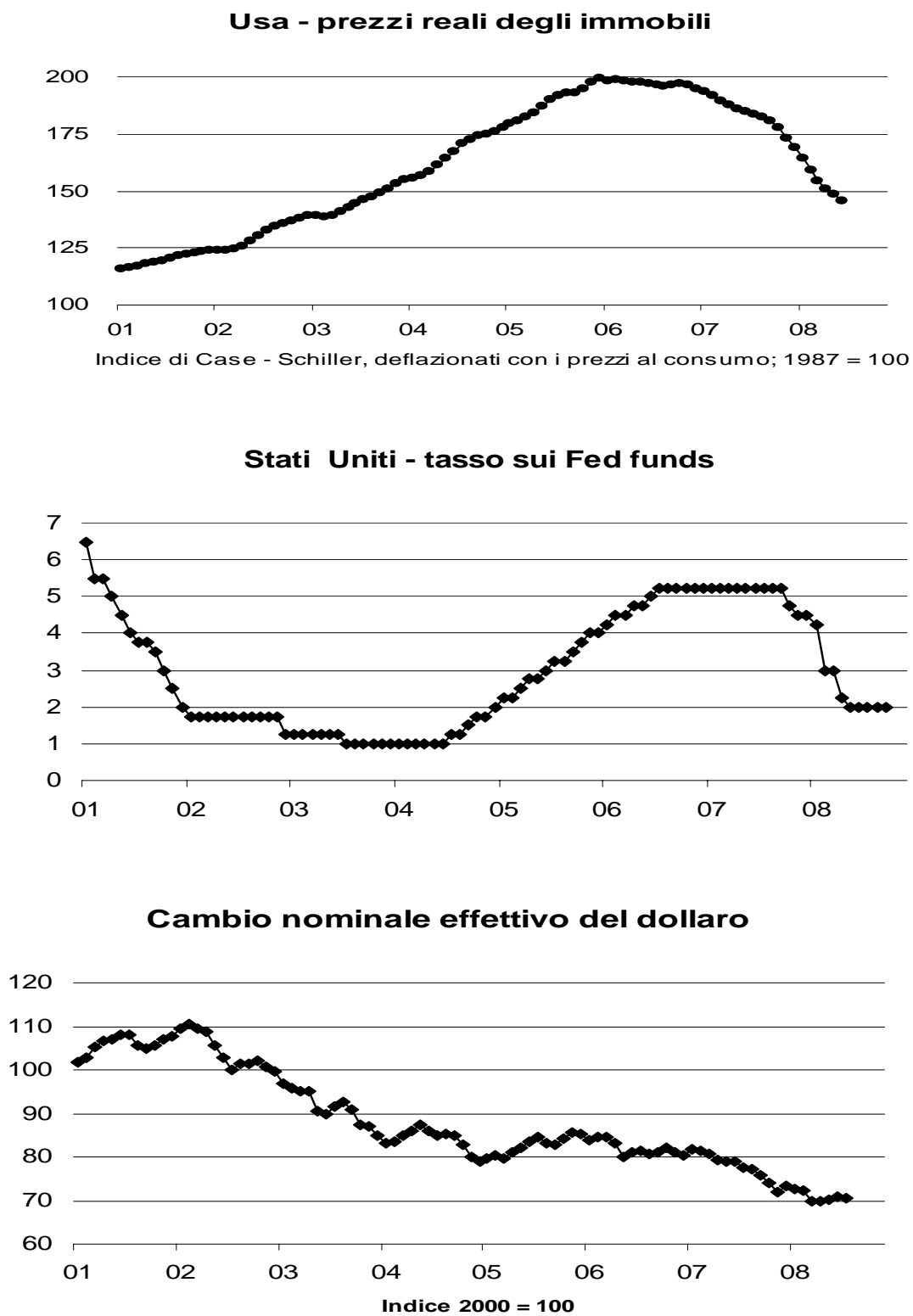


Una volta esplosa la prima bolla, la politica monetaria della Fed è presto tornata ad essere molto espansiva, e così una nuova bolla si manifesta (figura 2) ed è quella immobiliare, sostenuta in particolare da un *boom* di credito facile, anche detto *subprime*. Nel caso degli immobili, non c'è dubbio che vi sia anche qui un iniziale fondamento reale all'aumento dei prezzi: l'Amministrazione Bush favorisce in tutti i modi la proprietà della casa da parte dei ceti che già non hanno avuto quella possibilità e in molti Stati c'è sostegno politico alla crescita del settore immobiliare. Ma quando la domanda di case comincia a dipendere dall'aumento corrente e atteso dei loro prezzi, come tipicamente avviene nel caso dei mutui *subprime* che intanto sono sostenibili in quanto il valore degli immobili continua a crescere, è chiaro che siamo in presenza di una bolla destinata prima o poi a "sgonfiarsi". Come puntualmente avviene al termine di una lunga serie di aumenti dei tassi di interesse ufficiali che li ha riportati a livelli reali positivi. Si ricordi che, all'inizio, l'avvio di una politica monetaria meno accomodante con l'aumento (a partire dal 2004) dei tassi di interesse ufficiali non viene neppure preso sul serio⁷ dai mercati finanziari che continuano a scommettere su tassi destinati a restare bassi.

