

## I cambi a termine: rapporti tra teoria e pratica

È difficile immaginare un settore della scienza economica in cui uno stretto contatto tra teoria e pratica sia più importante di quello riguardante la teoria dei cambi a termine. Da un lato, si tratta di un sistema molto complesso del quale non si riesce a conoscere la quasi infinita varietà di dettagli tecnici senza un'intensa esperienza pratica. Dall'altro, lo studio di tale sistema, con le sue innumerevoli e più generali implicazioni, è fonte di un importante insieme di principi economici i quali non possono essere adeguatamente assimilati senza una certa familiarità con i metodi della analisi teorica. La maggior parte degli operatori su cambi a termine che conosce gli aspetti pratici di tale argomento, per così dire come le tasche dei pantaloni, non è preparata ad afferrarne gli aspetti teorici. E la maggior parte degli economisti accademici si tiene lontana dalla teoria dei cambi a termine, un po' perchè non concede all'argomento la dovuta importanza, un po' per timore delle insidie che attendono coloro che non hanno sufficiente familiarità con i suoi aspetti pratici — timore, del resto, ampiamente giustificato dall'esperienza. Conseguentemente si è creata una frattura tra la teoria e la pratica dei cambi a termine.

Trovandomi a mezza via tra un economista teorico ed uno specialista pratico, cercherò, nel presente articolo, di dividere tra banchieri ed economisti la colpa della mancanza di un'adeguata collaborazione nel perseguire il perfezionamento della scienza e dell'arte dei cambi a termine. Al fine di sottolineare la necessità di sanare tale frattura, sono costretto a non usare mezzi termini nelle mie critiche. Ciò non toglie che io sia il primo ad essere ammirato della mole di conoscenze pratiche posseduta dagli operatori su cambi a termine e della loro abilità ad operare con successo pur senza essere familiari con i principi teorici che essi applicano istintivamente come « routine ». E, parimenti, sono pieno di ammirazione per i risultati raggiunti dagli economisti teorici i

quali non si sono per nulla lasciati spaventare dal grave « handicap » rappresentato dall'inadeguata conoscenza pratica. Se nell'indicare le deficienze di tali risultati, il tono di quest'articolo potrà apparire eccessivamente critico, ciò è da imputare al fatto che la sua necessaria brevità consente di mettere in evidenza le pecche e non di esprimere il dovuto riconoscimento ai risultati conseguiti nel perfezionamento della teoria dei cambi a termine (1).

Nel perorare la causa di una maggiore cooperazione tra teoria e pratica seguo, in sostanza, l'indirizzo dato da Keynes. Quando la teoria dei cambi a termine si trovava ancora in uno stadio embrionale, egli fece un tentativo assai realistico per sanare la frattura tra teoria e pratica. Nei primi anni dopo il 1920 egli passò alcune settimane nell'ufficio degli operatori su cambi della « British Overseas Bank »; e fu questa preziosa, anche se limitata, esperienza che gli permise di esprimersi sui cambi a termine con maggior sicurezza che qualsiasi altro economista accademico, presente o passato (2). Ma, come conto di mostrare in seguito, anche il suo eccezionale talento e la sua parziale conoscenza degli aspetti pratici del problema non sono stati sufficienti ad impedirgli di cadere in occasionali errori. Evidentemente, un'esperienza così limitata non permette di assimilare in modo soddisfacente nè gli aspetti tecnici, nè l'essenza intrinseca del sistema. Per essere qualificato a trattare di cambi a termine, qualsiasi economista dovrebbe dedicare almeno sei mesi ad una permanenza di studio presso il servizio cambi di una banca e in seguito dovrebbe tornare ad aggiornare le sue conoscenze pratiche attraverso visite periodiche ai suoi amici operatori.

Tutto ciò sarebbe superfluo se gli operatori su cambi potessero e volessero estendere agli economisti, scrivendo sull'argomento, il beneficio della loro esperienza pratica. Sarebbe molto più facile per un operatore intelligente acquisire il necessario bagaglio teorico che per un economista accademico acquisire la necessaria esperienza pratica. Sfortunatamente per lo più gli operatori sono inibiti dal timore di rendere noto qualche segreto del mestiere oppure mancano della capacità di scrivere sugli aspetti della loro attività. Per la verità, operatori — od ex-operatori — di provata esperienza hanno

(1) Un più equilibrato giudizio sui contributi portati dagli economisti accademici alla teoria dei cambi a termine si trova nel mio volume *A Dynamic Theory of Forward Exchange*, Londra, 1961.

