

La nuova era dei diritti speciali di prelievo (*)

I

L'istituzione dei diritti speciali di prelievo (DSP) è stata spesso salutata come una pietra miliare in campo monetario; Edward M. Bernstein l'ha definita « la più importante innovazione del sistema monetario internazionale dai tempi di Bretton Woods ». Bando però alle illusioni. Quando penso al nuovo strumento, mi tornano in mente le parole pronunciate da Lord Keynes nella fase conclusiva dell'istituzione del Fondo Monetario Internazionale: « Quanto sarebbe meglio che i nostri piani dovessero cominciare, non già finire, con una delusione ».

Guardiamo la realtà: la prima assegnazione di diritti speciali di prelievo non può modificare profondamente il volto dell'economia mondiale. Un aumento annuo del 4% dell'attuale consistenza complessiva delle riserve mondiali, che si aggirano sui 75 miliardi di dollari, non è qualcosa di rivoluzionario. Poiché tale aumento va ripartito tra più di un centinaio di paesi, gli importi che toccheranno ai singoli paesi saranno in molti casi esigui. È inevitabile che passi parecchio tempo prima che gli effetti del nuovo sistema possano essere avvertiti; anzi, più correttamente, se l'iniziativa avrà successo, forse gli effetti non saranno neppure visibili. Lo scopo principale dei DSP, infatti, non è quello di realizzare, ma di impedire qualcosa di tangibile, ossia i possibili effetti sovvertitori di una carenza di riserve mondiali. Sarebbe illusorio credere che l'entrata in funzione dei DSP possa essere la panacea per gli odierni, gravi problemi del sistema dei pagamenti internazionali.

Nonostante questi avvertimenti, è giusto affermare che la comparsa dei nuovi strumenti di riserva è un progresso fondamentale. È stato finalmente accolto il principio che l'offerta mondiale di

(*) Il testo originale in lingua inglese è apparso nel periodico « International Currency Review ».

riserve dev'essere controllata deliberatamente mediante la creazione di riserve fiduciarie in base ad un nuovo sistema permanente (1). L'evoluzione verso una creazione controllata di riserve va vista in prospettiva storica. All'interno dei singoli paesi, l'assoluta libertà nelle emissioni di banconote e nella creazione di moneta scritturale da parte di banche private si è trasformata gradualmente nel corso degli ultimi cento anni in un sistema in cui la creazione di moneta è controllata dalla banca centrale nell'intento di favorire una maggiore stabilità economica. Questa azione di deliberato controllo comincia ora ad estendersi nell'ambito internazionale. I recenti scossoni del sistema monetario internazionale hanno chiaramente dimostrato quanto sia necessario — come disse il Presidente Kennedy a Francoforte nel luglio 1963 — che « le grandi nazioni libere del mondo abbiano il controllo sui nostri problemi monetari, affinché questi ultimi non finiscano col controllare noi stessi ».

II

Due ragioni fondamentali hanno reso inevitabile la creazione di riserve mediante un nuovo strumento fiduciario.

La prima ragione è che il preesistente *meccanismo di provvista di riserve* è quasi giunto a un punto morto. Lo stock di oro monetario nel mondo può essere considerato praticamente stabilizzato al livello attuale. Nei due anni precedenti lo scioglimento, avvenuto nel marzo 1968, del « Gold Pool » cui partecipavano le sette maggiori banche centrali, le riserve auree nazionali avevano perduto quasi tre miliardi di dollari per soddisfare la domanda speculativa privata. Dopo l'instaurazione del doppio mercato dell'oro nella primavera del 1968, gran parte dell'oro di nuova produzione sembra sia stata assorbita, fino a poco fa, dalla domanda privata a prezzi superiori al prezzo ufficiale di 35 dollari l'oncia.