Resta il fatto che all'inizio del 2007, dopo che la Fed ha terminato l'aumento dei tassi, la bolla immobiliare inizia a sgonfiarsi, trascinando con sé il valore delle istituzioni creditizie che direttamente o indirettamente erano più coinvolte nel credito erogato a sostegno del *boom* immobiliare. Rispetto alla bolla *new economy* questa crisi è molto più grave perché maggiore era stato il sostegno diretto e indiretto delle banche e quindi maggiore era il rischio che la caduta dei prezzi delle case facesse crollare il valore degli attivi bancari con pericoli di veri e propri fallimenti a catena. Stupisce che man mano che crolla il prezzo delle case, e quindi il valore delle banche, la Fed precipitosamente riporti i tassi di interesse dov'erano tre anni prima?

⁷ Come detto prima alla nota 2, ciò fu chiamato "conundrum" da Greenspan.

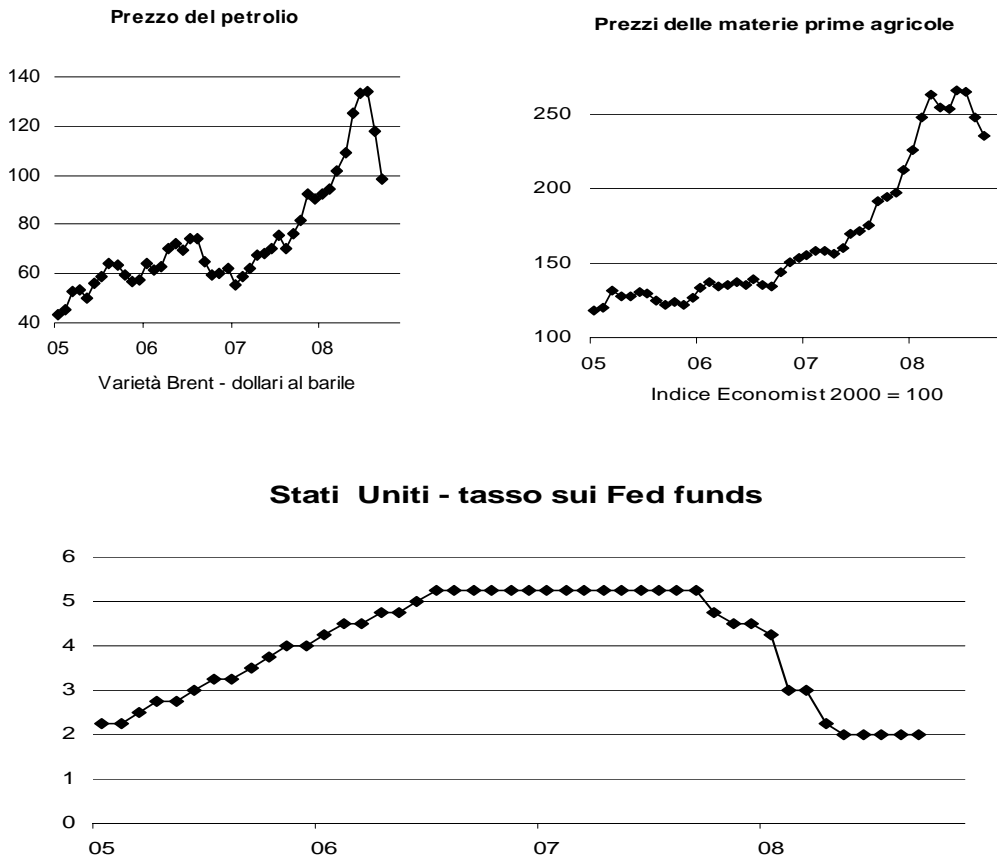
Figura 2 – Bolla real estate



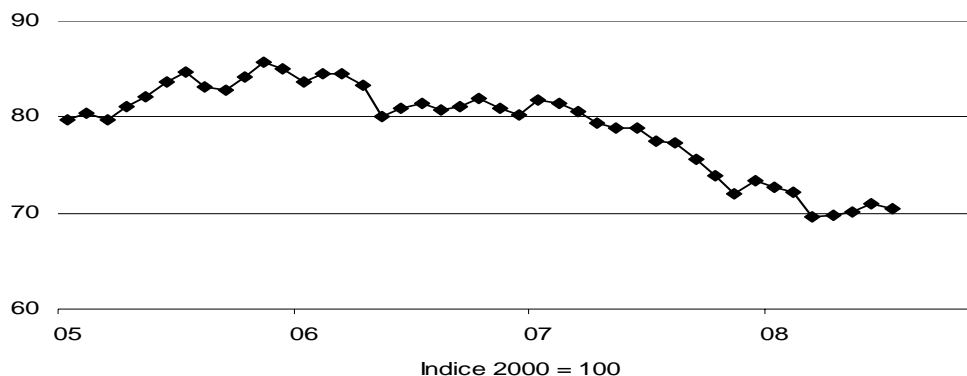
4. Alimentari ed energia

Lo scenario è quindi pronto a ripetersi, per la terza volta in dieci anni: la politica monetaria della Fed è tornata ad essere molto espansiva ed alimenta così una nuova bolla, che è quella che stiamo vivendo ancor oggi. È una bolla *food and energy* (figura 3), che ha i suoi fondamenti reali nella previsione Maltusiana (Malthus, 1798) di un potenziale conflitto tra crescita della popolazione e limitate risorse naturali. In altre parole, l'iniziale spinta al rialzo dei prezzi origina dalla crescente domanda di energia e di cibo da parte dei Paesi emergenti, la cui accelerata industrializzazione dipende da un uso sempre maggiore di materie prime e di energia. Analoga considerazione si può fare per gli aumenti dei prezzi – inizialmente da maggior domanda finale – delle materie prime alimentari. In tutti questi casi, la crescita della domanda è in atto da tempo, ma i prezzi iniziano a muoversi tardi e poco. In altre parole, la situazione iniziale da cui parte la bolla *food and energy* è ancora una situazione caratterizzata da eccessi di capacità produttiva cui si erano a lungo accompagnati valori reali (sia assoluti sia relativi) in diminuzione. Il “prezzo reale” (deflazionato con l'indice generale dei prezzi al consumo) di molte materie prime, dell'energia e degli alimentari, si riduce negli anni '80 e '90 e ciò contribuisce (è questa la “buona fortuna” prima menzionata) alla disinflazione di quegli anni.

Figura 3 – Bolla food and energy



Cambio nominale effettivo del dollaro



