

Speculazione sulle valute e fluttuazioni del dollaro *

Le ampie fluttuazioni del tasso di cambio del dollaro verificatesi dopo il crollo del sistema di Bretton Woods, e in particolare la sua ascesa e successiva caduta nel corso degli anni '80, non hanno essenzialmente ricevuto una spiegazione da parte delle prevalenti teorie del tasso di cambio. Perciò, al fine di individuare le caratteristiche dei comportamenti economici che hanno causato queste variazioni del tasso di cambio, una metodologia di tipo esplorativo sembra essere la più appropriata. L'analisi effettuata in questo studio copre il periodo che va dal marzo 1973 al marzo 1988 e riguarda il tasso di cambio fra le due valute di gran lunga maggiormente scambiate, vale a dire il dollaro e il marco tedesco.

Dapprima viene analizzato l'andamento giornaliero delle variazioni del tasso di cambio, mostrando che nel breve periodo la sua dinamica più tipica è una sequenza di fasi di ascesa o di discesa dei prezzi interrotta da fluttuazioni erratiche. Poiché questo tipo di comportamento può essere sistematicamente sfruttato impiegando certe "regole di scambio", verrà esaminata l'importanza dell'"analisi tecnica" per la formazione delle aspettative e, conseguentemente, per la determinazione dei tassi di cambio. Il risultato di questa analisi è che le regole di scambio derivanti dall'analisi tecnica effettivamente seguite nel mercato hanno sistematicamente prodotto extraprofiti per tutto il periodo, senza comportare rischi significativi.

La seconda parte dello studio si concentra sulle fluttuazioni di medio periodo nella dinamica del tasso di cambio, sostenendo che esse possono essere causate dall'interazione di condizioni di squilibrio nel mercato dei beni e in quello finanziario dove il tasso di cambio fluttua intorno al suo "centro di gravità" — costituito dalla parità del potere di acquisto — senza mostrare alcuna tendenza a convergere verso un equilibrio stabile.

* Quest'articolo è una versione ridotta di uno studio più generale sulla dinamica dei tassi di cambio (SCHULMEISTER, 1987). Per informazioni più dettagliate sui dati o su questioni metodologiche, si rinvia allo studio originale. Desidero ringraziare Michael D. Goldberg per i numerosi importanti contributi a questo studio. Inoltre, sono grato a Eva Horvath, che ha svolto tutto il lavoro statistico, e a Marianne Riese, che ha compilato il programma per il computer che ha consentito l'analisi della profittabilità delle regole di scambio tecniche. Un particolare ringraziamento va a Erna Kernreich per avere dattiloscritto il testo.

Le caratteristiche della dinamica del tasso di cambio

La figura 1 mostra che, durante il periodo di ascesa del dollaro (1980-85), il tasso di cambio è variato seguendo una sequenza di fasi di ascesa e discesa (movimenti monotoni o "quasi" monotoni), talvolta interrotta da oscillazioni intorno a un livello costante (che gli operatori professionisti chiamano *whipsaws*, "denti di sega"). Se questa "Gestalt" viene misurata quantitativamente, si ottengono due importanti risultati:

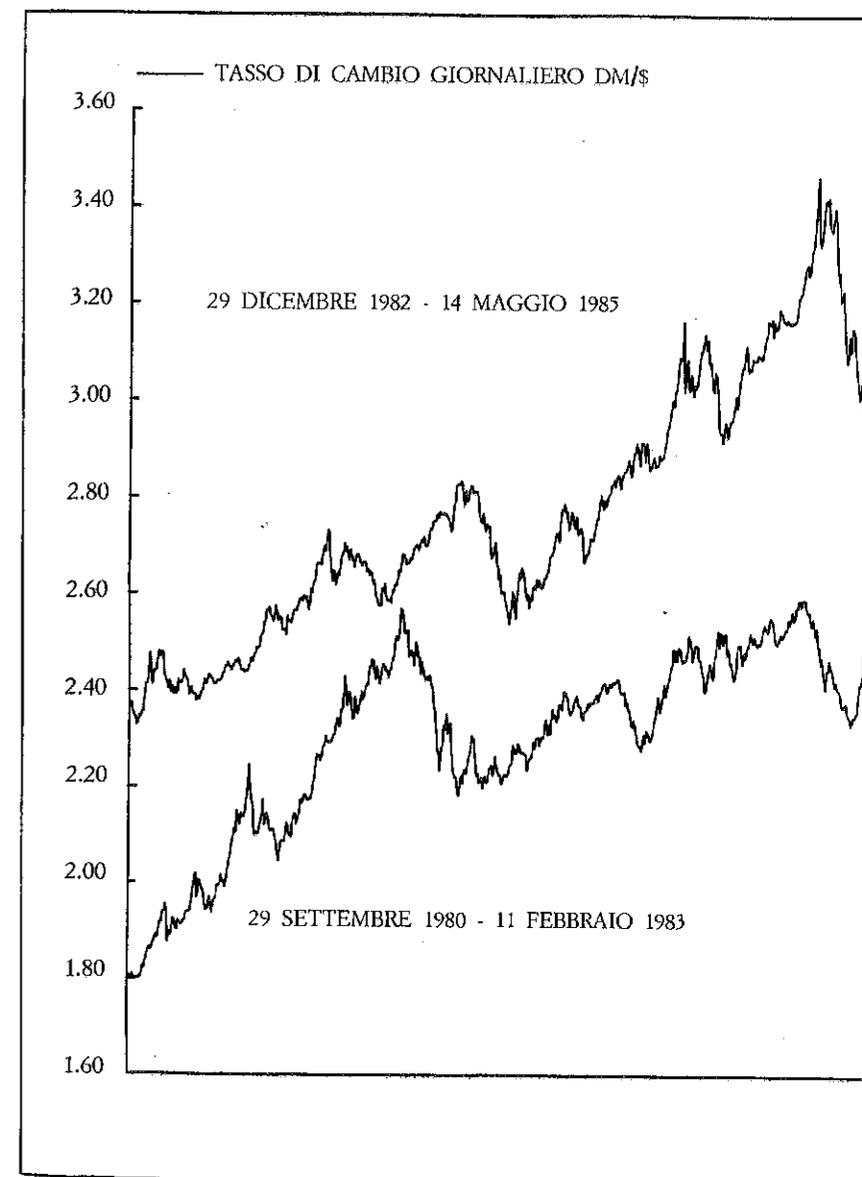
— l'apprezzamento complessivo del dollaro nel periodo 1980-85 è dipeso dal fatto che le fasi di ascesa sono durate in media 2,6 giorni più di quelle di discesa (l'inclinazione media, in termini assoluti, dei movimenti verso l'alto e di quelli verso il basso è stata la stessa). In modo analogo, il deprezzamento del dollaro iniziato nel 1985 è stato essenzialmente causato dal fatto che le fasi di discesa sono durate più di quelle di ascesa. Questo tipo di comportamento contraddice le assunzioni dei modelli di equilibrio con aspettative razionali. Infatti, se la variabilità del tasso di cambio dipendesse da variazioni del livello di equilibrio atteso causate dal diffondersi di "notizie", si dovrebbe avere un adeguamento dei prezzi quasi istantaneo e non il persistere di una certa fase.

— La maggior parte del complessivo apprezzamento e deprezzamento si è verificata nel corso di un numero relativamente ristretto di fasi di durata più lunga: il solo 21,1% di tutte le fasi di ascesa ha determinato l'81,2% dell'apprezzamento totale, e il solo 13,3% di tutte le fasi di discesa ha contribuito per il 73,3% al deprezzamento complessivo. La ragione di questa concentrazione va rinvenuta in un fatto molto importante: il movimento del tasso di cambio tende ad essere più rapido quanto più lunga è la durata della fase.