(2) Manchester Guardian Reconstruction Supplement, Sector I, 20 aprile 1922 e *A Tract on Monetary Reform*, Londra, 1923, pp. 115-139.

pubblicato una notevole quantità di materiale empirico nel periodo tra le due guerre mondiali e, di nuovo, dopo la seconda guerra mondiale. Tale materiale è in massima parte basato, tuttavia, sulle pratiche seguite e sui tassi di cambio esistenti prima dell'ultima guerra.

Nel periodo tra le due guerre, i due quotidiani finanziari londinesi pubblicavano giornalmente un articolo che analizzava sistematicamente gli sviluppi correnti sul mercato dei cambi a termine. Dopo la seconda guerra mondiale le note apparse sulla stampa finanziaria sono state di carattere più generale che tecnico e non sempre hanno seguito abbastanza dappresso e con sufficiente sistematicità la continua evoluzione delle tecniche adottate dagli operatori. Ci sono stati articoli che, occasionalmente, hanno trattato i mutamenti di maggiore importanza; tali articoli, pubblicati spesso con molto ritardo, hanno naturalmente avuto un notevole valore. Non sono stati sufficienti, tuttavia, ad evitare che gli economisti accademici basassero le loro conclusioni in massima parte su tecniche obsolete che trovavano applicazione nel periodo precedente la seconda guerra mondiale.

Fino a pochi anni or sono, ad esempio, la maggioranza degli economisti accettava come assiomatica la regola — proposta da Keynes nei primi anni dopo il 1920 (3) — che le operazioni di arbitraggio su cambi, dovute ad un divario tra i tassi d'interesse correnti sulle varie piazze, non venissero intraprese se il margine di profitto ricavabile da esse non avesse raggiunto  $\frac{1}{2}\%$  all'anno. Anche di recente, elaborate conclusioni teoriche sono state basate su tale assunto (4). Eppure un qualsiasi operatore su cambi a termine avrebbe potuto chiarire agli economisti che tale regola — la quale non doveva intendersi rigidamente applicabile neanche prima della seconda guerra mondiale — non trovava più applicazione negli anni successivi il 1950. La maggior parte degli arbitraggisti, purchè disponga dei fondi

(3) *A Tract on Monetary Reform*, p. 128. Io stesso ho accolto tale punto di vista nel mio libro, pubblicato prima della seconda guerra mondiale, *The Theory of Forward Exchange*, Londra, 1937, pp. 172-173. Negli scritti successivi alla seconda guerra mondiale ho cercato, tuttavia, di mettere in evidenza che esso aveva cessato di essere valido. Cfr. *Some recent changes in Forward Exchange Practices*, in « *The Economic Journal* », settembre 1960, pp. 486-488; *A Dynamic Theory of Forward Exchange*, Londra, 1961, pp. 50, 135, 166-170.

(4) Questa teoria, ora obsoleta, è chiaramente indicata in modo diagrammatico da B. Reading. (B. READING, *The Forward Pound 1951-1959*, in « *The Economic Journal* », giugno 1960, p. 307). Il diagramma mette in relazione la domanda (o l'offerta) di sterline a termine con il tasso di cambio a termine.

relativi, è normalmente disposta ad operare per un profitto che rappresenti soltanto una frazione di  $\frac{1}{2}\%$  all'anno; alcuni arbitraggisti sono, alle volte, disposti ad intervenire anche senza ottenere direttamente un profitto, al fine di procurarsi affari di altra natura. Nel mio libro sui cambi a termine scritto dopo la seconda guerra mondiale osservavo, mettendo in risalto questi fatti: « Quanto prima si dimentica questa superata regola pre-bellica della differenza minima di  $\frac{1}{2}\%$  all'anno, tanto meglio sarà. Essa non è più aderente alla realtà attuale della vecchia abitudine, esistente ai tempi di Goschen, di trattare tutti gli affari relativi ai cambi esteri in Borsa il martedì ed il mercoledì e di quella, anche più vecchia, esistente ai tempi di Gresham, secondo la quale i banchieri usavano servirsi di corrieri espressi in modo da conoscere, prima dei concorrenti, i tassi di cambio praticati su piazze estere » (5).