A questo punto, concentriamo la nostra analisi sul problema principale: cosa hanno in comune *food* ed *energy*? Perché l'odierna bolla dovrebbe accomunare queste due materie prime originando variazioni dei rispettivi prezzi che a volte risultano indistinguibili?

Oltre all'ipotesi malthusiana di cui si è già detto – trattasi in ambedue i casi di settori legati a risorse naturali finite e quindi limitate nella loro offerta potenziale – cos'altro accomuna due settori tradizionalmente ben distinti nella matrice della produzione? Tre aspetti meritano di essere sottolineati, e sono quelli che hanno ricevuto più attenzione nelle ricerche e nella pubblicistica nell'ultimo anno.

Anzitutto, la tradizionale preferenza della Banca centrale americana per una misura dell'inflazione "persistente" o *core*, che perciò esclude i prezzi di alimentari ed energia. Questa abitudine, che originò quasi per caso trent'anni fa⁸, può essere razionalizzata in due opposti modi. Quello più frequente è di escludere componenti dell'inflazione che sono volatili ma senza *trend* e perciò non abbastanza "permanenti" per poter guidare in modo significativo una politica finalizzata alla stabilità monetaria. Il secondo motivo è del tutto diverso: nella misura in cui variazioni strutturali e permanenti dei prezzi delle materie prime – tipicamente ciò avviene nell'area *food and energy* – riflettono a volte mutamenti delle "ragioni di scambio", non vi è spazio per correggere ciò con la politica monetaria che intanto continuerà a garantire i suoi obiettivi in quanto evita che il "resto dell'inflazione" ne sia contagiato. In altre parole, la Banca Centrale deve limitarsi ad evitare che l'inflazione *core* acceleri anche se i prezzi degli alimentari e dell'energia aumentano e di molto. È quest'ultima l'interpretazione prevalsa quest'anno.

Il secondo aspetto, più volte sottolineato nel corso del 2008, è che i prezzi di *food and energy* si erano già mossi in sintonia in occasione dei passati *shock* petroliferi, e quindi non doveva stupire che ciò si ripettesse anche in questa occasione. Ma a ben guardare questa analogia è così parziale da essere poco rilevante.

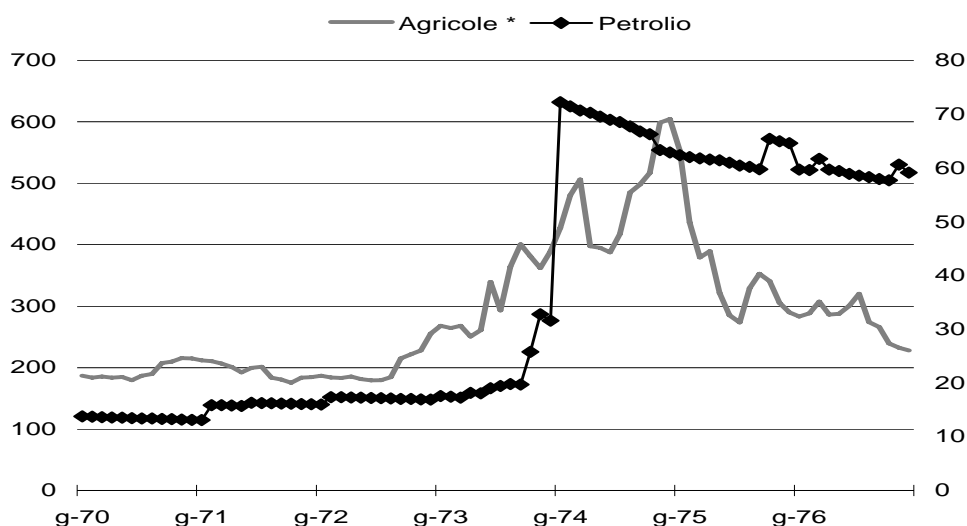
Anzitutto, perché i due *shock* petroliferi degli anni '70 ebbero cause ed effetti ben diversi. In ambedue i casi (vedi figure 4 e 5), si trattò di una improvvisa, drammatica e drammatizzata, riduzione dell'offerta di petrolio con conseguente immediato forte aumento del suo prezzo. Vi si accompagnò un forte aumento dell'inflazione corrente e attesa, che temporaneamente si estese alle materie prime agricole. Come conferma la successiva discesa dei prezzi –