Come spiegare questo processo "a scala" di apprezzamento e deprezzamento del dollaro basandosi sull'analisi dei comportamenti economici degli operatori di mercato? Più precisamente: qual è il gruppo di agenti che influenza più direttamente il processo di determinazione del tasso di cambio? La risposta è semplice: gli operatori in cambi. Nella teoria economica, tuttavia, si fa astrazione da questo gruppo di operatori soprattutto perché si assume che essi agiscano semplicemente da intermediari fra la domanda e l'offerta rilevanti originate, da una parte, dagli scambi internazionali di beni e servizi e, dall'altra, dagli scambi di attività reali e finanziarie. Ma è corretto questo tipo di astrazione? Il volume totale giornaliero di transazioni effettuate sul mercato dei cambi è stimato pari a 354 miliardi di dollari (1986), cioè pari a circa 40 volte il volume del commercio internazionale e a 60 volte il volume di

FIGURA 1

L'ASCESA DEL DOLLARO 1980-85



Fonte: AUSTRIAN INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH

investimenti internazionali di portafoglio (Schulmeister, 1987, p. 8). Questi dati sono abbastanza coerenti con quelli che si ricavano da indagini sulle banche. Secondo tali indagini, le operazioni delle banche sul mercato dei cambi per conto di clienti industriali rappresentano soltanto l'11,5% (USA) o il 9% (Regno Unito) del totale delle loro operazioni in valuta. (Vi sono molte altre istituzioni, come agenzie di intermediazione finanziaria, imprese che operano in borsa merci e imprese manifatturiere multinazionali, che operano in valute senza alcun'altra finalità che non sia la mera partecipazione al "gioco delle valute".) Si può perciò concludere che le operazioni sul mercato dei cambi si sono in larga misura emancipate dalle forze che dipendono direttamente dall'operare dei fattori fondamentali del mercato.

Per spiegare le specifiche caratteristiche della dinamica del tasso di cambio, dobbiamo rispondere alle seguenti domande:

— in che modo la formazione delle aspettative degli operatori valutari fa sì che il tasso di cambio vari seguendo un alternarsi di fasi di ascesa e discesa, a volte interrotte da movimenti privi di una direzione ben definita (*whipsaws*)?

— Quali sono i fattori che fanno sì che, per diversi anni, una certa fase del tasso di cambio sia più lunga di una fase di segno opposto, dando così vita ad una tendenza di medio periodo all'apprezzamento o al deprezzamento del dollaro?

Le seguenti ipotesi possono essere considerate una prima risposta a tali domande:

— lo sviluppo di una singola fase può essere interpretato come il risultato dell'interazione di due effetti: l'effetto *bandwagon* (del carro vincente) e l'effetto *cash-in* (realizzo). Si supponga che una qualche "notizia" di natura economica o politica segnali un apprezzamento di breve periodo del dollaro; gli operatori di conseguenza compreranno dollari, facendo così salire il tasso di cambio. Una volta che la variazione del tasso di cambio ha acquistato forza (ciò che di solito avviene nel giro di poche ore), cresce il numero di operatori che "saltano sul carro vincente"; in parte perché anche i modelli tecnici di scambio danno ormai il segnale di acquistare. Più lunga è la durata della fase, più forte diventa la tentazione di realizzare i profitti cartacei e più debole diventa l'effetto *bandwagon*. Pertanto gli operatori divengono sempre più sensibili a "notizie" esterne che potrebbero essere interpretate da altri operatori nel mercato come un segnale di interruzione della fase. Quando infine la fase si esaurisce (di solito a causa del diffondersi di qualche "notizia") spesso ne viene innescata una di segno opposto (si

veda la Figura 1): le posizioni precedenti vengono chiuse e se ne aprono di nuove di segno opposto.

— Nel mercato dei cambi inoltre si determina una distorsione delle aspettative a medio termine favorevole (1980-85) o sfavorevole (1985-87) al dollaro (debbo questo concetto di distorsione delle aspettative a M. Goldberg): quando prevale una distorsione a favore del dollaro, gli operatori detengono le posizioni *long* (al rialzo o "creditorie") in dollari qualche giorno di più di quelle *short* (al ribasso o "debitorie"), e ciò fa sì che le fasi di ascesa durino più a lungo di quelle di segno opposto. In tal modo si innesca un processo "a scala" di apprezzamento del dollaro, o di deprezzamento nel caso di una distorsione negativa delle aspettative.

— È possibile che variazioni di breve periodo del tasso di cambio caratterizzate da una sequenza di fasi e *whipsaws* siano sistematicamente sfruttate adottando certe regole di scambio? in che modo l'applicazione di tali regole retroagisce sull'andamento dei prezzi? Questi problemi verranno analizzati sottoponendo a verifica l'ipotesi di profittabilità della speculazione sulle valute basata sull'analisi tecnica.

Analisi tecnica e instabilità del tasso di cambio nel breve periodo

Nel mercato dei cambi il ricorso all'analisi tecnica è divenuto sempre più frequente. Secondo un'indagine del Gruppo dei Trenta, il 97% delle banche considerate e l'87% delle aziende di intermediazione finanziaria hanno espresso l'opinione che l'uso di modelli tecnici ha un impatto sempre più importante sul mercato. In particolare, si ritiene che i più importanti operatori sul mercato (banche, aziende di intermediazione finanziaria e agenti di cambio) abbiano fatto un uso crescente di questi modelli (Gruppo dei Trenta, 1985).

L'analisi tecnica mira a ricavare segnali che indichino la profittabilità delle operazioni di acquisto e vendita isolando le componenti sistematiche del comportamento delle serie dei prezzi (per un'eccellente trattazione dell'argomento, si veda Kaufman, 1978). I metodi di tipo qualitativo si basano sull'interpretazione di alcune configurazioni (considerate) tipiche dei movimenti verso l'alto e verso il basso dei prezzi, e perciò contengono un significativo elemento di soggettività. I metodi di tipo quantitativo mirano ad isolare le fasi dai movimenti erratici usando trasformazioni statistiche. Le tecniche usate a tal fine — modelli basati sulle medie mobili e sui momenti — producono serie chiaramente

definite di segnali di acquisto e vendita, che possono essere sottoposte ad accurate verifiche. Nel primo tipo di modelli normalmente si usa una media mobile (non ponderata) di breve termine (relativa ai precedenti 3-8 giorni) e una media mobile di lungo termine (relativa ai precedenti 10-30 giorni). La regola di scambio che si ricava è del tipo seguente:

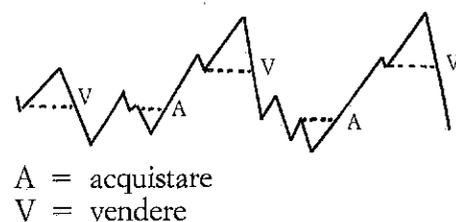
— acquistare (costituirsì posizioni *long*) quando la media mobile di breve termine (che è più rapida) taglia la media mobile di lungo termine (che è più lenta) dal basso; vendere quando succede il contrario.

I modelli basati sui momenti funzionano usando la differenza (del primo ordine) tra il prezzo corrente e quello di k giorni prima:

— acquistare (costituirsì posizioni *long*) quando il prezzo corrente è maggiore del prezzo di k giorni prima; vendere quando il prezzo corrente scende al di sotto di quello di k giorni prima.

La tecnica assai diffusa del “punto e figura” (originariamente sviluppata da Dow) è per molti versi di tipo qualitativo (Kaufman, 1978), ma la sua regola di scambio fondamentale può essere programmata, ed essa è perciò sottoponibile a verifiche empiriche:

