

Il Conto di Sostituzione nel sistema monetario internazionale

Introduzione

L'idea di creare un meccanismo per sostituire nel novero delle attività di riserva le valute nazionali con uno strumento internazionale è emersa periodicamente nel dibattito sui problemi monetari internazionali nel corso degli ultimi 40 anni.¹ Dopo la crisi del sistema di Bretton Woods, il problema venne ripreso in considerazione nel 1972-74 dal Comitato dei Venti. Più recentemente nel 1978-79 il Consiglio di Amministrazione del Fondo Monetario Internazionale e il Comitato Interinale hanno discusso i lineamenti essenziali di un Conto di Sostituzione (CS), abilitato ad emettere titoli denominati in DSP contro depositi volontari in dollari da parte di banche centrali ed altri detentori di riserve ufficiali. Come è noto, il Comitato Interinale discusse il progetto nella sua riunione di Amburgo (aprile 1980), senza peraltro giungere ad un accordo e di fatto rinviando la questione a tempo indeterminato.

Ciò nonostante, a nostro avviso, il CS rimane un progetto di considerevole interesse in quanto identifica correttamente alcune cause della crescente instabilità nei mercati internazionali dei capitali e dei cambi e propone di conseguenza una ragionevole terapia. Inoltre, in una prospettiva di più lungo termine molte delle difficoltà che condussero all'abbandono del progetto potrebbero risultare meno serie di quanto esse non apparissero ad Amburgo.

¹ Per un esame esauriente dei precedenti storici e dell'evoluzione del concetto di CS si vedano: J. GOLD, "Substitution in the International Monetary System", *Journal of International Law*, 1980, vol. 12; e D.S. MEADOWS, "A Substitution Account: Precedents and Issues", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, estate 1979.

Lo scopo di questo lavoro è di documentare questa affermazione, attraverso un riesame degli obiettivi del Conto (paragrafo 1), delle sue principali caratteristiche tecniche (paragrafo 2) e delle ragioni che impedirono il raggiungimento di un accordo ad Amburgo (paragrafo 3). In conclusione, la possibile utilità futura di uno schema di sostituzione viene riesaminata nella prospettiva del permanere di ampi squilibri nella struttura dei pagamenti internazionali per un periodo protratto e dell'emergere di un sistema di riserva multivalutario.

1. Natura del problema

L'idea di un CS trae origine dall'opinione che un sistema nel quale una sola valuta nazionale funge da riserva ufficiale è intrinsecamente instabile,² in quanto la creazione di liquidità internazionale è regolata dalla bilancia dei pagamenti e dalle politiche economiche del paese emittente, invece che dal fabbisogno globale di mezzi di pagamento internazionali. Così, le preoccupazioni per una temuta scarsità nell'offerta di dollari (*dollar shortage*) condussero nel 1968 alla creazione del DSP. Poco dopo, per effetto di politiche interne espansive, di un'inflazione crescente e di ampi disavanzi correnti nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, il sistema passò a una situazione opposta di eccesso di offerta di dollari (*dollar overhang*), che occorreva rimettere sotto controllo e in qualche modo "sterilizzare". Questi sviluppi misero anche in luce le asimmetrie esistenti nel processo internazionale di aggiustamento, per cui il paese centro di riserva poteva ignorare il vincolo esterno mentre gli altri paesi erano obbligati al rispetto delle regole del gioco.

Tali fenomeni furono riflessi nel progetto di riforma elaborato dal Comitato dei Venti, che prevedeva appunto l'introduzione di obbligazioni simmetriche di aggiustamento degli squilibri nei pagamenti con l'estero sia per i paesi in avanzo, sia per quelli in disavanzo, ugualmente tenuti a seguire politiche dei tassi di cambio adeguate al fine del ristabilimento dell'equilibrio esterno e ad adottare prontamente misure correttive interne in caso di necessità. Inoltre, l'obbligo di regolare in valute convertibili i disavanzi cor-

² Questo problema fu profeticamente anticipato alla fine degli anni '50 dal Prof. R. TRIFFIN in due studi pubblicati da questa *Rivista* (annata 1959, pagg. 3-59 e pagg. 295-367), e poi nel suo libro *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, 1961.

renti con l'estero (*asset settlement rule*) — anziché con l'aumento delle passività ufficiali — veniva esteso al paese centro di riserva, garantendo in tale modo che la creazione di liquidità internazionale rimanesse coerente con il rispetto degli obblighi di convertibilità. La creazione di liquidità internazionale addizionale sarebbe stata soddisfatta con le allocazioni di DSP.

Il Comitato dei Venti si rese naturalmente conto del fatto che la realizzazione del suo progetto avrebbe richiesto dei provvedimenti transitori per facilitare il passaggio al nuovo regime. Sebbene non si fosse raggiunto un consenso su nessuna soluzione specifica, la proposta di istituire un CS, originariamente avanzata dai membri italiani del Comitato, fu infine inserita nel progetto di riforma. Si prevedeva al riguardo che il FMI avrebbe potuto istituire un CS per il consolidamento dei saldi esistenti nella valuta di riserva « al fine sia di proteggere il sistema futuro di convertibilità contro il pericolo di ampie conversioni di tali saldi a causa di fenomeni di eccesso di offerta eventualmente esistenti al momento dell'attuazione della riforma, sia di assicurare che i paesi emittenti tali valute fossero in grado di aumentare le proprie riserve di valute convertibili se in avanzo, e di non perdere riserve oltre i limiti del disavanzo su base ufficiale se in disavanzo, sia infine per consentire ai paesi che lo desiderassero, di poter scambiare parte dei loro averi in valuta contro DSP ».³

Il CS rispondeva pertanto essenzialmente allo scopo di facilitare l'introduzione di una norma di *asset settlement* per il paese centro di riserva, consolidando i saldi esistenti delle sue passività ufficiali. Va notato, al riguardo, che anche se esso avrebbe di fatto comportato un mutamento nella composizione delle riserve internazionali, la diversificazione delle riserve non veniva considerata come un obiettivo specifico del CS; in effetti non si riteneva a quel tempo che esistesse una domanda insoddisfatta di attività alternative di riserva. Occorre anche sottolineare che in quelle discussioni si prestò un'attenzione modesta al problema del mantenimento dell'equilibrio finanziario del CS, che invece ebbe importanza determinante nel fallimento del negoziato di Amburgo sei anni più tardi.⁴

³ Si veda *Outline of Reform*, Documenti del Comitato dei Venti, Washington 1974, pag. 14.