⁸ È nel 1978 che il *Bureau of Labor Statistics* iniziò a pubblicare dati mensili dell'indice dei prezzi al consumo totale e senza *food and energy*. Per queste ed alternative definizioni dell'inflazione, vedi Rich, Steindel (2007).

durante il *controschoc* petrolifero degli anni '80 (figura 6) – è ancora il petrolio a guidare la danza, mentre gli alimentari si muovono come l'inflazione. Le analogie con il passato sembrano voler giustificare le caratteristiche di un terzo *shock* che a ben guardare non c'è! Perché in questi anni non c'è stata né riduzione dell'offerta né un improvviso aumento dell'inflazione, corrente e attesa. Ma vediamo una covarianza degli aumenti dei prezzi *food and energy* (vedi figura 7) ben maggiore che nel passato. Qualcosa che non può essere dovuto solo a Malthus, né può essere solo l'effetto dei biocarburanti e delle connesse politiche di incentivazione della coltivazione di prodotti agricoli a fini energetici. Anche questo terzo aspetto è chiaramente sproporzionato rispetto alla dimensione del problema e colpisce il fatto che abbia ricevuto tanto rilievo nella pubblicistica corrente. O meglio, ciò conferma il prevalere di fattori rilevanti soprattutto come immagine e quindi per il loro ruolo più nei confronti delle aspettative che per rappresentare la realtà del momento. Non solo il ruolo un po' esagerato del biocarburante, ma anche il grande rilievo attribuito al presentarsi di episodi di siccità e carestie (o di danni agli impianti petroliferi, nel caso dei prezzi dell'energia) sono tutti indizi di un movimento verso l'alto dei prezzi difficilmente spiegabile in altro modo.

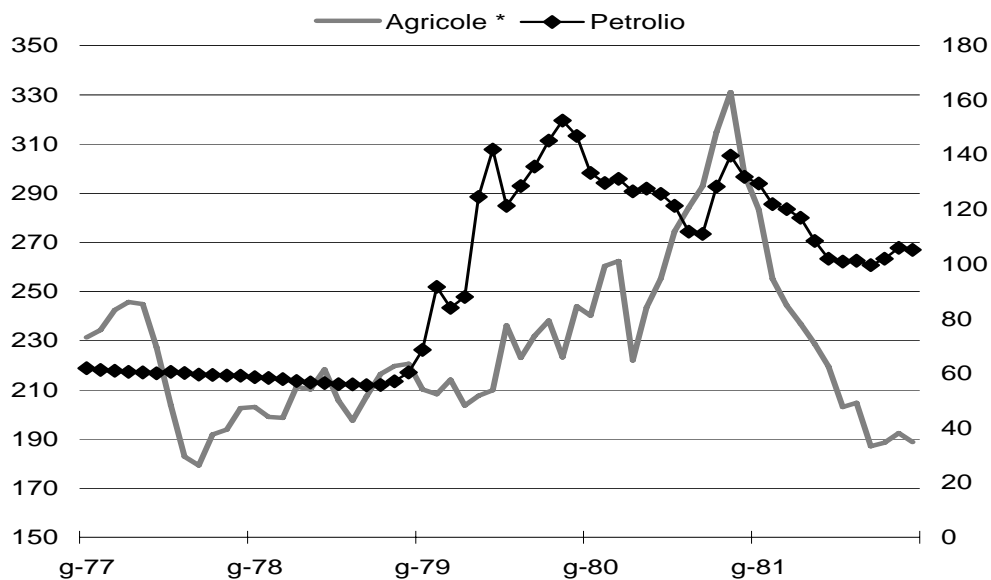
L'impennata dei prezzi delle materie prime alimentari, nel corso del 2007, è impressionante (vedi figura 8), come elevata è la covarianza dei prezzi lungo la catena alimentare (figure 8 e 9). Anche questo aspetto è ovviamente somma di due effetti: da un lato, un processo di *land competition* che "trasmette" gli incentivi dati ai biocarburanti alle produzioni concorrenti. Dall'altro lato, è però evidente una sostituibilità così "immediata" da poter dipendere solo da aspettative più che da variabili correnti.