Un esempio di molta maggior rilevanza dell'inadeguata penetrazione tra teoria e pratica dei cambi a termine è fornito dal ritardo con cui ci si è resi conto dell'esistenza di un mercato Euro-dollari. Sebbene tale mercato avesse cominciato ad assumere notevole importanza sin dal 1957 ed il volume di scambi in esso effettuati avesse continuato ad aumentare negli anni precedenti il 1960, dovette trascorrere un lungo lasso di tempo prima che la sua presenza fosse notata al di fuori dei circoli bancari. Il Rapporto Radcliffe (6), il quale eserciterà senza dubbio un'influenza notevole sulla politica e sulla teoria monetaria per tutta una generazione, è stato concepito ignorando completamente tale nuovo convegno. Questo, come tale, non è menzionato nè dal « Rapporto », nè dalle « Testimonianze ». Eppure, le operazioni sul mercato degli Euro-dollari sono in grado di influenzare, oltre il cambio a termine, anche il mercato monetario e l'offerta di credito all'interno. Tale grossolana dimenticanza appare tanto più rimarchevole se si tiene presente che tra i membri del comitato Radcliffe figurava Sir Oliver Franks, il quale, come presidente di una delle grandi banche di Londra, doveva essere familiare con il sistema degli Euro-dollari. Potrebbe sembrare che, essendo così netta la frattura tra teoria e pratica, egli sia stato indotto ad ignorare, nella sua veste di consulente su problemi di politica monetaria, quei fatti che gli avrebbero dovuto essere noti nella sua veste di banchiere e di uomo d'affari.

(5) Cfr. *A Dynamic Theory of Forward Exchange*, p. 169.

(6) *Report of the Committee on the Working of the Monetary System*, Londra, 1959.

L'eventuale presa di coscienza dell'esistenza di tale nuovo meccanismo e delle sue potenziali utilizzazioni avrebbe potuto influenzare le raccomandazioni del Comitato. A sua volta, il Rapporto avrebbe potuto convincere molti economisti, tutt'ora propensi a ritenere il cambio a termine un mero espediente tecnico senza molta importanza, che trattare i problemi monetari interni ed internazionali senza tener conto del mercato dei cambi a termine equivale a mettere in scena l'Amleto senza il principe — o, almeno, senza il becchino.

Si deve riconoscere che, in rapporto al periodo precedente la seconda guerra mondiale, il numero degli economisti che si sono attivamente interessati alle questioni riguardanti i cambi a termine è aumentato, soprattutto dopo il 1950, da quando cioè tali operazioni sono state riesumate. Essi sono tuttavia ostacolati dall'inadeguatezza delle loro conoscenze circa il funzionamento pratico del sistema. Troppo lungo è, infatti, il ritardo tra mutamenti che si verificano nell'operare concreto del mercato dei cambi a termine e la percezione di tali mutamenti da parte degli economisti. Da anni è cosa nota ad ogni banchiere che nell'ultimo dopoguerra l'importanza relativa della pura speculazione su cambi è diminuita ed il suo posto è stato preso da un volume crescente di operazioni su cambi a termine derivanti dall'intento di « coprire » i rischi insiti nel possesso di attività espresse in valuta estera. Fino a poco tempo addietro, tuttavia, gli economisti hanno totalmente trascurato questo aspetto. Alcuni di essi sembrano ritenere che, fatte salve le eventuali restrizioni valutarie, chiunque può chiedere ad un banchiere di aprire una posizione speculativa a termine versando soltanto un certo margine di copertura — come era uso fare nel periodo 1920-1940, con l'esplicita intesa che, quando il contratto a termine verrà a scadenza, non si procederà ad alcuna consegna effettiva di contante, ma l'operazione sarà chiusa dal pagamento a saldo del margine di profitto o di perdita.

Sebbene si abbiano ancora di tali operazioni, gli istituti bancari più seri fanno oggi del loro meglio per scoraggiare atti che non siano basati su una legittima contropartita finanziaria o commerciale (7). Pochi economisti si sono resi conto di ciò. Una più diffusa

(7) Scrivendo nel 1959, TSIANG faceva osservare: « Un contratto su cambi a termine venuto a scadenza è normalmente (*sic!*) saldato con il pagamento, da parte di uno dei contraenti, della eventuale perdita risultante dalla differenza tra il tasso di cambio a termine

conoscenza di tale mutamento sarebbe stata anche di vantaggio per i banchieri, in quanto avrebbe ridotto l'asprezza di certe accuse mosse nei loro confronti in occasione dei molti attacchi avvenuti nell'ultimo dopoguerra contro la sterlina ed altre monete.