Per ciò che riguarda le *monete di riserva*, e particolarmente i dollari degli Stati Uniti, fin dal 1965 sono andati assumendo sempre

(1) Non mancano precedenti in fatto di creazione di riserve fiduciarie. Il più importante riguarda l'Unione Europea dei Pagamenti, del 1950, la quale assegnò agli aderenti linee automatiche di credito nell'intento esplicito (come è detto nella premessa dell'Accordo istitutivo dell'UEP) di « fornire loro risorse atte a svolgere in parte le funzioni proprie delle riserve auree e valutarie ». Tali riserve, però, furono concepite come mezzi temporanei — non permanenti — di riserva, e il loro uso era ristretto alla sistemazione dei rapporti di credito e di debito all'interno di uno specifico gruppo di paesi.

maggior evidenza i sintomi di progressivo esaurimento di questa fonte di liquidità. Tra l'inizio del '68 e l'estate del '69 la creazione netta di riserve ufficiali in dollari è stata nulla, benché vi siano state violente oscillazioni in un senso e nell'altro. È inevitabile che la creazione di riserve mediante l'accumulazione di una particolare moneta di riserva da parte di autorità monetarie cessi prima o poi, per effetto di decisioni volontarie o di crisi. Vi è un limite all'indebitamento a breve termine verso l'estero che il paese a moneta di riserva può permettersi sulla base delle riserve in suo possesso; la sua posizione di liquidità internazionale non può deteriorarsi oltre un certo punto senza provocare una crisi di fiducia. Già nel luglio del 1966 i rappresentanti del Gruppo dei Dieci avevano osservato nel Rapporto che pose le premesse per l'adozione dei DSP: « per vari motivi, è poco probabile che si verifichino ulteriori ingenti aumenti delle riserve in dollari, e a nostro avviso sarebbe indesiderabile che l'indebitamento esterno a breve termine degli Stati Uniti continuasse a crescere con lo stesso ritmo degli ultimi tempi ».

Nei quattro anni terminati nell'estate '69 le riserve provenienti da fonti « tradizionali » sono diminuite di circa quattro miliardi di dollari e l'aumento che ciononostante si è verificato nella consistenza delle riserve mondiali va ricondotto a circostanze anomale, principalmente ai crediti di sostegno delle bilance dei pagamenti concessi temporaneamente dal Fondo Monetario Internazionale e da banche centrali ai maggiori paesi in disavanzo, come il Regno Unito e la Francia. Non è però questa una base per il progressivo aumento delle riserve mondiali; inoltre è, potenzialmente, il modo più inflazionistico di creazione di riserve.

La seconda ragione che ha spinto alla ricerca di un nuovo strumento di riserva è la insoddisfacente qualità dei mezzi di riserva « tradizionali ». Le *valute estere* non sono attività finali di riserva perché sono — e devono essere — convertibili in altre monete o in oro (direttamente o indirettamente). Esse hanno il difetto di fungere contemporaneamente da riserva internazionale e da moneta nazionale, il che rende il sistema mondiale di riserva vulnerabile da ogni indebolimento di fiducia nella stabilità monetaria o politica del paese a moneta di riserva.

L'oro risente del fatto di essere al tempo stesso un mezzo ufficiale di riserva ed una merce speculativa. La sua disponibilità per scopi monetari dipende dalle incertezze della nuova produzione, dalle vendite di oro russo, dal fabbisogno dell'industria e dell'oreficeria e — non ultimo — dalla domanda speculativa privata. L'aggancia-

mento del prezzo dell'oro per usi privati al prezzo ufficiale fa sì che lo stock mondiale di oro « ufficiale » sia in balia di una moltitudine di fattori non monetari.

Sia l'oro sia le valute estere pongono problemi di *coesistenza*: nel caso dell'oro, si tratta di coesistenza tra le riserve auree ufficiali e la domanda privata di oro; per le valute estere, si tratta della coesistenza tra le diverse monete nazionali che fungono da riserva e tra esse e l'oro.