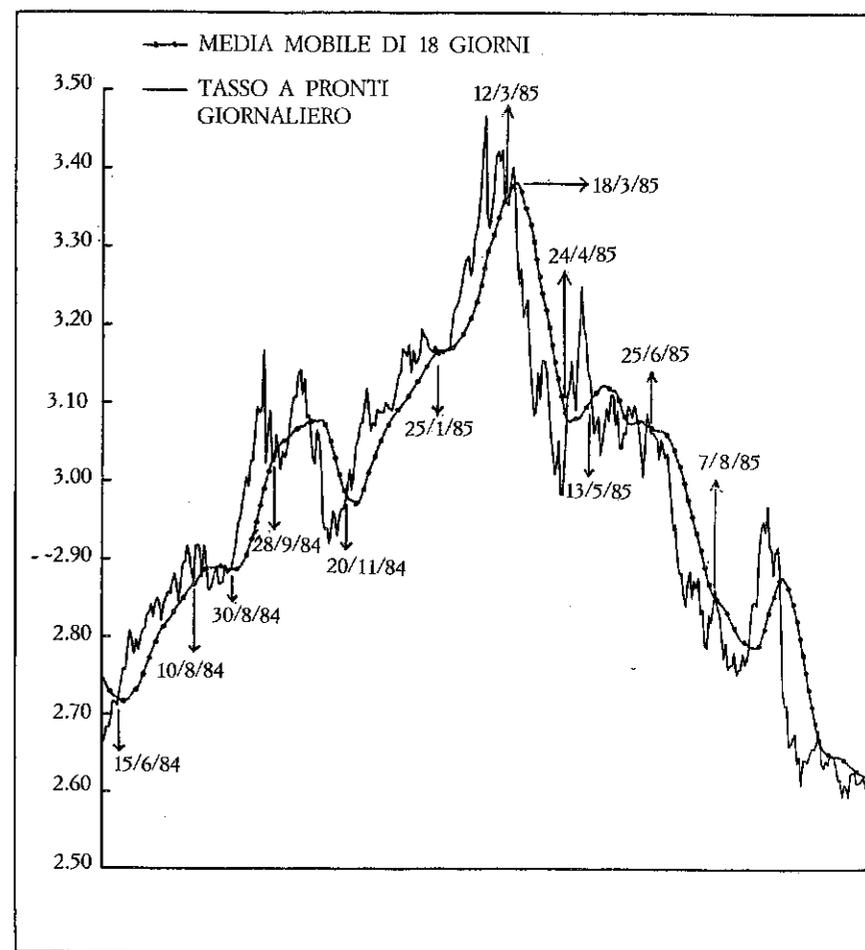
— acquistare (costituirsì posizioni *long*) quando un prezzo in crescita è maggiore del più recente massimo; vendere quando un prezzo in discesa cade al di sotto del più recente minimo. Un semplice grafico può aiutare a chiarire il significato di questa regola:



La figura 2 mostra i risultati ottenuti con un semplice modello di scambio basato su una media mobile di 18 giorni (in questo caso la serie originale serve da media mobile di breve termine). Il periodo considerato va dal primo giugno 1984 al 29 novembre 1985 (i 18 mesi intorno al picco raggiunto dal tasso di cambio del dollaro). Il 15 giugno 1984 un dollaro veniva acquistato per 2,7292 DM e il 10 agosto 1984 esso era

FIGURA 2

SEGNALI DI ACQUISTO E VENDITA PER IL TASSO DI CAMBIO DM/\$
GIUGNO 1984 - NOVEMBRE 1985



Fonte: AUSTRIAN INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH

venduto per 2,8770 DM, fruttando un profitto di 5,1 centesimi in 56 giorni. La figura 2 mostra chiaramente il modo in cui questa regola di scambio sfrutta la persistenza delle fasi del tasso di cambio indipendentemente dalla loro direzione (gli scambi più profittevoli sono indicati nel grafico). Tuttavia fluttuazioni di portata più ridotta possono far sì che il modello produca segnali errati (perdite), in particolare se non vi è alcuna tendenza di fondo all'apprezzamento o al deprezzamento. Il verificarsi di questi "denti di sega" ha prevalso tra il 13 maggio e il 26 giugno, ma le singole perdite sono state tutte di portata ridotta, proprio perché sono stati limitati i movimenti del tasso di cambio. Il profitto complessivo ricavato seguendo ciecamente questa regola di scambio per 18 mesi è stato del 16% annuo. Un modello basato sui momenti, relativi ad un arco di tempo di $k = 8$ giorni, ha fruttato un rendimento annuo del 33,3%, mentre la regola di Dow ha fruttato il 24,5%.

Questi calcoli non tengono conto dei costi di transazione e del differenziale fra tassi d'interesse, ma la dimensione di entrambi questi fattori è trascurabile:

— si stima che i costi di transazione siano al massimo pari allo 0,04% del valore di ogni transazione. Essi perciò comportano una riduzione al 15% del tasso di profitto ottenuto usando il modello della media mobile, al 32,2% del tasso di profitto del modello dei momenti e al 23,5% nel caso della regola di Dow.

— Per ogni posizione aperta, si guadagna un interesse sulla posizione attiva mentre si paga un interesse sulla posizione scoperta. Pertanto l'effetto netto può essere stimato approssimativamente confrontando la durata media delle posizioni in dollari *long* e *short* (data la relativa stabilità del differenziale fra tassi d'interesse nel breve periodo). L'analisi rivela che, tanto nel periodo preso in considerazione nel nostro esempio quanto nell'intero periodo tra il 1973 e il 1988, i guadagni e i costi in conto interessi si sono più o meno equivalsi.

La tavola 1 mostra i risultati ottenuti con alcuni modelli tecnici di scambio fra il 2 aprile 1973 e il primo ottobre 1986 (cioè il periodo campionario considerato nello studio originale; si veda Schulmeister, 1987) e durante nove sottoperiodi di 18 mesi. Tutte le regole di scambio considerate hanno dato profitti in tutti i sottoperiodi, sebbene con tassi variabili. Il rendimento annuo per l'intero periodo si aggira intorno al 15% ben al di sopra del valore zero che rappresenta il rendimento che ci si dovrebbe attendere seguendo regole di scambio in un mercato

TAVOLA 1

TASSI ANNUALI DI RENDIMENTO DELLE SEGUENTI REGOLE DI SCAMBIO PER IL TASSO DI CAMBIO DM/\$

	Media mobile MMB: 3 MML: 10	Media mobile MMB: 5 MML: 10	K: 8 Momenti 10	Media mobile e momenti MMB: 3 MML: 10 K: 10 10	Punto e figura (Regola di Dow)	Comprare e detenere dollari
2/4/1973	24,1	35,3	31,1	29,1	23,8	- 5,1
1/10/1974	14,3	12,6	14,3	13,0	10,8	- 3,1
1/4/1976	4,1	4,1	2,8	5,5	3,7	- 6,9
3/10/1977	8,2	13,7	1,2	11,3	9,6	- 14,6
2/4/1979	16,6	16,9	12,6	13,7	13,5	- 2,7
1/10/1980	11,0	8,1	1,5	5,4	5,5	16,7
1/4/1982	10,2	9,9	12,2	16,1	12,1	5,4
3/10/1983	28,2	30,0	32,1	27,3	27,0	10,2
1/4/1985	12,2	5,8	12,2	18,4	15,5	- 35,0
1/10/1986	14,3	15,1	13,3	15,5	13,5	- 3,0
2/4/1973-1/10/1986	9,0	2,1	- 2,7	5,4	11,5	- 14,8
1/10/1986-31/3/1988	34,5	14,6	23,8	12,9	51,5	- 27,6
1/10/1986	0,2	- 2,4	- 12,0	6,2	- 2,4	- 9,3

efficiente.¹ I due modelli basati su una combinazione delle regole di scambio della media mobile e dei momenti hanno dato i migliori risultati; in questo caso una transazione viene effettuata solo se entrambe le tecniche danno la stessa indicazione (di detenere una posizione *long* o *short*). Non è perciò sorprendente che sia di questo tipo il modello (*Cititrend*) sviluppato dalla Citicorp (il più importante singolo operatore sul mercato dei cambi), che viene usato come punto di riferimento per le sue operazioni sul mercato dei cambi. Sono stati individuati in tutto 18 modelli che hanno fruttato profitti tanto nel corso dell'intero periodo, che va dall'aprile 1973 al settembre 1986, quanto durante ciascuno dei nove sottoperiodi: si tratta di otto modelli basati su medie mobili, due basati sui momenti e sette che combinano insieme queste regole e la regola di Dow.

La rischiosità della speculazione sulle valute basata sull'analisi tecnica è stata stimata confrontando la media dei singoli tassi di rendimento con il valore zero (solo se questa media è negativa la regola di scambio produce una perdita complessiva). È risultato che per l'intero periodo campionario la *t* statistica è stata in tutti casi superiore a 4,0. Ciò significa che, se si fosse seguita ciecamente una di queste regole di scambio nel periodo dall'aprile 1973 al settembre 1986, la probabilità di subire una perdita complessiva sarebbe stata inferiore allo 0,005%.