Gli economisti si sono resi conto solo recentemente del rapidissimo aumento della domanda di « copertura » come fonte di operazioni sul mercato dei cambi a termine. In verità la maggioranza di essi, anche di quelli che si sono occupati direttamente della teoria dei cambi a termine, ha ignorato il significato stesso del termine *hedging* (« copertura incerta ») (8) che è stato spesso impropriamente usato come sinonimo di *covering* (« copertura certa ») (9). Eppure la differenza è importantissima sia da un punto di vista teorico che da un punto di vista pratico. Le operazioni sul mercato dei cambi a termine tendenti ad ottenere una copertura certa del rischio di cambio sono intraprese nei riguardi di impegni — stilati in valuta estera — di preciso ammontare e scadenza. Il risultato di tali operazioni è che la eventuale posizione « lunga » o « corta » in valuta estera, creata dall'impegno stesso, diventa auto-liquidantesi alla scadenza (10). I contratti di copertura « incerta », d'altro lato, non sono auto-liquidanti poichè le relative posizioni aperte non hanno una scadenza determinata ed il valore di scambio delle relative attività non può essere stimato neppure in modo

pattuito ed il tasso di cambio a pronti effettivamente esistente alla data della scadenza stessa ». Cfr. *The Theory of Forward Exchange and Effects of Government Intervention on the Forward Exchange Market*, in « International Monetary Fund Staff Papers », marzo 1959, p. 89.

(8) *N.d.T.* - L'autore ha più volte usato il termine « hedging » nel senso di « copertura » senza ulteriori specificazioni. In questo passo « hedging » viene contrapposto al termine « covering ». Dato che la differenza sembra risiedere nella conoscenza, sin dal primo momento, dell'esatta somma da coprire, ho scelto di tradurre « hedging » coll'espressione « copertura incerta » e « covering » con « copertura certa ». Maggiori precisazioni su tali differenti tipi di copertura si trovano nel volume *A Dynamic Theory of Forward Exchange*, op. cit., pp. 82-83.

(9) TSIANG, *op. cit.*, p. 76; A. E. JASAY, *Forward Exchange: The Case for Intervention*, in « Lloyds Bank Review », ottobre 1958, p. 39; *Rapporto Radcliffe*, p. 152, par. 439.

(10) La sola eccezione di una certa importanza si presenta al momento della « copertura » dei rischi di cambio insiti nella disponibilità di un saldo di conto corrente o di un altro impegno con scadenza a vista. Per esempio, prestiti alla giornata sul mercato monetario sono rinnovati ripetutamente e sono frequentemente coperti per tutto il periodo di tempo per cui s'intende vengano rinnovati. Tali contratti a termine non trovano automatica liquidazione a scadenza; le parti interessate, tuttavia, posseggono o possono procurarsi l'ammontare di valuta necessario alla loro liquidazione, ove decidessero di procedervi senza essere costrette a vendere o comprare valuta a pronti sul mercato dei cambi esteri.

approssimativo. Un'operazione di copertura « incerta » può, alle volte, essere definita come la deliberata assunzione di un certo rischio speculativo al fine di evitare un rischio, in senso opposto, ritenuto di maggiore gravità. Non vi è, invece, alcun rischio in un'operazione di copertura « certa ».

Il suggerimento di difendere la sterlina con illimitati interventi ufficiali sul mercato dei cambi a termine — che economisti accademici hanno dato al governo inglese con un vigore ed una pertinacia rasentanti il fanatismo — è probabilmente dovuto all'ignoranza dell'accresciuta importanza, nell'ultimo dopoguerra, delle operazioni di copertura « incerta ». Tale suggerimento era basato sul fallace assunto che la maggior parte delle vendite di sterline a termine fosse di origine speculativa, talchè coloro i quali avevano acquistato dollari a termine dal Fondo Stabilizzazione Cambi non sarebbero stati in grado di saldare l'operazione a scadenza senza dover ricorrere ad un simultaneo acquisto di sterline a pronti. Utilizzando questa manchevole ipotesi, i sostenitori dell'intervento illimitato sostenevano che il Fondo Stabilizzazione Cambi avrebbe potuto vendere dollari a termine fino al limite delle riserve — ed oltre — senza correre alcun pericolo.

Se gli economisti avessero avuto sufficiente familiarità con la pratica delle operazioni su cambi a termine da rendersi conto che nel periodo post-bellico gran parte degli acquirenti di valuta a termine non erano speculatori, ma « hedgers » che possedevano attività realizzabili in sterline nel Regno Unito ed erano perciò in grado di pagare i dollari a scadenza senza dover comprare sterline, probabilmente avrebbero meglio meditato il loro suggerimento prima di impegnarsi così decisamente. La semplice possibilità che una grossa quota degli acquisti di dollari a termine avrebbe potuto essere saldata per mezzo del ricavato dal realizzo di attività in sterline fu sufficiente a rendere esitanti le autorità a correre il rischio di permettere che i loro impegni a termine superassero, in ammontare, le riserve in valuta estera, a prescindere dalle molte altre maniere attraverso le quali la loro posizione in riserve avrebbe potuto peggiorare prima della data di scadenza dei contratti a termine (11).