⁴ ROBERT SOLOMON, nel suo libro *The International Monetary System 1945-1976 - An Insider's View*, New York 1976, pagg. 245-46, nota però che il problema dell'equilibrio finanziario del Conto era causa di preoccupazione per i negozianti americani.

La sottovalutazione di questo problema può essere forse spiegata con la generale aspettativa che, dopo la riforma, la bilancia dei pagamenti americana sarebbe passata in avanzo e il dollaro si sarebbe rafforzato sul mercato dei cambi: ciò avrebbe facilitato l'ammortamento dei saldi in dollari detenuti dal Conto.

Il problema del CS fu ripreso in esame, nella primavera del 1978 dal Comitato Interinale, sulla base di una proposta del Direttore Generale del FMI Witteveen. Nel frattempo la scena monetaria internazionale era mutata in modo drammatico. Un regime di cambi fluttuanti aveva sostituito quello di cambi fissi, e la struttura dei pagamenti internazionali era stata sconvolta dagli effetti del primo shock petrolifero. Si era inoltre espansa a dismisura l'attività di intermediazione degli euromercati, sui quali era principalmente ricaduto l'onere di riciclare gli avanzi di origine petrolifera verso i paesi deficitari importatori di petrolio. Il finanziamento dei disavanzi esterni mediante l'assunzione di passività — un tempo privilegio esclusivo dei paesi centro di riserva — era divenuto pratica diffusa, trasformando la creazione di liquidità internazionale in un processo apparentemente determinato dalla domanda.

Nel frattempo, i tentativi di riforma del sistema si erano conclusi con risultati modesti,⁵ particolarmente per quanto riguarda gli obiettivi di estendere la norma di *asset settlement* al paese centro di riserva e di riprendere il controllo della creazione di liquidità internazionale. In questo contesto, il nuovo progetto di CS si proponeva obiettivi assai più limitati della precedente versione. Esso prevedeva una ripresa delle allocazioni di DSP, coerentemente con l'obiettivo di rendere il DSP il principale strumento di riserva; tuttavia le allocazioni avrebbero avuto luogo contro depositi di valute convertibili, evitando ogni variazione della liquidità totale.⁶ In definitiva,

⁵ Una descrizione informata e provocatoria del limitato accordo raggiunto alla riunione di Giamaica dal Comitato Interinale è fornita da TOM DE VRIES, *Jamaica, or the Non-Reform of the International Monetary System*, Foreign Affairs, aprile 1976.

⁶ Lo schema prevedeva che i paesi che ricevevano DSP avrebbero depositato un ammontare equivalente di valute convertibili in un Conto presso il FMI. Le attività sul Conto non sarebbero state trattate come riserve e non sarebbero state trasferibili. Non si prevedeva alcuna clausola per il mantenimento del valore delle attività del Conto (in termini di DSP). Le sole attività svolte dal Conto avrebbero riguardato l'investimento delle riserve ricevute ed il pagamento degli interessi ai depositanti.

un accordo sulla ripresa delle allocazioni di DSP fu raggiunto senza ricorrere all'istituzione del Conto.

L'idea fu ripresa in considerazione nel 1979, dopo un nuovo periodo di accentuata debolezza del dollaro. Sebbene non fosse disponibile una evidenza statistica precisa in tal senso, era opinione diffusa che il tentativo di diversificare le riserve internazionali da parte di detentori ufficiali rappresentasse una causa importante nella rinnovata debolezza del dollaro, e che tale comportamento fosse suscettibile di estendersi. Ciò veniva considerato una seria minaccia alla stabilità dei mercati dei cambi, particolarmente in quanto la distribuzione delle riserve valutarie fra i paesi era mutata considerevolmente negli anni successivi alla prima crisi petrolifera, con un forte aumento delle riserve detenute dai paesi esportatori di petrolio e da quelli in via di sviluppo (cfr. Tav. 1). Ne discendeva l'aspettativa che motivi di

TAVOLA 1

RISERVE INTERNAZIONALI
PER GRUPPI DI PAESI E PER ATTIVITA' DI RISERVA
(miliardi di DSP)

	1970		1975		1980 (*)	
		%		%		%
Riserve totali (oro escluso)	56,3	100,0	158,7	100,0	273,3	100,0
G-10 + Svizzera	33,1	58,7	69,7	43,9	111,2	40,7
Altri paesi industriali	6,4	11,4	14,8	9,3	26,5	9,7
PVS non petroliferi	13,0	23,1	27,1	17,1	64,9	23,7
Paesi esportatori di petrolio	3,8	6,8	47,1	29,7	70,7	25,9
Oro (ai prezzi di mercato)	39,5	100,0	121,6	100,0	496,4	100,0
G-10 + Svizzera	32,4	82,0	98,9	81,3	401,9	81,0
Altri paesi industriali	1,7	4,3	5,6	4,6	23,6	4,8
PVS non petroliferi	4,1	10,4	12,9	10,6	51,8	10,4
Paesi esportatori di petrolio	1,3	3,3	4,2	3,5	19,1	3,8
Riserve totali	95,8	100,0	280,3	100,0	769,7	100,0
Oro (ai prezzi di mercato)	39,5	41,2	121,6	43,4	496,4	64,4
DSP e posizioni di riserva sul FMI	10,9	11,4	21,4	7,6	28,0	3,7
Riserve valutarie	45,4	47,4	137,3	49,0	245,3	31,8
— dollari	34,3	35,8	106,6	38,0	190,7	24,8
— altre	11,1	11,6	30,7	11,0	54,6	7,1

Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, e — per le ECU e le loro contropartite — BRI.

