

## Diritti speciali di prelievo: dieci anni di esperienza

1. — Chi, a dieci anni dalla decisione di attivare i DSP, ritiene opportuno valutare le prime esperienze della nuova attività di riserva e le sue prospettive si trova di fronte a un quadro, nel complesso, non univoco. Vari positivi sviluppi si sono avuti sotto forma di provvedimenti presi dal FMI per incoraggiare l'impiego della nuova attività; altri sviluppi, per lo più nel settore pubblico, comportano l'accettazione dei DSP come unità di conto. Ma altri elementi hanno avuto riflessi negativi sui DSP, in particolare l'emergere di unità di conto concorrenti, le difficoltà con cui finora sono stati accettati come misura di valore al di fuori, ed in alcuni casi anche all'interno, del settore pubblico e l'accresciuta importanza di alternative attività di riserva internazionali. Nella letteratura economica, infine, sono da ultimo apparsi alcuni lavori fortemente critici.<sup>1</sup>

2. — Tra gli aspetti positivi, si può ricordare l'adesione al sistema dei DSP della maggior parte dei paesi che inizialmente avevano rifiutato di partecipare alla loro creazione, come l'Etiopia, il Libano, la Libia, l'Arabia Saudita, ecc., anche se tale adesione non si è estesa a tutti i paesi membri del FMI.

Mutamenti istituzionali sono stati inoltre introdotti per aumentare la desiderabilità dei DSP rispetto ad altre attività di riserva.

---

<sup>1</sup> Nel decennio che stiamo considerando moltissime sono state le pubblicazioni riguardanti i DSP, in grandissima maggioranza di natura divulgativa, stimulate dalla novità di questa attività internazionale e dai cambiamenti delle condizioni che ne regolano l'uso. So però soltanto di pochissime valutazioni critiche dei loro meriti e dei loro difetti; la maggior parte delle pubblicazioni, compresi gli opuscoli e gli articoli pubblicati dallo stesso FMI, erano per la maggior parte implicitamente o esplicitamente a favore dei DSP. Le rare valutazioni negative per lo più provenivano da sostenitori dell'oro. Di recente sono però cominciate ad apparire considerazioni più meditate. Così, K. Alec Chrystal ha pubblicato nel 1978 uno studio abbastanza esauriente ("International Money and the Use of the SDR", *Essay in International Finance*, No. 128, June 1978, Princeton University, Princeton, N.J.): notando l'incapacità dei DSP di compiere sostanziali progressi verso una posizione preminente tra le attività di riserva, egli avanzava l'ipotesi che ciò fosse probabilmente dovuto alla natura dei DSP stessi. Egli conclude, tra l'altro, che i DSP non forniscono «né un mezzo adatto per conservare la ricchezza, né un possibile strumento d'intervento sul mercato per le banche centrali».

Sotto questo riguardo, di notevole importanza sono stati i passi compiuti per aumentare il tasso di rendimento dei DSP tenuti in eccesso sulle assegnazioni. Il tasso di interesse iniziale dell'1,5 per cento era restato in vigore fino al 1° luglio 1974, quando nuovi accordi stabilirono che il tasso doveva essere determinato trimestralmente sulla base del rendimento di un paniere di titoli pubblici quotati nei maggiori mercati finanziari. Ne risultarono tassi variabili in connessione con l'andamento combinato dei titoli compresi nel paniere, nel quale i titoli statunitensi hanno una posizione predominante, essendo stato loro assegnato, nel calcolo della media ponderata, un peso del 50%. In base a questi accordi, il 1° luglio 1974 il tasso di interesse venne fissato al 5%. In seguito, e sino al 31 dicembre 1978, esso oscillò tra il 3,5 e il 4%. Il 1° gennaio 1979 è entrata in vigore una ulteriore modificazione, grazie alla quale il tasso viene fissato all'80% della media summenzionata, anziché al 60% come era avvenuto fino allora.

Nell'aprile del 1978, l'attuazione del Secondo Emendamento ha consentito ai DSP di godere di un "mercato" potenzialmente più ampio e "più libero". I principali cambiamenti sono stati l'eliminazione del requisito del "bisogno" di usare attività di riserva per compiere transazioni in DSP tra i membri partecipanti e la facoltà dei partecipanti di dar corso a simili transazioni senza che sia necessaria una decisione del FMI. È stata inoltre ampliata la categoria dei cosiddetti "altri detentori", consentendo un potenziale allargamento del "mercato" dei DSP, attraverso risoluzioni che includerebbero in questa categoria enti pubblici diversi dalle banche centrali. Da ultimo è stata presa una decisione potenzialmente di grande importanza. Nella riunione dell'*Interim Committee* del marzo 1979 è stato demandato ai Direttori esecutivi del FMI di studiare la possibilità di creare un "conto sostituzione" su basi volontarie e di fare raccomandazioni al *Committee*. Se da questa proposta dovessero effettivamente scaturire provvedimenti, si potrebbe compiere un importante passo verso l'attribuzione ai DSP del ruolo di principale attività di riserva del sistema monetario internazionale.

