

Verso un nuovo schema dei diritti speciali di prelievo (*)

Il nuovo sistema internazionale dovrebbe presentare almeno due innovazioni di fondo: *a*) un meccanismo di tassi di cambio più flessibile al fine di migliorare il processo di aggiustamento, la cui inefficienza è alla base di molte delle difficoltà e crisi dell'ultimo decennio; *b*) l'ampliamento del ruolo dei diritti speciali di prelievo (DSP).

Questo scritto intende esaminare fino a che punto i DSP potrebbero sostituire l'oro, il dollaro e la sterlina nel sistema (1). In realtà, il consolidamento degli attuali mezzi di riserva mediante emissioni speciali di DSP — che, in definitiva, spianerebbe la via ad un sistema monetario internazionale imperniato su questo nuovo strumento — solleva una serie di importanti problemi. Per fare qualche esempio: quali strumenti debbono essere consolidati? Entro quale lasso di tempo? In base a quale meccanismo debbono essere pagati gli interessi? Come e a chi distribuire gli eventuali « profitti » dell'operazione? Quali importi di valute possono detenere i paesi per gli interventi nei mercati dei cambi?

I. Le principali caratteristiche dell'attuale schema

I DSP sono uno strumento ibrido, una soluzione di compromesso emersa dopo lunghi negoziati tra coloro che volevano che fossero « moneta » e quanti preferivano che fossero invece uno strumento « creditizio ». L'attuale meccanismo, come ha osservato Harry Johnson (2), è talmente complesso che pochi se ne sono completa-

(*) L'autore è grato a Trevor Underwood, Franco Batzella e Aldo Pelosio per i numerosi e utili suggerimenti; *sic soliter*, le opinioni espresse in questo scritto impegnano solo l'autore.

(1) Nel corso degli ultimi anni anche il marco tedesco è diventato una valuta di riserva: alla fine del 1971, infatti, le disponibilità ufficiali in marchi ammontavano ad oltre tre miliardi di dollari.

(2) H. JOHNSON, *The World Monetary Crisis*, «Encounter», agosto 1970.

mente impadroniti; i tratti salienti possono però essere riassunti abbastanza facilmente (3).

Innanzitutto, si è creato presso il Fondo un Conto Diritti Speciali nel quale si registrano tutte le transazioni in DSP sia tra i partecipanti sia tra partecipanti e l'altro Conto del Fondo, il Conto Generale, nel quale sono registrate tutte le transazioni tra il Fondo e i paesi membri. Ai paesi partecipanti viene distribuita annualmente, sulla base delle loro quote nel Fondo, una data percentuale dei DSP creati dal Fondo in ogni « periodo base », inizialmente fissato in tre anni (4). I paesi si impegnano ad accettare dagli altri partecipanti, in cambio di valute di riserva, almeno il doppio degli importi cumulativi di DSP ricevuti dal Fondo; questo limite è stato introdotto per garantire ai paesi eccedentari di non doversi accollare ingenti importi di DSP provenienti dai paesi con bilance dei pagamenti in deficit. I DSP possono inoltre essere usati soltanto per finanziare disavanzi nei conti con l'estero, e ciò solo dopo una complessa procedura di designazione guidata dal Fondo; i DSP non possono quindi essere usati al solo scopo di modificare la composizione delle riserve.

Soltanto una parte, sia pure la maggiore, dei DSP distribuiti dal Fondo equivale ad un vero e proprio aumento delle riserve del paese assegnatario. Ogni paese partecipante deve infatti mantenere nel corso di ogni quinquennio un saldo medio giornaliero di DSP pari almeno al 30 per cento del totale assegnatogli dal Fondo (la cosiddetta « ricostituzione »).

