

## Diritti speciali di prelievo: problemi e proposte

Com'è noto, una delle più importanti innovazioni statutarie del Fondo Monetario Internazionale dispone che i Paesi membri debbono cooperare con il Fondo e fra di loro per fare del DSP il principale strumento di riserva del sistema monetario internazionale (art. VIII, sez. 7, art. XII). "Queste parole familiari — osservava Peter Kenen — si sono così trasferite dal pio, inconcludente contesto del comunicato ministeriale nel testo formale, vincolante di un trattato avente forza di legge. Per tradurle in atto in questo secolo non basterà usare il DSP come unità di conto nelle operazioni e nelle statistiche del Fondo".<sup>1</sup> Proprio per renderle effettive l'*Interim Committee*, nella riunione di Washington del 28-29 aprile 1977, ha concordato "di richiedere ai direttori esecutivi del Fondo di rivedere le caratteristiche e gli usi del DSP in modo consoni con gli obiettivi del Fondo, e, tra questi, con l'obiettivo di rendere il DSP lo strumento principale di riserva".

Taluni dei problemi da affrontare in questo contesto sono esaminati nel presente articolo. Il quale dapprima tratta del ruolo del DSP dopo gli importanti mutamenti intervenuti nel sistema monetario internazionale; discute poi le attuali debolezze del DSP; e propone infine suggerimenti sui mezzi per porvi rimedio.

### 1. Il ruolo del DSP

Prima di formulare suggerimenti per rafforzare la posizione del DSP bisogna porsi una domanda: il DSP ha ancora un ruolo nella nuova situazione in cui ci troviamo? Il DSP era stato concepito

---

<sup>1</sup> PETER KENEN, "Techniques to Central International Reserves", testo presentato alla J. Marcus Flemming Memorial Conference, tenuta presso il Fondo Monetario Internazionale il 12 novembre 1976.

verso la metà degli anni sessanta come un metodo razionale di creazione di liquidità internazionale. Dopo la sua istituzione, sostanziali mutamenti si sono verificati nel sistema monetario internazionale: fluttuazione delle principali monete, mutata funzione dell'oro, rapido sviluppo delle fonti private di credito. Nel sistema di fluttuazione manovrata in cui ci troviamo c'è ancora bisogno di riserve? E, se la risposta è affermativa, fra le fonti di creazione di riserve il DSP ha ancora una parte da sostenere?

1) BISOGNO DI RISERVE. — Certo, come osservava la relazione del Fondo Monetario per il 1976, i rapporti tra ricorso a finanziamenti e processi di aggiustamento si sono spostati: "i complessivi squilibri dei pagamenti con l'estero saranno infatti probabilmente più piccoli, rispetto al volume delle transazioni internazionali, di quanto sarebbero stati se, con le dimensioni date delle perturbazioni delle bilance dei pagamenti, l'economia mondiale dovesse ancora funzionare nel regime di parità di Bretton Woods". Peraltro, come la stessa relazione avverte, i paesi membri, per la maggior parte, continuano ad ancorare le rispettive monete ad altre singole monete, a vari panieri di monete o al DSP. E naturalmente intervengono nel mercato. Una notevole attività in questo campo è svolta dai paesi con cambi fluttuanti per moderare le fluttuazioni giornaliere e le tendenze a più lungo termine. Nei sei mesi terminati il 31 gennaio 1977 gli interventi lordi sul mercato dei cambi da parte delle maggiori banche centrali ammontarono in toto a 37 miliardi di dollari, secondo una recente stima della Banca di Riserva Federale di New York.<sup>2</sup> La stima cresce a 172 miliardi se si risale fino al marzo 1973, quando ebbe inizio il regime di diffusa fluttuazione.

È pertanto ovvio che i paesi membri continueranno ad aver bisogno di riserve e che i problemi di liquidità internazionale sono tuttora attuali.

2) COMPOSIZIONE DELLE RISERVE. — Ma, riconosciuto il perdurante bisogno di riserve, non sarebbe opportuno, allorché occorre procedere a creazioni di liquidità, provvedere esclusivamente con liquidità "condizionata", ossia con *aumenti delle quote* nel Fondo Monetario? Ciò solleva la questione della distinzione tra "riserve di proprietà" e fonti ufficiali di credito cui attingere per il finanziamento di

<sup>2</sup> V. I.M.F. Survey, 21 marzo 1977.

temporanee esigenze di bilancia dei pagamenti. "Attività di riserva", nella definizione del Fondo Monetario, sono i mezzi di cui un paese può disporre senza sottostare a negoziati, senza subordinare a condizioni le proprie politiche e senza particolari limitazioni per ciò che riguarda le circostanze in cui le può usare. Le facilitazioni di credito sono sempre soggette alla prima restrizione e possono esserlo anche alle altre due. Proprietà di riserve e accesso a crediti per esigenze di bilancia dei pagamenti non sono quindi per nulla mezzi equivalenti, interscambiabili; ed è comprensibile che i singoli paesi tendano a combinarli in proporzioni ragionevolmente equilibrate. Così stando le cose, è necessario tendere ad un analogo equilibrio anche a livello internazionale, fra provvista di liquidità condizionata e provvista di liquidità incondizionata. In proposito il rapporto del Fondo Monetario per il 1969 aveva già così concluso:

"I due tipi di liquidità internazionale — condizionata e incondizionata — sono ovviamente interconnessi, in particolare nel senso che l'uno può fino a un certo punto servire allo stesso scopo dell'altro, cosicché il fabbisogno dell'uno non è interamente indipendente dalla disponibilità dell'altro. Nello stesso tempo, la composizione della liquidità internazionale non è un problema indifferente da un punto di vista internazionale. Ogni tentativo di rimediare a una crescente scarsità di liquidità soltanto con l'espandere la liquidità condizionata potrebbe lasciare i paesi senza gli strumenti di pronto impiego da essi richiesti per far fronte a squilibri dei pagamenti che inevitabilmente si presentano di tempo in tempo, indipendentemente dalle politiche seguite".

