

GIUGNO 2008



Scenario dell'economia

**FOCUS LE CRISI INTERNAZIONALI:
TASSI DI INTERESSE E MERCATI**

a cura dell'Ufficio Studi della Cisl

FOCUS

LE CRISI INTERNAZIONALI: TASSI DI INTERESSE E MERCATI¹

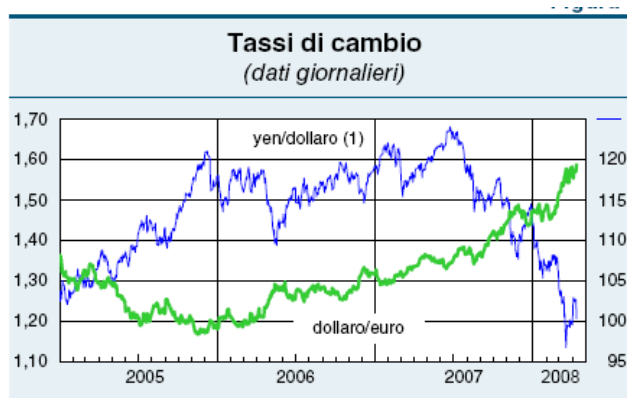
Giugno 2008

A cura di: *Maurizio Benetti Ufficio Studi Cisl*
Bruno CHIARINI Univ. Napoli Parthenope

L'attuale fase internazionale è caratterizzata da diversi fenomeni strettamente collegati e che coinvolgono simultaneamente mercati finanziari e reali. Siamo di fronte a:

- un'eccessiva debolezza del dollaro come valuta internazionale;
- un'inusuale generazione di bolle speculative;
- un processo sequenziale diretto tra le stesse bolle speculative;
- una crisi bancaria e finanziaria di sistema legata allo scoppio della bolla immobiliare;
- un rimarchevole aumento, peraltro non previsto nella sua intensità, dei prezzi delle commodities, dei metalli base e del petrolio;
- una politica monetaria e creditizia da parte delle autorità monetarie tutta protesa alla rincorsa di eventi che potrebbero minare la struttura dei mercati finanziari.

Dollaro. Sulla debolezza del dollaro, si è parlato molto ma sempre, almeno in Italia, dal lato dell'offerta: i settori aperti alla competizione internazionale trovano difficoltà nel mantenere le loro quote di mercato per l'apprezzamento dell'euro. Il lato della domanda, le importazioni di merci, commodities ed energia e di tutto ciò che si contratta in dollari ottiene, al contrario, sensibili vantaggi che neutralizzano almeno in parte gli effetti negativi dell'aumento del costo delle materie prime (nel 2007 un deprezzamento del dollaro rispetto all'euro di circa il 14% ha ridotto l'incremento netto del petrolio dal 49% al 35%). Dopo un lungo ciclo positivo dell'economia americana di oltre un quindicennio, la valuta Usa trova un ostacolo insormontabile nell'enorme deficit commerciale accumulato e nell'iniezione continua di liquidità nel sistema con bassi tassi di interesse nominali e interessi reali negativi.



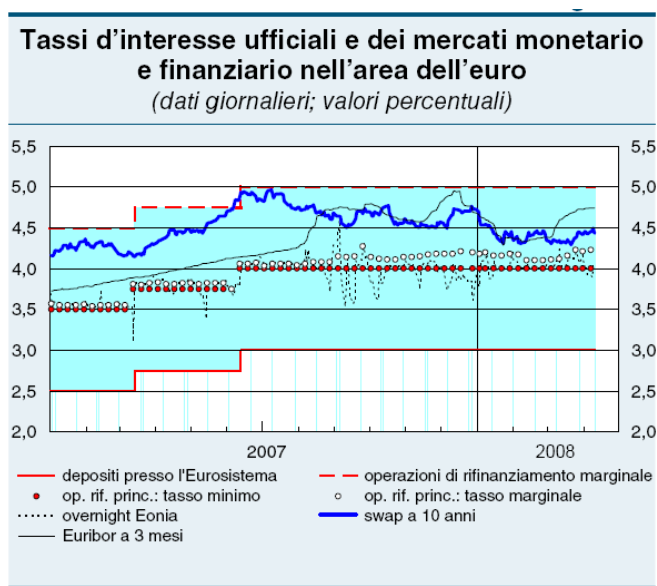
Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