(11) I sostenitori dell'intervento illimitato erano presumibilmente all'oscuro del fatto che, dal 1950, le imprese non-residenti, i cui progetti d'investimento nel Regno Unito avessero ricevuto la preventiva approvazione della Banca d'Inghilterra, erano state autorizzate a rimpatriare il loro capitale ed erano perciò in grado di pagare a scadenza, con sterline, gli acquisti

Ho in precedenza rilevato che perfino Keynes, che fu di gran lunga il maggior esperto di tutti i tempi nella teoria dei cambi a termine, pur possedendo più esperienza pratica che qualsiasi altro economista accademico, non ne possedeva tuttavia a sufficienza per evitare di commettere errori. Egli formulò il principio che, nel caso di valute inconvertibili, variazioni del tasso ufficiale di sconto non determinano trasferimenti di fondi, poichè l'effetto sul margine di profitto derivante da operazioni di arbitraggio è immediatamente compensato da un aggiustamento del tasso di cambio a termine (12). Tale principio ha trovato generale accettazione da parte degli economisti ed è stato — da allora — frequentemente sostenuto. Esso ha anche influenzato le autorità monetarie inglesi, a giudicare dalla testimonianza presentata al Comitato Radcliffe da un portavoce del Tesoro (13). Eppure esso è contrario all'esperienza degli operatori, i quali avvertono che l'adattamento dei cambi a termine alla variazione dei saggi d'interesse è, spesso, nè completo nè istantaneo, in modo che la variazione stessa altera i margini di profitto e perciò provoca trasferimenti di fondi in operazioni di arbitraggio. In realtà, il principio keynesiano contrasta con la stessa esperienza fatta dal Tesoro in occasione della variazione del saggio ufficiale di sconto avvenuta il 19 settembre 1957. Secondo i dati ufficiali addotti da Sir Leslie Rowan nella sua testimonianza, il margine di profitto su operazioni di arbitraggio (esterne) si ridusse, in quell'occasione, da 5% a 1½% all'anno (14). Tale è, tuttavia, l'autorità di Keynes che, sebbene la sua teoria sia in ovvio conflitto con i fatti, la teoria viene mantenuta ed i fatti trascurati. Ecco un caso evidente di « tant pis pour les faits ».

Dal momento che Keynes era un osservatore acuto, si deve ritenere che durante la sua breve esperienza pratica presso l'ufficio cambi di una banca non si sia verificata alcuna variazione del saggio

di dollari a termine, ove avessero ritenuto opportuno desistere dall'entrare in operazioni di copertura « incerta ». Un qualsiasi banchiere intrattamente rapporti con l'estero avrebbe potuto chiarire agli economisti questo semplice ma importante fatto.

(12) *A Tract on Monetary Reform*, pp. 136-137.

(13) « Le forze di mercato tendono immediatamente ad adattare il cambio a termine alla variazione dei tassi d'interesse, con il risultato che la redditività di un eventuale trasferimento di fondi da un centro all'altro rimane inalterata ». (Testimonianza di Sir Leslie Rowan al Comitato Radcliffe. *Minutes of Evidence*, p. 247, domanda 3211).

(14) *Ibidem*.

ufficiale di sconto. Sono sicuro che altrimenti egli si sarebbe reso conto che l'adattamento dei tassi di cambio a termine alla variazione dei saggi d'interesse era spesso, almeno in parte, il risultato di operazioni di arbitraggio determinate dal divario dei saggi d'interesse. Il periodo di transizione tra le variazioni dei tassi d'interesse e l'adattamento completo dei cambi a termine può essere molto breve; è tuttavia sufficiente a fornire occasione di operazioni di arbitraggio o, alternativamente, può indurre al mancato rinnovo — o al rovesciamento — di precedenti operazioni. L'ampiezza del divario o del successivo ri-assessment dipende dalle reazioni di mercato. I banchieri sanno che queste reazioni dipendono in massima parte dagli umori del mercato e possono variare da caso a caso. Non deve perciò stupire la loro scarsa fiducia nei confronti della teoria dei cambi a termine, dal momento che anche il suo più famoso esponente si è reso colpevole di una generalizzazione che è in conflitto con le loro ripetute esperienze (15).

