

## I profitti speculativi delle banche avvengono a spese degli operatori? \*

In un recente articolo Schulmeister (1988) ha studiato l'uso dell'analisi tecnica da parte delle banche nel perseguire profitti speculativi sui mercati valutari. Schulmeister osserva che tali operazioni hanno sempre reso alle banche consistenti profitti. Egli si pone quindi la domanda: «Ma se in questo gioco le banche ... vincono regolarmente, chi sono coloro che perdono?» E continua: «La risposta è semplice: tutti coloro che partecipano al mercato e che comprano o vendono valute estere per ragioni diverse dalla massimizzazione dei profitti a breve termine... Si tratta in particolare di tutti coloro che scambiano beni e servizi, che ... usano le valute estere come un mezzo per effettuare pagamenti internazionali piuttosto che come un'attività finanziaria» (p. 427).

In questa nota analizzo criticamente l'affermazione secondo cui coloro che scambiano beni e servizi «perdono» quando le banche traggono profitti dalle loro speculazioni sulle valute. Io sostengo, al contrario, che questi profitti dovrebbero essere considerati come un rendimento per un servizio che le banche in quanto speculatori forniscono a questi operatori. Tale servizio consiste nel rendere i tassi di cambio più stabili nel tempo.

### Profitti speculativi e stabilizzazione

Friedman (1953) ha sostenuto che quegli speculatori che fanno profitti sistematicamente stabilizzano i tassi di cambio. Tale conclusione si basa su un'idea piuttosto semplice. Si fanno profitti solo quando si acquista allorché il prezzo è basso e si vende quando il prezzo è alto. Poiché gli acquisti spingono i prezzi verso l'alto e le vendite li spingono verso il basso, queste attività riducono l'ampiezza delle fluttuazioni dei tassi di cambio.<sup>1</sup>

---

\* Commento a "Speculazione sulle valute e fluttuazioni del dollaro" di STEPHAN SCHULMEISTER, in questa *Rivista*, n. 164, dicembre 1988, pp. 413-437.

<sup>1</sup> Una delle prime enunciazioni di questa teoria è in JOHN STUART MILL (1901, libro IV, cap. ii, sez. 5) ed è citata da SOHMEN (1969).

La validità dell'affermazione di Friedman è stata messa in discussione in una serie di articoli pubblicati negli anni '50 e '60, tra i quali i più interessanti erano quello di Baumol (1957), Telser (1959) e Stein (1961). Una rassegna e una valutazione della controversia è fornita da Sohmen (1969).

Recentemente l'argomento è stato riproposto da Dornbusch e Frankel (1988), i quali sostengono che «La teoria moderna delle bolle speculative razionali stocastiche ha del tutto demolito l'opinione di Friedman secondo cui gli investitori che scommettono su aspettative destabilizzanti perderanno i loro soldi. In una bolla speculativa razionale, gli investitori perdono denaro se *non* seguono la corrente» (pag. 165, corsivo nell'originale). DeLong *et al.* (1987) sostengono che la speculazione può essere profittevole anche se il commercio si basa su voci irrilevanti.

La maggior parte degli economisti ritiene valida la semplice logica della tesi di Friedman e Mill. I modelli più complessi, che criticano tale tesi, sono logicamente corretti. Tuttavia, questi modelli appaiono meno attraenti, in quanto tendono a essere basati su una serie di assunzioni restrittive circa il comportamento e la formazione delle aspettative. Poiché entrambe le tesi sono teoriche e logicamente corrette, non è possibile considerare l'una più realistica dell'altra. Una tale scelta può esser fatta solo dopo aver sottoposto a *test* empirici i diversi modelli. Purtroppo nessuna delle due teorie è stata verificata empiricamente, né probabilmente lo sarà mai, a causa sia della natura dei modelli sia della non disponibilità dei dati rilevanti.

Nell'analisi che segue supporrò che l'esistenza di sistematici profitti speculativi è prova del fatto che gli speculatori hanno stabilizzato i tassi di cambio. Tale assunzione naturalmente non dice che la speculazione è sempre profittevole. La profittabilità della speculazione è una questione empirica che esaminerò ora.