Bolle Speculative. La generazione di fenomeni speculativi e la relazione diretta tra bolle è legata anch'essa all'eccessiva liquidità del sistema. Dopo i pericoli corsi nel crash del 1987, la Federal

¹ I grafici sono tratti da Banca d'Italia, (2008) *Bollettino Economico*, Aprile

Reserve ha adottato una politica costante in tutte le situazioni di scoppi di bolle di attività reali e finanziarie: iniezione di liquidità per evitare crisi di sistema. Così dopo la caduta della bolla tecnologica si sono determinati i presupposti per la bolla immobiliare e appena scoppiata quest'ultima si sono rapidamente create le condizioni per la bolla sull'energia e le commodities. Il link è l'enorme liquidità che si immette nel sistema, che passa velocemente da una esuberanza su un'attività finanziaria e/o reale ad un'altra. Ciò nel passato accadeva nel corso di decenni o secoli, mentre ora, nell'arco di neanche dieci anni, si sono avute ben tre bolle speculative.

Sistema Bancario-Finanziario. Il mercato interbancario registra la liquidità e il grado di fiducia nel sistema bancario; in questi giorni il tasso ha raggiunto i massimi del 2008. In euro il tasso ha raggiunto il 4.8%, indicando che i prestiti tra banche sono vincolati dalla scarsa fiducia reciproca fra gli istituti di credito dopo la crisi dei subprime. Ma il problema al centro della crisi dei mercati finanziari è l'inusuale alto salto negli spreads (cioè nelle differenze) tra l'*overnight inter-bank lending rate* (tasso di prestito a brevissimo, alla giornata) e il *term London inter-bank offer rate* (Libor, tassi di interesse con scadenza un po' più lunga, dell'ordine di qualche mese). Dato che molti prestiti privati sono legati ai tassi Libor, il forte e netto aumento ha eccezionalmente aumentato il costo dei prestiti e ha inciso sulla condotta delle autorità monetarie. L'allargamento degli spreads è stato quindi il maggior problema della Federal Reserve e della BCE, che hanno intrapreso diverse azioni per ridurli, con un aumento della liquidità che, tuttavia, si è mostrato solo un palliativo temporaneo.



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

Il differenziale tra il tasso d'interesse dei prestiti tra banche (Libor) e il tasso overnight esente da rischio - di solito intorno ai 10-20 punti base - ha raggiunto oltre i 50 punti base in dollari (mezzo punto percentuale) e circa 80 per il tasso in euro. Le operazioni, anche quelle in titoli indenni dalla crisi dei mutui subprime statunitensi, sono limitate per il calo dei prestiti a breve termine nel settore non bancario, che le banche si trovano a dover compensare, e per il timore che la crisi di liquidità costringa all'inadempienza anche solidi intermediari.