Forse la caratteristica più anomala dello schema riguarda il meccanismo di pagamento/riscossione degli interessi, meccanismo che differisce notevolmente da quello relativo alle disponibilità in valuta. Una Banca centrale che detiene valuta estera fra le proprie riserve riscuote periodicamente dal paese che ha emesso la valuta degli interessi ad un tasso pari all'incirca a quello di mercato; nel caso delle disponibilità in DSP, invece, i paesi partecipanti da una parte riscuotono interessi dal Conto Diritti Speciali mentre dall'altra pagano interessi a tale Conto sui DSP ricevuti cumulativamente nelle distribuzioni del Fondo. Un semplice esempio chiarisce il congegno:

(3) J. GOLD, *Special Drawing Rights, Character and Use*, F.M.I., 1970; *Special Drawing Rights; The Role of Language*, F.M.I., 1971; J. POLAK, *Some Reflections on the Nature of Special Drawing Rights*, F.M.I., 1971; F. PALAMENGGHI-CRISPI e V. BARATTIERI, *Lo schema dei Diritti Speciali di Prelievo: un primo bilancio*, «Bancaria», gennaio 1971.

(4) Il periodo base è generalmente di 5 anni; il primo periodo base è stato ridotto a 3 anni date le difficoltà di prevedere il bisogno di liquidità addizionale in un momento in cui l'evoluzione della bilancia dei pagamenti USA era incerta.

si supponga che vi siano solo due paesi partecipanti, l'Italia e la Germania, che ad essi il Fondo abbia cumulativamente distribuito DSP 500 e DSP 1.000, rispettivamente, e che i DSP non siano mai stati utilizzati. Le posizioni dei due paesi nel Conto Diritti Speciali sono indicate dal prospetto A della Tavola I. Essendo i tassi d'interesse attivi e passivi identici, né l'Italia né la Germania ricevono o pagano interessi netti.

Si supponga ora che l'Italia trasferisca DSP 100 alla Germania. Il prospetto B descrive la nuova situazione. In questo caso l'Italia paga interessi su DSP 500 e ne riscuote solo su DSP 400: al netto deve quindi versare al Conto Diritti Speciali $100 \times i$, dove i rappresenta il tasso d'interesse; la Germania invece riscuoterà dal suddetto Conto interessi netti pari a $100 \times i$.

TAVOLA I

A) Italia		Germania	
Attività	Passività	Attività	Passività
500	500	1.000	1.000
500	500	1.000	1.000
B) Italia		Germania	
Attività	Passività	Attività	Passività
500	500	500	500
- 100	—	+ 100	—
400	500	600	500

In pratica, quindi, un paese riscuote interessi dal Conto Diritti Speciali soltanto se le proprie disponibilità in DSP sono superiori a quelle assegnategli cumulativamente dal Fondo: si ricevono interessi sulle disponibilità nette di DSP, non su quelle *lorde*. Viceversa, un paese versa interessi al suddetto Conto soltanto se le sue disponibilità di DSP sono inferiori a quelle ricevute dal Fondo: si pagano cioè interessi solo sulle disponibilità negative nette. Poiché la somma dei saldi attivi è sempre uguale alla somma dei saldi passivi, i paesi deficitari di DSP pagano gli interessi ai paesi eccedentari, senza, cioè, che l'ente emittente i DSP sia tenuto a *crearne* di nuovi per corrispondere interessi sui DSP precedentemente distribuiti ai paesi partecipanti. Se si fosse invece adottato un meccanismo in virtù del

quale il Fondo dovesse versare interessi sulle disponibilità *lorde* di DSP, vi sarebbe un aumento annuale di DSP pari all'ammontare di tutti i DSP creati negli anni precedenti moltiplicato per il tasso d'interesse; e non sempre un tale aumento sarebbe desiderabile.

L'interesse corrisposto nel modo indicato è solo dell'1,5%, di molto inferiore ai tassi di mercato. La scelta di un saggio così basso fu dettata dall'esigenza di applicare lo stesso tasso ai due strumenti di riserva creati dal Fondo, i DSP e la posizione di riserva sul Fondo, i quali hanno in comune molte caratteristiche, fra cui soprattutto la garanzia aurea.