La tavola 1 mostra anche i risultati ottenuti con i modelli tecnici considerati tra l'ottobre 1986 e il marzo 1988: la maggior parte delle tecniche di scambio sono rimaste profittevoli, anche se meno che negli anni precedenti. La minore profittabilità della speculazione a breve termine sulle valute è essenzialmente dovuta agli effetti stabilizzanti dell'accordo del Louvre del 22 febbraio 1987. Fino a quella data tutte le regole di scambio avevano dato profitti, ed alcune erano state molto redditizie; tuttavia, dopo l'accordo del Louvre del Gruppo dei Sette, i tassi di rendimento delle regole di scambio considerate sono notevolmente diminuiti, e tre di esse hanno addirittura prodotto perdite (si veda la Tavola 1).

Nella tavola 2 vengono effettuate alcune elaborazioni concernenti le caratteristiche della profittabilità delle tecniche considerate nel corso dell'intero periodo (1973-86). La somma dei profitti (perdite) è stata suddivisa nelle sue componenti: numero di posizioni profittevoli (non

¹ SCHULMEISTER (1987) mostra anche che, contrariamente a quanto deriva dall'ipotesi di mercato efficiente, il tasso di cambio \$ DM non segue un percorso casuale. Questo risultato — ottenuto con due differenti *test* di casualità — è coerente con la significativa profittabilità delle regole di scambio nel mercato dei cambi.

TAVOLA 2
CARATTERISTICHE DELLE TRANSAZIONI PROFITTEVOLI FRA DM E \$
Periodo: 2/4/1973 - 1/10/1986

	Media mobile	Momenti	Media mobile	Punto e figura (Regola di Dow)
	MMB: 5 MML: 10	K: 10	MMB: 3 MML: 10 K: 10	
Tasso annuo di rendimento	15,1	15,5	15,9	13,5
Somma dei profitti (centesimi)	339,1	345,3	315,6	347,6
Posizioni profittevoli				
(Numero)	128	172	101	147
Durata media in giorni	28,6	22,0	37,6	22,4
Rendimento medio giornaliero	0,09	0,09	0,08	0,11
Somma delle perdite	-134,6	-135,7	-101,1	-165,4
Posizioni non profittevoli				
Numero	153	222	121	235
Durata media in giorni	8,3	5,2	9,4	7,0
Rendimento medio giornaliero	-0,11	-0,12	-0,09	-0,10
Singoli tassi di rendimento				
Media	0,73	0,53	0,97	0,48
Mediana	-0,14	-0,09	-0,14	-0,24
S.D.	2,67	2,25	3,01	2,11
Asimmetria	2,41	3,41	2,26	2,14
Curtosi	12,99	24,03	10,90	9,07
t-statistica	4,56	4,69	4,78	4,40

profittevoli), loro durata media in giorni, rispettivo rendimento giornaliero (il prodotto di queste componenti dà la somma dei profitti o perdite). Il numero di posizioni in perdita è sempre maggiore del numero di posizioni profittevoli; il profitto (perdita) medio giornaliero è approssimativamente uguale per le posizioni profittevoli e non profittevoli; la profittabilità complessiva è perciò spiegata dal fatto che la durata media delle posizioni profittevoli è tre-quattro volte più lunga di quella delle posizioni non profittevoli. Ciò è tipico di tutte le regole di scambio, e deriva dal già discusso sistematico sfruttamento delle caratteristiche delle fasi: la maggior parte di esse sono piuttosto brevi e, quindi, la maggior parte delle variazioni del tasso di cambio avviene durante quelle poche fasi di durata più lunga. Le fluttuazioni più contenute spesso causano perdite per i modelli tecnici, ma tali perdite

sono di portata ridotta proprio grazie al fatto che le fluttuazioni sono piccole. I profitti derivanti dalla corretta identificazione e dallo sfruttamento delle poche fasi di carattere persistente (durante le quali il tasso di cambio varia di più) possono perciò facilmente compensare le più frequenti, ma molto più ridotte, perdite causate dalle piccole fluttuazioni del tasso di cambio (*whipsaws*). La distribuzione dei singoli tassi di rendimento riflette queste regolarità (Tavola 2). La mediana è negativa e più piccola della media; pertanto la distribuzione è asimmetrica a destra, e il coefficiente di curtosi è maggiore di quello di una distribuzione normale (3,0).

La versione debole del concetto di efficienza del mercato comporta che i prezzi passati non contengano alcuna informazione che possa essere sfruttata con profitto (Fama, 1970). Poiché la profittabilità della speculazione sulle valute che si basa sull'analisi tecnica deriva esclusivamente dallo sfruttamento dei valori passati del tasso di cambio, si deve concludere che il mercato dei cambi certamente non è efficiente, almeno per quanto riguarda le valute maggiormente scambiate.

Formazione delle aspettative e determinazione dei tassi di cambio nel breve periodo

«Non è insolito che gli operatori professionali abbiano simultaneamente due diverse opinioni sull'andamento di una particolare valuta. Una delle due opinioni può riguardare la tendenza di lungo periodo della valuta e si basa su fattori di natura fondamentale... L'altra può riguardare il suo andamento nel brevissimo periodo e si basa sulle condizioni tecniche e psicologiche del mercato» (Riehl e Rodriguez, 1977, p. 134).

Entrambi i tipi di aspettative si formano in modo qualitativo, cioè riguardano soltanto la direzione delle tendenze di breve e lungo periodo senza specificare la loro durata e il livello del tasso di cambio al quale si giungerà alla fine. Questo tipo di aspettative è sufficiente per realizzare consistentemente profitti; e, data la specifica incertezza (intesa nel senso di Knight e di Keynes) che domina sul mercato dei cambi, esso è allo stesso tempo molto efficiente.

L'analisi tecnica si adatta particolarmente bene a questo tipo di formazione qualitativa delle aspettative, anche se esse non debbono

necessariamente basarsi sull'analisi tecnica per essere profittevoli. Anche le banche europee, per esempio, realizzano consistentemente profitti operando sul mercato dei cambi (e in particolare, come mi è stato detto in alcune interviste, detenendo posizioni aperte), ma esse si affidano all'analisi tecnica assai meno di quanto facciano gli operatori di mercato negli Stati Uniti. Gli operatori europei tentano di separare le fasi dai "denti di sega" osservando innanzitutto "le condizioni psicologiche del mercato" grazie alla rete di contatti personali con altri operatori.

In entrambi i casi, con l'osservazione della "psicologia del mercato" come con l'analisi tecnica, si tenta di risolvere lo stesso problema, vale a dire come formarsi aspettative sulle aspettative degli altri agenti, dato che il prezzo di mercato rappresenta il risultato aggregato delle aspettative individuali. Questo tipo di dilemma — che è stato descritto per la prima volta da Keynes nel suo famoso «esempio del concorso di bellezza» (Keynes, 1971, p. 314) — sembra particolarmente importante nel caso della determinazione del tasso di cambio. Infatti le specifiche caratteristiche di questo mercato generano forze retroattive estreme. Per la stessa ragione l'analisi tecnica è divenuta sempre più importante. Un banchiere, parlando dei grafici, ha osservato: «Anche se non se ne fa uso, non si possono ignorare poiché sono troppi gli operatori che oggi li impiegano».²

Lo specifico comportamento di coloro che operano sul mercato dei cambi, che in ultima analisi determina i prezzi, può essere ampiamente spiegato dalla teoria di Heiner del comportamento prevedibile (Heiner, 1983). La specifica complessità del mercato — che dipende, da un lato, dalla sua interdipendenza a livello mondiale, dall'interazione fra mercato dei beni e mercato delle attività finanziarie, dal volume e dalla velocità delle transazioni e, dall'altro lato, dalla sua specifica incertezza — fa sì che per ogni agente esista un divario fra la sua capacità di prendere una decisione ottimizzante e le effettive difficoltà che tale decisione comporta. Si tratta in altre parole del "divario fra capacità e difficoltà" di cui parla Heiner. Più è ampio tale divario più è probabile che gli agenti seguano una strategia, basata sul rispetto di alcune regole,

² Le implicazioni di natura generale del problema del "concorso di bellezza" in un'economia di mercato decentrata sono analizzate da FRYDMAN (1982). Egli mostra che, anche nel contesto dei modelli con aspettative razionali, il processo non converge verso una soluzione di equilibrio generale «poiché i singoli agenti non possono conoscere la media delle previsioni degli altri agenti» (p. 654). Ulteriori approfondimenti del problema del "concorso di bellezza" si trovano in FRYDMAN e PHELPS (1983).

la quale, a sua volta, rende prevedibile il loro comportamento. Per esemplificare gli aspetti dinamici della sua teoria, Heiner si riferisce al «passaggio da strategie di acquisto a strategie di vendita nei mercati finanziari» (p. 582); egli, tuttavia, non sembra sufficientemente consapevole del fatto che la prevedibilità di questo tipo di comportamento spiega allo stesso tempo la sua sfruttabilità.