Figura 4 – I prezzi delle materie prime: il primo shock petrolifero



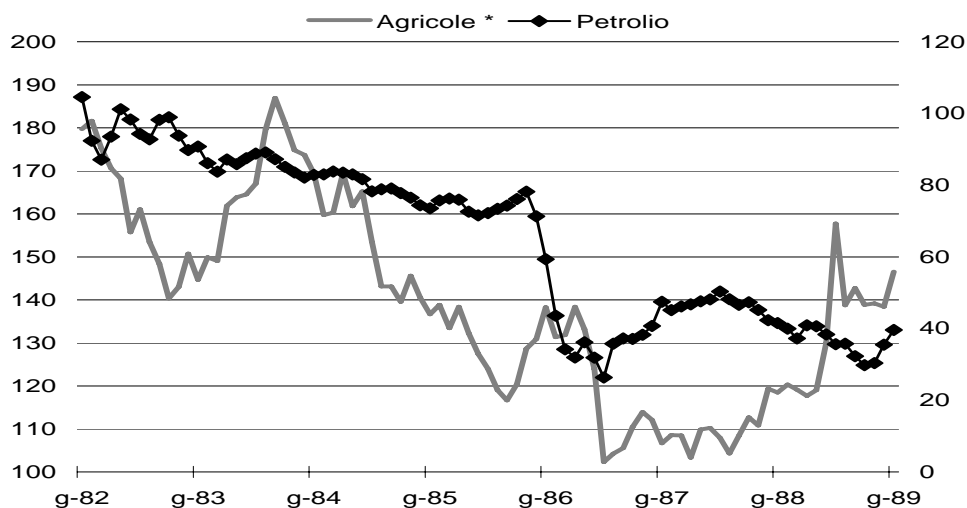
In termini reali, deflazionati con i prezzi al consumo degli Stati Uniti;
 Indici 2007 = 100; * scala sin. Indice S&P GSCI

Figura 5 – I prezzi delle materie prime: il secondo shock petrolifero



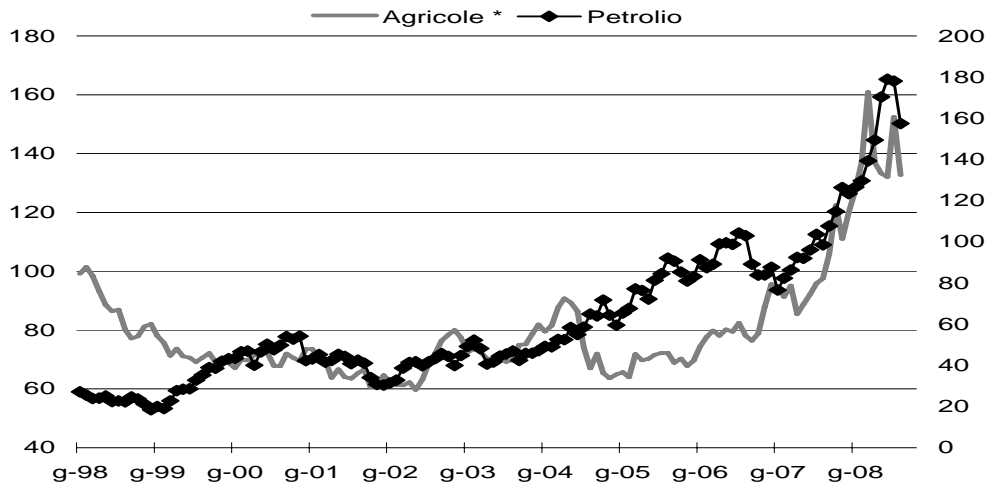
In termini reali, deflazionati con i prezzi al consumo degli Stati Uniti;
 Indici 2007 = 100; * scala sin. Indice S&P GSCI

Figura 6 – I prezzi delle materie prime: il contro shock petrolifero degli anni '80



In termini reali, deflazionati con i prezzi al consumo degli Stati Uniti;
 Indici 2007 = 100; * scala sin. Indice S&P GSCI

Figura 7 – I prezzi delle materie prime: la fase recente



In termini reali, deflazionati con i prezzi al consumo degli Stati Uniti;
 Indici 2007 = 100; * scala sin. Indice S&P GSCI