(*) Fine ottobre. Gli importi relativi all'oro e alle riserve valutarie comprendono le riserve trasferite al FECOM dai partecipanti allo SME ed escludono le contropartite in ECU.

portafoglio avrebbero avuto a livello aggregato un'influenza crescente nella gestione delle riserve ufficiali. Più in generale, si riteneva che il diminuito peso relativo dell'economia statunitense su quella mondiale giustificasse una riduzione del ruolo del dollaro nel sistema monetario internazionale, e che in mancanza di un'azione ufficiale in tal senso le forze di mercato avrebbero in ogni caso realizzato tale obiettivo.

L'eventuale estendersi di un processo di diversificazione preoccupava in quanto si riteneva che non solo il processo di transizione verso un sistema di riserva multivalutario sarebbe stato caratterizzato da un'elevata instabilità dei cambi, ma che un simile sistema fosse intrinsecamente instabile, a causa dell'implicito permanente incentivo a spostare fondi da una valuta ad un'altra in risposta a mutamenti delle aspettative sui tassi d'interesse e sui cambi.⁷

Si riteneva pertanto che fosse necessario trovare il modo di soddisfare direttamente — cioè fuori del mercato — la domanda di strumenti alternativi di riserva. Un ampio processo di sostituzione dei dollari detenuti nei portafogli ufficiali con strumenti di riserva denominati in DSP avrebbe contribuito alla stabilità del sistema monetario internazionale, riducendo la pressione sui mercati valutari nonché l'incentivo a ulteriori modifiche nella composizione delle riserve ufficiali, dal momento che il DSP rappresenta già di per sé un paniere delle principali valute.

Sebbene il dollaro sarebbe stato certamente rafforzato dalla istituzione di un tale Conto, va sottolineato che questo non era uno degli obiettivi dell'operazione. In effetti, nel corso dei negoziati che seguirono, si cercò con ogni cura di evitare un linguaggio che qualificasse il CS come una operazione di sostegno del dollaro.⁸

⁷ Questo punto di vista è stato in seguito argomentato dal GRUPPO DEI TRENTA — Gruppo di studio sulle attività di riserva — *Towards a Less Unstable International Monetary System*, New York, 1980.

⁸ Una interpretazione del CS come operazione di sostegno del dollaro — destinata cioè a stabilizzare il sistema presente piuttosto che a favorirne l'evoluzione verso un sistema di riserva incentrato sul DSP — è stata avanzata da R.I. MCKINNON, "Dollar Stabilization and American Monetary Policy", *American Economic Review*, maggio 1980. Questa opinione conduce l'autore a considerare il CS come un'operazione riguardante principalmente i paesi industriali e, a nostro avviso, a sottovalutare il problema della diversificazione delle riserve da parte dei paesi produttori di petrolio.

E' dunque con queste premesse che nel marzo 1979 il Comitato Interinale chiese al Consiglio di Amministrazione del FMI di riprendere in esame l'ipotesi di un CS, come modo per facilitare un'ordinata diversificazione delle riserve internazionali e per aumentare il peso del DSP come strumento di riserva nel sistema monetario internazionale.

2. Gli aspetti tecnici del problema

Secondo lo schema messo a punto dal Consiglio di Amministrazione del FMI,⁹ un Conto — costituito inizialmente nella forma di gestione fiduciaria ("trust") amministrata dal FMI — avrebbe emesso titoli denominati in DSP contro depositi in dollari USA da parte di detentori ufficiali di riserve. L'operazione avrebbe dovuto, almeno in linea di principio, essere permanente; era tuttavia prevista una procedura di liquidazione, nel caso in cui il CS apparisse finanziariamente compromesso o i suoi obiettivi non potessero essere realizzati. I depositi avrebbero potuto essere accessi da paesi membri del FMI, ad esclusione degli Stati Uniti, ed inoltre anche da paesi non membri (es., la Svizzera) dietro esplicita autorizzazione del Fondo. I depositi avrebbero potuto essere effettuati al momento della sua istituzione, ed inoltre in occasione di periodiche "riaperture". La possibilità di riaprire l'accesso al CS mirava a incoraggiare una più ampia partecipazione in termini sia di paesi sia di importi contribuiti.

I dollari ricevuti dal CS sarebbero stati investiti presso il Tesoro americano in obbligazioni ufficiali non cedibili, il cui rendimento sarebbe stato determinato in relazione a quello di mercato per i titoli pubblici con una certa scadenza, scelta di comune accordo fra Stati Uniti e partecipanti al Conto. Il rendimento delle passività in DSP emesse dal Conto sarebbe invece stato fissato al 100 per cento del tasso d'interesse composto utilizzato dal Fondo per la determinazione

⁹ Descritto nel rapporto dei Direttori Esecutivi del FMI per la riunione del Comitato Interinale di Amburgo (aprile 1980). A quel tempo, non era stato ancora raggiunto un accordo su molti aspetti della struttura e del modo di funzionamento del Conto.

del rendimento del DSP.¹⁰ L'adozione di un tasso fluttuante in linea con i rendimenti di mercato delle attività concorrenti avrebbe assicurato che il prezzo di mercato dei titoli emessi dal CS non si sarebbe discostato dal valore nominale, evitando l'emergere di due prezzi per il DSP (il secondo essendo quello calcolato dal FMI sulla base dei tassi correnti di cambio).

I titoli emessi dal CS avrebbero potuto essere scambiati liberamente fra i partecipanti. Si prevedeva anche la creazione di un mercato secondario nel quale i titoli avrebbero potuto essere ceduti ad altri operatori pubblici e privati nei paesi partecipanti; l'attuazione di tale principio veniva tuttavia rinviata ad una fase successiva all'avvio del Conto. La liquidità dei titoli emessi dal Conto sarebbe stata inoltre garantita da una procedura di designazione simile a quella in vigore per il DSP¹¹ e, come procedura di ultima istanza, dopo l'esaurimento delle possibilità di ricorso alla designazione, consentendo ai partecipanti di "incassare" il controvalore in dollari dei titoli stessi presso il Conto. Il ricorso a tali procedure "assistite" sarebbe stato tuttavia soggetto a un requisito di effettiva necessità, nel senso che esso sarebbe stato consentito ai partecipanti che si trovassero in difficoltà di bilancia dei pagamenti e la cui posizione di riserva fosse seriamente indebolita.