Le aspettative di medio termine (lungo termine) influenzano il comportamento degli operatori sul mercato dei cambi nella misura in cui esse producono effetti sul tempo per cui è detenuta una certa posizione strategica. Ciò significa che posizioni aperte coerenti con la distorsione prevalente sono detenute più a lungo di quelle non coerenti. In tal modo una distorsione di fondo delle aspettative favorevole, o sfavorevole, ad una certa valuta determina un apprezzamento o deprezzamento complessivo in un processo «a scala» che può durare diversi anni.

In sintesi: nel mercato dei cambi opera una specifica interazione, tra formazione delle aspettative e comportamento degli agenti mirante a massimizzare i profitti da una parte, e caratteristiche delle fluttuazioni dei prezzi dall'altra. Ogni singolo agente considera come data la sequenza delle fasi e dei *whipsaws* del tasso di cambio e, di conseguenza, essa diviene particolarmente sfruttabile dall'analisi tecnica. Allo stesso tempo, tuttavia, questa speculazione sistematica retroagisce, rafforzandolo, sull'andamento delle variazioni del tasso di cambio. Non è pertanto sorprendente che l'85% delle banche e delle agenzie d'intermediazione finanziaria considerate nell'indagine del Gruppo dei Trenta abbia sostenuto che la variabilità del tasso di cambio ha avuto un effetto positivo sulla profittabilità delle loro imprese (Gruppo dei Trenta, 1985, p. 19).

Chi vince e chi perde nel gioco delle valute

Le entrate effettive derivanti da operazioni sul mercato dei cambi, che le banche hanno registrato nella loro contabilità, confermano la sistematica profittabilità delle regole tecniche di scambio. Nel 1985, 12 banche statunitensi hanno tratto dalle operazioni sul mercato dei cambi entrate per 1165,4 milioni di dollari, pari a quasi cinque volte quelle del 1977 (247,5 milioni di dollari). Le quattro banche che hanno realizzato i guadagni più consistenti sono state la Citibank (358,0 milioni di dollari),

la Chase Manhattan Bank (173,4 milioni di dollari), la Morgan Guaranty Trust (172,6 milioni di dollari) e la Bank of America (150,0 milioni di dollari); ma la cosa più interessante è che le attività sul mercato dei cambi sono state profittevoli per tutte le banche in tutti gli anni fra il 1977 e il 1985. Sebbene questi dati riguardino le entrate delle banche provenienti da tutti i tipi di attività sul mercato dei cambi (i profitti derivanti da attività di tipo speculativo non possono infatti essere distinti da quelli derivanti da attività di arbitraggio o per conto della clientela), non vi è alcun dubbio che la speculazione a breve termine sulle valute ha contribuito in modo considerevole alla profittabilità complessiva delle operazioni sul mercato dei cambi. Ciò risulta chiaramente tanto dal fatto che le banche e le agenzie d'intermediazione finanziaria hanno dato una crescente importanza all'analisi tecnica (Gruppo dei Trenta, p. 15) quanto dal numero crescente e dalla profittabilità delle imprese che producono e vendono modelli tecnici per operare sul mercato dei cambi (per una descrizione di questo tipo di servizi, si veda *Euromoney*, agosto 1986, pp. 198-201).

Naturalmente l'acquisto e vendita di valute rappresenta di per sé un gioco a somma nulla e, infatti, nelle nostre simulazioni i profitti derivano esclusivamente dalle differenze fra prezzi di vendita e prezzi di acquisto, che corrispondono a perdite equivalenti delle controparti degli operatori che adottano un modello tecnico. Ma se in questo gioco le banche — così come, probabilmente, le agenzie d'intermediazione finanziaria, le imprese che operano in borsa merci e le società industriali multinazionali — vincono regolarmente, chi sono coloro che perdono? o, più concretamente, quale gruppo di agenti vende dollari agli operatori valutari quando il dollaro si rivaluta nei giorni o settimane seguenti (e viceversa)? 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 (tra cui le banche centrali che intervengono sul mercato). Si tratta in particolare di tutti coloro che scambiano beni e servizi e che considerano, ed usano, le valute estere come un mezzo per effettuare pagamenti internazionali piuttosto che come un'attività finanziaria. Le decisioni di esportatori e importatori di acquistare o vendere una valuta sono determinate dalla volontà di portare a termine un'importazione o di convertire i guadagni derivanti dalle esportazioni nella valuta nazionale del produttore (la ragione ultima di ciò è l'interesse del produttore ad ottenere liquidità nella valuta in cui deve pagare i costi di produzione). Per esempio, un

esportatore tedesco che riceve un pagamento in dollari il 15 giugno 1984 (Figura 2) lo converte in marchi senza rendersi conto che sta per iniziare una fase di apprezzamento del dollaro (lo stesso vale per un turista statunitense che, in quello stesso periodo, deve cambiare dollari in marchi in Germania). Gli agenti che operano nel "mondo reale" considerano le valute estere un flusso che, per motivi di liquidità, dev'essere convertito nella valuta nazionale del produttore; invece gli agenti del "mondo finanziario" considerano le valute estere un'attività da detenere per motivi speculativi. In altre parole, il tasso di cambio è allo stesso tempo il prezzo di un flusso e il prezzo di un'attività; ma coloro che scambiano beni e servizi privilegiano l'aspetto di flusso mentre coloro che scambiano attività finanziarie privilegiano l'aspetto di attività.

Più precisamente, sebbene per effettuare i loro pagamenti sui mercati internazionali gli esportatori ed importatori debbano partecipare a un gioco d'azzardo, la maggior parte degli operatori commerciali (compresi quelli che operano in servizi come il turismo) non sono consapevoli di questo tipo di intermediazione finanziaria e non conoscono le specifiche regole del gioco. Per ironia della sorte, gli esportatori (importatori) considerano le attività delle banche, che certamente facilitano lo scambio di beni e servizi a livello internazionale, soltanto come servizi. Ma è possibile che le stesse banche non siano del tutto consapevoli di questo tipo di rapporto; infatti le attività per conto della clientela e quelle sul mercato dei cambi sono normalmente svolte da due diverse divisioni. Inoltre, lo stesso potrebbe essere vero per le grandi società industriali multinazionali che hanno dipartimenti specializzati in operazioni sul mercato dei cambi. Certamente queste società si rendono conto della profittabilità della speculazione sulle valute, ma non è altrettanto certo che si rendano conto che le loro attività nel mercato finanziario spesso ostacolano quelle sul mercato dei beni. Per esempio, se la speculazione sulle valute di una società per azioni come la Renault avesse contribuito al deprezzamento del dollaro a partire dal 1985 (cosa assai probabile, visto che questo produttore francese di auto è fortemente impegnato sul mercato dei cambi), questa sua attività avrebbe ridotto le esportazioni e, conseguentemente, la sua produzione di auto. Naturalmente il contributo di ogni singola banca o impresa industriale alla instabilità del tasso di cambio è minima, ma ciò non è più vero quando consideriamo l'aggregato di tutti gli operatori professionali. L'effetto delle speculazioni valutarie sulla profittabilità complessiva delle attività in entrambi i mercati (quello dei beni e quello delle attività finanziarie)

è difficile da stimare, in quanto l'interazione dei due tipi di attività non rappresenta certamente un gioco a somma zero né per una singola impresa industriale né per l'economia mondiale nel suo complesso.