Anche un errore in senso opposto compiuto da A. E. Jasay è da imputarsi alla sua insufficiente esperienza. Egli, anche se in modo implicito, ha espresso l'opinione che, dopo una variazione del saggio ufficiale di sconto, i movimenti di fondi in operazioni di arbitraggio sono determinati dal gioco della domanda ed offerta di valuta derivante da operazioni commerciali o speculative (16). Gli operatori devono trovare abbastanza strana tale opinione, la quale implica che gli arbitraggisti stessi operino come pubblici benefattori il cui compito è quello di fornire una contropartita alle operazioni commerciali e speculative indipendentemente da considerazioni di profitto.

Dato che suggerimenti di tale fatta tendono a scoraggiare i pratici dall'interessarsi alla teoria dei cambi a termine, è importante chiarire che la teoria del Jasay non supera l'esame degli economisti meglio di quello dei pratici stessi. Egli assume, in maniera del tutto

(15) Il Professore BENT HANSEN è stato il primo economista accademico a sostenere che la tesi di Keynes è in conflitto con l'esperienza bancaria. « Skandinaviska Quarterly Review », gennaio 1959, p. 18.

(16) « Date le schede di domanda di cambi a termine per operazioni commerciali e/o speculative che ne rappresentano la controparte, i fondi impiegati in operazioni di arbitraggio avranno tendenza a spostarsi o a rimanere fissi, indipendentemente dal fatto che gli intermediari adattino o meno le loro quotazioni ». A. E. JASAY, in « The Economic Journal », giugno 1962, p. 400.

gratuita, che il ruolo delle operazioni di arbitraggio sia sempre e necessariamente quello di colmare la differenza tra domanda ed offerta di valuta, risultante dal complesso delle operazioni commerciali e speculative. In realtà, differenze tra i valori effettivi del cambio a termine e le loro « interest parities » (valori di equilibrio rispetto ad un certo divario tra tassi d'interesse) possono provocare trasferimenti di fondi attraverso operazioni di arbitraggio « coperto » indipendentemente dal rapporto tra domanda ed offerta di valuta di origine commerciale o speculativa. Tali operazioni spesso assumono un ruolo attivo nel determinare modifiche nei tassi di cambio e, per conseguenza, nell'indurre operazioni di carattere commerciale o speculativo a fornire la contropartita (17).

Fra i casi in cui gli economisti hanno avanzato erronee teorie in conseguenza della poca dimestichezza con gli aspetti pratici delle operazioni su cambi a termine, può essere annoverato anche l'errore compiuto dallo Tsiang, il quale sembra ritenere che l'onere incombente sulle autorità monetarie impegnate in un'azione di sostegno del cambio a termine viene raddoppiato al momento della scadenza dei relativi contratti (18). Il più fugace dei contatti con l'ufficio cambi di una banca gli avrebbe rivelato che « rinnovare una posizione » significa acquistare o vendere valuta a pronti contro valuta a termine, per cui il risultato netto di tale operazione è semplicemente il mantenimento dello status quo.

L'inadeguatezza della conoscenza degli aspetti tecnici delle operazioni su cambi a termine non è dovuta a cattiva volontà da parte degli economisti accademici di apprendere cose note ai pratici — seb-

(17) Per inciso, l'affermazione del Jasay — che la semplice esistenza di una differenza tra domanda ed offerta di valuta provenienti da operazioni commerciali e speculative sollecita l'apparizione della necessaria contropartita sotto forma di operazioni di arbitraggio, indipendentemente da una qualsiasi modifica dei tassi di cambio — sembra non tener conto di uno dei fondamentali principi dell'economia, quello che afferma essere le differenze tra domanda ed offerta correggibili dal meccanismo del mercato soltanto attraverso variazioni del prezzo atte a provocare la debita contropartita.

(18) TSIANG, *op. cit.*, p. 105. [N.d.T. - Per la verità, il testo dello TSIANG non sembra permettere l'interpretazione che da esso trae l'Einzig. Lo Tsiang afferma infatti alla pag. 105, *loc. cit.*: « This point may be illustrated by considering an imaginary case where the current pressure on the exchange is expected to continue for more than three months (say, a year), and is expected to disappear after a year but not to be reversed. During the first three months, the authorities can generally succeed in offsetting the current pressure on the forward and spot exchange rates and stopping the drain on official reserves by an appropriate amount of official sales of forward exchange. If the same pressure continues into the next three months, however the authorities would have to double their intervention effort in order to achieve the same result; for they must, at the same time, offset the adverse pressure shifted from the first three months to the current period... ». (Il corsivo è del T.)].