III

Gli esperti del Gruppo dei Dieci che lavorarono, dal 1965 al 1967, attorno alla riforma del sistema vigente, tennero ben presenti i suddetti inconvenienti e difetti degli strumenti « tradizionali » di riserva. Essi erano consapevoli che qualunque nuovo tipo di strumento di riserva avrebbe dovuto soddisfare le seguenti esigenze.

a) Avrebbe dovuto esclusivamente servire come mezzo di riserva internazionale e non contemporaneamente come moneta nazionale. Ogni revisione del sistema già vigente in un regime a « moneta multipla » doveva essere evitata, perché avrebbe moltiplicato i pericoli di crisi di fiducia e di repentini spostamenti da una moneta all'altra.

b) Il nuovo strumento di riserva non avrebbe dovuto — per usare un'espressione del generale De Gaulle — « portare il marchio di un particolare paese », come accadeva per le riserve in dollari o in sterline. Esso non avrebbe dovuto trarre origine, né essere determinato nell'ammontare, dai disavanzi della bilancia dei pagamenti di un particolare paese e nemmeno servire a finanziare il disavanzo dello stesso paese, così conferendogli un privilegio speciale. Non avrebbe neppure dovuto dipendere, quanto a solidità e accettabilità, dal grado di fiducia riposto nell'andamento generale e nella politica economica di un dato paese.

c) Il nuovo mezzo di riserva avrebbe dovuto invece essere un credito verso l'intera comunità dei paesi ed avere a propria garanzia un esplicito impegno di accettazione da parte di tutti i paesi a moneta forte.

d) Il nuovo strumento di riserva avrebbe dovuto essere un'attività finale di riserva — non convertibile cioè in oro —, pur fruendo di una piena garanzia aurea per facilitare la sua coesistenza con le riserve auree. In ogni caso avrebbe dovuto possedere requisiti così

prossimi all'oro da diventare con l'andar del tempo un mezzo capace di sopperire pienamente alla scarsità mondiale di riserve auree.

e) Il nuovo strumento avrebbe dovuto avere lo status di vera « riserva in proprietà », non sottoposta nell'impiego ad alcuna condizione restrittiva. Peraltro non avrebbe dovuto essere utilizzato per spostamenti squilibratori da un mezzo di riserva all'altro, ma solo per fornire valute d'intervento per esigenze di bilancia dei pagamenti. Norme particolari avrebbero inoltre dovuto regolarne l'uso congiuntamente con altri mezzi tradizionali di riserva e prevedere processi di ricostituzione dopo un certo periodo di tempo in modo da favorire il riaggiustamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti.

f) Il volume di riserve da creare non avrebbe dovuto essere arbitrariamente determinato dagli alti e bassi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, né dalle cieche forze operanti sul mercato dell'oro; bensì avrebbe dovuto essere regolato dalle consapevoli decisioni della comunità dei paesi interessati in relazione alla graduale crescita del fabbisogno di riserve dell'economia mondiale.

Tali sono, per l'appunto, i più importanti requisiti che i DSP sono stati chiamati a soddisfare.

IV

Il progetto dei DSP ha urtato, ovviamente, contro dubbi e opposizioni. Perché un meccanismo così complicato? Perché, in particolare, non risolvere il problema della scarsità di riserve internazionali con un semplice *aumento del prezzo ufficiale dell'oro*? Secondo certi studiosi, il maggiore ostacolo a un siffatto aumento sarebbe costituito dall'orgoglio statunitense, che non vuole la « svalutazione del dollaro » di fronte all'oro, o da idiosincrasie di banchieri centrali conservatori.

Contro un aumento del prezzo ufficiale dell'oro vi sono però altri e ben più validi motivi economici. In primo luogo, bisognerebbe aumentare il prezzo dell'oro in misura considerevole, per dargli un fondamento di « definitività » e così evitare nuovi movimenti speculativi fondati sull'attesa di ulteriori aumenti. Ciò creerebbe inevitabilmente un grosso potenziale inflazionistico; è vero che i profitti contabili nelle valute nazionali potrebbero essere sterilizzati; ma la creazione di riserve eccessive, come tale, rimarrebbe ed eserciterebbe un'influenza dannosa sulla « disciplina » in fatto di bilance dei pagamenti.

In secondo luogo, da una creazione di riserve attuata con la rivalutazione dell'oro alcuni paesi o gruppi di paesi trarrebbero vantaggi ingiustificati e incongrui. Soltanto una dozzina di paesi, per di più ricchi, possiedono quasi i nove decimi dell'insieme dell'oro ufficiale e delle scorte auree private; ad essi la rivalutazione dell'oro largirebbe benefici sproporzionati. L'eventuale redistribuzione tra tutti i paesi degli utili di rivalutazione — quale talvolta è stata proposta dal Prof. Rueff — sarebbe ben più complicata e difficile da realizzare che non l'assegnazione di nuovi strumenti di riserva secondo una formula più appropriata.