Per vari motivi, la continua redistribuzione di reddito da attività sul mercato dei beni ad attività sul mercato finanziario attuata tramite la speculazione sulle valute non ha ricevuto molta attenzione. In primo luogo, l'ammontare totale del reddito redistribuito è assai ridotto rispetto al volume di scambi internazionali di beni e servizi. In secondo luogo, il numero di partecipanti al mercato internazionale dei beni è assai più grande di quello di coloro che operano sui cambi esteri. In terzo luogo, il volume di ogni singola transazione nel mercato dei beni è molto più ridotto di quello sul mercato delle attività finanziarie. In quarto luogo, la maggior parte degli utilizzatori finali (coloro che scambiano beni e servizi e gli investitori di portafoglio) operano solo su un lato del mercato (essi cioè o comprano o vendono) e pertanto qualsiasi perdita rappresenta per essi solo una "perdita opportunità" e non un'effettiva perdita di cassa. In quinto luogo, la maggior parte di coloro che partecipano al mercato dei beni (in particolare le imprese più piccole e i turisti) non osservano ogni giorno le variazioni del tasso di cambio e, perciò, non sono consapevoli delle loro rispettive "perdite o profitti opportunità". Pertanto un ampio profitto per un singolo speculatore come una banca — che in alcuni casi costituisce più del 30% delle sue entrate complessive — è costituito da molte piccolissime perdite distribuite più o meno casualmente tra le molte transazioni che hanno luogo sul mercato internazionale dei beni e servizi. L'effetto diretto che la speculazione a breve termine sulle valute ha sugli scambi internazionali attraverso la redistribuzione dei redditi è pressoché trascurabile. Tuttavia, sono molto più importanti gli effetti indiretti prodotti attraverso la destabilizzazione dei tassi di cambio, in particolare di quello del dollaro in quanto valuta mondiale.

Distorsione delle aspettative sulle valute ed instabilità del tasso di cambio nel medio periodo

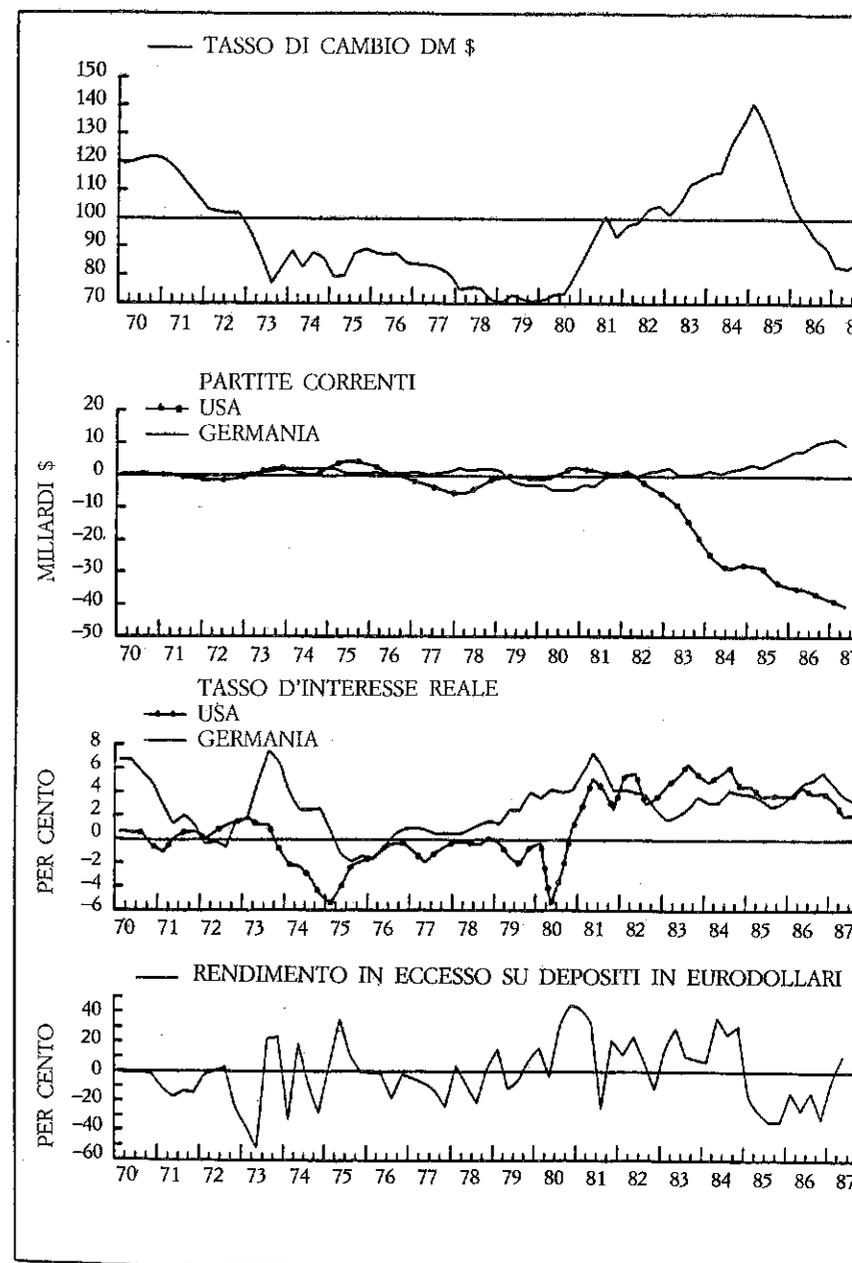
Gli operatori sul mercato dei cambi agiscono sulla base di una distorsione delle loro aspettative di medio termine favorevole o sfavorevole a una certa valuta. Se quanto avviene nella fase attuale è in linea con

il tipo di distorsione prevalente, essi detengono una posizione strategica per alcuni giorni di più di quanto farebbero altrimenti, e questo tipo di comportamento conduce a un apprezzamento o deprezzamento a medio termine attraverso un processo "a scala". Quali sono i fattori che determinano sia l'esistenza di questa distorsione di medio termine che i punti di svolta? Abbiamo tentato di fornire una prima risposta a questa domanda prendendo ad esempio le fluttuazioni del dollaro nel corso degli anni '80 (Figura 3).

Il forte deprezzamento del dollaro giunse a termine nel 1979, quando esso si trovò del 28,7% al di sotto del livello della parità del potere d'acquisto. Nel 1980, in parte a causa della sottovalutazione del dollaro, il saldo delle partite correnti statunitensi andò in attivo e, allo stesso tempo, il saldo delle partite correnti tedesche peggiorò in una misura senza precedenti nella storia del dopoguerra (Figura 3). La situazione sul mercato dei beni induceva così ad attendersi un apprezzamento del dollaro rispetto al marco, ma queste aspettative erano controbilanciate da quanto avveniva nel mercato delle attività finanziarie, dove si stava verificando un continuo aumento del differenziale fra tassi d'interesse reali. Nel gennaio 1979, il tasso d'interesse reale in Germania era più alto di quello statunitense solo dello 0,9%; ma questo differenziale salì al 4,9% nel settembre 1979, raggiungendo nel maggio 1980 il 10,8%, che costituiva un massimo per il dopoguerra (Figura 3). Le forze "reali" operanti sul mercato dei beni e quelle "finanziarie" operanti sul mercato delle attività stavano spingendo in direzione opposta, contribuendo al mantenimento di un "equilibrio precario".

Tuttavia, quando la nuova politica monetaria degli USA divenne alla fine operativa, in sei mesi (dal maggio 1980 al novembre dello stesso anno) il tasso reale d'interesse statunitense aumentò improvvisamente dell'8,6% rispetto a quello tedesco. Nella nuova situazione i mercati finanziari, invece di controbilanciare le aspettative sul mercato dei beni, operarono nel senso di rafforzare una spinta già forte di per sé. In altre parole, si era creata una distorsione delle aspettative favorevole al dollaro e, di conseguenza, gli operatori sul mercato dei cambi detenevano posizioni aperte in dollari più a lungo delle posizioni aperte in marchi, mentre gli investitori di portafoglio spostavano i propri capitali da marchi a dollari. Ciò condusse ad un processo "a scala" di apprezzamento del dollaro che si autoalimentava continuamente. Entrambe le variabili che influenzano le aspettative sul tasso di cambio — le forze "reali" del mercato dei beni e le forze "finanziarie" del mercato delle attività — ora funzionavano in perfetto unisono. (Il risultato dei

FIGURA 3

MERCATO DEI BENI, MERCATO DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE
E LA DINAMICA DEL TASSO DI CAMBIO DM/\$

sondaggi che indicavano che Ronald Reagan sarebbe stato eletto presidente degli USA potrebbero aver funzionato come segnale di partenza per il processo di apprezzamento del dollaro che in effetti cominciò nell'ottobre del 1980.)