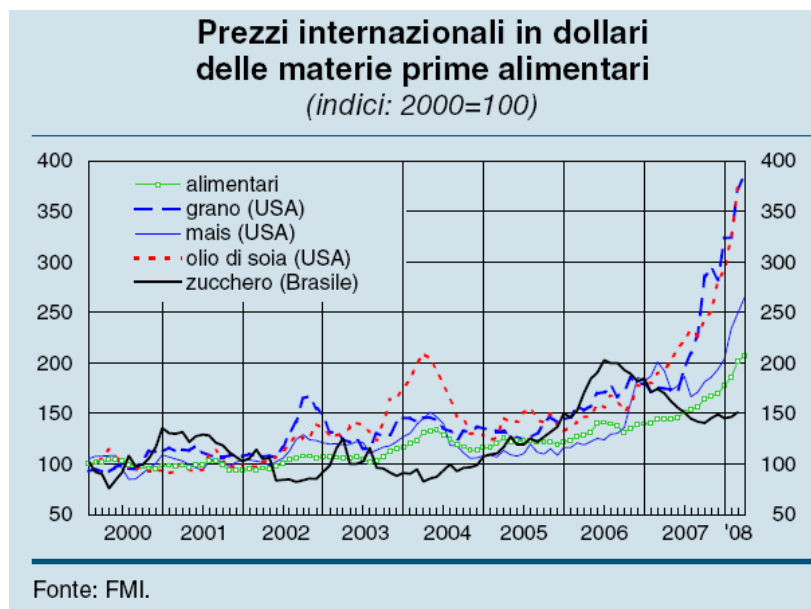
Cosa accomuna questi episodi che hanno portato i mercati delle materie prime agricole e non, i mercati immobiliari e quelli del greggio a quotazioni impensabili qualche anno fa? Vi sono sia elementi reali che finanziari/speculativi.

1) Innanzitutto alcuni **fattori reali**. La forte domanda di energia e prodotti agricoli e altre commodities (minerali, rame ecc) da parte dei paesi emergenti (Brasile, India, Cina, Russia in testa) per sostenere una sempre più consistente crescita economica e standard di vita, e l'incentivazione seppure modesta sull'uso di prodotti agricoli per usi energetici. I ritmi di crescita delle sole importazioni di soft commodities (agricole) e di metalli di base della Cina è impressionante. La Cina per proseguire il suo sviluppo richiede quasi 8 milioni di barili al giorno su circa 80 milioni estratti. Alla forte e sostenuta domanda si affiancano una riduzione ai minimi delle scorte

strategiche su diversi mercati, e un aumento dei costi (esempio di estrazione di minerali, delle coltivazioni nelle regioni produttrici nell'emisfero nord per ragioni climatiche ecc.). Secondo l'International Energy Agency, nel 2007 la domanda mondiale di petrolio ha ecceduto l'offerta, determinando un calo delle scorte private nei principali paesi; il divario, sebbene di lieve entità, si sarebbe ampliato nei primi tre mesi del 2008. E' ancor più rilevante che tale divario non si riscontrava dal 2002.

In questo contesto ogni tensione geopolitica che coinvolge i paesi produttori diviene dirompente per le quotazioni. Si pensi agli ultimi salti del prezzo del petrolio all'indomani del rifiuto dell'Iran alle ispezioni sui siti delle centrali e ai problemi politici e militari che le compagnie petrolifere hanno in diversi paesi ad iniziare dalla Nigeria. Inoltre occorre sottolineare che per diversi motivi l'Opec ha un obiettivo di produzione inferiore a quello del 2006 rendendo poco elastica l'offerta alla maggiore domanda mondiale.

I prezzi internazionali delle materie prime alimentari in dollari sono aumentati negli ultimi due anni