Figura 8

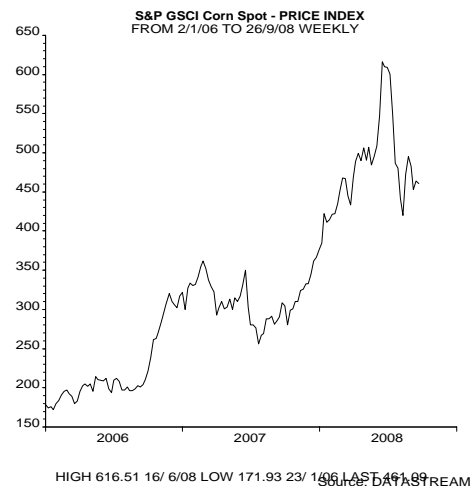
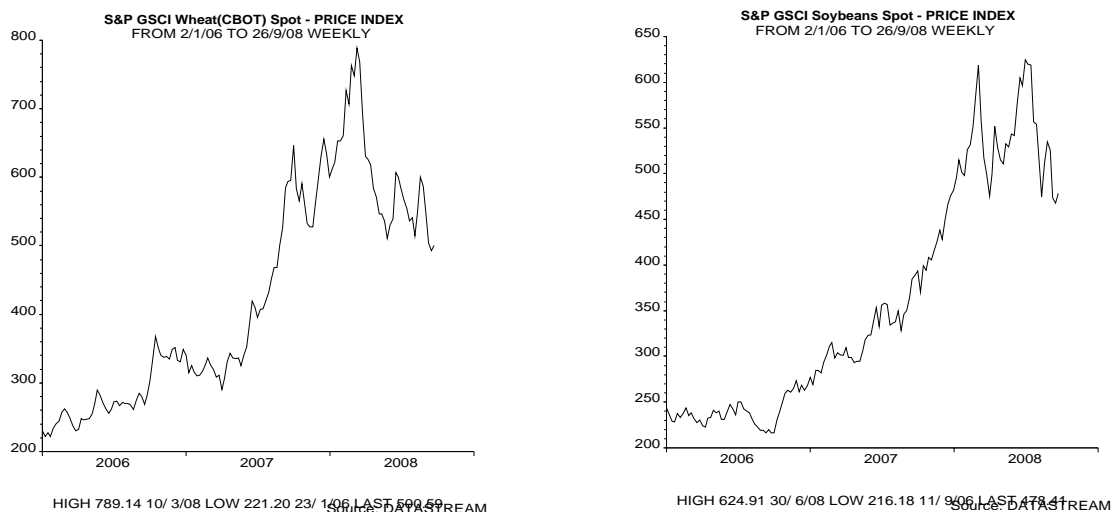


Figura 9



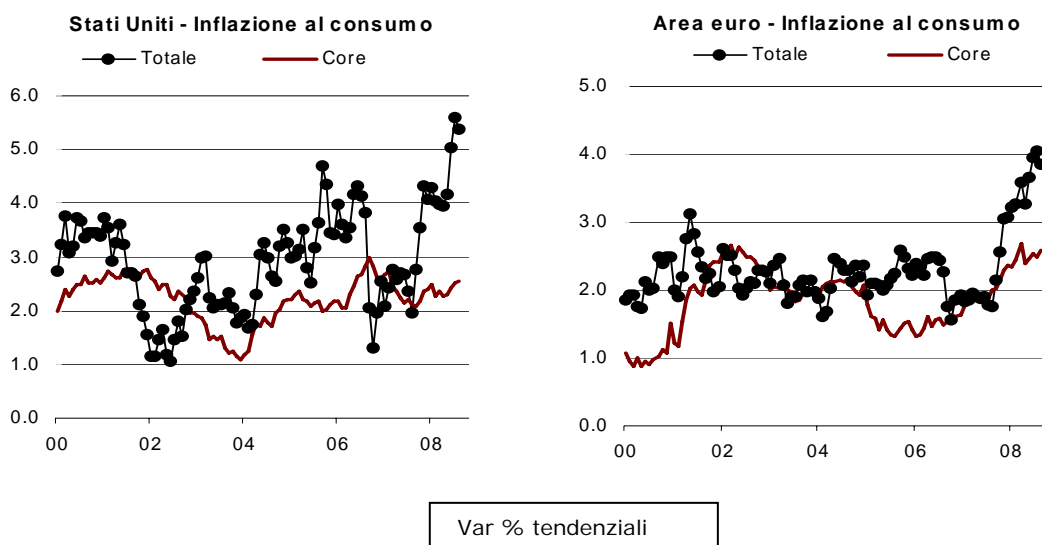
L'analisi svolta può essere così riassunta:

1. Vi sono numerosi indizi che giustificano l'ipotesi che sia in atto una terza "bolla speculativa", iniziata al termine di quella immobiliare e motivata da analoghe cause: una politica monetaria molto espansiva; l'interagire di fattori reali e finanziari; la prevalenza di una domanda di *stock* guidata dalle aspettative. La stessa alta volatilità dei prezzi da un giorno all'altro, in base alle informazioni nuove che affluiscono agli operatori, conferma il rilievo assunto non tanto dalle quotidiane variazioni della domanda e dell'offerta, ma piuttosto dalle aspettative sulle condizioni attese della domanda e dell'offerta.
2. Ciò che soprattutto ha accomunato *food and energy* è il rilievo assunto dalla debolezza corrente e attesa del dollaro americano, la moneta che è al tempo stesso numerario e mezzo di pagamento con riferimento sia alle materie prime agricole sia all'energia.
3. La dimensione delle variazioni dei prezzi che si sono registrate nell'ultimo anno può essere ricondotta a due diversi (solo in parte alternativi) scenari. In un caso, diremmo che l'aumento dei prezzi riflette l'aumentata domanda a fronte di un'offerta attualmente poco elastica. Nell'altro caso, diremmo che l'aumento dei prezzi riflette soprattutto una prevista futura scarsità che in parte l'aumento stesso dei prezzi servirà a rendere meno grave. Ciò equivale a confrontare due ipotesi alternative: che il mercato sia in grado di produrre solo equilibri di breve periodo, in cui contano variabili correnti; oppure che il mercato sia efficiente e completo e quindi in grado di tener conto dei valori attesi per tutti i periodi futuri delle variabili rilevanti. In questo secondo caso, dobbiamo assumere che la "speculazione" (tener conto in modo razionale di tutto il futuro prevedibile) sia abbondante quanto serve e non distorta da ostacoli, e quindi in grado in ogni momento di produrre un equilibrio di lungo periodo⁹.