bene alle volte il loro desiderio di apprendere non sia sufficientemente corredato da quello di dedicare a tale compito il tempo e lo sforzo necessari. Ciò che è peggio, qualche economista accademico è portato alle volte a sottovalutare l'intelligenza e l'acutezza degli operatori. Ad esempio, Keynes non fu del tutto giusto quando accusò gli operatori di ignoranza per aver mancato di approfittare, nel febbraio 1921, del margine di guadagno di circa il 25% [annuo] offerto dalle operazioni di « swap » in lire (19). Gli operatori avevano evidentemente considerato ciò che invece Keynes aveva trascurato — che le operazioni di « swap », mentre assicuravano gli arbitraggisti contro un eventuale deprezzamento della lira, li avrebbero lasciati esposti al serio rischio politico derivante dalle turbate condizioni allora esistenti in Italia ed a quello di un inasprimento del controllo dei cambi che avrebbe impedito loro di rimpatriare i saldi. Un qualsiasi operatore avrebbe potuto metterlo al corrente su questo punto.

Tuttavia, pur tenendo conto dei punti di vista erronei sostenuti da vari economisti accademici — ed altri esempi potrebbero essere aggiunti a quelli citati — lo schietto disprezzo in cui la maggioranza dei banchieri tiene la teoria dei cambi a termine non è giustificato. L'atteggiamento dei banchieri è però comprensibile. Di quando in quando un economista avanza una teoria che gli operatori sanno, sulla scorta della loro esperienza, essere manchevole e, se da loro applicata, fonte di costosi errori. Essi pensano quindi che tutto ciò di cui abbisogna un buon operatore è esperienza, sana capacità di giudizio e, soprattutto, quella cosa misteriosa chiamata « fiuto ». E temono che ogni cognizione teorica possa andare a detrimento delle due ultime qualità, talchè, a loro avviso, un operatore le cui conoscenze pratiche non sono inquinate da nozioni teoriche ha una maggiore probabilità di formulare un giudizio esatto o seguire l'intuizione esatta.

Senza giungere al rigetto della teoria come cosa del tutto dannosa, un autore pratico, M. E. Evitt, faceva osservare che nelle questioni riguardanti i cambi « un'oncia di esperienza vale più di una tonnellata di teoria » (20). Si può discutere se la sua valutazione

(19) « Così poco numerose sono le persone che conoscono i semplici rudimenti della teoria dei cambi a termine che... era possibile, alla fine del febbraio 1921, vendendo sterline a pronti contro lire a Milano e riacquistandole a termine ad un mese data, ricavare un profitto di più del 25% all'anno ». *A Tract on Monetary Reform*, cit., p. 130.

(20) M. E. EVITT, *A Manual of Foreign Exchange*, 5ª ediz., Londra, 1960, p. 139.

del rapporto tra il valore della teoria e quello della pratica sia esatta. Non ci dovrebbe essere contrasto, tuttavia, nel giudicare i vantaggi di disporre di una tonnellata di teoria in aggiunta a quell'oncia di pratica. Ciò che non è ben compreso dall'Evitt — e da coloro che come lui fanno professione di disprezzare la teoria — è che essi, in realtà, nell'esplicare la loro attività quotidiana, seguono dei principi teorici, allo stesso modo in cui Monsieur Jourdain, l'eroe del *Bourgeois Gentleman* di Molière, aveva fatto per quarant'anni della prosa senza saperlo. Quando gli operatori agiscono sulla scorta di eventuali differenze tra tassi di cambio e scarti dell'interesse essi seguono la teoria della « parità dell'interesse ». Quando approfittano del divario tra le quotazioni a termine di una certa valuta a date diverse, seguono la teoria della « linea di equilibrio ». E così via. Per essi non ha importanza conoscere il nome dei principi seguiti; ma certamente è di un certo ausilio essere consapevoli del contenuto teorico delle regole espresse nei libri di testo, invece di seguirle in modo puramente istintivo. Su questo punto sono d'accordo anche gli autori « pratici », sebbene anch'essi non si rendano conto, codificando le regole elementari che disciplinano l'attività del mercato dei cambi a termine, di fare della teoria.