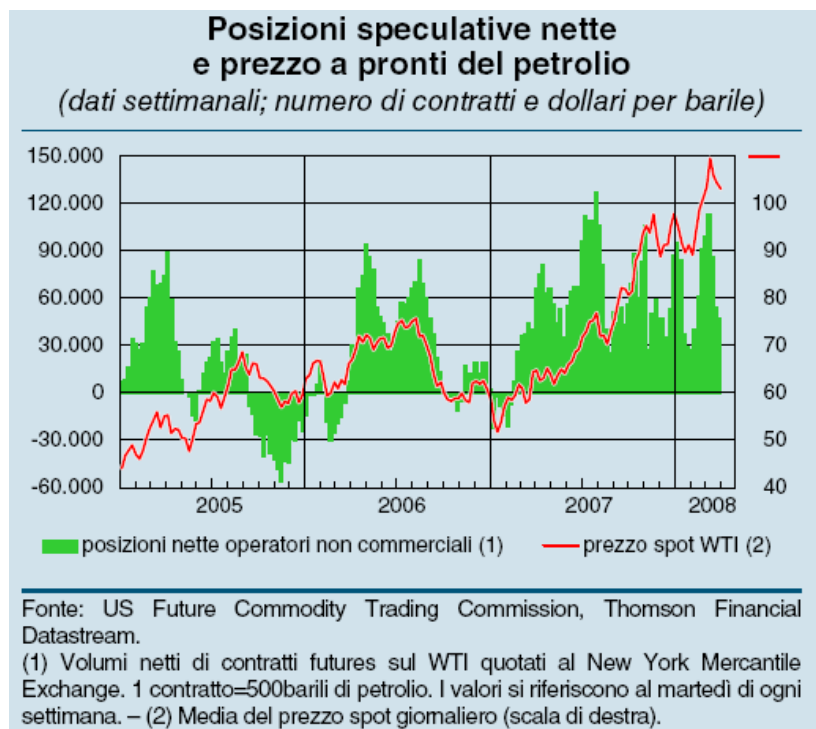


di circa il 60 per cento (in euro sono cresciuti di circa il 30 per cento). Gli aumenti sono imputabili sia a particolari eventi climatici sfavorevoli che hanno inciso sui raccolti agricoli (in particolare sul frumento nell'estate dello scorso anno) e ridotto i volumi delle scorte globali, sia a cambiamenti di natura strutturale, come il crescente consumi di proteine animali nei paesi emergenti. Lo stesso aumento del prezzo del greggio ha inciso sui costi di produzione (energia e fertilizzanti) e ha indotto alla produzione di biocombustibili. La Food and Agriculture

Organization delle Nazioni Unite stima che la domanda mondiale di cereali per uso industriale, sarebbe aumentata di oltre il 25 per cento dal 2000, a fronte di un incremento di circa il 5 per cento dei consumi globali nel settore alimentare. La politica dei sussidi alla produzione di biodiesel ed etanolo ha inciso sui prezzi degli oli vegetali, del grano e del mais, che hanno subito negli ultimi tre anni rincari compresi tra il 130 e il 200 per cento.

2) Alcuni **fattori finanziari** sono anche elemento scatenante per la rincorsa tra diversi mercati. In particolare due, andamento del dollaro e la liquidità. Esiste un link innegabile con la debolezza del dollaro che rimane comunque la valuta utile per acquistare energia e food. Questa moneta **misura** i barili di greggio, le tonnellate dei cereali e del cotone, l'oncia d'oro e i metalli di base (rame, piombo, stagno..) ed è utilizzata come mezzo di pagamento sui relativi mercati. Le politiche delle Banche centrali, ed in particolare della Fed di Greenspan, hanno inondato i mercati di liquidità con tassi di interesse mantenuti a lungo a livelli molto bassi. Una politica spesso premiata da una sostenuta e duratura crescita dell'economia e che ha trovato molti consensi.

Liquidità in abbondanza significa movimenti di flussi enormi di denaro verso le attività che li rendono più remunerativi: fattori reali e finanziari spingono quindi verso materie prime, food and energy. Questa situazione ha portato i mercati a generare strumenti finanziari (derivati) che hanno materie prime, petrolio ed altre commodities come bene sottostante. Dinamiche di **deporto** e **riporto**



assumono allora un ruolo centrale. Se il prezzo a pronti di consegna della commodity risulta superiore a quello con scadenze più lontane, ciò potrebbe indicare che c'è carenza di quella commodity e spingere gli operatori a comportamenti rialzisti. Se, viceversa, i prezzi spot sono inferiori a quelli delle scadenze future (che risulteranno perciò a premio) si otterrà una minore tensione sui prezzi. Nell'ultimo anno la dinamica di deporto è stata preponderante portando ad una continua rincorsa dei prezzi su tutti i mercati in oggetto. Ad esempio, recentemente il Sole24 Ore riportava la notizia che per il petrolio si sta sviluppando l'interesse per le **opzioni call** sul

