

Transazioni “professionali” in valuta estera, rischio di cambio e crescita del sistema bancario internazionale *

Dopo che il regime dei cambi fissi fu abbandonato per adottare un regime di cambi flessibili tra le principali valute, si è molto discusso se gli effetti della speculazione siano stabilizzanti o destabilizzanti. McKinnon (1979) tuttavia ha osservato che non è questo il problema principale; è importante invece stabilire se esiste una disponibilità di fondi speculativi adeguata a garantire la mobilità dei capitali. Secondo McKinnon, l'adozione di un regime di cambi flessibili può accrescere i rischi di cambio e quindi ridurre la mobilità dei capitali a causa di una scarsità di fondi speculativi.¹ Lo scopo di queste mie osservazioni è sostenere che lo sviluppo del sistema bancario internazionale avvenuto negli ultimi anni ha permesso alle banche commerciali di detenere maggiori posizioni speculative in valuta estera senza incorrere in eccessivi aumenti di rischio, e ha quindi attenuato, almeno parzialmente, il problema messo in luce da McKinnon. Questa tesi va ad aggiungersi ai numerosi argomenti addotti per spiegare la crescita del sistema bancario internazionale.² Tra le diverse spiegazioni non c'è

* L'autore desidera ringraziare Jaleel Ahmad per aver commentato accuratamente la prima stesura di questa nota. Si ringrazia il Québec Fonds F.C.A.C. per il contributo finanziario.

¹ MCKINNON (1979), capitolo I, cfr. in particolare p. 156.

² ALIBER (1984) presenta una rassegna delle diverse spiegazioni. La spiegazione del tipo “follow-the-leader” suggerisce che le banche espandono la propria attività oltre i confini nazionali per continuare a servire i clienti che aprono filiali o imprese sussidiarie all'estero. L'operazione sarebbe vantaggiosa in un contesto di concorrenza monopolistica dove il pacchetto dei servizi bancari è differenziato tra una banca e l'altra. Un'altra spiegazione considera l'espansione del sistema bancario internazionale come effetto della concorrenza: le banche che operano in condizioni di forte concorrenza su alcuni mercati interni sono costrette a sviluppare tecnologie di intermediazione finanziaria a basso costo, e hanno un incentivo a sfruttare il vantaggio concorrenziale così acquisito anche su altri mercati. Una terza spiegazione, che deriva dall'analisi degli investimenti diretti all'estero, sostiene che le banche impiegano all'estero con un costo marginale molto basso tecniche gestionali e conoscenze di *marketing* sviluppate per l'uso sul mercato interno. Una quarta spiegazione, che è un'applicazione della “teoria eclettica della produzione” sviluppata nel contesto dell'analisi dell'impresa multinazionale, spiega il fenomeno delle banche multinazionali con una combinazione di vantaggi specifici di proprietà con vantaggi specifici di

necessariamente contraddizione perché ciascuna contribuisce in qualche misura alla nostra comprensione dei diversi aspetti del sistema bancario internazionale. La nostra tesi, in sintesi, è che, grazie all'istituzione di un mercato monetario e dei cambi nei principali centri finanziari del mondo, le grandi banche possono ridurre in notevole misura i rischi connessi alle operazioni di cambio o possono accrescerne il rendimento senza aumenti di rischio. La mia tesi si basa sul fatto ben noto che la terra compie una rotazione completa intorno al proprio asse ogni 24 ore, generando una successione di giorni e di notti (almeno nelle parti del pianeta dove si concentra la popolazione).

Le operazioni di cambio come speculazione

Una componente importante delle operazioni sul mercato monetario internazionale sono gli acquisti e le vendite interbancarie di valuta estera. È importante capire che le "transazioni professionali" sul mercato dei cambi sono, tecnicamente parlando, una forma di speculazione.³ Un operatore, quando fissa il prezzo di vendita o di acquisto di una data valuta estera, si impegna a vendere o a comprare a quel prezzo qualunque somma fino ad un certo ammontare massimo convenzionalmente stabilito.⁴ Se viene conclusa una transazione, l'operatore automaticamente si trova ad avere una posizione nella valuta acquistata ed è soggetto al rischio che ne consegue: se il prezzo di quella valuta cade nell'intervallo di tempo necessario per raggiungere un potenziale acquirente (diciamo, nei successivi tre minuti), la transazione può concludersi con un guadagno inferiore a quello atteso o perfino con una perdita.

localizzazione. Una quinta spiegazione individua la causa principale della crescita del sistema bancario in eurovalute nelle imperfezioni di mercato dovute a regolamenti, leggi e imposizione fiscale vigenti all'interno dei singoli paesi, unite alla drastica diminuzione del costo delle comunicazioni (Grubel, 1977). Un'ultima spiegazione dà importanza alle differenze nel costo del capitale che esistono tra i diversi paesi: in generale le imprese sono in grado di espandere la propria quota di mercato quando il costo del capitale (o di qualunque altro *input*) è inferiore a quello dei propri concorrenti; dato l'elevato rapporto di indebitamento delle banche, si è ritenuto che questo principio generale sia particolarmente rilevante per spiegare la crescita delle banche sui mercati mondiali.