In conclusione, almeno nel lungo andare (non necessariamente nell'immediato avvenire) ci sarà bisogno di aumenti delle "attività di riserva" o "riserve di proprietà".

3) RUOLO DEI DSP. — Si pone allora una terza domanda: nell'ambito delle riserve di proprietà il DSP ha ancora una parte da sostenere? Per rispondere bisogna prima considerare i mutamenti intervenuti per gli altri elementi delle "riserve di proprietà" dal momento della creazione del DSP.

a) Il primo mutamento riguarda l'oro. Al momento della creazione dei DSP l'oro poteva essere venduto prontamente al prezzo

ufficiale; era quindi una riserva liquida paragonabile alle monete di riserva, ai DSP e alla posizione di riserva nel Fondo Monetario. Oggi l'oro non è più prontamente impiegabile come attività di riserva, poiché la maggior parte dei paesi membri sono poco inclini a venderlo riducendo le loro scorte anche quando la situazione dei loro pagamenti con l'estero è precaria. Sebbene la proprietà di oro contribuisca ancora alla posizione complessiva di riserva di un paese — per esempio, come mezzo di garanzia — il suo grado di liquidità è cambiato. In sostanza, è da attendersi che il ruolo relativo dell'oro nel complesso delle riserve diminuirà gradualmente; e certo sull'oro non si può contare per far fronte all'accresciuto bisogno di riserve nel medio termine.

b) Un secondo importante mutamento riguarda la molto accresciuta disponibilità di *credito privato*. Com'è noto, gli sviluppi in questo campo sui mercati internazionali finanziari sono stati importanti; e una lunga serie di paesi ha fatto ampio ricorso a questa fonte per migliorare le posizioni di riserva. Data questa offerta di riserve piuttosto elastica, si può ritenere che la creazione di DSP sia diventata superflua a medio termine? Tale domanda può convertirsi in quest'altra: il metodo di creazione di riserve lorde attraverso il canale dei prestiti privati può "reggere", può cioè offrire garanzie di "adeguatezza", ed è equo?

Il problema dell'adeguatezza è legato al grado in cui i singoli paesi possono accumulare debiti. Ora, la principale differenza fra aumentare le riserve con prestiti privati e aumentarle con assegnazioni di DSP è che il primo metodo aumenta soltanto le riserve lorde e non quelle nette, poiché accresce anche le passività; mentre il secondo metodo aumenta le riserve lorde e nette. Il primo metodo dà origine a particolari rischi di instabilità. Come pone in risalto il Rapporto McCracken,<sup>3</sup> "l'accesso a finanziamenti internazionali è, talvolta, così facile da indurre i governi a differire gli aggiustamenti necessari; ma può poi improvvisamente diventare difficile se subentrano mutamenti negli umori del mercato riguardanti l'affidabilità di singoli paesi". In tal modo i limiti della creazione di riserve sono diventati mal definiti e fluidi; dipendono più dalla valutazione che il mercato dà

<sup>3</sup> O.E.C.D., "Towards Full Employment and Price Stability". Sommario di un rapporto presentato all'O.C.S.E. da un gruppo di esperti indipendenti. Giugno 1977, p. 51.

dell'affidabilità dei singoli paesi che non dalla valutazione multilaterale dei governi interessati sulle politiche seguite e sulle esigenze di un sistema considerato nel suo insieme. "Il sistema monetario internazionale è cioè venuto assumendo talune delle caratteristiche di un sistema creditizio nazionale senza una Banca centrale".

La provvista di liquidità mediante un eccessivo ricorso a prestiti nei mercati finanziari solleva, d'altra parte, un problema d'equità per i paesi che, essendo troppo poveri, non hanno accesso ai mercati internazionali dei capitali.

c) In misura molto più ampia di un decennio fa i singoli paesi, in particolare quelli a cambi fluttuanti, possono influenzare l'ammontare delle monete di riserva possedute ricorrendo ad aggiustamenti del tasso di cambio e a *politiche d'intervento*. Ma, in certi casi, questi interventi, compiuti soltanto con l'obiettivo di mutare l'ammontare delle riserve di proprietà, possono non essere conformi con gli accordi in atto per la sorveglianza delle politiche valutarie.

In conclusione, ritengo che, nonostante i mutamenti intervenuti dopo la creazione dei DSP, questi hanno ancora una funzione da svolgere in futuro nella provvista di riserve di proprietà. Oltre a questa ragione, anche un motivo di sicurezza suggerisce di mantenerli in vita. Non si può prevedere quale sarà l'evoluzione del sistema monetario. Potrebbe darsi che in futuro sia opportuno che il DSP svolga ulteriori compiti, per esempio nei progettati conti di "sostituzione" (per "sostituire" monete di riserva) o in operazioni d'intervento.