II. Il consolidamento delle riserve valutarie (5)

Prima di considerare i problemi connessi al consolidamento delle riserve valutarie, è opportuno vedere se è possibile che i DSP diventino anche uno strumento per gli interventi nei mercati dei cambi. In base all'attuale Statuto soltanto le autorità monetarie possono detenere disponibilità in DSP. Ma poiché le controparti delle Banche centrali, quando queste operano nei mercati valutari, sono quasi esclusivamente operatori privati, bisognerebbe permettere anche al settore privato di detenere DSP. Ciò trasformerebbe i DSP in uno strumento di mercato monetario sollevando tutta una serie di questioni difficili, se non addirittura insormontabili. Per esempio, come deciderebbe il Fondo sugli importi di DSP da emettere? Fisserebbe annualmente soltanto l'importo globale oppure cercherebbe anche di determinare la distribuzione di DSP tra il settore privato e quello ufficiale? Disponibilità private di DSP non condurrebbero all'emergere di un mercato di « euro-DSP », con tutti i problemi che ne deriverebbero? Sembra perciò da escludere che i DSP possano evolvere in moneta privata prima che passino molti anni; potrebbe anzi non essere mai desiderabile che il settore privato detenga disponibilità

(5) Numerosi progetti sono stati avanzati negli ultimi trent'anni per consolidare i vari strumenti di riserva; ad un accentramento delle riserve monetarie mirano infatti i piani Keynes, Triffin, Angell, Day, Harrod, Bernstein e Krause. J. KEYNES, *Proposals for an International Clearing Union*, Londra, 1943; R. TRIFFIN, *Gold and the Monetary Crisis*, Yale University Press, 1960; E. BERNSTEIN, *International Monetary Reserves and the Composite Gold Standard*, in *Next Steps in International Monetary Reform* (Ninetieth Congress, Second Session), 1968; L. KRAUSE, *Sequel to Bretton Woods*, Brookings, 1971; per gli altri piani, cfr. F. MACHLUP, *Plans for Reform of the International Monetary System*, Princeton University, 1964 e L. YEAGER, *International Monetary Relations*, Harper and Row, 1966.

in DSP, che dovrebbero così restare esclusivo appannaggio delle autorità monetarie (6).

Molto più promettente sembra invece la possibilità che i DSP assumano il ruolo di strumento di riserva finora esercitato dal dollaro e dalla sterlina. Vi sono vari modi con i quali si potrebbe raggiungere tale obiettivo. Uno dei più semplici è quello suggerito nel 1970 dal Fleming e ripreso nel 1971 dal Krause (7): i paesi partecipanti trasferirebbero al Fondo Monetario tutte le loro disponibilità valutarie, ad eccezione dei saldi operativi, contro una emissione speciale di DSP. Numerosi problemi sorgono a questo riguardo. Innanzitutto, a quanto potrebbero ammontare i saldi operativi di ciascun paese? Che cosa succederebbe qualora i saldi operativi aumentassero o diminuissero oltre certi limiti? Come verrebbe soddisfatto l'aumento secolare della domanda di saldi operativi, i quali sono, tra l'altro, funzione dell'ampiezza del commercio internazionale?

Sarebbe assai difficile, se non impossibile, stabilire un'unica formula per determinare i saldi operativi ottimali di ciascun paese. Un metodo relativamente semplice consisterebbe nello stabilire che ogni paese possa scegliere liberamente l'importo dei saldi operativi in una misura compresa tra il 10% e il 20% delle rispettive riserve. Qualora un paese incontrasse difficoltà di bilancia dei pagamenti, esso potrebbe ricostituire le proprie scorte valutarie vendendo DSP al Fondo; viceversa, un paese in surplus cederebbe valute al Fondo contro DSP. Il Fleming ha suggerito che in tale schema il volume globale di liquidità potrebbe essere facilmente controllato se il Fondo dovesse a sua volta vendere o acquistare DSP dai paesi che emettono valute di riserva. E' però piuttosto improbabile che gli Stati Uniti accettino un siffatto impegno illimitato senza un contemporaneo accordo su una più equilibrata distribuzione tra paesi debitori e paesi creditori degli oneri del processo d'aggiustamento; occorrerà inoltre che gli Stati Uniti abbiano in precedenza ottenuto un congruo

(6) V. BARATTIERI, *An Expanded Role for SDRs*, «Euromoney», marzo 1972.