³ CALLIER (1981), p. 263.

⁴ Non ci sono regole scritte che stabiliscano questo limite convenzionale. Pare che le quotazioni fissate da una grande banca valgano per somme fino all'equivalente di 5 milioni di dollari (cfr. SWISS BANK CORPORATION, 1980, p. 42).

I guadagni che provengono dalle operazioni di cambio sono quindi dei guadagni speculativi: gli operatori si aspettano di realizzare un profitto (per conto della propria banca) acquistando valuta estera ad un tasso di cambio inferiore a quello a cui prevedono di venderla nell'immediato futuro. Il loro successo dipende ovviamente dalla capacità di valutare correttamente lo stato del mercato e di predirne la direzione futura.

È opportuno suddividere concettualmente in due componenti il guadagno che deriva dall'acquisto di una unità di valuta estera: una componente è data dalla differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di acquisto prevalenti al momento della transazione (tale differenza è nota e, per semplificare l'analisi, sarà considerata costante); l'altra componente è costituita dalla variazione del tasso di cambio a cui la valuta è venduta. Questo tasso infatti può variare nell'intervallo di tempo tra il momento dell'acquisto da parte dell'operatore e il momento in cui la valuta è ceduta ad un altro acquirente. Mentre i prezzi di acquisto e di vendita correnti riflettono tutte le informazioni disponibili, la seconda componente del guadagno sarà del tutto casuale. Così, se si suppone che i movimenti del tasso di cambio seguano una *random walk*, anche i guadagni dalle "transazioni professionali" avranno una *random walk*.⁵ Il modello di *random walk*, come è noto, implica che il guadagno atteso nel momento in cui una posizione in valuta estera è aperta è indipendente dal momento in cui la stessa posizione è chiusa; ma la varianza del guadagno atteso aumenterà con la durata dell'intervallo intercorrente tra l'acquisto e la vendita della valuta.⁶

Nel corso di una giornata lavorativa, gli acquisti e le vendite di valuta estera da parte di un operatore avvengono a distanza di circa 3 minuti. Il rischio incorso durante questi tre minuti è relativamente modesto, e il guadagno atteso che deriva dalla differenza tra i prezzi di acquisto e di vendita ricompensa adeguatamente la banca del rischio assunto. Un problema particolare sorge però quando la giornata giunge al termine. La varianza del rendimento di una posizione lasciata aperta per tutta la notte cresce in proporzione al tempo che trascorre prima

⁵ In termini formali, $z_{t+1} = z_t + u_{t+1}$, dove z_t è il guadagno speculativo che deriva dall'acquisto di un'unità di valuta estera al tempo 0 e dalla sua vendita successiva al tempo t , e u_t ha una distribuzione normale con media 0, varianza σ_u^2 e non è correlata serialmente. Ne deriva che $z_t = R_t - R_0$, dove R_0 è il tasso di cambio a cui la valuta è stata acquistata al tempo 0 e R_t è il tasso di cambio prevalente al tempo t .

⁶ Vale a dire: $E(z_{t+1} / \dots / z_{t-1}, z_t) = z_t$
 $\text{Var}(z_{t+1}) = t\sigma_u^2$

dell'inizio del giorno lavorativo successivo: questa volta si tratta di un aumento di rischio di grosse proporzioni.⁷ È evidente che proprio da questa circostanza nasce l'obbligo legale o la consuetudine di chiudere tutte le posizioni alla fine della giornata o, almeno, di ridurre le posizioni non coperte ad una frazione molto piccola rispetto a quanto avviene normalmente durante il giorno.

Transazioni 24 ore su 24: seguendo il sole

Esiste però un modo alternativo di far fronte al rischio di cambio descritto alla fine del paragrafo precedente, ed è quello di essere continuamente presenti sui mercati valutari. Per realizzare questa alternativa è necessario creare una catena da Est a Ovest di centri di operazioni in valuta estera dislocati a distanza tale che ci sia una certa sovrapposizione tra gli orari di due centri successivi. In questo modo, per esempio, quando il sole tramonta sulla costa orientale degli Stati Uniti, le posizioni in valuta estera detenute dagli uffici di una banca situati a Toronto o a New York possono essere trasferite agli uffici della stessa banca a Los Angeles o a Vancouver; da lì saranno poi trasferite alle filiali dell'Estremo Oriente (anche se questo richiederà un po' di lavoro dopo l'orario di chiusura) e successivamente in Medio Oriente o in Europa, per tornare alla fine al punto di partenza.

Questo sistema di collegamenti bancari lungo l'asse Est-Ovest crea la possibilità di effettuare ininterrottamente delle transazioni. Le banche quindi possono tenere continuamente aperte delle posizioni "speculative" per periodi indeterminati di tempo, senza incorrere nei rischi aggiuntivi che sarebbero inevitabili se ogni 24 ore dovessero interrompere a lungo la propria attività. Inoltre diventa possibile per le banche far fronte alle disposizioni legali o convenzionali che impongono un tetto alle posizioni lasciate aperte a fine giornata, perché ogni ufficio può chiudere le proprie posizioni trasferendo quelle rimaste aperte ad un'altra filiale situata più a Ovest.