Al di fuori della sfera ufficiale del Fondo, si è anche avuta una diffusione dell'impiego dei DSP come unità di conto, in gran parte limitata a convenzioni internazionali e a statuti di organizzazioni internazionali e regionali. In alcuni casi questo sviluppo è probabilmente dipeso sia dal fatto che l'oro ha perso il proprio status ufficiale, sia dalla formale abolizione del prezzo ufficiale dell'oro dopo l'entrata in vigore del Secondo Emendamento; in altri casi può essere dipeso

dalla non disponibilità di altre unità di conto comunemente riconosciute ed adottate dalla maggioranza dei paesi di tutto il mondo.

Peraltro, per le transazioni e i contratti tra privati, l'impiego dei DSP è ancora molto limitato.<sup>2</sup> Si ha notizia di alcuni casi di depositi e prestiti bancari, oltre che di emissioni private di titoli, espressi in DSP; ma per il momento sembra trattarsi di eccezioni alla regola, più che di un'indicazione dell'inizio di un trend.<sup>3</sup> Dubbi al riguardo possono essere suggeriti da considerazioni sviluppate più avanti e riguardanti la perdita di potere d'acquisto nel tempo dei DSP in termini di beni e servizi ed in qualche caso in termini di monete nazionali.

3. — Nel decennio molti avvenimenti possono aver influenzato negativamente i DSP. Nonostante le ripetute prese di posizione ufficiali, secondo cui essi dovrebbero sostituirsi all'oro come base del sistema monetario internazionale, a parte alcune vendite di oro ad opera del Tesoro degli Stati Uniti, nessun altro governo o banca centrale ha preso la decisione di disfarsi di metallo in suo possesso. Negli ultimi anni, inoltre, alcune autorità monetarie ufficiali hanno mutato la valutazione delle proprie riserve auree adottando un prezzo dell'oro collegato a quello di mercato.<sup>4</sup> Un passo analogo è stato compiuto di recente dalla Banca dei Regolamenti Internazionali; e anche i congegni finanziari previsti dal Sistema Monetario Europeo contemplano l'uso di prezzi collegati a quelli di mercato per i depositi di oro presso il Fondo Europeo di cooperazione monetaria.<sup>5</sup>

Per ciò che riguarda i sistemi valutari dei paesi membri del FMI, i DSP non hanno avuto molto successo. Dopo dieci anni di esistenza, al 30 aprile 1979 soltanto 13 dei 137 paesi iscritti al FMI avevano ancora la propria moneta ai DSP.<sup>6</sup> Quaranta paesi continuavano ad anco-

<sup>2</sup> Il lettore interessato a particolari aspetti di questa materia potrà consultare le tre pubblicazioni di JOSEPH GOLD nelle *International Monetary Fund, Pamphlet Series* dal titolo: "Floating Currencies, Gold and SDRs: Some Recent Legal Developments" (No. 19); "Floating Currencies, SDRs and Gold; Further Legal Developments" (No. 22); e "SDRs, Gold and Currencies; Third Survey of New Legal Developments" (No. 26).

<sup>3</sup> Le emissioni di titoli espressi in DSP ebbero luogo in massima parte nel 1975; ma in seguito cessarono.

<sup>4</sup> Per una breve rassegna dei paesi che hanno preso decisioni di questo tipo e degli specifici sistemi da essi adottati, si veda JOSEPH GOLD "SDRs, Gold and Currencies: Third Survey of New Legal Developments", *International Monetary Fund, Pamphlets Series* No. 26, pp. 33-4 e note 97, 98 e 99.

<sup>5</sup> Si troverà un riassunto dei particolari di tali congegni in *International Financial Statistics*, giugno 1979, p. 7.

<sup>6</sup> *International Financial Statistics*, giugno 1979, p. 11.

arla al dollaro e 20 ad altre monete. Un altro gruppo di 20 paesi, inoltre, pur ancorando la propria moneta ad un paniere di altre monete, aveva preferito adottare un paniere diverso da quello su cui si basa la valutazione dei DSP.

Si può dunque concludere che nel complesso i DSP hanno esercitato una limitata capacità di attrazione spontanea. Per tentare di spiegare le divergenze tra le tendenze presenti nella sfera internazionale "ufficiale", dove i DSP hanno conseguito progressi sostanziali, e la relativa riluttanza con cui sono stati accolti in altre sedi, accompagnata dalla preferenza accordata ad altre unità di conto anche in questioni internazionali, ci si deve basare su due ordini di considerazioni. Da una parte, il vuoto provocato dall'esclusione dell'oro dal sistema del FMI e dall'eliminazione delle parità fisse ha determinato la necessità di impiegare in diversi accordi una nuova unità, e i DSP erano l'unica disponibile attivamente sostenuta dal Fondo come misura internazionale di valore.<sup>7</sup> D'altra parte, si deve aver presente l'insieme delle loro "insufficienze": e cioè, sia le caratteristiche che ne fanno una scadente unità di misura o riserva di valore, sia il fatto di non essere una moneta di intervento, sia le limitazioni che derivano dalle forme della loro gestione. Questi aspetti saranno esaminati nel seguito di questo articolo.