Da quanto esposto, si comprende che una caratteristica essenziale del progetto era quella di assicurare che i titoli emessi combinasero caratteristiche attraenti di rischio e di rendimento con un elevato grado di liquidità. Si riconosceva al riguardo che i potenziali partecipanti non sarebbero stati disposti a depositare le proprie riserve

¹⁰ Al momento attuale il tasso di interesse sul DSP è uguale all'80 per cento del tasso di interesse composto di mercato, ottenuto come media ponderata dei rendimenti di strumenti di mercato monetario nei 5 principali paesi (Stati Uniti, Giappone, Germania, Inghilterra, Francia). Dal 1° gennaio 1981 i pesi nel paniere dell'interesse sono le quote delle diverse valute nel paniere del DSP, che è inoltre stato semplificato da 16 a 5 valute (quelle dei paesi richiamati sopra). Poiché il paniere è definito in termini di quantità fisse di valuta (paniere *standard*), i pesi variano col tasso di cambio di ciascuna valuta rispetto alle altre valute incluse nel paniere. Pertanto, il tasso di interesse composto riflette i rendimenti coperti sugli strumenti finanziari inclusi. Per un esame esauriente delle proprietà dello *standard basket* si veda J.J. POLAK, "The SDR as a Basket of Currencies", *IMF Staff Papers*, dicembre 1979.

¹¹ Secondo tale procedura, un membro del Fondo in una "forte" posizione di bilancia dei pagamenti e di riserva può essere designato ad acquistare DSP da un altro membro del Fondo contro un ammontare corrispondente di valute convertibili, fino ad un limite massimo prefissato (limite di accettazione). Un limite di accettazione piuttosto basso era previsto per il CS, intorno al 25 per cento in eccesso dei titoli in DSP ricevuti da ciascun partecipante contro depositi in dollari.

nel CS se ciò avesse implicato una riduzione della loro libera disponibilità. Pertanto, veniva data preferenza ad un approccio "di mercato", secondo il quale i titoli in DSP sarebbero stati pienamente "competitivi" con gli strumenti alternativi di riserva disponibili sul mercato, e le limitazioni alla loro piena trasferibilità sarebbero state mantenute entro un minimo strettamente necessario. In seguito, la liquidità degli strumenti emessi dal Conto sarebbe stata assicurata direttamente dal mercato secondario.

Uno dei principali problemi nelle discussioni in seno al FMI e nel successivo negoziato politico, fu rappresentato dalle norme per il mantenimento del valore delle attività del Conto (*maintenance of value*), e quindi del suo equilibrio patrimoniale. Come si è detto, il bilancio del Conto avrebbe portato dal lato dell'attivo obbligazioni in dollari portanti un rendimento determinato sul mercato americano; dal lato del passivo, titoli denominati in DSP, portanti come rendimento un tasso di interesse composto ottenuto come media ponderata dei tassi di interesse sui mercati nazionali dei cinque principali paesi membri del FMI. L'equilibrio patrimoniale del Conto avrebbe pertanto potuto essere alterato a seguito di un differenziale di interesse sfavorevole, di un andamento sfavorevole del tasso di cambio dollaro/DSP o di una combinazione dei due fenomeni. Fintantoché il differenziale d'interesse avesse compensato i movimenti del tasso di cambio, il rendimento totale (inclusi guadagni e perdite in conto capitale) sulle sue attività e passività sarebbe rimasto in eguaglianza (si veda l'Appendice per un trattamento formale del problema). Nel lungo periodo, tale condizione tende a realizzarsi attraverso l'arbitraggio sui tassi di interesse, purché il tasso di interesse pagato dal Tesoro e il rendimento sul paniere DSP si riferiscano a strumenti di mercato strettamente comparabili.

Ci sono peraltro diverse ragioni per le quali la condizione di parità dei rendimenti potrebbe non verificarsi. In primo luogo la condizione di parità dei rendimenti si riferisce ai valori attesi (*ex ante*) e non a quelli realizzati (*ex post*) dei rendimenti, cosicché, in condizioni di incertezza, le determinanti del comportamento di mercato degli *arbitrageurs* non coincidono necessariamente con le determinanti dei risultati finanziari del CS. In secondo luogo, il fatto che certe valute sono domandate come strumenti internazionali di riserva può indurre una divergenza nei rendimenti coperti su attività comparabili in valute diverse, almeno per il periodo di tempo necessario ai detentori di

riserve ufficiali per adattare i loro portafogli a seguito di mutamenti percepiti o reali nella attrattività relativa delle valute stesse. L'esistenza di accordi, formali o informali, secondo cui paesi terzi si impegnano a sostenere le valute di riserva sui mercati dei cambi può contribuire ulteriormente a creare spazio per la persistenza di differenziali negativi nei differenziali coperti di interesse diversi da zero. Infine, la condizione di parità dei rendimenti è valida in generale se sussistono circostanze — quali, in particolare, la perfetta mobilità dei capitali e la perfetta sostituibilità degli strumenti finanziari sui diversi mercati — che non è facile si avverino.

In effetti, alcuni calcoli effettuati per il periodo 1974-80 sulla base del nuovo basket del DSP (tav. 2) confermano che

TAVOLA 2

TASSI D'INTERESSE SUL DSP E
SUI MERCATI MONETARI DEI PRINCIPALI PAESI (*)

	\$	£	Yen	DM	FF	DSP	Differenziale dei tassi d'interesse \$-DSP (7) = (1) - (6)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
in valuta nazionale							
da Dic. 1973 a Dic. 1980	7,51	11,13	8,15	6,21	9,84	8,33	- 0,82
da Dic. 1976 a Dic. 1980	8,48	11,30	6,71	6,07	9,77	8,53	- 0,05
da Sett. 1978 a Dic. 1980	10,57	13,78	7,93	7,67	10,42	10,32	0,25
da Sett. 1979 a Dic. 1980	11,62	15,20	10,24	9,53	12,26	11,82	- 0,20
in DSP (**)							
da Dic. 1973 a Dic. 1980	2,69	3,25	35,00	32,62	3,08	8,33	-11,02
da Dic. 1976 a Dic. 1980	4,62	37,09	35,32	12,46	5,75	8,53	-13,15
da Sett. 1978 a Dic. 1980	9,98	36,26	0,04	5,99	4,79	10,32	- 0,34
da Sett. 1979 a Dic. 1980	13,15	26,82	22,98	-1,19	2,83	11,82	1,33

Fonte: FMI, *International Financial Statistics* e fonti nazionali per Francia e Germania.