Una volta che questi movimenti di capitali e del tasso di cambio prendono inizio, la loro profittabilità accentua le distorsioni delle aspettative sui mercati finanziari internazionali. Ciò porta a un ulteriore apprezzamento della valuta, che fa sì che continui ad essere conveniente cambiare la denominazione in valuta delle attività. Tutto questo trova conferma osservando i rendimenti in eccesso realizzati cambiando la denominazione di un eurodeposito a tre mesi da marchi a dollari. Durante i 54 mesi tra il luglio 1980 e il dicembre 1984, questo rendimento (in eccesso rispetto al tasso d'interesse in marchi) è stato negativo solo otto volte. Il tasso annuo medio di rendimento è stato del 18,7% (si veda la Figura 3), mentre in base alla teoria prevalente ci si dovrebbe attendere che esso oscilli intorno a zero.

Da questo meccanismo di retroazione discende che una variazione del tasso di cambio di questo tipo non si arresta in prossimità della linea della parità del potere di acquisto. Il fenomeno dell'"attraversamento" di tale linea diviene una conseguenza del suo precedente "sfondamento". Pertanto, il crescente disequilibrio sul mercato dei beni (un crescente disavanzo corrente degli Stati Uniti ed un crescente avanzo tedesco) ha potuto soltanto ridurre la velocità del processo di apprezzamento, sostenuto anche dall'ampliarsi del differenziale fra tassi d'interesse. Nell'agosto 1983, il tasso d'interesse reale negli Stati Uniti era del 4,2% più alto che in Germania, un differenziale ancora elevato rispetto all'esperienza del periodo post-bellico. Tuttavia, sebbene nell'agosto 1984 il differenziale fra tassi d'interesse cominciasse nuovamente a restringersi, la distorsione delle aspettative in favore del dollaro prevalse ancora per qualche mese. Una ragione di ciò può essere stata che l'economia statunitense stava andando assai meglio di quelle degli altri paesi industrializzati (per la prima volta dall'inizio degli anni '50): nel secondo trimestre del 1984, per esempio, l'economia statunitense crebbe in termini reali del 6% più rapidamente di quella tedesca e, allo stesso tempo, sembrava che la crescita del disavanzo di parte corrente degli USA fosse giunta a termine (si veda Figura 3). Tuttavia, quando il differenziale di crescita si ridusse e il saldo di parte corrente statunitense cominciò di nuovo a deteriorarsi, il processo di apprezzamento si interruppe definitivamente trasformandosi improvvisamente in un processo di deprezzamento (si veda Figura 3). Ancora una volta il segnale di

partenza potrebbe essere stato un evento di natura politica, vale a dire l'avvicendamento al Tesoro statunitense: a Donald Regan, certamente un "uomo di Wall Street" successe James Baker, che sembrava molto più interessato ai problemi del settore reale dell'economia USA.

A partire dal febbraio 1985, gli sviluppi nel mercato dei beni (il persistente disavanzo di parte corrente degli USA e il persistente avanzo della Germania) e quelli nel mercato delle attività finanziarie (dal gennaio 1986 il tasso d'interesse reale in Germania è tornato nuovamente ad essere più elevato che negli USA) hanno determinato una indubbia distorsione delle aspettative sfavorevole al dollaro.

Questo approccio "di disequilibrio" è in grado anche di spiegare il deprezzamento di tipo speculativo del dollaro all'inizio degli anni '70, che portò al definitivo crollo del sistema di Bretton Woods nel marzo 1973 (Figura 3). A metà del 1972 il dollaro era ancora leggermente sopravvalutato e il saldo delle partite correnti statunitensi era in disavanzo; allo stesso tempo le aspettative di un ulteriore deprezzamento del dollaro erano contrastate dall'operare delle forze in azione sui mercati finanziari: il tasso d'interesse reale negli USA era maggiore del 2,2% di quello in Germania (agosto 1972). Tuttavia, al fine di ridurre l'inflazione interna, le autorità tedesche adottarono una politica monetaria restrittiva causando un drastico aumento del tasso d'interesse. Nel dicembre 1972 il tasso reale tedesco era già dello 0,6% più elevato di quello statunitense e, nel giugno 1973, il differenziale aveva raggiunto il 4,7%. Di conseguenza, si creò un'evidente distorsione delle aspettative sfavorevole al dollaro e favorevole al marco tedesco, che determinò ampi movimenti di capitale e portò tanto ad un forte apprezzamento del marco quanto ad elevati extraprofitti. Tra il novembre 1972 e il giugno 1973, il cambiamento della denominazione in valuta di un eurodeposito a tre mesi fruttò un rendimento medio del 49%.

Tra la metà del 1973 e la metà del 1976 ha prevalso una situazione di "equilibrio precario" (si veda Figura 3). Il saldo delle partite correnti statunitensi migliorò e, di conseguenza, il mercato dei beni portava ad attendersi una ripresa del dollaro. Tuttavia, questa spinta era controbilanciata da quanto avveniva nel mercato delle attività finanziarie, dove il tasso d'interesse reale statunitense restava inferiore a quello tedesco di più del 5%. Nella prima metà del 1975, le forze "reali" e "finanziarie" mutarono di ruolo in questo quadro di "equilibrio precario": negli USA il saldo di parte corrente andava continuamente peggiorando (malgrado la sottovalutazione del dollaro rispetto alla PPA) mentre allo stesso tempo il tasso d'interesse reale cresceva notevolmente rispetto a quello

tedesco. Tuttavia, quando nel giugno 1976 il tasso reale negli USA cominciò nuovamente a scendere rispetto a quello tedesco, iniziò un processo di cambiamento delle preferenze per le valute da parte dei detentori di attività. Il deprezzamento di tipo speculativo del dollaro è durato per più di due anni (si veda Figura 3). Tra il giugno 1976 ed il settembre 1978, il cambiamento della denominazione in valuta di un eurodeposito a tre mesi ha fruttato un tasso di rendimento extra dell'11,3%.

In sintesi, la dinamica del tasso di cambio nel medio periodo può essere considerata una sequenza di tendenze speculative — basate su distorsioni verso l'alto o verso il basso delle aspettative — e di movimenti erratici, basati sull'ambiguità del processo di formazione delle aspettative (l'emanazione cioè di segnali contrastanti da parte del mercato dei beni e di quello delle attività finanziarie, che fa prevalere una situazione di "equilibrio precario"). Questa sequenza è determinata dalla interazione di condizioni di disequilibrio nel mercato dei beni e in quello finanziario.