4. — La questione dell'inadeguatezza dei DSP come riserva di valore e unità di misura va considerata sotto due diversi punti di vista: i DSP in quanto attività di riserva; e i DSP in quanto punto di riferimento a fini di conservazione del valore e di indicizzazione.

Sotto il primo aspetto, rilevante è il fatto che essi producono un interesse, cosicché, in confronto con altre attività di riserva, entrano in gioco considerazioni non soltanto relative agli "incrementi e perdite di capitale", ma anche al reddito prodotto. Di ciò si dirà più avanti.

Le caratteristiche dei DSP relative alla conservazione del valore del capitale o del reddito sono di grande importanza per gli enti pubblici nazionali e internazionali e per le persone e le istituzioni private che stipulano contratti che prevedono pagamenti dilazionati nel tempo. Gli sviluppi inflazionistici degli anni settanta hanno infatti provocato il diffondersi di pratiche tese al mantenimento, nel tem-

<sup>7</sup> STEPHEN SILARD, "The General Standard of International Value in Public International Law". (Manoscritto gentilmente fornitomi da Silard, destinato ai *Proceedings of the 1979 Annual Meeting of American Society of International Law.*)

po, del valore reale di pagamenti contrattuali come salari, stipendi, pensioni. D'altra parte, negli Stati Uniti, il valore delle azioni sui mercati borsistici è rimasto basso nonostante la crescita dei profitti in termini monetari; e, in parte, ciò viene attribuito all'insufficienza degli ammortamenti. Preoccupazioni analoghe esistono nel caso di istituzioni finanziarie pubbliche, soggette ad un graduale processo di decapitalizzazione poiché la quota versata del capitale perde valore in termini reali. Nel lontano passato si cercava di ovviare a questi problemi ricorrendo alla cosiddetta "clausola-oro". Tale clausola fu resa illegale negli Stati Uniti nel 1934 e, anche se il divieto legale è stato di recente abolito, ha incontrato, almeno finora, l'ostilità del movimento intellettuale contrario all'oro. Di qui, un ruolo da riempire. Purtroppo, i DSP, *così come sono ora concepiti*, non hanno le qualità intrinseche per assumerlo.<sup>8</sup> sebbene qualcuno possa pensare che, da un punto di vista puramente formale, essi siano i successori dell'oro. Alcuni anni fa, discussi questo punto e suggerii una soluzione con riferimento ad istituzioni internazionali per lo sviluppo.<sup>9</sup>

Questa inadeguatezza dei DSP è stata di recente pubblicamente riconosciuta. Come si è già ricordato, era questa una delle conclusioni di Chrystal;<sup>10</sup> quel che è forse più significativo, osservazioni dello stesso tenore sono apparse in chiusura di un articolo che per altri versi esaltava le qualità e l'accettabilità dei DSP.<sup>11</sup> Se è facile comprendere che il valore reale dei DSP, come è oggi determinato, è eroso dall'inflazione, la dimensione del fenomeno probabilmente non è valutata appieno. La tabella 1 mostra l'andamento del potere d'acquisto dei DSP durante il periodo 1969-78 in termini di beni e servizi interni di dieci paesi. Il campione comprende tre paesi industrializzati, un paese produttore di petrolio, tre paesi in via di avanzato sviluppo e tre paesi in via di sviluppo a basso reddito. In ciascuno di questi gruppi i tassi di inflazione sono stati molto differenti da paese a paese. Nel campione sono rappresentati anche diversi continenti. Per determinare le variazioni del potere d'acquisto è stato impiegato l'indice dei prezzi al consumo. Tutti i dati sono stati tratti da numeri dell'*International Financial Statistics*.

<sup>8</sup> Si veda "Reshaping the International Monetary and Financial Arrangements", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* No. 121, giugno 1977, pp. 163-4.

<sup>9</sup> *Op. cit.*

<sup>10</sup> *Op. cit.*, p. 28.

<sup>11</sup> STEPHEN A. SILARD, *op. cit.* Per un riassunto di questo articolo si veda *IMI Survey*, 21 maggio 1979.