## II. Debolezze attuali del DSP

Se in futuro il DSP ha un compito reale da svolgere, le sue attuali caratteristiche gli impediscono di assolverlo in modo adeguato. Secondo lo "Outline of Reform" il DSP dovrebbe avere le seguenti caratteristiche: "il suo rendimento effettivo dovrebbe essere abbastanza alto da farne un titolo attraente da acquistare e da tenere, ma non così alto da rendere i paesi membri riluttanti a usarlo quando si trovano in deficit. Il suo valore in transazioni contro singole monete dovrebbe essere determinato in modo tale da proteggere il suo valore capitale da deprezzamenti... Il suo tasso di interesse sarà fissato di tempo in tempo dal Consiglio Esecutivo in modo tale da

assicurare un appropriato rendimento effettivo alla luce dei mutevoli tassi di mercato”<sup>4</sup>

Orbene, l'attuale rendimento effettivo del DSP non è “abbastanza alto da renderlo attraente da acquistare e tenere”. Per rendimento “effettivo” intendo il rendimento calcolato tenendo conto del tasso di interesse e di ogni variazione del valore del DSP rispetto a date monete.

Fino al momento della redazione di questo scritto (estate 1977) è indubbio che il DSP doveva essere considerato uno strumento meno attraente del suo principale concorrente come attività di riserva, il dollaro. Come risulta dai grafici 1 e 2 e dalla tabella 1, il suo valore capitale si era deteriorato rispetto al dollaro per la maggior parte del periodo successivo al luglio 1974, allorché fu introdotto il nuovo e vigente metodo di valutazione; anche il suo tasso di interesse è più basso del tasso offerto dalle cambiali del Tesoro americano a tre mesi (si veda il grafico 3); di conseguenza il suo rendimento effettivo in termini di dollari statunitensi è stato meno della metà del rendimento offerto dalle cambiali suddette (2,7% l'anno per il DSP, 5,6% per le cambiali del Tesoro). Il rendimento effettivo, in termini di dollari, di strumenti a breve termine denominati in marchi tedeschi, in franchi francesi e in yen è stato ancor più alto, come emerge dalla tabella 1. Si aggiunga che il DSP non può essere usato con la facilità del dollaro.

È quindi comprensibile la riluttanza dimostrata nei riguardi del DSP. A comprovare la ritrosia a preferire DSP a monete di riserva bastano pochi dati. Alla fine del 1976, dei 110 paesi membri che avevano ricevuto assegnazioni di DSP negli anni 1970-72, ben 87 paesi — e fra questi 65 avevano accresciuto, tra il 1970 e il 1976, il totale delle loro riserve — detenevano DSP per importi inferiori alle assegnazioni annuali ricevute; 57 ne avevano meno della metà. Ciò indica che per molti paesi i DSP sono stati molto meno attraenti delle monete di riserva come attività di riserva.

Se i paesi in deficit sono stati pronti a usare i DSP ricevuti perfino quando accrescevano il totale delle loro riserve, i paesi in surplus si sono mostrati in molti casi contrari ad accumulare DSP. Di questa contrarietà, date le norme che oggi regolano l'accettazione di DSP (designazione del Fondo Monetario), è più difficile fornire indicazioni. Una indicazione interessante è però emersa quando un

<sup>4</sup> Paragrafo 26 di “Outline of Reform”. V. *International Monetary Reform: Documents of the Committee of Twenty* (Washington, 1974), p. 15.

importante detentore di DSP, che era membro del “serpente” e aveva già raggiunto il limite di accettazione vigente per il Fondo, pari a tre volte l'assegnazione ricevuta, ebbe un'offerta di DSP a saldo di un debito nel “serpente”, debito che, stando alle norme comunitarie, avrebbe dovuto essere liquidato secondo la composizione delle riserve del debitore. Il paese creditore fu molto restio ad accettare i DSP adducendo che le norme del Fondo dovrebbero prevalere su quelle della Comunità Europea. Solo dopo molto discutere si convinse ad accettare i DSP offerti.

### III. Come migliorare le caratteristiche dei DSP

Affinché, come prescrive la riforma statutaria del Fondo Monetario, il DSP diventi il principale strumento di riserva del sistema monetario internazionale, occorre che siano adempiute le seguenti condizioni, in ordine successivo e con processo graduale:

— il DSP deve avere un *rendimento effettivo* abbastanza attraente avuto riguardo ai rendimenti di altre attività finanziarie esistenti;

— i detentori di DSP devono poter *usarli facilmente*, ossia l'uso del DSP non deve essere assoggettato a troppi vincoli;

— il DSP, se deve assumere una posizione centrale, deve anche avere un ruolo via via più importante nell'*offerta e nella circolazione di liquidità internazionale*.

La prima essenziale esigenza è migliorare il rendimento effettivo. Soltanto quando sarà adempiuta questa condizione, sarà possibile “liberalizzare” l'impiego dei DSP e accrescerne il volume in circolazione.

*Rendimento effettivo.* — Le norme che oggi regolano il rendimento effettivo tendono a penalizzare il possesso di DSP in confronto ad altri strumenti di riserva. Perché il DSP possa competere, quanto a rendimento effettivo, sono necessari congegni che ne aumentino il tasso di interesse e ne proteggano il valore capitale. Suggestivi su questo punto sono contenuti nel paragrafo IV.