⁹ È bastato che il Presidente Bush annunciasse la decisione del suo Governo di riprendere ricerche e produzione *offshore*, cioè qualcosa che cambierà – se tutto va bene – l'offerta di petrolio fra dieci anni, perché il prezzo *spot* del petrolio scendesse in due giorni del 15%!

4. In ultima analisi, ciò dipende da qualcosa che è particolarmente controverso e cioè l'odierna elasticità ai prezzi sia della domanda sia dell'offerta. Se queste elasticità si sono ridotte di molto, è chiaro perché anche piccole variazioni della domanda corrente potrebbero richiedere grandi variazioni dei prezzi. In altre parole, si può sostenere che i fattori finanziari contano poco e la dimensione della bolla può essere considerata trascurabile, se si dimostra che i mancati investimenti e i tanti "pasticci" provocati dalle norme e dalle politiche¹⁰ hanno talmente ridotto l'elasticità ai prezzi della domanda e dell'offerta di cibo e di energia che ciò spiega la recente esplosione di quei prezzi. Solo una radicale pulizia delle tante agevolazioni (sussidi, dazi, eccetera) renderebbe di nuovo la domanda elastica ai prezzi (almeno come si era ben visto negli anni '70). E solo il venire meno delle tante politiche che, ad esempio come la vecchia Pac europea, in tanto sostenevano il reddito degli agricoltori in quanto ne riducevano la capacità produttiva, sta riportando l'offerta a reagire prontamente agli stimoli del mercato, grazie al progressivo "disaccoppiamento" del sostegno. Questa è forse la cosa più razionale da fare per evitare che i prezzi siano influenzati più dalle inefficienze delle politiche che dalla miopia dei mercati.

Figura 10



5. Nel frattempo, le Banche centrali bene fanno a "ridurre il danno", cercando di impedire che il forte aumento dei prezzi degli alimentari e dell'energia si trasmetta all'inflazione totale. Finora vi sono riuscite (vedi figura 10) nel senso che l'inflazione *core* (*food and energy* escluse) è salita ben poco, e molto meno di quanto era avvenuto negli anni '70. Ma le Banche centrali non dovrebbero essere lasciate sole: spetta ai Governi rimettere la produzione di alimenti e di energia al centro delle loro politiche. A maggior ragione in un anno come questo che vede le Banche centrali già piene di ben altre preoccupazioni!

¹⁰ Seppure con un qualche ritardo alcune di queste "distorsioni" vengono ora corrette. Ad esempio, la Ue ha ora deciso di rivedere la politica agricola comune (Pac) con riferimento al "ritiro delle colture" che a partire dal 2009 non sarà più obbligatorio.

5. Conclusioni

L'analisi svolta è preliminare e non ha l'ambizione di quantificare la parte dell'aumento dei prezzi *food and energy* attribuibile al modificarsi dei valori fondamentali e la parte invece dovuta ad una "bolla speculativa" indotta da condizioni monetarie particolarmente espansive. Abbiamo insistito soprattutto sul fatto che le due spiegazioni non sono alternative, ma possono benissimo – in questo come in altri casi analoghi del passato – essere complementari. Se chiamiamo "bolla" la situazione in cui il prezzo di mercato è temporaneamente superiore al "valore fondamentale" di un'attività, è chiaro che ciò può verificarsi sia in situazioni in cui il valore fondamentale è immutato sia quando esso sta a sua volta aumentando. Anzi, abbiamo visto che è più probabile – come si è verificato sia con la *new economy* sia con i prezzi degli immobili – che una bolla inizi in presenza di aumenti dei prezzi mossi da un'aumentata domanda giustificata da più elevati valori fondamentali.

Le ricette e più in generale l'agenda politica devono rispondere alla stessa logica: per riportare sotto controllo i prezzi in questione è utile soprattutto annunciare politiche appropriate e credibili che servano ad aumentare la prevedibile offerta e/o a ridurre la prevedibile domanda. Il fatto che si sia molto tardato a fare ciò, o magari si sia fatto il contrario andando solo alla ricerca di qualche capro espiatorio, spiega perché la tendenza dei prezzi non sia stata fermata per tempo. Resta la necessità di una politica strutturale appropriata: meglio tardi che mai.