TABELLA 1

	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
<b>ARGENTINA</b>										
Ind. prezzi cons. ....	7.34	8.33	11.23	17.79	28.69	35.42	100	543	1500	4131
\$A. per DSP .....	3.5	4.0	5.4	5.4	6.0	6.1	71.3	319	726	1307
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.00	1.00	1.00	0.636	0.438	0.361	1.49	1.23	1.01	0.663
<b>BELGIO</b>										
Ind. prezzi cons. ....	64.4	66.9	69.8	73.6	78.7	88.7	100	109.2	116.9	122.2
BF. per DSP .....	49.7	49.7	48.6	47.8	49.8	44.2	46.3	41.8	40.	37.52
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.	0.961	0.902	0.842	0.82	0.646	0.60	0.496	0.443	0.398
<b>GERMANIA</b>										
Ind. prezzi cons. ....	71.8	74.2	78.2	82.5	88.2	94.4	100	104.5	108.6	111.4
DM. per DSP .....	3.69	3.65	3.55	3.48	3.26	2.95	3.07	274	2.56	2.38
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.	0.957	0.883	0.821	0.719	0.608	0.597	0.51	0.459	0.416
<b>INDIA</b>										
Ind. prezzi cons. ....	55.1	57.9	59.8	62.9	74.1	94.7	100	92.2	100	102.5
Rupia per DSP .....	7.49	7.51	7.83	8.69	9.80	9.89	10.46	10.31	9.97	10.66
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.	0.954	0.963	1.02	0.973	0.768	0.769	0.823	0.733	0.765
<b>COREA</b>										
Ind. prezzi cons. ....	43.9	49.5	55.5	62.1	64.	79.2	100	115.4	127.3	145.5
Won per DSP .....	304.4	316.6	405.2	433.1	479.5	592.6	566.6	562.3	587.9	630.5
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.	0.921	1.051	1.004	1.079	1.078	0.816	0.702	0.665	0.624
<b>ARABIA SAUDITA</b>										
Ind. prezzi cons. ....	48.1	48.2	50.3	52.5	61.2	74.3	100	131.6	146.9	144.2
Rial per DSP .....	4.50	4.50	4.51	4.51	4.28	4.35	4.13	4.10	4.26	4.32
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.	0.998	0.958	0.918	0.748	0.626	0.441	0.333	0.31	0.32
<b>SPAGNA</b>										
Ind. prezzi cons. ....	53.6	56.7	61.3	66.4	74	85.6	100	115.1	143.3	171.6
Pta. per DSP .....	69.9	69.6	71.5	68.9	68.6	68.7	70.	79.3	98.3	91.34
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.	0.926	0.894	0.796	0.711	0.615	0.537	0.528	0.526	0.408
<b>TUNISIA</b>										
Ind. prezzi cons. ....	76.7	77.6	82.0	83.7	87.6	91.3	100	105.4	112.4	119.4
Dinar per DSP .....	0.521	0.521	0.522	0.537	0.498	0.498	0.5,	0.5	0.5	0.525
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.	0.988	0.937	0.944	0.837	0.803	0.736	0.698	0.655	0.647
<b>STATI UNITI</b>										
Ind. prezzi cons. ....	65.2	67.2	69.0	71.3	78.9	92.8	100	103.3	109.4	121.2
\$ USA per DSP .....	1.0	1.0	1.09	1.09	1.21	1.22	1.17	1.16	1.21	1.30
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.	0.97	1.03	0.997	1.	0.857	0.762	0.732	0.721	0.699
<b>ZAIRE</b>										
Ind. prezzi cons. ....	39.2	42.4	44.8	51.9	60	76.5	100	186	30.3	480
Zaire per DSP .....	0.50	0.50	0.50	0.54	0.60	0.61	0.58	1.00	1.00	1.31
Potere acquisto DSP 1969 = 1	1.	0.924	0.875	0.816	0.784	0.625	0.455	0.421	0.259	0.214

I calcoli riprodotti nella tabella 1 mostrano che in dieci anni il potere d'acquisto dei DSP ha subito una diminuzione che varia tra il 79% dello Zaire al 24% dell'India.<sup>12</sup> Per quanto riguarda i beni e servizi del Belgio e della Germania il declino del potere d'acquisto è di circa il 60%; è compreso tra il 30 e il 38% per paesi tanto diversi quanto possono esserlo Argentina, Corea, Tunisia e Stati Uniti. In generale, dunque, indipendentemente dallo stadio dello sviluppo, dalle dimensioni, dall'intensità del processo inflazionistico, dalla diversificazione economica e delle esportazioni dei diversi paesi, i DSP hanno perso in questi dieci anni una quota considerevole del potere d'acquisto.

Ciò premesso, sono opportune alcune osservazioni particolari. Così, nel caso del Belgio e della Germania il declino è stato continuo lungo tutto il periodo, mentre in Argentina, e in minor misura in India, si notano marcate fluttuazioni. Questi dati, come quelli relativi ad altri paesi in via di sviluppo, sono influenzati dall'interrelazione tra politiche dei cambi, tassi di inflazione e fattori particolari che incidono sulla bilancia dei pagamenti. Quest'ultima considerazione vale specialmente per l'Arabia Saudita, che ha rivalutato la propria moneta in termini di DSP nonostante la rapida inflazione interna, inflazione che probabilmente riflette in ampia misura gli aumenti dei prezzi nei paesi da cui essa trae le importazioni. Grazie alle enormi eccedenze della bilancia dei pagamenti verificatesi dopo il 1973, le autorità saudite non sono state costrette a svalutare la moneta — anzi, di fatto avrebbero potuto rivalutarla anche di più. Se ciò fosse avvenuto, la perdita di potere d'acquisto dei DSP sarebbe stata corrispondentemente maggiore.