*Uso.* — Anche per quanto riguarda le possibilità di uso, il DSP è oggi in posizione di netta inferiorità rispetto alle monete di riserva. In primo luogo, le monete di riserva, a differenza dei DSP, sono anche strumenti di mercato. Un'autorità monetaria può quindi cederle

o acquistarle senza che la controparte dell'operazione sia necessariamente un'altra autorità monetaria. Per contro, ogni transazione in DSP implica vendite o acquisti tra autorità monetarie. In secondo luogo, le transazioni in DSP sono assoggettate a vari vincoli, in origine rigorosi. Fino a poco fa un paese membro poteva compiere una transazione in DSP mediante accordo con un altro paese, ossia senza "designazione", solo se il venditore dei DSP li scambiava contro la propria moneta posseduta dall'acquirente o se il Fondo Monetario autorizzava l'operazione. I recenti emendamenti hanno attenuato la rigidità di queste norme. Fra l'altro, i paesi membri sono ora liberi di compiere transazioni in DSP per mutuo accordo in ogni circostanza senza la preventiva autorizzazione del Fondo Monetario (art. XIX, sez. 2, par. b). Non sono state invece emendate le norme riguardanti la ricostituzione di attività in DSP; ma il Fondo Monetario le può rivedere, e può correggerle e revocarle in ogni tempo, e non soltanto alla fine di ciascun periodo base. E le decisioni riguardanti le regole di ricostituzione possono essere prese da una maggioranza del 70 anziché dell'85% dei voti totali del Fondo (art. XIX, sez. 6, par. b).

Si dovrebbe studiare la possibilità di sostituire alle norme di ricostituzione altre regole flessibili, intese ad assicurare una più ampia distribuzione dei DSP nelle riserve dei paesi membri. Questo approccio dovrebbe integrare gli altri congegni da introdurre per rendere i DSP più attraenti e per ulteriormente liberalizzare le norme riguardanti il loro uso.

*Consistenze in essere.* — Oggi i DSP sono soltanto una esigua frazione (5%) della complessiva liquidità internazionale. L'obiettivo di assegnare ai DSP una posizione centrale nel sistema monetario internazionale presuppone un'inversione delle posizioni future rispettivamente delle valute di riserva e dei DSP nella provvista e circolazione di liquidità internazionale. A questa inversione si può giungere soltanto gradualmente, dopo che il DSP sia diventato uno strumento finanziario desiderato per le sue intrinseche qualità di rendimento e di liquidità.

#### IV. Come aumentare il rendimento effettivo

A) LA PROPOSTA BELGA. — In una proposta formulata in una nota del 21 febbraio 1977 al Comitato Monetario della Comunità Europea, e trasmessa per informazione anche al Consiglio Esecutivo

del Fondo Monetario, è stato formulato uno specifico suggerimento, riguardante due aspetti: primo, aumentare il tasso di interesse del DSP; secondo, fissare un minimo per il suo valore capitale.

*Tasso di interesse.* — Secondo le norme in vigore, il tasso d'interesse dei DSP è determinato trimestre per trimestre. Il tasso è uguale, salvo diversa decisione del Consiglio Esecutivo, a tre quinti della media ponderata dei tassi dei mercati monetari dei cinque paesi che hanno i pesi maggiori nel paniere del DSP. Ecco i pesi del paniere per il calcolo del tasso di interesse: Stati Uniti, 47%; Germania, 18%; Regno Unito, 13%; Francia, 11%; Giappone, 11%. Il tasso di interesse ponderato è calcolato per il periodo di sei settimane terminante il 15 dell'ultimo mese precedente il trimestre per il quale il tasso è determinato. Per il trimestre terminato il 30 settembre 1976 il tasso del DSP è stato fissato a 3,75%. È stato portato a 4% per l'ultimo trimestre del 1976; e a questo livello è stato mantenuto per il primo trimestre 1977.

Considerati gli scopi che ci proponiamo, potrebbe esser logico suggerire un interesse uguale alla media ponderata dei tassi dei suddetti mercati monetari. La formula belga ha però preferito suggerire un tasso di interesse uguale a quattro quinti della suddetta media ponderata; questa riduzione sembra giustificata dalla proposta, di cui dirò, di una misura di protezione del valore capitale.

Il grafico 3 mostra l'evoluzione dei tassi di mercato a breve termine e del tasso del DSP. Le linee orizzontali continue dalla metà del 1976 in avanti indicano quale sarebbe stato il tasso d'interesse nei corrispondenti trimestri se fosse stato adottato un tasso pari a quattro quinti, anziché a tre quinti, del tasso di mercato.

*Valore capitale.* — La regola 0-3, che è servita come base per la valutazione dei DSP in monete nazionali, ha avuto due formulazioni: fino al 1° luglio 1974 il valore del DSP in dollari corrispondeva all'ultima parità dichiarata del dollaro. L'ultima parità dava un tasso fisso di 1,20635 dollari per DSP. Il valore del DSP in altre monete era determinato sulla base di questo tasso e dei tassi di cambio delle singole monete rispetto al dollaro. Dopo il 1° luglio 1974, come è noto, il valore del DSP è determinato in base a un paniere di 16 monete.