Il precedente esercizio di "stilizzazione" dei fatti concernenti le fluttuazioni del dollaro può essere generalizzato nel modo seguente. Si crea una distorsione delle aspettative favorevole o sfavorevole nei riguardi di una certa valuta quando le forze "reali" (condizioni di disequilibrio nel mercato dei beni) e le forze "finanziarie" (condizioni di disequilibrio nel mercato delle attività finanziarie) vanno nella stessa direzione. Una distorsione delle aspettative in favore del dollaro induce gli speculatori con un'ottica di breve termine (operatori sul mercato dei cambi) a detenere posizioni in dollari a lunga per alcuni giorni di più di quelle a breve, mentre induce gli speculatori con un'ottica di medio termine (investitori di portafoglio) a convertire capitali in altre valute. Questi comportamenti conducono ad un apprezzamento del dollaro nel medio periodo attraverso un processo "a scala". L'effetto di retroazione tra profittabilità della speculazione sulle valute e suoi effetti sul tasso di cambio fa sì che il processo di apprezzamento si autolimiti per qualche tempo. Durante questo periodo fenomeni di natura fondamentale, come un crescente disavanzo di parte corrente, sembrano non avere praticamente alcuna influenza sul tasso di cambio. Di conseguenza, i movimenti di quest'ultimo non si arrestano in prossimità del livello di parità del potere d'acquisto. Tuttavia, più lungo è il periodo di sopravvalutazione della valuta, più rilevante diventa il ruolo che il tasso di cambio svolge nella creazione di crescenti squilibri esterni ed interni. (Quando il fenomeno di distorsione delle aspettative sulle valute ha inizio, gli squilibri di mercato sono la causa e le variazioni del tasso di cambio

sono l'effetto.) La forte e persistente sopravvalutazione porta ad un ampliamento del disavanzo di parte corrente attraverso tre canali: la diminuzione della competitività di prezzo; lo spostamento della struttura industriale dai beni scambiabili sul mercato verso i servizi (i beni vengono importati in misura crescente); l'aumento dei pagamenti d'interessi sul debito estero. L'ampliarsi del disavanzo di parte corrente (squilibrio sul mercato dei beni) rende a sua volta necessario l'ampliarsi del differenziale fra tassi d'interesse reali (squilibrio sul mercato delle attività finanziarie) al fine di attirare più capitali esteri. Allo stesso tempo un elevato tasso di cambio e un elevato tasso d'interesse peggiorano gli squilibri interni facendo contrarre la domanda aggregata a causa della diminuzione relativa delle esportazioni e degli investimenti (nel caso dell'apprezzamento del dollaro nel periodo 1980-85, questo effetto è stato ritardato da una politica fiscale espansiva). Pertanto gli squilibri interni ed esterni esercitano una crescente pressione verso il basso sia sul tasso di cambio sia sul tasso d'interesse; di conseguenza, si passa da una politica economica restrittiva ad una espansiva (anche perché, a causa della sopravvalutazione della valuta, il problema dell'inflazione diviene assai meno grave). Una volta che il differenziale fra tasso d'interesse nel paese la cui valuta è sopravvalutata e i tassi degli altri paesi con valute importanti si riduce in misura significativa, la pressione verso il basso sul tasso di cambio può finalmente operare liberamente, conducendo a un deprezzamento sostenuto che, ancora una volta, porta a uno "sfondamento" della PPA. Nel corso di questo processo di passaggio da una sottovalutazione ad una sopravvalutazione della valuta statunitense, nei paesi *partner* ha luogo uno sviluppo simmetrico che fa aumentare le tensioni dell'economia internazionale.

In conclusione, qualsiasi processo di apprezzamento sostenuto giunge necessariamente a termine a causa degli effetti squilibranti sui mercati internazionali dei beni e dei capitali, degli effetti depressivi sull'economia interna e degli effetti stimolanti sulle economie estere (in termini sia di produzione reale sia di prezzi). In altre parole, qualsiasi persistente deviazione del tasso di cambio dalla parità del potere d'acquisto genera le condizioni per una deviazione di segno contrario. Pertanto il tasso di cambio fluttua intorno al "centro di gravità" della sua parità del potere d'acquisto senza mostrare alcuna tendenza a convergervi, cioè senza alcuna tendenza ad un equilibrio stabile (si veda Figura 3).³

³ Questo approccio "di disequilibrio" è in sostanza molto simile alla spiegazione teorica dei "cicli delle valute" offerta da BIASCO (1987). Entrambi gli approcci spiegano le fluttuazioni di medio periodo del tasso di cambio come conseguenza della interazione di condizioni di disequilibrio nel mercato dei beni ("forze reali") e in quello dei capitali ("forze monetarie o finanziarie").

Conclusioni

I principali risultati raggiunti in questo lavoro possono essere sintetizzati nel modo seguente:

— le variazioni del tasso di cambio fra le valute maggiormente scambiate (il dollaro statunitense e il marco tedesco) sono caratterizzate da una sequenza di fasi di rialzo e di ribasso, interrotte da movimenti di natura erratica. Questo comportamento è tipico della dinamica del tasso di cambio sia nel breve che nel medio periodo.

— Questo tipo di comportamento può essere, e in effetti è stato, persistentemente e sistematicamente sfruttato dalla speculazione sulle valute, usando in particolare l'“analisi tecnica”.

— La speculazione sulle valute ha a sua volta accentuato lo specifico comportamento della dinamica del tasso di cambio.

— I vincitori del gioco a breve termine sulle valute sono gli operatori professionali in attività finanziarie, mentre chi perde sono soprattutto coloro che scambiano beni e servizi. Il persistere di questo tipo di gioco si basa sul fatto che il tasso di cambio è tanto il prezzo di un'attività quanto il prezzo di un flusso, mentre coloro che scambiano attività finanziarie colgono l'aspetto patrimoniale e coloro che scambiano beni e servizi colgono l'aspetto di flusso.

— L'effetto maggiormente negativo della speculazione sulle valute non è la redistribuzione di reddito dal settore “reale” a quello “finanziario”, ma la destabilizzazione del tasso di cambio e, di conseguenza, delle relazioni economiche internazionali.

— Il mercato dei cambi non è “debolmente efficiente” perché la profittabilità della speculazione sulle valute che utilizza l'analisi tecnica si basa esclusivamente sullo sfruttamento di informazioni concernenti i valori passati del tasso di cambio.

— La dinamica del tasso di cambio nel medio periodo può essere spiegata dalla interazione di mutevoli condizioni di disequilibrio sul mercato dei beni e su quello dei capitali. Queste condizioni di disequilibrio sono in parte causate dalle precedenti deviazioni dei tassi di cambio dai loro fondamentali valori di equilibrio che dipendono dal mercato dei beni, cioè la parità del potere d'acquisto.

— Sin dal crollo del sistema di Bretton Woods nel 1973, la speculazione sulle valute si è dimostrata significativamente, persistente-

mente e sistematicamente profittevole, almeno per quanto riguarda le valute maggiormente scambiate. Allo stesso tempo la speculazione sulle valute deve essere considerata destabilizzante, in quanto la sequenza delle fasi ha causato ampie e persistenti deviazioni dei tassi di cambio dal loro valore di equilibrio (parità del potere d'acquisto). Una leggera alterazione di una famosa citazione di Keynes serve a descrivere in modo preciso i cambiamenti nelle relazioni economiche internazionali causati dal passaggio da un regime di cambi fissi ad uno di cambi flessibili: «Gli speculatori possono non causare alcun male, come bolle d'aria in un flusso continuo di intraprendenza; ma la situazione è seria quando l'intraprendenza diviene la bolla d'aria in un vortice di speculazione. Quando lo sviluppo del capitale di un paese diventa un sottoprodotto delle attività di un casinò da gioco, è probabile che vi sia qualcosa che non va bene». (Keynes, 1971, p. 319).

STEPHAN SCHULMEISTER

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- BIASCO, S., “I cicli valutari e l'economia internazionale”, in questa *Rivista*, marzo 1987, n. 157, pp. 45-74.
- FAMA, E. F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 1970, 25 (2), pp. 383-417.
- FRYDMAN, R., “Towards an Understanding of Market Processes: Individual Expectations, Learning, and Convergence to Rational Expectations Equilibrium”, *American Economic Review*, 1982, 70 (4), pp. 652-668.
- FRYDMAN, R., PHELPS, E.S. (eds.), *Individual Forecasting and Aggregate Outcome*, Cambridge University Press, Cambridge, 1983.
- GROUP OF THIRTY, *The Foreign Exchange Market in the 1980's*, New York, 1985.
- HEINER, R. A., “The Origin of Predictable Behavior”, *American Economic Review*, 1983, 73 (4), pp. 560-595.
- KAUFMAN, P. J., *Commodity Trading Systems and Methods*, John Wiley & Sons, New York, 1978.
- KEYNES, J. M., *Teoria generale dell'occupazione dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino, 1971.
- RIEHL, H., RODRIGUEZ, R. M., *Foreign Exchange and Money Markets*, McGraw Hill, New York, 1977.
- SCHULMEISTER, S., *An Essay on Exchange Rate Dynamics*, Discussion Paper IIM/LMP 87-8, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, Berlino, 1987.