L'influenza della politica dei cambi è anche evidente, per differenti motivi, nei casi dell'Argentina e dello Zaire. In Argentina il cambio ufficiale fu mantenuto a livelli irrealisticamente bassi fino al 1974 e a parte del 1975; ciò si riflette nella rivalutazione eccezionalmente rapida del peso rispetto al DSP in termini di beni e servizi per il periodo 1971-74. Nel 1975 la brusca e violenta variazione del tasso di cambio determinò un livello forse altrettanto anormale del valore del DSP rispetto al peso. Le politiche più coerenti, pur in pesanti condizioni inflazionistiche, del periodo successivo al 1975 e il favorevole

<sup>12</sup> I calcoli non sono del tutto accurati. A parte gli abituali inconvenienti dei numeri indice, i dati non sono omogenei in quanto gli indici dei prezzi al consumo forniti da IFS sono medie annue, mentre i tassi di cambio si riferiscono alla fine dell'anno. Gli errori, tuttavia, non possono incidere sui risultati in modo determinante.

rovesciamento della bilancia dei pagamenti nel 1978 portarono la valutazione del DSP ad un livello più prossimo alla reale situazione economica e finanziaria del paese. Nel caso dello Zaire il tasso di cambio fu mantenuto ad un livello che sopravvalutava considerevolmente la moneta per tutto il periodo, mercé restrizioni delle transazioni internazionali, l'accumulazione di debiti a breve e a medio termine e l'afflusso di capitale finanziario estero che compensava ampiamente i disavanzi delle partite correnti. Per inciso, il persistere di questi vari fattori spiega anche il livello implausibilmente basso del potere d'acquisto del DSP nello Zaire nel 1978.

Qual'è il possibile futuro dei DSP quali sono definiti dagli attuali congegni di valutazione? Si è purtroppo costretti a supporre che continui il trend osservato nell'ultimo decennio, a meno che si verificino condizioni altamente improbabili, ossia salvo che, almeno nei maggiori paesi, si sviluppi una situazione diffusamente deflazionistica, con prezzi in diminuzione. Se dovesse invece verificarsi, com'è più probabile, una situazione opposta, e se dovesse svilupparsi una convergenza dei tassi di inflazione dei paesi industrializzati, il potere d'acquisto dei DSP è condannato a deteriorarsi ulteriormente per anni. È probabile che si verifichino fluttuazioni attorno a questo trend. Ad esempio, tra la fine del 1978 e il 16 maggio 1979 i DSP si sono deprezzati rispetto ai beni e servizi della Spagna e degli Stati Uniti, avendo perso terreno nei confronti della peseta e del dollaro USA, mentre in questi paesi i prezzi aumentavano. Per contro, sono rimasti stabili rispetto ai beni e servizi della Germania e del Belgio, essendosi in questo periodo apprezzati nei confronti del marco tedesco e del franco belga.

Il fatto che i DSP abbiano perso in varia misura potere d'acquisto rispetto ai beni e servizi interni dei paesi compresi nella tabella 1 *significa semplicemente che — in via di pura ipotesi — i percettori di pagamenti in moneta locale si sarebbero trovati in posizione migliore indicizzando i pagamenti stessi sull'indice dei prezzi al consumo anziché sui DSP.* Ciò non significa necessariamente che i DSP siano andati peggio di ciascuna delle monete interne di questi paesi. Ciò può essere o non essere avvenuto. Per fare un esempio, una persona che avesse ricevuto a partire dal 1969 ogni anno 100 unità di moneta interna, *senza indicizzazione*, in Belgio, in Germania e in Arabia Saudita si sarebbe trovata *migliore* che se le 100 unità fossero state indicizzate in DSP. Si sarebbe trovato in una posizione di indifferenza in Tunisia e *peggio* in tutti gli altri paesi (e, s'intende, enormemente peggio in

Argentina). Per dare un'idea dell'ordine di grandezza, in Germania un contratto che avesse stabilito il pagamento ogni anno di 100 marchi dal 1969 al 1978 avrebbe conferito nel 1978 al beneficiario un potere di acquisto in beni e servizi tedeschi di 89,8 contro 139,3 nel 1969. Un contratto analogo indicizzato in DSP avrebbe conferito nel 1978 un potere d'acquisto di 57,9 contro 139,3 nel 1969.

5. — Quando i DSP sono detenuti come attività di riserva, l'interesse che su di essi viene pagato diventa ovviamente di considerevole importanza. Per confrontare questa attività con quelle alternative si deve tener conto sia dei tassi di interesse sia dei tassi di deprezzamento.