Queste due regole hanno dato risultati deludenti per ciò che riguarda la conservazione del valore del DSP. La proposta belga tende

a combinare l'applicazione delle suddette due regole in modo che il DSP sia valutato dal Fondo Monetario, ogni giorno, secondo quello dei due metodi che dà il valore più alto. In altre parole, il valore del DSP sarebbe sempre uguale o a 1,20635 dollari o a una maggior quantità di dollari determinata dal principio del paniere oggi in vigore. Rispetto al dollaro il DSP non potrebbe deprezzarsi al di sotto del valore minimo di 1,20635 dollari.

Per evitare possibili equivoci, va sottolineato che la formula belga:

— non ha nulla che fare con la formula, discussa in passato, del paniere "asimmetrico", secondo la quale, quando una moneta del paniere si svalutasse, il numero delle sue unità nel paniere verrebbe aumentato in misura da neutralizzare la svalutazione. Non si tratta di alterare la composizione del paniere, secondo l'evoluzione del valore delle singole monete. Piuttosto, la formula belga distingue in ciascun momento quale dei due panieri (le 16 monete, oppure soltanto il dollaro) debba determinare il valore del DSP.

— Non implica un doppio valore per il DSP. Essa non dà, né ai paesi membri né al Fondo Monetario, la facoltà di scegliere fra i suddetti due metodi di valutazione. Il raffronto quotidiano fra i due metodi indica automaticamente quale dei due determina il valore del DSP.

Se la proposta belga fosse stata adottata nel passato, il paniere delle 16 monete sarebbe stato applicato nei periodi luglio-agosto 1974 e novembre 1974-luglio 1975. Dal grafico 1 si può rilevare che durante questi periodi il DSP era più forte del dollaro. Da luglio 1975 ad aprile 1976 il dollaro è stato più forte del DSP per un valore medio del 4%; durante questo terzo periodo, secondo la proposta belga, il DSP sarebbe stato equivalente, in base alla vecchia regola 0-3, a un paniere dollaro 100%.

B) AUMENTO DEL SOLO TASSO DI INTERESSE. — Un altro metodo potrebbe consistere nell'aumentare il tasso di interesse del DSP fino alla media esatta dei tassi dei mercati monetari, anziché ai 3/5 della formula oggi in vigore o ai 4/5 della proposta belga. La tabella 1 mostra quale sarebbe stato il rendimento effettivo del DSP da giugno 1974 ad aprile 1977 con l'applicazione di tale metodo. Il tasso effettivo (in termini di dollari) del DSP sarebbe stato leggermente più alto del tasso delle attività a breve termine denominate

TABELLA 1

RENDIMENTI DEL DSP E DELLE ATTIVITÀ A BREVE TERMINE IN 5 MONETE PRINCIPALI:  
MEDIE ANNUE (IN PER CENTO) PER IL PERIODO 28 GIUGNO 1974-1° APRILE 1977<sup>1</sup>

	Dollaro USA	Marco tedesco	Sterlina inglese	Franco francese	Yen giapponese	DSP <sup>2</sup>	
						Senza la riduzione del 40%	Con la riduzione in vigore
Tassi di interesse a breve termine <sup>3</sup>	5,6	5,2	11,1	9,1	9,0	7,4	4,2
Variazioni dei tassi di cambio (ri- valutazione +) . . . . .	—	2,4	-11,3	-0,9	1,0	-1,4	-1,4
Rendimento effettivo in termini di dollari USA <sup>4</sup> . . . . .	5,6	7,8	-1,4	8,1	10,2	5,9	2,7

<sup>1</sup> L'attuale metodo di valutazione del DSP entrò in vigore il 28 giugno 1974.

<sup>2</sup> Il tasso d'interesse del DSP è eguale al valore medio ponderato dei tassi a breve termine dei cinque più importanti mercati monetari le cui monete sono indicate in testa alle prime 5 colonne, valore medio ridotto del 40% (cioè a 3/5) e arrotondato al più vicino quarto di punto. Il calcolo dell'effettivo rendimento del DSP in termini di dollari statunitensi è indicato senza e con questa riduzione.

<sup>3</sup> I tassi di interesse si riferiscono alle seguenti attività a breve termine: per gli Stati Uniti e il Regno Unito alle cambiali del Tesoro a 3 mesi, per la Germania e la Francia ai depositi inibancari a 3 mesi, per il Giappone alla moneta a vista.