(*) Tassi d'interesse medi nel periodo considerato. I tassi d'interesse sono: per il Regno Unito e gli Stati Uniti, il tasso sui Buoni del Tesoro a 3 mesi; per la Francia e la Germania, il tasso interbancario a 90 giorni; per il Giappone il tasso per il denaro a vista (il nuovo tasso di riferimento per il Giappone, recentemente incluso nel paniere del DSP non era disponibile per i periodi considerati). Il tasso d'interesse sul DSP (col. 6) è calcolato sulla base del nuovo paniere a 5 valute (Fonte: IMF Survey, Jan. 26, 1981, No. 2).

(**) Tassi d'interesse aggiustati per le variazioni del tasso di cambio del DSP nei confronti delle valute nazionali nel periodo considerato. Il valore del DSP è calcolato sulla base del nuovo paniere a 5 valute.

significative divergenze da zero nei differenziali coperti di interesse si sono verificate nel passato recente. La colonna 7 della tavola 2 (parte inferiore) mostra i corrispondenti guadagni o perdite (in ragione d'anno) di una operazione di sostituzione per vari periodi arbitrari, espressi come percentuale dei depositi iniziali.¹² I risultati ottenuti sono ovviamente molto sensibili ai movimenti dei tassi di cambio, e quindi alla scelta del periodo di riferimento. In generale tuttavia perdite consistenti si sarebbero verificate nei periodi con inizio prima del 1978, mentre gli effetti del mutato atteggiamento delle autorità americane verso il valore esterno del dollaro e l'inflazione¹³ sono chiaramente riflessi nel restringimento del differenziale negativo sulle attività in dollari per il periodo a partire dall'ottobre 1978 e nella sua inversione per il periodo a partire dall'ottobre 1979.

Naturalmente il fatto che certe perdite si sarebbero verificate in alcuni periodi del passato non costituisce evidenza probante di sviluppi futuri. I calcoli presentati mettono tuttavia in luce una sensibile variabilità potenziale dei risultati, in una situazione in cui ampi movimenti di fondi fra le maggiori aree valutarie tendono — anziché a ridurle — ad amplificare le oscillazioni cicliche nei differenziali di interesse producendo movimenti dei tassi di cambio nella stessa direzione. Questa conclusione è confermata dai risultati di vari esercizi di simulazione sulle proprietà dinamiche del conto patrimoniale del CS condotte dagli uffici del FMI, i quali mostrano una tendenza sia delle perdite sia dei guadagni a "cumularsi" rapidamente a causa dell'effetto dell'interesse composto.¹⁴

Sorge quindi il problema di definire un'appropriata procedura per la copertura di eventuali perdite, insieme naturalmente ad una accettabile chiave di ripartizione fra i partecipanti. Rinviando per il momento la considerazione di quest'ultimo problema, si hanno essenzialmente due approcci alternativi al mantenimento dell'equilibrio finanziario del CS.

Il primo consiste nell'assicurare sempre ed in ogni modo l'equilibrio del conto interessi, senza però cercare di mantenere un equilibrio complessivo fra attività e passività del CS. Questo approccio è coerente

¹² Questi risultati sono ottenuti assumendo che gli interessi siano guadagnati e pagati alla fine del periodo di riferimento.

¹³ Come riflessi nel pacchetto di sostegno del dollaro del 1° novembre 1978 e nei mutamenti della gestione della politica monetaria USA dell'ottobre 1979.

¹⁴ *Substitution Account: Results of a Simulation Study of the Account's Financial Balance*, documento interno del FMI, aprile 1980.

con uno schema in cui non sia abbia possibilità di convertire contro dollari i titoli in DSP, in cui cioè l'operazione di sostituzione sia irreversibile.¹⁵ In altre parole, i titoli in DSP sarebbero titoli "consolidati" (*perpetuities*) portanti un tasso d'interesse fluttuante, il cui valore di mercato non si discosterebbe dal valore nominale fintantoché le loro caratteristiche di rendimento e di rischio restassero in linea con quelle degli strumenti di riserva concorrenti, e che verrebbero acquistati e detenuti per i loro propri "meriti", e non come crediti sulle attività del CS. Qualora gli interessi ricevuti dal CS risultassero insufficienti a pagare gli interessi dovuti sulle passività emesse, i partecipanti dovrebbero contribuire a coprire la differenza secondo proporzioni stabilite.¹⁶

L'approccio alternativo, che fu quello accolto nel progetto di CS, postula invece il mantenimento di un equilibrio complessivo fra le attività e le passività del CS, senza riguardo alla causa di eventuali perdite. Sebbene il ricorso alla conversione contro dollari dei titoli presso il Conto fosse incluso nel progetto come una possibilità remota, si stabilì che in linea di principio il valore delle attività del CS dovesse essere periodicamente ricostituito, in modo che l'operazione di sostituzione potesse essere annullata in qualsiasi momento. Si prevedeva che le perdite del Conto sarebbero state coperte in parte dai contributi dei partecipanti ed in parte con il ricorso all'oro del FMI: i Servizi del Fondo stimarono che un ammontare di capitale fra il 15 ed il 20 per cento dei depositi iniziali avrebbe dovuto essere accantonato a copertura di eventuali perdite, se si voleva ottenere una ragionevole certezza che l'equilibrio finanziario del Conto sarebbe stato salvaguardato per un periodo sufficientemente lungo.

¹⁵ La possibilità di convertire presso il CS i titoli stilati in DSP richiederebbe il pieno mantenimento del valore delle attività in dollari, in modo da consentire ai partecipanti di ritirare in ogni momento le riserve conferite senza subire perdite.