In terzo luogo, nemmeno un massiccio aumento del prezzo dell'oro, poniamo del 50% (pari ad una creazione di riserve di 20 miliardi di dollari più quantità sconosciute di oro « detesoreggiato »), potrebbe sicuramente impedire l'insorgere, forse a distanza di qualche anno, di nuove crisi dovute alla difficile coesistenza di oro strumento di riserva e oro merce speculativa; di conseguenza il doppio mercato dell'oro difficilmente potrebbe essere abolito, almeno per un periodo di tempo abbastanza lungo.

Infine, un forte aumento del prezzo ufficiale dell'oro porrebbe gli Stati Uniti in una situazione imbarazzante, dopo le ripetute assicurazioni dei governi americani sull'immutabilità della parità aurea del dollaro, assicurazioni che sono state la base su cui altri paesi hanno costituito e conservato in dollari buona parte delle loro riserve.

V

La deliberata creazione di riserve su scala mondiale e i DSP come suo strumento sono concezioni nuove. Non sorprende quindi che abbiano dato luogo a molti malintesi. Sia i fautori di un'immediata massiccia attivazione dei DSP, sia i più accaniti oppositori dell'innovazione si sono spesso valse di argomentazioni errate o fuorvianti.

Nei paesi anglosassoni, in particolare, è diffuso il convincimento che si debbano creare nuove riserve « al fine di finanziare il commercio mondiale in espansione ». In realtà le riserve servono a finanziare non « il commercio internazionale », ma i disavanzi e gli avanzi delle bilance dei pagamenti. Calcoli sommari per il periodo 1954-68 mostrano che in media gli squilibri delle bilance dei pagamenti sono cresciuti un po' meno del volume complessivo degli scambi internazionali. Le riserve mondiali sono cresciute ancor meno, e di molto.

Nel periodo 1950-68 il tasso medio annuo di sviluppo del commercio internazionale è stato di ben il 7,5% circa, mentre quello delle riserve mondiali è stato soltanto del 2,5% circa. Certo, alcune caratteristiche di questo periodo — si pensi soprattutto alla redistribuzione delle riserve degli Stati Uniti — non possono essere proiettate nel futuro. È significativo tuttavia che, durante recenti discussioni ufficiali in seno al Gruppo dei Dieci, nessuno ha sostenuto la necessità che nei prossimi anni le riserve mondiali crescano a un tasso pari a quello presunto (intorno all'8%) per il commercio mondiale (in tal caso le riserve mondiali dovrebbero accrescersi di circa 6 miliardi di dollari l'anno).

Da altri è stato osservato che la creazione di riserve mediante i DSP agevolerebbe i paesi maggiormente deficitari, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, aiutandoli a finanziare parte dei loro attuali disavanzi. Si è tentati di replicare che è vero il contrario, poiché lo scopo dell'innovazione dei DSP è stato quello di provvedere riserve supplementari per il tempo in cui i disavanzi degli Stati Uniti saranno quasi del tutto spariti e si sarà quindi prosciugata una delle maggiori fonti di riserve « tradizionali ». La disponibilità per il resto del mondo di riserve adeguate dovrebbe aiutare gli Stati Uniti non a continuare, ma bensì ad eliminare il loro cronico disavanzo.

Frutto di malinteso è anche l'assunto che l'attuale fase internazionale di alti saggi d'interesse sia il segno di una « scarsità di moneta internazionale », cui si dovrebbe rimediare con abbondanti iniezioni di nuove riserve. In realtà, come è stato sottolineato in un recente rapporto dello Working Party 3 dell'OCSE, gli alti saggi d'interesse « sono principalmente sintomi di pressioni inflazionistiche o di squilibri nelle bilance dei pagamenti piuttosto che manifestazioni di scarsità delle riserve, benché in alcuni casi sia anche evidente l'intento di minimizzare le perdite di riserve ».