⁷ Tra le 4 del pomeriggio e le 9 del mattino seguente passano 17 ore, cioè 340 periodi di 3 minuti ciascuno. La varianza del rendimento di una posizione che è lasciata aperta durante la notte sarà quindi 340 volte la varianza del rendimento di una posizione che è aperta e chiusa entro 3 minuti, come avviene normalmente nel corso della giornata. Il rischio, misurato dallo scarto quadratico medio del rendimento, sarà circa 18 volte superiore.

Vantaggi privati e sociali di una ininterrotta attività di cambio

Le maggiori opportunità di continua presenza sui mercati dei cambi hanno portato vantaggi sia alle singole banche sia alla società nel suo complesso.

Dal punto di vista delle banche, la continuità dell'attività permette profitti più elevati o rischi minori, rendendo possibile un uso più intensivo delle risorse fisse — capacità e conoscenze possedute dalle "squadre" di operatori sui mercati valutari, rete di comunicazioni, raccolta di informazioni sul mercato — che altrimenti resterebbero sottoutilizzate. Le banche hanno acquisito la possibilità di tenere aperte posizioni speculative senza vedere accresciuto il rischio che comporta. La necessità, inoltre, di tenere i mercati costantemente sotto osservazione può produrre esternalità positive sotto forma di maggiori informazioni.

In un mondo di tassi di cambio fluttuanti in cui i residenti dei diversi paesi hanno "habitat preferiti" diversi dal punto di vista delle valute in cui vogliono che il proprio portafoglio sia denominato, la speculazione è una condizione necessaria per l'esistenza di flussi di capitale: la speculazione serve infatti a fornire una controparte agli operatori che sono impegnati nell'arbitraggio dei tassi d'interesse e che cercano di porsi al riparo dai rischi connessi alle variazioni del cambio.⁸ La crescita del sistema bancario internazionale lungo le direttive analizzate in questa nota ha permesso alle banche di avere posizioni in valuta estera aperte 24 ore su 24 senza incorrere nell'aumento del rischio implicito nel tasso di cambio. È stata così data agli operatori professionali la possibilità di impegnare nella speculazione un ammontare maggiore di fondi senza che fosse necessario l'allettamento di un maggior rendimento, poiché il rischio del loro accresciuto portafoglio rimane inalterato. Il risultato dello sviluppo del sistema bancario internazionale è dunque quello di stimolare la mobilità del capitale, comprimendo il "premio di rischio" che gli speculatori altrimenti avrebbero preteso per tenere aperte posizioni nella misura richiesta per proteggere dal rischio di cambio gli operatori impegnati nell'arbitraggio dei tassi di interesse. I mercati valutari sono diventati quindi più

⁸ Questo ruolo della speculazione è particolarmente evidenziato dalla cosiddetta "teoria moderna dei mercati valutari a termine". Cfr. per esempio GRUBEL (1966) o un libro di testo di finanza internazionale (come per esempio KENEN, 1985).

efficienti e la mobilità del capitale si è accresciuta, contribuendo a un aumento dell'efficienza complessiva, perché l'impiego dei capitali viene incoraggiato là dove la loro produttività marginale è più alta.

Conclusioni

In questa nota si è sostenuto che le banche hanno un incentivo ad estendere le proprie attività ai mercati monetari distribuiti intorno al globo e ad essere presenti senza interruzioni sui mercati valutari. Questa continua attività permette alle banche di assumere posizioni speculative in valuta estera senza aumentare il rischio del proprio portafoglio. Dal momento che la disponibilità di adeguati fondi speculativi è essenziale per promuovere la mobilità dei capitali attraverso le operazioni di arbitraggio sui tassi di interesse, l'ampliamento del sistema bancario internazionale è da considerare uno sviluppo positivo. In particolare esso attenua in una certa misura la generale scarsità di fondi speculativi che McKinnon (1979) prevedeva come probabile conseguenza dell'aumento dei rischi di cambio inerente ad un regime di tassi flessibili.

PHILIPPE CALLIER

BIBLIOGRAFIA

- ROBERT Z. ALIBER, "International Banking: A Survey", *Journal of Money, Credit and Banking*, novembre 1984, pp. 661-678 (e pp. 696-712 per la bibliografia).
- PHILIPPE CALLIER, "Covered Arbitrage Margin and Transaction Costs", *Wirtschaftliches Archiv*, 1981 (Vol. 117, n. 2), pp. 262-275.
- HERBERT G. GRUBEL, *Forward Exchange, Speculation and International Capital Flows*, Stanford University Press (Palo Alto, California), 1966.
- HERBERT G. GRUBEL, "The New International Banking", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, settembre 1983, pp. 263-284.
- PETER B. KENEN, *The International Economy*, Prentice Hall (Englewood Cliffs, N.J.) 1985.
- RONALD I. MCKINNON, *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford University Press (New York, 1979).
- SWISS BANK CORPORATION, *Foreign Exchange and Money Market Operations*, Swiss Bank Corporation (Basilea e Zurigo), 1980.