Wti (West Texas Intermediate, il greggio di riferimento per il mercato americano) per la consegna a dicembre 2008 a 200 dollari. Una opzione call è uno strumento derivato in base al quale l'acquirente dell'opzione acquista il diritto (pagando un premio), ma non l'obbligo, di acquistare un titolo o una merce a un dato prezzo d'esercizio (*strike price*). Ovviamente se il titolo o la merce alla scadenza pattuita (nel caso del greggio nel dicembre 2008) varrà più del prezzo di esercizio e del premio per l'opzione, si ottengono guadagni.

E' opportuno notare che il calo dei tassi di interesse potrebbe avere contribuito ad alimentare il rincaro del petrolio con un abbassamento del **costo opportunità** di detenere attività reali. La riduzione del costo opportunità di detenere attività reali come il petrolio in presenza di bassi tassi di interesse reali può condurre i paesi produttori ad accumularne scorte nel sottosuolo, rinviando l'estrazione nel tempo. Questo effetto vale anche per le materie prime. Inoltre la riduzione dei tassi rende più debole il dollaro e incoraggia l'aumento delle posizioni speculative nette, riducendone il costo.

3) Infine i fenomeni che caratterizzano l'attuale fase internazionale hanno in comune una **modalità** di sviluppo del fenomeno stesso che si basa sull'autorealizzazione di aspettative di incremento dei prezzi delle attività: le attese si auto-alimentano e ciò determina la loro realizzazione con una previsione continua dei prezzi delle attività.

Tradizionalmente mantenere bassi i tassi di interesse consentiva un maggiore sviluppo economico e determinava una crescita dei prezzi al consumo dei beni e dei servizi. L'effetto della globalizzazione ha modificato questa relazione consentendo bassi tassi di interesse ed inflazione contenuta. Il denaro a buon mercato per lungo tempo ha, invece, sostenuto i rendimenti dei corsi

azionari e la crescita continua dei prezzi degli immobili favorendo in entrambi i settori il formarsi di bolle speculative.

Si è determinato, dunque, un nuovo trade off: mantenere bassi i tassi di interesse può favorire l'instabilità finanziaria.

A questo si è aggiunto una insufficiente regolamentazione dei mercati finanziari e una limitata capacità di previsione delle autorità monetarie.

L'affermarsi di nuove economie, come quella cinese e indiana, caratterizzate da una forte crescita e da una carenza di materie prime, ha sovvertito uno dei maggiori effetti della globalizzazione, la stabilità dei prezzi. La domanda crescente di materie prime da parte di questi paesi e la domanda crescente di prodotti alimentari da parte delle loro popolazioni, hanno contribuito negli ultimi mesi ad una forte crescita dei prezzi.

Il momento è particolarmente delicato e sufficientemente pericoloso. E' necessario tener presente oltre alle consuete patologie dell'inflazione e della scarsa crescita, anche quella del funzionamento del sistema finanziario, ormai estremamente complesso ed interconnesso (nel senso di bancario-mobiliare-assicurativo e nel senso globale). Inoltre, con un dollaro debole e in caduta, i prezzi delle materie prime in dollari hanno manifestato veri e propri salti.