VI

I critici dell'idea stessa di creazione deliberata di riserve l'hanno accusata di « artificiale », di « alchimia monetaria » inflazionistica nella sua essenza; l'assegnazione di diritti speciali di prelievo sarebbe per i paesi beneficiari « manna dal cielo » o « dono gratuito ». Il Prof. Rueff, in un articolo del '69, ha battuto molto su questo tasto, aggiungendo: « L'oro è " guadagnato " mentre i DSP sono " assegnati " ». L'argomento è strano sulla bocca di una persona che ha

sostenuto il raddoppio del prezzo ufficiale dell'oro. Tale raddoppio sarebbe veramente per i possessori di oro un dono del tutto « gratuito » e « non guadagnato ». Per contro l'assegnazione di DSP non è un dono: i paesi assegnatari devono obbligarsi a rimborsarli qualora il nuovo sistema dovesse essere abolito e — quel che più importa — sono impegnati ad accettare da altri paesi partecipanti ed a scambiare con altre valute convertibili un ammontare di DSP pari al doppio della quota ricevuta in assegnazione. L'assegnazione dei DSP non è più artificiale dell'apertura di una linea automatica di credito su basi di reciprocità.

Se la creazione dei DSP possa oppur no avere un'influenza inflazionistica sull'economia mondiale, dipende dai suoi effetti sulle politiche economiche dei paesi partecipanti. Di per sé, la distribuzione iniziale di DSP, che sarà statisticamente registrata come aumento delle riserve mondiali, ha forse un effetto meno inflazionistico di un'equivalente accumulazione di riserve in oro e dollari; un aumento delle riserve in dollari, in particolare, si è negli ultimi anni generalmente associato con una domanda inflazionistica negli Stati Uniti che si è « travasata » nel resto del mondo. Con l'istituzione dei DSP si è inteso far fronte alla potenziale scarsità delle riserve derivanti da fonti « tradizionali » e impedire che un'insufficienza di riserve abbia a causare disgregatrici restrizioni degli scambi e dei pagamenti internazionali.

VII

In questo contesto da varie parti, in particolare nella stampa di lingua tedesca, si è lamentato che le discussioni avvenute nel '69 all'interno del Gruppo dei Dieci abbiano — così sembra — disatteso le direttive fissate nel Progetto dei DSP, secondo le quali « la decisione iniziale di assegnare DSP dovrà tener conto in modo particolare di una valutazione collettiva della necessità di aumentare le riserve globali, del raggiungimento di un migliore equilibrio delle bilance dei pagamenti, della probabilità di un miglior funzionamento del processo di aggiustamento nel futuro ».

In realtà, parecchie riunioni dello Working Party 3 dell'OCSE, specializzato nelle questioni relative alle bilance dei pagamenti, sono state dedicate a valutare l'opportunità di assegnare DSP a partire dal 1970 in vista dei loro probabili effetti sul processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti. È vero che c'erano seri dubbi sul fatto che le bilance dei pagamenti dei due paesi a moneta di riserva avessero già raggiunto un miglior equilibrio. Gli avanzi registrati, secondo

il metodo delle transazioni ufficiali, dalle bilance degli Stati Uniti e del Regno Unito erano infatti in gran parte attribuibili a circostanze eccezionali e transitorie, anche se si doveva ammettere che avevano provocato una certa distruzione di riserve.

Si giunse comunque — e questo fu il risultato principale delle discussioni — a riconoscere l'esistenza di due rischi contrastanti. Da un lato, una prematura assegnazione di DSP potrebbe indurre i paesi maggiormente deficitari a tirare in lungo l'aggiustamento dei loro squilibri; dall'altro, una volta avviato il *processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti degli Stati Uniti e del Regno Unito*, esso potrebbe essere ostacolato e in parte frustrato qualora altri paesi fossero indotti a prendere misure difensive intempestive da un insufficiente livello delle loro riserve. A questo riguardo, un certo numero di delegati dichiararono che i loro paesi non avrebbero potuto accettare alcuna sensibile riduzione delle riserve; e parecchi comunicarono la ferma intenzione dei rispettivi paesi di portare le riserve ad un livello permanentemente più elevato. In simili circostanze si dovette riconoscere come probabile il bisogno, nell'insieme, di riserve addizionali nei prossimi anni.