Ciò è particolarmente vero se confrontiamo le diverse bolle quanto alle loro conseguenze economiche e sociali. La prima bolla, quella della *new economy*, illuse tanti di un facile arricchimento che poi venne a mancare. La seconda bolla è stata molto più grave perché alimentata dal credito bancario ha messo a rischio la stabilità finanziaria, creando le premesse di una vera e propria crisi delle banche. La bolla *food and energy* è ancora più grave, ma per un altro motivo: è la più globale perché *food and energy* riguardano tutta l'umanità, ed ha conseguenze sociali devastanti nella misura in cui rende più difficile l'accesso al cibo da parte dei poveri di tutto il mondo. La correzione che si è già registrata nei prezzi *food and energy* a partire da metà luglio 2008 non è sufficiente a far ritenere che ogni problema sia già risolto.

Riferimenti bibliografici

- Bernanke B.S., "The Great Moderation", *The Federal Reserve Board*, February 20, 2004.
- Bce, "Stabilità dei prezzi e crescita economica", *Bollettino Mensile BCE*, maggio 2008.
- Bri, "78^a Relazione annuale", *Banca dei regolamenti internazionali*, Basilea, 30 giugno 2008.
- Brunnermeier M.K., "Bubbles", in corso di pubblicazione, *New Palgrave Dictionary of Economics*, 2008.
- Clark T.E. – Nakata T., "Has the Behavior of Inflation and Long-Term Inflation Expectations Changed?" Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, n. 93, First Quarter, 2008.
- Draghi M., "Intervento del Governatore della Banca d'Italia", *Abi*, Roma, 9 luglio 2008.
- Greenspan A., "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society" *The Federal Reserve Board*, December 5, 1996.
- Greenspan A., *Federal Reserve's Monetary Policy Report to the Congress*, February 16, 2005.
- Jorgenson D.W., Mun S. and Stiroh K.J., "A Retrospective Look at the U.S. Productivity Growth Resurgence", *Journal of Economic Perspectives*, n. 1, Winter 2008.
- Knight M.D., "Il risveglio dell'inflazione e la turbolenza nei mercati finanziari: sfide per le autorità" *Banca dei regolamenti internazionali*, Basilea, 30 giugno 2008.
- Lord George, "The Approach to Macroeconomic Management: How it Has Evolved", *Banca dei regolamenti internazionali*, Basilea, 29 giugno 2008.
- Malthus R.T., *Essay on the Principle of Population*, Londra, 1798.
- Mishkin F.S., "How Should We Respond to Asset Price Bubbles?", *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 15 maggio 2008.
- Rich R. – Steindel C., "A Comparison of Measures of Core Inflation", Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, v. 13, n. 3, December 2007.
- Trichet J-C., "The Governance of Globalisation", *International Forum 2008*, Milano, 2008.
- Vaciago G.- Verga G., (a cura di), *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, 1995.
- Vaciago G., "Tra costi e benefici un bilancio difficile", *Global Competition*, dicembre 2007.
- Vaciago G., "Tre bolle e un solo rimedio: il dollaro", *Il Sole 24 Ore*, 4 maggio 2008.
- Visco I., "Policy Panel on "Divergence in Monetary Policies across the Atlantic?", Aix-en-Provence, 3-4 July 2008.

Pubblicazioni del Gruppo 2013

Working paper

Fabrizio De Filippis, Franco Sotte, *Realizzare la nuova politica di sviluppo rurale. Linee guida per una buona gestione da qui al 2013* - Working paper n.1, novembre 2006.

Fabrizio De Filippis, Angelo Frascarelli, *Qualificare il primo pilastro della Pac: proposte per un'applicazione selettiva dell'art.69* - Working paper n.2, maggio 2007.

Giovanni Anania, *Negoziati multilaterali, accordi di preferenza commerciale e Pac. Cosa ci aspetta?*, Working paper n.3, maggio 2007.

Gabriele Canali, *La nuova Ocm ortofrutta e la sua applicazione in Italia*, Working paper n.4, luglio 2007.

Angelo Frascarelli, *L'Ocm unica e la semplificazione della Pac*, Working paper n.5, febbraio 2008.

Franco Sotte e Roberta Ripanti, *I Psr 2007-2013 delle regioni italiane. Una lettura qualitativa*, Working paper n.6, aprile 2008.

Giacomo Vaciago, *Alimentari ed energia: ancora una bolla?*, Working paper n.7, ottobre 2008.

Quaderni

Fabrizio De Filippis (a cura di), *Oltre il 2013. il futuro delle politiche dell'Unione europea per l'agricoltura e le aree rurali*, Edizioni Tellus, Roma, ottobre 2007.

Fabrizio De Filippis (a cura di), *L'Health check della Pac. Una valutazione delle prime proposte della Commissione*, Edizioni Tellus, Roma, marzo 2008.

Fabrizio De Filippis (a cura di), *Prezzi agricoli ed emergenza alimentare. Cause, effetti, implicazioni per le politiche*, Edizioni Tellus, Roma, ottobre 2008.