Secondo le indicazioni fornite nel paragrafo 2, il tasso di interesse dei DSP è stato stabilito nel periodo 1974-79 in base a formule prestabilite. Fino al 31 dicembre 1978 i tassi erano fissati al 60% della media ponderata del rendimento dei buoni del Tesoro e di altri titoli a breve termine sui mercati monetari degli Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania e Giappone. Con effetto dal 1° gennaio 1979 la percentuale è stata portata a 80. Nella tabella 2 sono indicati i diversi tassi d'interesse e le corrispondenti date in cui sono entrati in vigore. Allo scopo di determinare la desiderabilità, in termini puramente finanziari, delle riserve in DSP sarebbe necessario considerare diverse alternative. Poiché le banche centrali generalmente detengono grosse quote di riserve di valuta estera in titoli degli Stati Uniti, abbiamo effettuato un calcolo comparativo usando questi titoli come caso ipotetico. Supponiamo che nel 1974 le banche centrali di due paesi, A e B, avessero nelle proprie riserve 100 DSP produttivi di interesse e che il paese A decidesse di convertire i DSP in dollari per acquistare titoli del governo degli Stati Uniti. Se avesse scelto di acquistare titoli a 3 o a 5 anni il rendimento medio nel 1974 sarebbe stato di circa il 7,8%. Un dollaro investito per, diciamo, tre anni, avrebbe reso 1,263. Questo importo, reinvestito nello stesso tipo di titoli nel 1977, avrebbe reso il 6,85%; l'importo accumulato nel 1978 sarebbe stato di 1,449. Poiché nel frattempo, tuttavia, il dollaro USA si era deprezzato in termini di DSP, il valore del suddetto importo in termini di DSP sarebbe stato di 1,353. Questo valore deve essere confrontato con l'incremento di riserve che sarebbe derivato alla banca centrale del paese B in base ai tassi di interesse riprodotti nella tabella 2. Questo incremento sarebbe stato di 1,22, cioè circa il 90% di quello del paese A.

Le cifre usate nell'esempio precedente <sup>13</sup> sono approssimative. I rendimenti dei titoli degli Stati Uniti sono infatti medie di diversi tipi di titoli e medie annue, mentre nei nostri calcoli le abbiamo usate come se fossero rendimenti effettivi di uno specifico tipo di titoli ad una certa data. Per rendere ancora più chiaro il nostro esempio, abbiamo calcolato il rendimento minimo di titoli degli Stati Uniti che nel periodo 1974-78 avrebbe dato, se applicato per tutto il periodo, un risultato equivalente a quello ottenuto da equivalenti saldi in DSP (tenendo conto della svalutazione del dollaro USA). Tale rendimento è pari a 5,5%; ciò significa che qualsiasi investimento in titoli che avesse reso più del 5,5% sarebbe stato in quel periodo finanziariamente migliore di riserve in DSP. Per valutare la desiderabilità relativa di riserve in DSP si dovrebbe inoltre tener conto sia della facilità con cui le varie attività concorrenti possono essere negoziate sia del costo delle negoziazioni.

L'immediato effetto del cambiamento della formula per la determinazione del tasso di interesse sui DSP fu un tasso effettivo del 6% a partire dal 1° gennaio 1979 e del 6,5% a partire dal 1° aprile 1979. Non c'è dubbio che la nuova formula renderà più attraenti le riserve in DSP. Se diventeranno più attraenti di riserve in titoli degli Stati Uniti è questione altamente congetturale. La risposta dipende da molti fattori: futuro tasso di svalutazione o di rivalutazione del dollaro rispetto al DSP, andamento dei mercati di altri titoli, valutazione delle autorità monetarie dei paesi interessati riguardo alle suddette e ad altre variabili, e via dicendo. Nella ipotesi estrema che i tassi di inflazione dei diversi paesi diventassero uniformi e determinassero tassi di cambio invariati tra le diverse monete e *inoltre* un identico rendimento dei titoli nei cinque paesi interessati, allora i DSP non si rivaluterebbero rispetto a nessuna delle monete del paniere e il rendimento di riserve in DSP sarebbe del 20% inferiore a quello dei titoli dei singoli paesi.

<sup>13</sup> L'esempio si basa sull'ipotesi che l'alternativa a detenere DSP consista nel detenere titoli degli Stati Uniti; tale ipotesi riflette il comportamento effettivamente seguito finora in larga misura dalle banche centrali. I risultati sarebbero stati senza dubbio sfavorevoli ai DSP se il confronto, per lo stesso periodo di tempo, fosse stato fatto con titoli di paesi le cui monete si sono rivalutate rispetto ai DSP, anche se questi titoli avessero dato un rendimento minimo. Questo caso, che oggi ha un'importanza quantitativa relativamente piccola, è da tener presente quando si consideri una possibile evoluzione verso un sistema a più monete di riserva quale è ora oggetto di dibattiti in ambienti internazionali.

TABELLA 2

TASSI DI INTERESSE SU SALDI IN DSP\*  
(in %)

1970 .....	1,5	1977 Aprile 1° .....	3,75
1974 Luglio 1° .....	5,0	Luglio 1° .....	3,5
1975 Luglio 7 .....	3,75	1978 Aprile 1° .....	3,75
1976 Genn. 1° .....	3,5	Ottobre 1° .....	4,0
Luglio 1° .....	3,75	1979 Genn. 1° .....	6,—
Ottobre 1° .....	4,0	Aprile 1° .....	6,5

\* Calcolati al 60% della media ponderata di un paniere (peso degli Stati Uniti, 50%) di tassi di mercato. La percentuale è stata aumentata all'80% dal 1° gennaio 1979.