Nel valutare i probabili effetti di un'assegnazione di DSP sulla « disciplina » in fatto di bilance dei pagamenti, lo Working Party 3 fu propenso a dare un attestato di fiducia agli attuali sforzi di stabilizzazione degli Stati Uniti e del Regno Unito. Apparve evidente che la lotta all'inflazione condotta negli Stati Uniti era imposta da ragioni interne così imperiose da rendere improbabile che un'assegnazione di DSP a cominciare dal 1970 potesse indebolire la determinazione delle autorità americane. Altrettanto credibile era la formale assicurazione dei rappresentanti britannici che un'eventuale assegnazione di DSP — per la sua esiguità in relazione al cospicuo volume di debiti in scadenza nei prossimi anni e alla necessità di rafforzare le riserve — non avrebbe fornito alcun margine per un'attenuazione delle politiche inglesi intese a consolidare la posizione esterna della sterlina. Queste dichiarazioni da parte dei paesi a moneta riserva furono assunte dagli altri delegati come uno dei presupposti per giustificare il voto favorevole alla cosiddetta « attivazione » dei DSP a partire dal 1970.

Soppesati i pro e i contro, lo Working Party 3 concluse nei termini seguenti: « Si ritiene, per unanime consenso, che, dal punto di vista del processo di aggiustamento e dell'equilibrio delle bilance dei pagamenti, non sarebbe inopportuno procedere ad una pronta assegnazione di DSP ».

VIII

Il sistema dei DSP troverà consensi e fiducia generali nel prossimo futuro? Al riguardo i dubbi non sono mancati. Alcuni di questi dubbi hanno trovato posto nelle relazioni annuali della Banca dei Regolamenti Internazionali. La realizzazione del nuovo programma non sarebbe troppo *timida* per essere del tutto rassicurante? La forte posizione dei paesi creditori (un diritto di veto è concesso ai paesi che possiedono il 15% o più dei voti) non potrebbe impedire l'assegnazione di DSP sufficientemente ampi? In realtà l'efficienza e la credibilità del nuovo sistema possono essere compromesse da una creazione troppo abbondante o troppo scarsa di riserve. A mio avviso, il presente accordo che prevede per i primi tre anni un'assegnazione globale di 9,5 miliardi di dollari è un compromesso ragionevole.

Gli esperti della Banca dei Regolamenti Internazionali hanno anche espresso dubbi sulla possibilità di utile e tranquilla coesistenza tra l'oro, i dollari e i DSP. Essi fanno scongiuri contro l'eventualità che entri in azione la legge di Gresham. In tal caso quale sarebbe la moneta buona e quale la cattiva? Non si può escludere che i DSP, essendo in sostanza certificati aurei fruttiferi di interesse e assistiti dall'obbligo di accettazione da parte di tutti i paesi economicamente solidi, possano essere più tenuti da parte che utilizzati nelle sistemazioni dei saldi con l'estero. Si è comunque avuto cura di porre su solide basi la loro coesistenza con gli altri strumenti di riserva: i DSP godono di accettazione incondizionata e non possono essere usati per spostamenti destabilizzanti dall'uno all'altro strumento di riserva. Si ha pertanto ragione di ritenere che la legge di Gresham sia stata neutralizzata.

Ovviamente, i DSP non sono la panacea per tutti i problemi del sistema monetario internazionale. Resta ancora aperto, ad esempio, il problema della coesistenza tra oro e dollari, soprattutto a lungo andare. E anche tale problema appare secondario rispetto a quello assai più grave dell'aggiustamento delle bilance dei pagamenti dei paesi cronicamente in disavanzo o in surplus. Qui i DSP possono dare un certo contributo agevolando le necessarie modificazioni nelle riserve e nelle posizioni dei conti con l'estero dei vari paesi. Ma il lavoro più grosso rimane ancora da fare.

OTMAR EMMINGER