¹⁶ Questa proposta fu presentata da Lamberto Dini, allora Direttore Esecutivo del FMI, nella primavera del 1979. Fu in seguito abbandonata, poiché i potenziali partecipanti al CS dichiararono di non voler prendere in considerazione l'ipotesi di rinunciare "per sempre" alla disponibilità delle proprie riserve. Una difficoltà addizionale fu rappresentata dal fatto che la clausola di solo parziale ricostituzione delle attività del Conto avrebbe potuto avere effetti negativi sul valore di mercato e quindi sulla circolazione dei titoli in DSP, nel caso che un andamento avverso del tasso di cambio dollaro/DSP conducesse ad una forte caduta del valore delle attività del Conto.

3. Gli aspetti politici

Il Comitato Interinale esaminò la proposta di istituire un CS nella sua riunione di Amburgo nell'aprile del 1980. Il Comunicato emesso al termine della riunione indicava che « un accordo provvisorio era stato raggiunto su un ampio ventaglio di caratteristiche di tale Conto », ma che « alcune questioni rimanevano insolute, in particolare la determinazione delle norme per il mantenimento dell'equilibrio finanziario del Conto ».

In effetti, la questione del mantenimento del valore si rivelò come il problema più spinoso. Quando divenne evidente che vi sarebbe stato bisogno di una qualche forma di copertura per assicurare la solidità finanziaria del CS, il problema della ripartizione dei connessi oneri divenne di cruciale importanza date le sue ovvie implicazioni politiche. Nella fase iniziale dei negoziati era stato suggerito che una parte dell'oro del FMI fosse usata come mezzo *esclusivo* di copertura delle perdite del CS.¹⁷ Il vantaggio apparente di questa proposta era che l'equilibrio finanziario del CS sarebbe stato garantito senza far ricorso a contributi nazionali, per i quali sarebbe stata necessaria l'approvazione parlamentare. Inoltre, poiché la chiave di ripartizione degli oneri sarebbe stata basata sulle quote nel Fondo, l'uso dell'oro del FMI avrebbe avuto il vantaggio aggiuntivo di attribuire un onere modesto ai paesi produttori di petrolio, la cui quota nel Fondo è relativamente piccola, e di fornire quindi a questi paesi un'attività di riserva relativamente esente da rischi. Più in generale, poiché l'oro in questione era di proprietà del Fondo, si sarebbe potuto sostenere che "nessuno avrebbe pagato" per coprire i costi del CS.

Questa ipotesi, tuttavia, si rivelò errata. Indipendentemente da quale fosse lo stato giuridico dell'oro del Fondo, la maggior parte dei paesi si comportò come se si trattasse del "proprio" oro. Questo fu in particolar modo l'atteggiamento dei paesi in via di sviluppo, i quali comunque ritenevano il CS poco vantaggioso per loro. Poiché,

¹⁷ Quando, in una fase successiva, fu presa in considerazione la possibilità che i partecipanti versassero dei contributi, il problema divenne quello della combinazione di tali contributi con l'utilizzo dell'oro del Fondo. Al riguardo alcuni paesi (principalmente gli Stati Uniti) favorirono il ricorso alla riserva aurea prima che si richiedessero i contributi dei partecipanti per coprire le perdite, mentre altri paesi insistettero che i contributi dei partecipanti avrebbero dovuto essere richiesti *pari passu* con l'uso dell'oro del Fondo.

inoltre, secondo questi paesi, la creazione di un CS era un passo importante nel processo di riforma del sistema monetario internazionale, essi erano disposti a prenderlo in considerazione soltanto nell'ambito di un ampio pacchetto comprendente misure in favore del Terzo Mondo. Il precedente invocato al riguardo era l'accordo di Giamaica del 1976, che prevedeva l'utilizzo di un importante quantitativo di oro del Fondo ad esclusivo beneficio dei PVS. Pertanto, una serie di richieste di natura compensatrice venne presentata al Comitato Interinale dal Gruppo dei 24 a nome dei PVS, il che complicò ulteriormente i negoziati. Va detto, tuttavia, che anche nell'ambito dei paesi industrializzati l'idea di utilizzare l'oro del Fondo per coprire perdite derivanti da operazioni correnti incontrò notevoli riserve.

Oltre al problema dell'equilibrio finanziario, anche altri fattori esercitarono un'influenza negativa sui negoziati. Una prima considerazione fu che il CS avrebbe potuto dare agli Stati Uniti la libertà di "stampare moneta" senza limiti, fornendo loro *de facto* un meccanismo per proteggere il dollaro dalle conseguenze negative di politiche interne inappropriate. Un altro problema sollevato dai PVS era il rischio che il CS riducesse la potenzialità di credito degli euro-mercati, dalla quale molti di loro dipendevano per il finanziamento degli squilibri di bilancia dei pagamenti. I PVS temevano inoltre che la creazione di titoli denominati in DSP, con un rendimento superiore a quello dei normali DSP, avrebbe indebolito questi ultimi compromettendo la possibilità di ulteriori allocazioni.

Per ciascuna di queste difficoltà e per altre ancora, valide contro-argomentazioni furono elaborate, spesso in maniera convincente, dai Servizi del Fondo. Tuttavia non si riuscì ad eliminare l'impressione che, nel complesso, i costi del CS avrebbero potuto essere superiori ai suoi potenziali benefici, salvo nel caso in cui gli Stati Uniti avessero perseguito politiche interne adeguate e il dollaro fosse rimasto forte. Ma in questo caso molti osservatori erano portati a concludere che non vi sarebbe stato alcun bisogno di un CS.