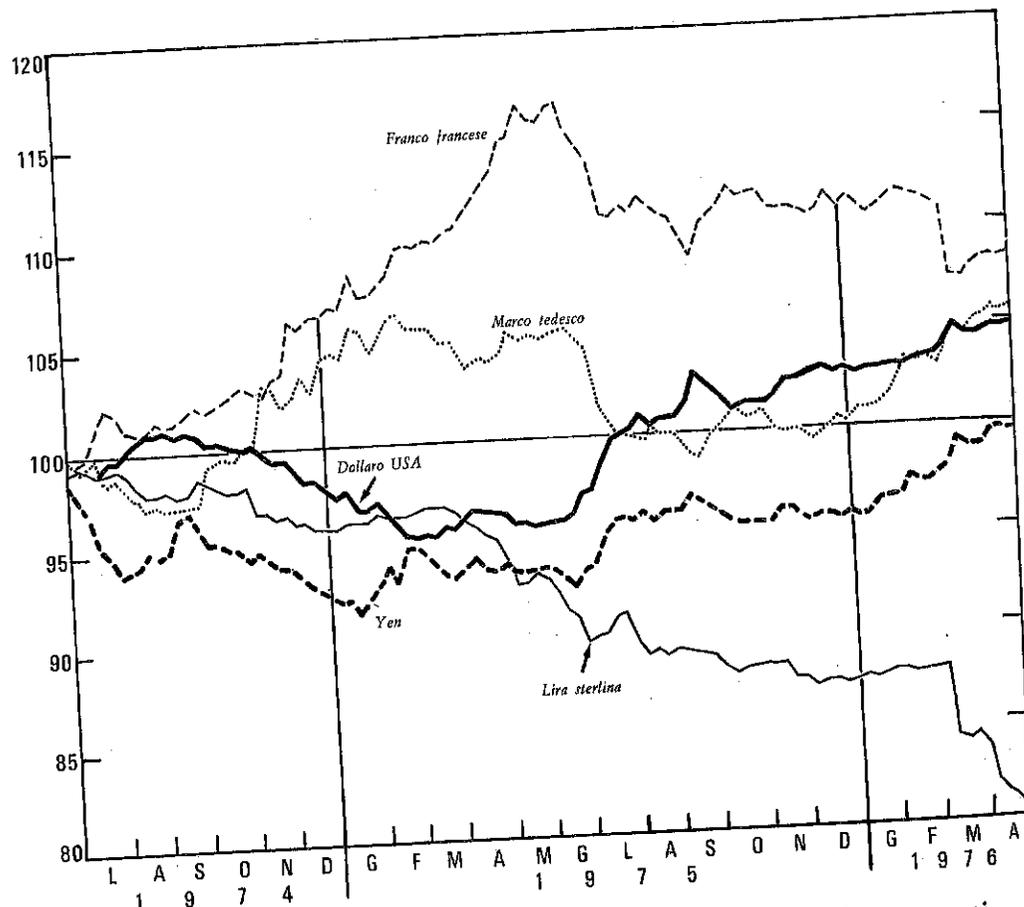
<sup>4</sup> Calcolato in modo da tener conto sia dell'interesse percepito sia delle variazioni del valore capitale in termini di dollari statunitensi derivanti da variazioni del corso del cambio.

GRAFICO 1

VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO  
DI CINQUE PRINCIPALI MONETE RISPETTO AL DSP

LUGLIO 1974 - APRILE 1976

(28 Giugno 1974 = 100)



in dollari, ma molto più basso del tasso d'interesse degli strumenti denominati in marchi tedeschi, franchi francesi o yen giapponesi.

Peraltro, bisogna tener conto anche degli effetti che la proposta B avrebbe sui tassi di remunerazione e sul livello degli oneri del Fondo Monetario. Uno degli emendamenti statutari del Fondo (art. V, sez. 9) dispone infatti che "il tasso di remunerazione, che sarà determinato da una maggioranza del 70% del totale dei voti del Fondo, sarà identico per tutti i paesi membri e dovrà essere non

superiore né inferiore ai 4/5 del tasso d'interesse di cui all'art. XX, sez. 3" (che è il tasso del DSP).

C) LA PROPOSTA DI ROMA. — Se si volesse aumentare il rendimento effettivo del DSP senza in pari tempo provocare un notevole aumento degli oneri del Fondo, il rendimento potrebbe essere aumentato mediante regolari periodici incrementi del valore capitale. Ciò potrebbe essere realizzato con equo proporzionali aumenti giornalieri del numero delle unità di tutte le monete del paniere, in modo che il valore del DSP in termini delle monete in generale, e quindi di ogni moneta, crescesse di una piccola percentuale, poniamo del 2 o 3%, all'anno. Il rendimento effettivo del DSP sarebbe allora la somma del tasso nominale d'interesse e della percentuale di rivalutazione del valore capitale. Questa proposta fu presa in considerazione nella riunione dell'*Interim Committee* di Roma nel gennaio del 1974, ma respinta perché ritenuta non diversa nella sostanza dalla proposta di un più alto tasso d'interesse.

La proposta di Roma aumenterebbe il rendimento effettivo del DSP in termini delle monete in generale in una maniera regolare e prevedibile. La prevedibilità è un elemento particolarmente importante, poiché il tasso effettivo atteso conta più del rendimento realizzato in un periodo passato<sup>5</sup> per la condotta finanziaria dei detentori di DSP.