6. — Alla fine del paragrafo 3 si era accennato agli effetti sulla desiderabilità dei DSP derivanti dalle forme, dai tipi di gestione. Ci fermeremo solo brevemente su questo punto, per quanto esso meriti un'attenzione molto più ampia. Mutando il ruolo dei DSP da "elemento integrante le attività di riserva esistenti" a, in prospettiva, "principale attività di riserva", il Secondo Emendamento ha, almeno nelle intenzioni, spinto il FMI di un altro passo verso la posizione di banca di emissione su basi mondiali. Se questa trasformazione dovesse realizzarsi, si ripeterebbe la storia delle banche nazionali di emissione. Siamo ancora molto distanti da un tale esito, ma il processo che ad esso conduce dovrebbe essere caratterizzato da eventi che gradatamente costruiscano la fiducia nell'unità monetaria. Purtroppo, alcune delle principali caratteristiche dell'attuale sistema di gestione dei DSP non favoriscono, a nostro avviso, progressi in questa direzione.

Quando si discute di gestione monetaria si è inevitabilmente inclini a pensare al modello rappresentato dai sistemi nazionali, nei quali (i) la banca di emissione è istituzionalmente abbastanza indipendente dal potere politico e dispone di una gamma di strumenti che le consentono di regolare l'offerta di moneta in modo rapido e flessibile; e (ii) è responsabile del mantenimento della stabilità del potere d'acquisto della moneta, compito che deve essere assolto con l'uso di quegli strumenti. Nessuna di queste due caratteristiche è presente nell'attuale sistema dei DSP. Il processo decisionale che ne determina l'emissione sembra essere notevolmente influenzato da fattori politici, mentre le regole che governano le assegnazioni e le cancellazioni di DSP sono troppo rigide e macchinose per consentire una gestione efficace. Non vi è inoltre nessuna relazione diretta tra il valore dei DSP e la gestione dell'offerta. Com'è noto, quel valore è determinato

meccanicamente in base a una formula e reagisce ad eventi che si verificano in sistemi nazionali, in particolare a sviluppi inflazionistici.

In queste brevi osservazioni sulla gestione dei DSP si dovrebbero menzionare altri due aspetti. La formula per la valutazione dei DSP è completamente a discrezione del FMI, che può cambiarla nel tempo; ciò può ostacolare una crescente accettazione spontanea dei DSP. Vi è inoltre la possibilità che una gestione dell'offerta sensibile a pressioni politiche indirettamente incida sul valore dei DSP. Mi riferisco in particolare alla connessione tra un'aggiunta di DSP alla liquidità complessiva del sistema e un eventuale allentamento della disciplina fiscale in quei paesi che altrimenti sarebbero costretti a prendere provvedimenti per contrastare deflussi di riserve. È vero che nelle attuali circostanze, con DSP che rappresentano una frazione del totale delle riserve internazionali, questo pericolo può essere considerato abbastanza remoto. Sono state, peraltro, sollevate critiche contro la recente decisione di assegnare 12 miliardi di DSP in una situazione generalmente riconosciuta di abbondante liquidità internazionale; e, comunque, il punto che qui si vuole sottolineare riguarda i congegni di gestione in quanto tali. In un piano di lungo periodo sono necessarie modifiche di tali congegni per accrescere le attrattive dei DSP al di fuori del sistema del FMI.

8. — *Conclusioni.* Dal momento della loro introduzione *de facto* nel 1969, si è avuto un considerevole e progressivo allargamento della sfera di applicazione dei DSP, in particolare all'interno del sistema del FMI e nel caso di convenzioni internazionali o regionali e di statuti di natura pubblica o semipubblica. Il FMI ha notevolmente contribuito a questi sviluppi, sia migliorando gli accordi per il trasferimento e l'impiego dei DSP da parte dei propri membri, sia promuovendone attivamente l'adozione al di fuori del sistema vero e proprio del Fondo. L'obiettivo sancito nel Secondo Emendamento (fare dei DSP la "principale attività di riserva" del sistema monetario internazionale) appare tuttavia frustrato dagli eventi in atto nell'economia mondiale. Non soltanto le riserve in dollari sono cresciute molto rapidamente, in particolare negli ultimi cinque anni, ma il prezzo dell'oro, sostituito dai DSP, è aumentato di otto volte (luglio 1979) in termini di dollari e di sei volte in termini di DSP. Evidentemente la merce oro ha una grande e crescente attrattiva come riserva di valore, non soltanto nel settore privato, ma anche in ambienti ufficiali, ove nessuna autorità monetaria centrale (con qualche eccezione negli

Stati Uniti) ha deciso di disfarsi di riserve auree. La capacità di attrazione dei DSP è stata oltremodo limitata nel settore privato. È vero che questa unità non può finora essere detenuta da soggetti privati (e nemmeno da enti pubblici, a parte le autorità monetarie), ma neppure abbiamo notizia di contratti privati indicizzati sui DSP. Nel 1975 erano stati emessi alcuni titoli espressi in DSP; ma tali iniziative sono rimaste senza seguito.