### Le banche fanno regolari profitti speculativi?

È ampiamente noto che la fine del sistema di Bretton Woods nel 1972-73 ha aumentato l'ampiezza delle fluttuazioni dei tassi di cambio, che erano stati la norma nel decennio precedente. Molte banche non avevano adeguato i loro meccanismi interni di controllo al nuovo contesto. Di conseguenza, gli uffici cambio di molte banche poterono speculare e alcuni si impegnarono addirittura in operazioni fraudolente, nel tentativo di trarre profitto dalle ampie fluttuazioni dei tassi di cambio. Molte di queste speculazioni furono profittevoli, mentre altre dettero luogo a pesanti perdite. Due importanti banche, la tedesca Herstatt Bank e la Franklin Bank di New York divennero insolventi in conseguenza delle profonde perdite in cui erano incorsi i loro uffici cambio.

Dopo queste esperienze, le banche instaurarono severi sistemi di controllo sui loro uffici cambio. In particolare, limitarono l'esposizione in valute estere a piccole somme. Di conseguenza le attività speculative sui mercati valutari si ridussero notevolmente e alcuni commentatori, come ad esempio McKinnon (1976), sostennero che sul mercato vi era scarsità di attività speculative.

Gli uffici cambio furono tuttavia in grado di guadagnare alti tassi di rendimento sui fondi che le banche avevano accantonato a questo fine. Tale successo portò a un aumento delle disponibilità di fondi usati a fini speculativi da detti uffici, che negli anni '80 hanno contribuito notevolmente ai profitti globali delle banche. Questi fatti sono documentati da Goodhart (1987) e Schulmeister (1988). Da contatti personali ho appreso che le principali banche canadesi hanno destinato ingenti somme alla speculazione valutaria, a livello sia di uffici centrali sia di quelle filiali regionali che svolgevano operazioni in valuta. I profitti derivanti da queste attività sono variabili ma sempre elevati. Tra i privati invece sono pochi coloro che hanno la personalità e l'acume necessari per l'attività di operatore e speculatore valutario.

Schulmeister (1988) insiste molto sull'uso dei modelli tecnici da parte degli speculatori in valute delle banche. Tuttavia gli operatori di successo considerano le informazioni tecniche fornite dai grafici come uno solo dei fattori che influiscono sul loro processo decisionale. Gli operatori di maggior successo sembrano avere un istinto particolare per l'uso delle informazioni che li distingue dal resto degli operatori e che non può essere incorporato in un modello.<sup>2</sup> Ad ogni buon conto, ai fini della nostra analisi non è importante se i profitti sulle valute sono realizzati in seguito a intuizioni o a consulenze basate su modelli tecnici, di economisti che analizzano le tendenze di fondo o di psicologi che studiano l'opinione pubblica. Il punto che qui interessa è che gli uffici cambi delle banche continuano ad apparire fonte di profitti notevoli.

Dornbusch e Frankel (1988) osservano che i profitti ottenuti dagli uffici cambi delle banche sono dovuti alla differenza fra i tassi di acquisto e quelli di vendita delle valute e alla speculazione. Purtroppo le banche non forniscono informazioni che consentano di stimare l'importanza relativa delle due fonti di entrate. Dornbusch e Frankel osservano che gli ampi scambi interbancari di valute degli ultimi anni sono in sintonia con l'opinione secondo cui quasi tutti i redditi sono dovuti ad attività di intermediazione e nessuno alla speculazione. Sulla base di informazioni dirette dalle banche, rilevate da Schulmeister e da me verificate anche con interviste personali, sono in disaccordo con questa opinione. Se non ci fossero profitti, gli uffici cambi non avrebbero accesso alle grosse somme utilizzate per la speculazione.

<sup>2</sup> Il ravvisare opportunità che agli altri sfuggono caratterizza gli individui di successo in tutte quelle occupazioni che implicano complesse elaborazioni intellettuali. Così, ai giocatori di scacchi di maggior successo nel mondo è riconosciuto un senso del gioco che non può essere insegnato e che permette loro di battere i più elaborati programmi scacchistici per calculatori. Anche i migliori e più originali tra gli economisti sono dotati di questa capacità.

## Gli speculatori fanno gli interessi degli operatori

Prendendo a giustificazione l'analisi appena illustrata, suppongo che una speculazione sistematicamente profittevole contribuisca alla stabilità valutaria, e che gli uffici cambi delle banche traggano sistematicamente profitti da tale speculazione. Passerò ora ad analizzare la questione se tale speculazione avvenga "a spese" degli operatori.

Per esaminare questo problema si consideri un mondo in cui si abbiano inizialmente solo due gruppi di partecipanti al mercato delle valute. Il primo è rappresentato dalle banche, le quali operano sia come intermediari sia come speculatori. Il secondo gruppo consiste di importatori ed esportatori di beni, servizi e attività finanziarie di lungo periodo, in seguito definiti semplicemente "operatori". Questi operatori usano il mercato valutario solo per convertire da valuta estera a valuta nazionale i proventi e le obbligazioni che risultano dallo svolgimento delle loro attività economiche.