Ma la teoria dei cambi a termine, per poter giustamente servire come valida guida all'operare dei pratici, deve procedere ben oltre la semplice codificazione delle tecniche riguardanti le operazioni a termine. È un vantaggio per gli operatori conoscere le forze che sono al fondo delle tensioni che appaiono alla superficie del mercato. L'esperienza ha insegnato loro molte cose circa il modo in cui variazioni della posizione netta della bilancia dei pagamenti — e le aspettative di tali variazioni — possono esercitare una certa influenza sul tasso di cambio a termine. Esistono tuttavia molti altri fattori, alcuni dei quali poco conosciuti. Per poterli individuare e per valutare la loro potenziale influenza è necessario un bagaglio di più ampie nozioni di teoria economica, tale da essere difficilmente acquisibile attraverso la mera esperienza. La conoscenza della teoria in aggiunta alla pratica è senz'altro utile, purchè gli operatori siano consapevoli delle limitazioni della teoria stessa e delle condizioni di base su cui riposa la sua validità. Essi devono inoltre guardarsi dal dogmatismo comune a molti pratici nel momento in cui questi accettano una certa teoria.

Facendo salva questa riserva, gli operatori hanno tutto da guadagnare dalla familiarità con la teoria dei cambi a termine. Sebbene

alcuni degli operatori più anziani, i quali svolgevano la loro attività già avanti la seconda guerra mondiale, si vantano di non aver mai aperto un solo libro sulla teoria dei cambi a termine, parecchi operatori del periodo post-bellico sono invece propensi ad interessarsi a tale teoria. Questo mutato atteggiamento degli operatori può essere dovuto al fatto che, attualmente, per l'ufficio cambi di una banca è molto più difficile — rispetto all'anteguerra — mantenere un redditizio livello di attività. I margini di profitto sul mercato dei cambi si sono molto ristretti e sarebbe estremamente difficoltoso coprire gli accresciuti costi fissi ricorrendo esclusivamente a quelle operazioni tradizionali che costituivano la base della attività pre-bellica. Oggi gli operatori sono impegnati in complicati arbitraggi nel tempo ed in operazioni su cambi indiretti a termine di un genere che la maggioranza degli operatori d'anteguerra avrebbe preferito evitare. Nell'esplicare tale attività, essi devono considerare cambi a pronti, a termine, scarti tra tassi d'interesse e tutta quella varietà di fattori che può influenzare i tassi di remunerazione sui depositi di Euro-dollari e di altre valute. Gli operatori agiscono oggi per periodi di tempo più lunghi che negli anni pre-bellici e devono perciò possedere un più ampio orizzonte temporale. Da ciò discende la necessità di dover meglio valutare le tendenze evolutive della situazione economica con riferimento alla vita di un contratto a lungo termine che non può essere coperto fino alla scadenza se non qualche tempo dopo la sua stipulazione. In questa direzione la conoscenza teorica non può che essere utile. Non c'è ragione perchè un operatore debba perdere la sua capacità pratica di giudizio soltanto perchè ha acquisito alcune nozioni teoriche.

Sfortunatamente, all'accresciuta disposizione dei banchieri ad apprendere, non corrisponde un'accresciuta disposizione degli economisti accademici, interessati ai problemi dei cambi a termine, a presentare i contributi teorici in una forma che sia di aiuto ai pratici. Una notevole parte della letteratura post-bellica sui cambi a termine, oltre ad essere basata su tecniche superate e su ipotesi di scarso realismo, è resa deliberatamente inaccessibile agli uomini di finanza, che potrebbero avere un potenziale interesse all'argomento, dall'impiego, ora di moda, dell'oscurantista strumento matematico. Tale modo di presentazione costituisce uno dei maggiori ostacoli che si frappongono ai tentativi di sanare la frattura tra teoria e pratica, proprio perchè scoraggia ed allontana coloro che non posseggono cognizioni matematiche. Se ciò rappresentasse il prezzo da pagare

per un reale progresso, esso potrebbe anche essere accettato. Non potrei citare un caso, tuttavia, in cui l'impiego della matematica ha fatto progredire la dottrina sui cambi a termine. In verità, l'impiego dello strumento matematico non garantisce gli economisti contro la possibilità di errori. Il fatto che Tsiang, uno dei maggiori esponenti di quella scuola, si sia reso colpevole del grave errore in precedenza indicato (21), sembra conferire al mio argomento un peso conclusivo. Gli economisti, rendendo le loro teorie inintelligibili agli esperti, riducono notevolmente la possibilità che questi ultimi possano correggere i loro errori ed aumentano, per contro, la possibilità che errati principi entrino a far parte del corpo della teoria economica. Se soltanto gli economisti scrivessero in un linguaggio accessibile agli uomini d'affari, l'interesse che questi ultimi verrebbero acquisendo verso la teoria dei cambi a termine condurrebbe con il passar del tempo al superamento dell'attuale scissione.

PAUL EINZIG

(21) V. nota 18 (N.d.T.).