La preferenza accordata ad altre attività e la mancata adozione dei DSP come misura di valore ci sembra possono essere attribuite al fatto che il mondo degli affari è cosciente della continua e considerevole perdita di potere d'acquisto dei DSP in termini di beni e servizi praticamente in tutto il mondo, e in particolare nei paesi a moneta relativamente stabile. In alcuni paesi un ipotetico contratto indicizzato sui DSP avrebbe dato esiti peggiori perfino di contratti non indicizzati. Ciò sembra essere dovuto ai congegni di valutazione adottati nel 1974 e, ovviamente, agli sviluppi inflazionistici verificatisi in particolare negli ultimi cinque anni. Date le prospettive di inflazione prolungata su basi mondiali per il prevedibile futuro, è da attendersi che l'erosione del potere d'acquisto dei DSP continui, e ciò mentre si diffonde sempre più la preoccupazione per la conservazione dei valori reali. È perciò indispensabile che i meccanismi di valutazione siano riveduti e nettamente migliorati.

Non proponiamo qui suggerimenti particolareggiati su questo problema per l'immediato futuro. Tuttavia, nella misura in cui si convenga che la scarsa attrattiva dei DSP è dovuta alla loro incapacità di conservare il potere d'acquisto in termini di beni e servizi, sembra inevitabile concludere che ogni nuovo accordo debba tendere ad ovviare a questo inconveniente. La corresponsione di interessi sui DSP effettivamente *detenuti* in eccesso rispetto alle assegnazioni ha naturalmente migliorato la loro posizione; ma fino alla fine del 1978 ciò non era sufficiente a conferirgli uno status privilegiato rispetto ad altre attività produttrici di reddito. È troppo presto per pronunciarsi sugli effetti dei miglioramenti introdotti il 1° gennaio 1979; ma queste modificazioni non renderanno i DSP più desiderabili per chi non li detiene.

In una prospettiva di più lungo periodo, considerevoli miglioramenti sono necessari per altri aspetti del sistema di gestione dei DSP. In linea ideale, il valore di questa unità dovrebbe derivare dalla gestione dell'offerta, che dovrebbe quindi soppiantare l'odierna formula di determinazione meccanica. Perché ciò accada, tuttavia, sa-

rebbe necessario non soltanto rendere istituzionalmente possibile l'impiego dei DSP in vasti settori del sistema monetario e finanziario internazionale, ma anche introdurre nei metodi di valutazione mutamenti del tipo ricordato, così da generare una domanda crescente del nuovo strumento monetario. È questa un'impresa molto delicata, e in condizioni normali comporterebbe un lungo processo di adattamento. Occorre invece, purtroppo, fare subito i primi passi. Negli ultimi tempi il sistema monetario internazionale in senso lato è venuto sperimentando un "naturale spostamento verso un sistema a multiple monete di riserva", per usare le parole dell'ultimo rapporto della BRI.<sup>14</sup> Questa tendenza è da considerare una concorrente dell'approccio volto ad espandere l'impiego dei DSP come attività di riserva (approccio peraltro accettato di malavoglia dai paesi le cui monete sono impiegate come riserva). Per svigorire l'attuale tendenza verso un sistema a più monete di riserva acquistano perciò grande importanza le caratteristiche del "conto di sostituzione" attualmente allo studio.<sup>15</sup> Nel più lungo periodo, le decisioni gestionali dovrebbero sempre tener presente l'obiettivo finale. Se i DSP dovessero continuare, in termini quantitativi, a diminuire rispetto alle altre componenti della liquidità internazionale, si potrebbe in futuro essere tentati di decidere ulteriori assegnazioni di DSP. Pressioni politiche provenienti da gruppi di paesi con scarsa disponibilità di riserve possono spingere il FMI nella stessa direzione. Azioni di questo tipo andrebbero tuttavia contro l'obiettivo finale. Ancora una volta, la risposta ai dilemmi presenti e futuri risiede in parte in provvedimenti che rendano i DSP genuinamente attraenti per un'ampia gamma di impieghi, sulla base della capacità di conservare nel tempo il loro valore reale.

UGO SACCHETTI

---

<sup>14</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Forty-Ninth Annual Report, 1978/79*, p. 182.

<sup>15</sup> Discutendo questa alternativa in un recente discorso, HENRY C. WALLICH, membro del Consiglio dei Governatori del Sistema della Riserva Federale, ha affermato: «ritengo che il sistema dei DSP sia preferibile ad un sistema a più monete, purché i DSP siano sufficientemente attraenti e ispirino sufficiente fiducia». ("The International Monetary and Cyclical Situation", osservazioni di Henry C. Wallich in una riunione promossa dalla *Landeszentralbank* a Berlino, 18 giugno 1979, Mimeografato.)