Consideriamo dapprima una situazione in cui le banche non speculano e fungono soltanto da intermediari. In quanto tali esse assicurano l'incontro tra la domanda e l'offerta globali di valute generate dagli operatori. La differenza fra i tassi di acquisto e quelli di vendita delle valute estere dà luogo al reddito delle banche. In linea di principio esso può essere misurato dal rapporto tra reddito e volume totale delle transazioni. In queste condizioni, le fluttuazioni del tasso di cambio sono dovute all'influenza esercitata da forze stagionali, cicliche e di altra natura, come pure dalle politiche governative che influiscono sulla competitività dell'industria nei diversi paesi.

L'instabilità dei tassi di cambio presente in queste condizioni influisce sulla varianza dei rendimenti delle attività in valuta.<sup>3</sup> Secondo la teoria tradizionale, il benessere è funzione decrescente dell'instabilità dei tassi di cambio e dei rendimenti delle operazioni sui cambi. In un certo senso, le fluttuazioni dei tassi di cambio rappresentano una tassa sul commercio internazionale e pertanto riducono il livello degli scambi e della specializzazione internazionali.

Si consideri ora un mondo in cui le banche continuano ad agire come intermediari e allo stesso tempo si impegnino in attività sistematicamente redditizie di speculazione sulle valute. In questa situazione, la somma dei redditi che le banche derivano dall'attività di intermediazione e di speculazione divisa

<sup>3</sup> La copertura del tasso di cambio a termine elimina l'incertezza associata agli scambi con l'estero, ma non può eliminare l'instabilità delle entrate derivanti da tali scambi. D'altra parte, la diversificazione internazionale dei mercati può accrescere la stabilità delle entrate globali rispetto a quelle risultanti dalle sole attività interne. Questo fatto può ben spiegare l'osservazione che le ampie fluttuazioni dei tassi di cambio negli anni '70 e '80 hanno avuto effetti nocivi non misurabili sul livello degli scambi internazionali. In questa nota mi attengo al modello tradizionale che non considera sistematicamente i concetti di rischio e diversificazione negli scambi.

per il volume totale delle operazioni rappresenta la differenza media fra il prezzo di acquisto e quello di vendita delle valute. Questa differenza è necessariamente maggiore di quanto sia in assenza di speculazione profittevole. Nel nostro modello i redditi straordinari delle banche provengono dagli operatori, il che riflette l'opinione di Schulmeister secondo cui i profitti speculativi vengono realizzati "a spese" degli operatori.

Questa opinione trascura tuttavia il fatto che la speculazione dà luogo a una maggiore stabilità del tasso di cambio nel tempo. Fondamentalmente, i profitti speculativi delle banche costituiscono un compenso da parte degli operatori per i benefici che essi traggono dalla maggiore stabilità dei tassi di cambio. Gli operatori acquistano questo servizio dalle banche piuttosto che produrlo autonomamente attraverso le loro attività speculative, presumibilmente perché le banche usufruiscono di economie di specializzazione e di scala. L'ottimalità nel senso di Pareto in un mondo incerto si ottiene quando vi è eguaglianza fra la produttività marginale del capitale degli operatori (aggiustata per tener conto del rischio) da una parte e la produttività marginale delle risorse impiegate in attività speculative dalle banche dall'altra parte.

Il modello appena discusso può essere esteso a coprire la possibilità che vi siano speculatori sulle valute diversi dalle banche. Potrebbe trattarsi di ricchi privati, di banche centrali e di qualche singolo operatore. È utile supporre che una certa parte di questi speculatori siano simili alle banche e realizzino sistematicamente profitti. Per i fini attuali della nostra analisi è utile classificarli nella categoria delle banche, e concentrare l'analisi su coloro che perdono sistematicamente.

È chiaro che tali speculatori non possono restare in affari a lungo. Se sono privati individui, dispongono di risorse limitate. Quelli che lavorano per operatori o per intermediari finanziari tendono a essere sostituiti rapidamente, altrimenti possono provocare la bancarotta delle imprese per le quali lavorano. Fanno eccezione a questa regola le banche centrali, benché anche queste siano soggette a controlli finanziari da parte dei loro stessi dirigenti, dei dipartimenti del tesoro e di politici.<sup>4</sup> È stato sostenuto che, pur in presenza di questa tendenza all'auto-limitazione della speculazione perdente, l'attività rimane notevole poiché i perdenti sono costantemente rimpiazzati da nuovi entranti nella stessa attività. È impossibile valutare il merito empirico di questo argomento; e l'analisi che segue considera le implicazioni dell'esistenza di una tale speculazione perdente e destabilizzante.