Un certo numero di sviluppi sulla scena monetaria internazionale dette un contributo decisivo nel compromettere ulteriormente le sorti del CS. Innanzitutto, la nuova impostazione data dagli Stati Uniti alla politica del cambio (nel novembre 1978) e alla gestione monetaria interna (nell'ottobre 1979) portò a un significativo rafforzamento del dollaro sui mercati valutari internazionali, riducendo in tal modo l'incentivo alla diversificazione delle riserve,

mentre la prospettiva di recessione negli Stati Uniti e di ampi disavanzi dei pagamenti correnti in Germania e Giappone lasciava prevedere una durevole posizione di forza per il dollaro. Inoltre, il crescente disavanzo esterno stava inducendo la Germania e il Giappone — che avevano appoggiato il CS quale mezzo per eliminare o ridurre la necessità per le loro valute di divenire monete di riserva — ad aumentare l'offerta di attività di riserva denominate nelle rispettive valute. Questo fatto contribuì a ridurre lo squilibrio esistente nella composizione dei portafogli ufficiali e quindi le tensioni sui mercati valutari. Nel complesso, la prospettiva di una relativa stabilità sui mercati dei cambi e i dubbi circa la solidità finanziaria del CS operarono congiuntamente per impedire una positiva conclusione dei negoziati.

4. Un riesame del problema

La mancanza di accordo sullo schema proposto dal Consiglio d'Amministrazione del FMI fu un evento politico che deve essere valutato in un contesto appropriato. In aggiunta ai fattori specifici menzionati in precedenza, quel fallimento è in larga misura il prodotto della "età dell'incertezza" che sembra essere cominciata con il crollo del sistema di Bretton Woods e che ricorrenti crisi petrolifere stanno prolungando in un futuro indefinito. E' evidente che in queste condizioni il negoziato per un accordo internazionale (sia monetario, sia di altra natura) diventa un compito ingrato, dato che le parti intorno al tavolo esitano ad assumere impegni vincolanti di lungo periodo in un momento in cui "tenere i piedi in molte staffe" appare come l'unico atteggiamento sensato.

Tuttavia, un giudizio finale sull'utilità di uno schema di sostituzione dovrà basarsi non tanto su aspetti contingenti quanto su considerazioni di natura strutturale e di lungo periodo.¹⁸ Specificamente, una valutazione complessiva di un tale schema dipenderà in

¹⁸ Il Presidente del Comitato Interinale, Filippo Maria Pandolfi, nel corso della conferenza stampa tenutasi a conclusione della riunione di Amburgo osservò infatti che « il Conto di Sostituzione non era mai stato concepito come un artificio di ingegneria finanziaria di breve termine, ma come un passo dell'evoluzione di lungo periodo del sistema monetario internazionale ». Cfr. *IMF Survey*, n. 9, 5 maggio 1980, pag. 133.

definitiva dalla misura in cui la apparentemente inarrestabile transizione verso un sistema a più valute di riserva sarà giudicata o meno nell'interesse della comunità internazionale.

Le opinioni su questo problema sono discordanti. Il Rapporto del Gruppo dei Trenta¹⁹ ritiene che questa evoluzione sia indice dell'esistenza di « un serio problema negli attuali accordi monetari internazionali per quanto riguarda gli strumenti di riserva ». Il Presidente della Bundesbank, Karl Otto Poehl, considera un aspetto positivo del sistema a riserve multiple il fatto che « il dollaro è sottoposto ad alcuni degli stessi vincoli che si applicano ad altre valute ». Ma aggiunge anche che « da ciò non segue necessariamente che la tendenza verso un sistema a più valute di riserva debba essere incoraggiata in alcun modo dalle competenti autorità ».²⁰ Per Fred Bergsten, già del Tesoro degli Stati Uniti, « la matematica e la logica ci dicono che, data una matrice di opzioni rappresentate da molte valute, la possibilità e i motivi di diversificazione e di trasferimento da una valuta all'altra sono destinate a crescere. Lo stesso dicasi per la potenziale volatilità ed instabilità del sistema ».²¹ La comunità bancaria internazionale, d'altro canto, non è apparentemente troppo preoccupata dai possibili inconvenienti di un sistema a più valute di riserva ed ha accolto con una certa freddezza le proposte volte a creare meccanismi ufficiali di sostituzione.²²

L'analisi del funzionamento di un sistema a più valute di riserva esula dalle finalità di questo articolo. Ci preme tuttavia evitare la conclusione frettolosa secondo cui un tale sistema può operare in maniera soddisfacente in ogni circostanza, semplicemente perché così è stato per un certo periodo. In effetti si può dubitare che la situazione assai particolare che ha prevalso durante il 1979 e nella prima metà dell'80 possa essere validamente estrapolata nel futuro. Il fatto che durante quel periodo un'ampia quota dei disavanzi correnti fosse concentrata in paesi le cui valute erano fortemente domandate ha facilitato sia il finanziamento di disavanzi dei paesi emittenti, sia la diversificazione valutaria da parte dei detentori di riserve, fa-

¹⁹ GRUPPO DEI TRENTA, *op. cit.*, pag. 3.

²⁰ KARL OTTO POEHL: "The Multiple Currency Reserve System", *Euromoney*, ottobre 1980, pag. 43.

²¹ Discorso al Center for International Business, Dallas, Texas, 28 ottobre 1980.

²² Si vedano ad esempio i fascicoli del settembre e ottobre 1979 e del dicembre 1980 di *World Financial Markets* della Morgan Guaranty Trust; e l'articolo di PADRAIC FALLON, "Diversification versus Substitution", *Euromoney*, ottobre 1979, pag. 19.

vorendo la stabilità dei cambi. Tuttavia, se nel medio periodo i disavanzi dei pagamenti internazionali di origine petrolifera sono destinati a persistere, ci si può attendere che la distribuzione degli avanzi e dei disavanzi tra i paesi industriali riprenda una configurazione più tradizionale. La significativa debolezza del DM a partire dall'aprile del 1980 testimonia inoltre l'importanza del saldo delle partite correnti nella valutazione che il mercato dà della forza di una moneta, cosicché ne deriverebbe un'incompatibilità tra persistente disavanzo esterno e svolgimento del ruolo di moneta di riserva.

Contemporaneamente, l'ulteriore accumulazione di riserva da parte di paesi esportatori di petrolio accrescerà la componente determinata da motivi di portafoglio sul complesso delle transazioni valutarie; sorge, quindi, la possibilità che si abbiano movimenti dei cambi almeno in parte non correlati alle variazioni dei *fundamentals* nei paesi a valuta di riserva.