Ognuna delle tre formule proposte presenta vantaggi e inconvenienti:

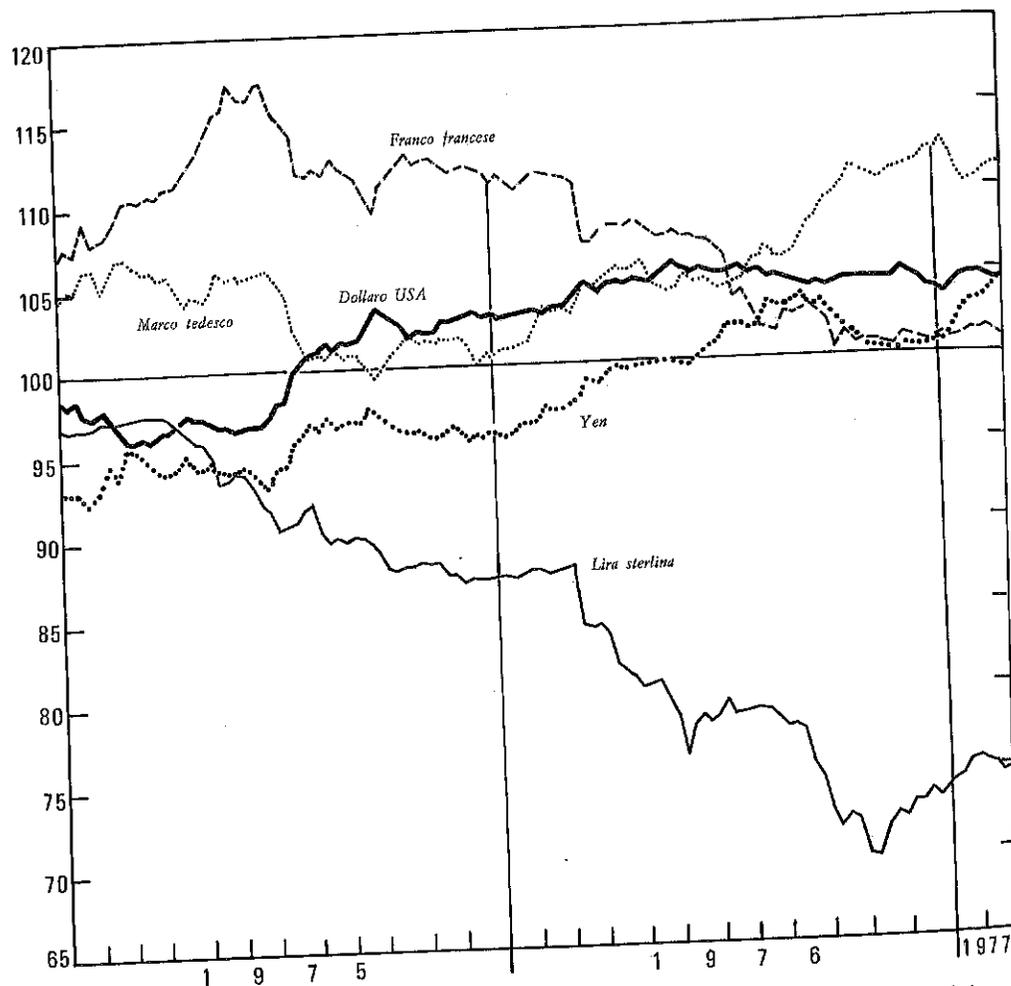
— la formula belga ha il vantaggio di assicurare un valore minimo al DSP, e quindi di garantire i detentori contro uno dei rischi dai quali desiderano proteggersi, dal rischio cioè che il DSP abbia a lungo andare un valore inferiore al valore del dollaro. Qualcuno potrebbe considerare un inconveniente la possibilità di improvvisi spostamenti dall'uno all'altro dei metodi di valutazione previsti dalla formula belga. In tal modo, si è ad esempio osservato, riuscirebbe piuttosto difficile alle banche commerciali la copertura per le passività in DSP; esse dovrebbero passare da contropartite in dollari statunitensi a fronte di tali passività a contropartite nelle 16 monete contenute nel paniere, ogni qual volta il tasso di cambio giornaliero del DSP cambiasse dal valore di soglia al valore del paniere, e viceversa.

<sup>5</sup> V. J. J. POLAK, "Valuation and Rate of Interest of the S.D.R.", *International Monetary Fund*, Washington D.C., 1974.

GRAFICO 2

VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO  
DI CINQUE PRINCIPALI MONETE RISPETTO AL DSP

GENNAIO 1975 - FEBBRAIO 1977  
(28 Giugno 1974 = 100)