<sup>4</sup> È difficile avere informazioni empiriche sulla profittabilità della speculazione delle banche centrali sul mercato delle valute. Ciò è dovuto al fatto che la maggior parte delle banche centrali hanno grandi *stock* di posizioni aperte, incluse attività auree. Le stime dei rendimenti della speculazione risentono notevolmente delle ipotesi circa il valore futuro di questi grandi *stock*. I guadagni e le perdite annuali derivanti da transazioni reali sono relativamente piccoli rispetto a quelli derivanti dagli *stock*. Nella pratica, questi problemi rendono le stime dei rendimenti estremamente sensibili al periodo considerato.

Le banche che realizzano profitti speculativi sistematici guadagnano a spese di questo gruppo. È possibile che le perdite del gruppo siano maggiori o minori dei profitti che le banche ricavano dalla speculazione. Nell'un caso come nell'altro, le banche forniscono pur sempre agli operatori un servizio di stabilizzazione poiché controbilanciano gli effetti destabilizzanti degli speculatori che perdono. In assenza dell'attività delle banche, la varianza dei tassi di cambio sarebbe maggiore. Tutte le argomentazioni sopra esposte circa i benefici della speculazione profittevole rimangono valide.

### Sintesi e conclusioni

In un recente studio Schulmeister ha osservato che le banche che utilizzano modelli tecnici per le attività sui cambi hanno tratto regolari profitti dalle loro speculazioni sulle valute. Schulmeister ha sostenuto che questi profitti hanno luogo a spese di esportatori e importatori di beni e servizi. Questa conclusione è fuorviante. Nell'ipotesi che i profitti sistematici delle banche risultino in tassi di cambio più stabili, i guadagni speculativi delle banche rappresentano in realtà un pagamento da parte degli operatori per una maggiore stabilità dei cambi e dei redditi. In questo caso, le attività speculative delle banche contribuiscono all'aumento dell'efficienza economica e del benessere globale in quanto esse aumentano i rendimenti aggiustati per il rischio e danno luogo a più elevati livelli di scambi e specializzazione internazionali. Questo aumento di benessere esiste anche se parte o perfino tutti i guadagni delle banche avvengono a spese di una fluttuante popolazione di speculatori che perdono denaro regolarmente. In assenza di queste attività stabilizzanti delle banche, le fluttuazioni dei tassi di cambio sarebbero ancora più ampie.

Burnaby, B.C.

HERBERT G. GRUBEL

### BIBLIOGRAFIA

- BAUMOL, WILLIAM J. (1957), "Speculation, Profitability and Stability", *Review of Economics and Statistics*, 39, 263-71.
- BORNER, SILVIO, editor (1988), *International Finance and Trade in a Polycentric World*, Houndmills, Hampshire: Macmillan.
- DELONG, J. B., SHLEIFER A., SUMMERS L. AND WALDMANN R. (1987), "The Economic Consequences of Noise Traders", *NBER Working Paper No. 2395*, Cambridge Mass., October.
- DORNBUSCH, RUDIGER and JEFFREY FRANKEL (1988), "The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives", in Borner (1988).
- FRIEDMAN, MILTON (1953), "The Case for Flexible Exchange Rates", *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press.
- GOODHART C. (1987), "The Foreign Exchange Market: A Random Walk with a Dragging Anchor", *Discussion Paper*, London School of Economics.
- McKINNON, RONALD (1976), "Floating Exchange Rates 1973-74: The Emperor's New Clothes", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, No. 3, Amsterdam: Elsevier Science Publishers, 79-114.
- SCHULMEISTER, STEPHAN (1988), "Speculazione sulle valute e fluttuazioni del dollaro", in questa *Rivista*, 164, 413-437.
- SOHMEN, EGON (1969), *Flexible Exchange Rates* (Revised Edition), Chicago: University of Chicago Press.
- STEIN, JEROME L. (1961), "Destabilizing Speculative Activity Can Be Profitable", *Review of Economics and Statistics*, 301-2.
- TELSEER, LESTER G. (1959), "A Theory of Speculation Relating Profitability and Stability", *Review of Economics and Statistics*, 41, 295-302.