Nel complesso, la potenziale instabilità dei mercati dei cambi potrebbe in effetti essere accresciuta dalla transizione verso un sistema a più valute di riserva. Inoltre, la gestione di un tale sistema richiede uno stretto coordinamento delle politiche monetarie tra i paesi a valuta di riserva, sotto minaccia di forti movimenti di capitale di natura destabilizzante. In ogni caso, una sostanziale perdita di autonomia nella politica monetaria sembra essere il prezzo che questi paesi debbono pagare se si vogliono evitare crisi di sfiducia "à la Triffin", quali quelle che hanno reso difficile la vita al dollaro negli ultimi venti anni.

Queste considerazioni sembrano indicare che un riesame del CS possa essere necessario in un futuro non troppo lontano — anche se non necessariamente nella forma discussa ad Amburgo. In effetti vi sono alcuni miglioramenti che potrebbero essere presi in considerazione al fine di facilitare l'approvazione del meccanismo. J.J. Polak, il principale artefice del CS, ha sostenuto recentemente che « dovrebbe essere possibile costruire un conto più semplice, come parte integrante del FMI, in cui i rischi di profitto o di perdita sarebbero distribuiti tra gli Stati Uniti, da un lato, e il Fondo come agente in rappresentanza di tutti i suoi membri, dall'altro ». Sebbene questa proposta richieda l'emendamento dello Statuto del Fondo, Polak sostiene che essa « eviterebbe la complicazione di accantonare specifiche risorse del Fondo per fornire una copertura finan-

ziaria al Conto, e di obbligare i depositanti ad accollarsi parte dei rischi del Conto stesso ».²³

L'emissione di titoli denominati in DSP da parte del FMI, della Banca Mondiale e di altri organismi ufficiali di sviluppo, nell'ambito di una loro più ampia attività di riciclaggio degli avanzi petroliferi, potrà essere un ulteriore modo per perseguire gli obiettivi del CS, senza peraltro dar luogo a molti dei problemi ad esso connessi. In questo caso, tuttavia, l'onere del mantenimento di valore ricadrebbe interamente sui paesi debitori.

In conclusione, un CS riformato potrebbe risultare un modo efficace per affrontare alcune delle cause di instabilità dell'attuale assetto monetario internazionale. In effetti, è interessante notare che, durante i negoziati sul CS, la capacità del meccanismo di svolgere le funzioni assegnategli non fu mai messa in dubbio. Piuttosto, lo schema fu respinto perché ritenuto troppo costoso e probabilmente inutile. La nostra opinione è che la prima di queste due critiche può essere affrontata in modo soddisfacente e che la seconda potrebbe risultare infondata, alla luce della evoluzione in corso del sistema monetario internazionale.

STEFANO MICOSI - FABRIZIO SACCOMANNI

²³ J.J. POLAK, discorso al Georgetown University Bankers Forum, Washington DC, 29 settembre 1980, riprodotto in *IMF Survey*, Vol. 9, n. 20, 27 ottobre 1980, pag. 339.

APPENDICE

Il bilancio del Conto porterebbe dal lato dell'attivo gli investimenti in dollari detenuti presso il Tesoro americano e gli interessi guadagnati su di essi, al netto degli interessi pagati sulle passività in DSP;¹ dal lato del passivo, i titoli in DSP emessi contro depositi in dollari. Se si assume che il tasso di interesse guadagnato sulle attività in dollari coincida col tasso di interesse rappresentativo del mercato del dollaro inserito nel paniere del DSP, ed inoltre che il Conto non sia riaperto successivamente alla sua istituzione, la condizione di equilibrio del bilancio del Conto su un orizzonte di tempo arbitrario può essere scritta:

$$(1) \quad A_0 (1 + r_{1t}) \frac{e_0}{e_t} - r_t L_0 \geq L_0$$

in cui A ed L sono i valori in DSP rispettivamente delle attività e delle passività del Conto; r è il tasso di interesse pagato sulle passività del Conto, ed e il prezzo in dollari del DSP. I sottoscritti temporali si riferiscono per i tassi di cambio *alla fine* del periodo di riferimento e per i tassi di interesse *alla media* del periodo di riferimento.

Si pongono inoltre K_i come le quantità di ciascuna valuta nel paniere; r_i ed e_i come rispettivamente i tassi di interesse e i prezzi in dollari delle valute nel paniere (nell'ordine per $i=1, \dots, 5$: \$ USA, marco, sterlina, yen e franco francese; con $e_1=1$) e $w_{it}=k_i e_{it}/e_t$ come i pesi corrispondenti (*quote in valore*). Ricordando anche che $A_0=L_0$ ed $e_t=\sum k_i e_{it}$ l'equazione può essere scritta:

$$(2) \quad r_{1t} - \sum_{i \neq 1} w'_{it} \left(r_{it} + \frac{e_{it} - e_{i0}}{e_{it}} \right) \geq 0$$

dove

$$(3) \quad w'_{it} = w_{it} / \left(1 - w_{it} - \frac{e_t - e_0}{e_t} \right).$$

Poiché $w_{1t} = 1 - \sum_{i \neq 1} w_{it}$, ne segue che $\sum_{i \neq 1} w_{it} / (1 - w_{it}) = 1$ e che $\sum_{i \neq 1} w'_{it} \approx 1$ per movimenti relativamente "piccoli" di e_t (il prezzo in dollari del DSP). Il termine $(e_t - e_0)/e_t$ nell'equazione (3) rappresenta pertanto l'effetto sul tasso di interesse r_{1t} dei mutamenti nel cambio dollaro/DSP.

¹ Nell'ipotesi che l'interesse sui titoli emessi dal Conto sia pagato utilizzando le attività del Conto, e cioè in dollari.

Il termine in sommatoria nell'equazione (2) è quindi una media ponderata dei tassi di interesse nelle valute diverse dal dollaro incluse nel paniere del DSP, aggiustati per le variazioni del cambio di ciascuna valuta contro il DSP, con pesi proporzionali ai rispettivi pesi nel paniere. L'equazione (2) mostra che il Conto rimarrà almeno in equilibrio finantoché i differenziali di interesse coperti fra attività in dollari e investimenti alternativi nelle altre valute del paniere saranno maggiori o uguali a zero.

S.M. - F.S.