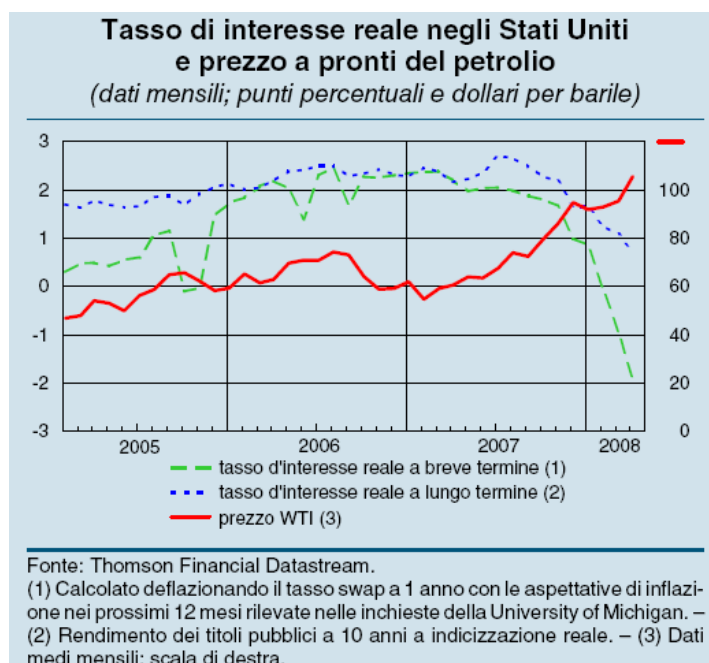
La crisi dei mercati finanziari e la minaccia di un loro collasso ha portato la Federal Reserve a privilegiare la stabilità del sistema economico-finanziario rispetto alla lotta all'inflazione, anche per le caratteristiche dell'attuale crescita dei prezzi dovuta a fattori esterni alle economie industrializzate (crescita dei prezzi delle materie prime e dei prodotti alimentari) e quindi più difficilmente controllabili dalle autorità monetarie.

Da questa scelta derivano gli interventi di salvataggio operati dalla Federal Reserve (Bear Stern), la forte riduzione dei tassi di interesse e le continue iniezioni di liquidità, politiche certamente utili e necessarie per impedire il crollo del sistema finanziario, ma che possono anche favorire il riprodursi in futuro di nuove situazioni di crisi.

Due sono gli aspetti che emergono in questa situazione.

Primo

Con un tasso di inflazione sopra gli obiettivi, la riduzione dei tassi (il 18 marzo tagliando i federal funds di tre-quarti di punto, la Federal Reserve ha operato la terza riduzione consistente in meno di due mesi, portandoli al 2.25%, limando ancora a fine aprile i tassi di riferimento dello 0.25%) segnala che la Fed ha momentaneamente deciso di non occuparsi dei prezzi. Con un'inflazione tendenziale al 4% e il tasso core (che esclude alcune voci più volatili come il petrolio) al 2.3%, i tassi di interesse reali americani sono negativi e lo sono diventato ancora prima dei segnali di probabile recessione dell'economia.. Se i tassi saranno ulteriormente limati o tagliati (sebbene la Fed abbia annunciato una pausa al riguardo) occorre tener ben presente le conseguenze di tutto ciò, e non solo negli Usa ma anche in Europa. In questo ambito la Banca Centrale Europea è stata molto cauta nella gestione della liquidità e nella politica monetaria, non operando alcuna riduzione dei tassi di interesse, ha, probabilmente, rinunciato solo a ulteriore aumenti dei tassi, tenuto conto che l'economia europea



sta frenando sia pure in maniera piuttosto eterogenea. Sebbene Spagna e Italia stiano decelerando in maniera vistosa, Germania e Francia mettono in evidenza un certo dinamismo sia nel settore industriale che nei servizi.

La cautela della BCE è certamente dovuta alla crescita dei prezzi che al 3.3% è nettamente superiore al target della Banca centrale europea). Un altro dei fattori che mantiene ferma la Bce sulla politica dei tassi di interesse, è la forte crescita dell'aggregato monetario M3 nell'area euro.