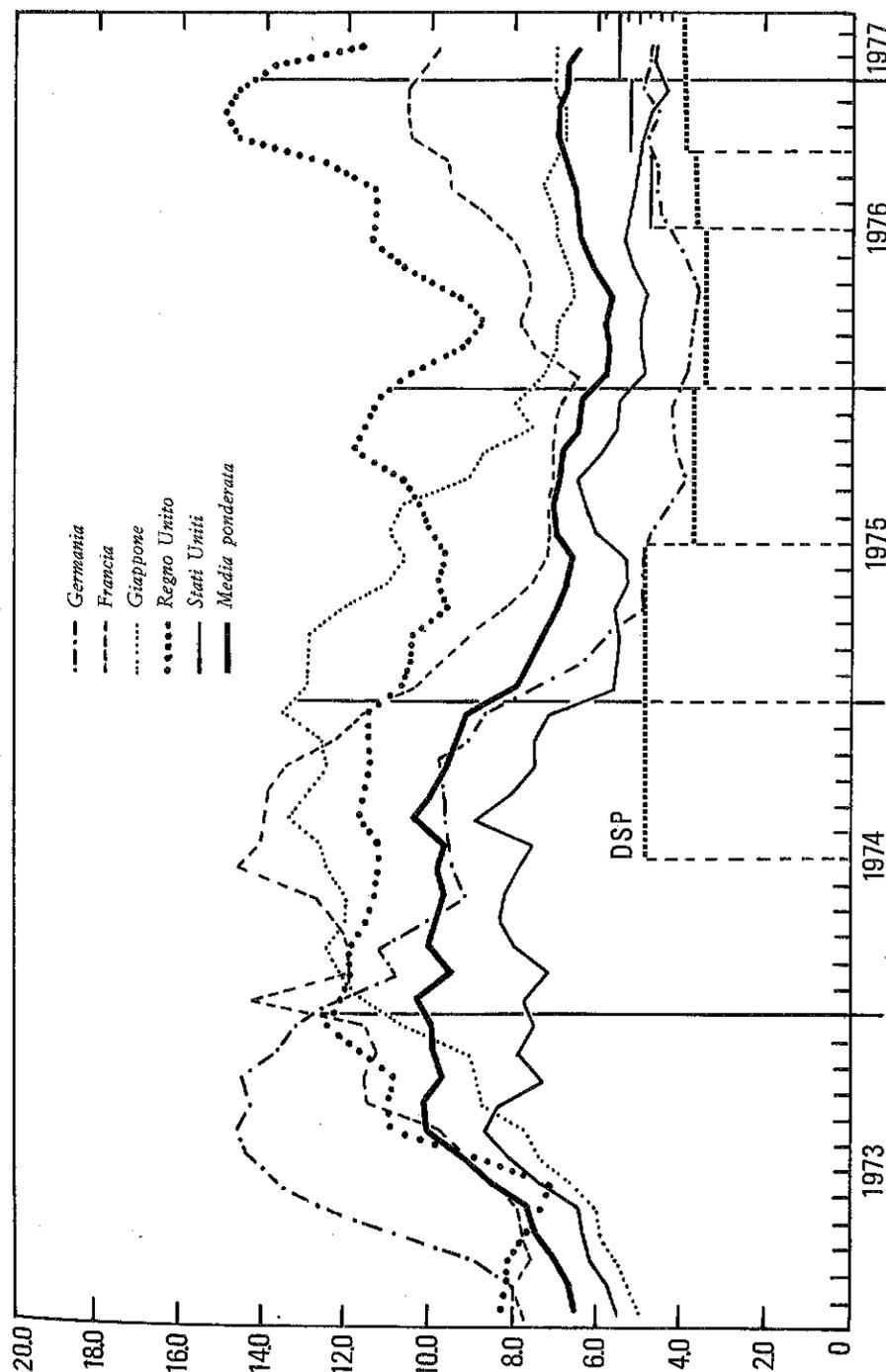


— Aumentare il tasso di interesse al pieno valore medio dei tassi dei mercati monetari avrebbe il pregio della semplicità, e sarebbe logico. Ma bisognerebbe tenere conto dei suoi effetti sugli oneri del Fondo Monetario.

— La proposta di Roma eviterebbe ripercussioni sugli oneri del Fondo, ma potrebbe essere considerata di più complicata applicazione.

GRAFICO 3

TASSI A BREVE TERMINE DI MERCATI MONETARI\* E TASSO D'INTERESSE DEL DSP  
(Media mensile)



\* I tassi d'interesse riguardano le cambiali del Tesoro a tre mesi per gli Stati Uniti e il Regno Unito, il tasso dei depositi interbancari a tre mesi per la Germania e la Francia, il tasso della moneta a vista per il Giappone. Il valore medio è calcolato sulla base dei pesi prescritti dalla « regola 1-10 (c) », ossia: 47% per il tasso americano, 18% per il tasso tedesco, 13% per il tasso inglese, 11% per i tassi francese e giapponese.

## Conclusioni

La scelta tra queste tre formule tecniche spetta al Consiglio Esecutivo del Fondo Monetario. Ciò che è importante è che questa scelta sia fatta e che il DSP sia reso effettivamente più attraente. A questo scopo bisogna evitare, tra l'altro, l'errore commesso al momento della creazione del DSP. A quel tempo "la decisione di fissare il tasso d'interesse originario a 1,5% l'anno fu soprattutto il risultato del pressante desiderio degli Stati Uniti di un basso rendimento per il DSP, al fine di renderne minima la capacità di competere con il dollaro come attività di riserva".<sup>6</sup>

Anche oggi, come allora, si obietta da taluno che un miglioramento della qualità del DSP porterebbe a spostamenti da riserve in dollari a riserve in DSP, spostamenti che avrebbero un effetto destabilizzante sul sistema monetario nel suo insieme e dovrebbero quindi essere contrastati. Una obiezione siffatta in realtà significa che il dollaro dovrebbe continuare per sempre ad essere il solo centro del sistema, significa cioè qualcosa di contrario a ciò cui tende la riforma statutaria del Fondo. Attualmente, come ho rilevato, e finché il rendimento effettivo del DSP sarà più basso di quello del dollaro, i paesi membri sono invogliati a spostarsi da DSP a monete di riserva. È questa la reale anomalia, non già la possibilità di uno spostamento in senso inverso. Va d'altra parte sottolineato che la creazione di DSP è controllata dal Fondo Monetario, talché spostamenti da dollari a DSP, se dovessero verificarsi come conseguenza di un miglioramento delle caratteristiche del DSP, avverrebbero in modo graduale e ordinato entro i limiti fissati dalla comunità internazionale.

J. VAN YPERSELE

---

<sup>6</sup> *Ibid.*, pp. 8 e 9.