Secondo

In un contesto di rapido deterioramento delle prospettive di crescita dei paesi europei, diversi Istituti di analisi e Istituzioni di politica economica giudicano cruciale una riduzione (anche cospicua) dei tassi di interesse da parte della BCE. Ad esempio l'ELNEP (European Labour Network for Economic Policy) chiede alla Banca Centrale Europea di tagliare rapidamente i tassi base di mezzo punto percentuale subito e di altri 50 punti base entro la fine del 2008, in modo da stabilizzare le aspettative di consumatori e imprese, e da impedire una recessione. Un taglio immediato consentirebbe, secondo l'ELNEP, un'accelerazione della crescita 2009 dello 0.3%.

La BCE segue rigorosamente il mandato ricevuto con la sua costituzione, il controllo della stabilità dei prezzi, e in questo continua nella politica sempre perseguita dalla Banca centrale tedesca; certamente appare più rigida della Federal Reserve. La Fed, al contrario, appare più pronta a rispondere alle mutevoli condizioni del mercato e a interventi tesi a obiettivi diversi dalla sola stabilità dei prezzi.

La Fed è sottoposta a critiche crescenti e molti economisti addebitano alla sua politica di espansione della liquidità la causa principale delle ripetute bolle.

Da qui una difesa della politica più restrittiva della BCE, che, a prescindere dal mandato ricevuto, appare più idonea a impedire crisi future legate a una politica di denaro facile.

Le differenti politiche di FED e BCE, tuttavia, hanno effetti negativi, per l'Europa, sul cambio euro/dollaro e, nonostante i vantaggi sul piano delle importazioni delle materie prime in dollari, conseguenti effetti negativi sulla competitività in dollari (ma anche rispetto a tutte le monete agganciate di fatto al dollaro) delle esportazioni europee.

In questo contesto gli elevati tassi di interesse della BCE contribuiscono a frenare il tasso di crescita delle economie europee e rendono più difficile il percorso di risanamento dei conti pubblici. Crescono gli interessi sul debito pubblico, mentre la frenata nella crescita del PIL tende ad aumentare i disavanzi annui.

L'effetto congiunto di tassi di interessi elevati e di politiche di risanamento dei conti pubblici necessariamente più incisive in situazioni di bassa crescita, impedisce interventi volti a difendere il potere di acquisto di larga parte della popolazione europea.

La forte crescita dell'inflazione registrata in questi ultimi mesi a seguito dell'incremento dei prezzi delle materie prime e dei prodotti alimentari ha colpito pesantemente i redditi dei lavoratori europei, limitando la domanda interna di consumo. In questa situazione solo un impulso alla crescita economica e/o una politica di riduzione della pressione fiscale è in grado di impedire/attenuare la diminuzione dei redditi reali e di favorire una maggiore crescita economica.

La BCE teme, invece, che una politica più espansiva sul fronte monetario inneschi una spirale prezzi/salari simile a quelli degli anni settanta. Da qui la sua politica restrittiva e la sua dichiarata attenzione ai rinnovi contrattuali.

L'Europa paga chiaramente l'assenza di una politica economica comune. Esistono solo una politica monetaria limitata nei suoi fini dallo stesso mandato attribuito alla BCE e una politica di risanamento dei conti pubblici. Manca una politica di sviluppo e una politica fiscale comune.

In assenza di cambiamenti, assisteremo quindi ad una politica della Fed volta ad impedire una crisi generale del sistema con massicce iniezioni di liquidità, creando così i presupposti per crisi future, e a una politica più prudente della BCE tesa ad evitare una spirale prezzi/salari, con la conseguenza di frenare la crescita europea.

Sarebbero necessari da un lato interventi volti ad una maggiore regolamentazione dei mercati finanziari internazionali, come indicato dal Governatore Draghi, capaci di limitare e di prevenire bolle speculative, evitando così la necessità di interventi di ultima istanza volti a salvare il sistema; dall'altro una maggiore capacità dei paesi europei di adottare politiche economiche comuni che rendano possibili scelte non limitate al controllo dei prezzi e dei debiti pubblici, ma anche a sostenere la crescita e i redditi dei lavoratori europei.