(7) Il Piano Krause ha anche molti punti in comune con le tesi avanzate all'Assemblea del Fondo nel settembre 1971 dal Cancelliere dello Scacchiere inglese, Barber, e dal Ministro del Tesoro italiano, Ferrari-Aggradi. Cfr. i *Summary Proceedings of the Twenty-Sixth Annual Meeting of the Board of Governors*, F.M.I., settembre 1971; la sostanza del discorso dell'on. Ferrari-Aggradi era già contenuta nelle tesi sostenute alla riunione a Londra del Gruppo dei Dieci del 14-16 settembre; cfr. «Financial Times», 16 settembre 1971, p. 12; J. FLEMING, *The SDR: Some Problems and Possibilities*, «I.M.F. Staff Papers», marzo 1971; vedi anche M. MENDELSON, *How the New SDRs Might Work*, «Euromoney», novembre 1971.

aumento delle loro riserve. In altri termini, per poter efficacemente controllare il volume della liquidità internazionale, lo schema proposto dovrebbe essere congiunto ad un sistema di cambi sufficientemente flessibile, tale da mantenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

In tale schema, l'aumento della liquidità internazionale sarebbe ottenuto mediante iniezioni di DSP secondo le attuali modalità. In generale, i paesi mirerebbero poi ad un aumento dei loro saldi operativi per far fronte alle esigenze di un commercio estero sempre più ampio. Tali saldi dovrebbero ovviamente essere acquistati dalle scorte incamerate dal Fondo mediante le emissioni speciali; se così non fosse, si tornerebbe presto ad avere un sistema in cui parte dell'incremento desiderato della liquidità internazionale sarebbe nuovamente fornito dai paesi a valuta di riserva: proprio ciò che il nuovo sistema dovrebbe eliminare.

E' difficile immaginare che i paesi siano disposti a trasferire al Fondo le loro riserve valutarie, che possono essere usate liberamente e direttamente sul mercato e godono di un tasso d'interesse di mercato, in cambio di uno strumento, quale gli attuali DSP, che soffrono dei limiti indicati nel paragrafo I (8). Occorrerebbe quindi abolire le clausole relative alla «ricostituzione» e alla subordinazione dell'uso ad un disavanzo nella bilancia dei pagamenti, semplificare le procedure in vigore per l'uso dei DSP e permettere l'uso dei DSP al posto dell'oro in tutte le operazioni col Fondo (9). Inoltre, in un sistema imperniato sui DSP non avrebbero più senso gli attuali limiti d'accettazione. Soprattutto però occorrerebbe modificare sia i principi che regolano il pagamento e la riscossione degli interessi, sia il livello del tasso d'interesse.

(8) Il «congelamento» delle disponibilità ufficiali in dollari potrebbe in pratica essere soddisfatto mediante trattative bilaterali tra i paesi, che hanno le maggiori disponibilità in dollari, e gli Stati Uniti, i quali potrebbero, ad esempio, emettere obbligazioni a lungo termine non negoziabili espresse nella valuta del paese creditore o in DSP. In tali trattative, però, i singoli paesi otterrebbero condizioni meno favorevoli di quelle ottenibili agendo all'unisono. Ma, soprattutto, solo una percentuale ridotta degli attuali saldi in dollari verrebbe così consolidata, in quanto pochi paesi sarebbero disposti a cedere uno strumento di riserva liquido in cambio di titoli essenzialmente bloccati, il cui uso, tra l'altro, suonerebbe da campanello d'allarme per gli operatori. L'adozione di questo metodo comporterebbe quindi, quasi inevitabilmente, il permanere del dollaro come valuta di riserva, proprio ciò che si vorrebbe evitare in un nuovo sistema monetario. Si deve poi tener presente che eventuali misure di sostegno di questo tipo potrebbero addirittura portare ad una elevata domanda di riserve in dollari, così come accadde alla sterlina dopo gli accordi di Basilea del 1968.

(9) In particolare si dovrebbe consentire l'uso dei DSP al posto dell'oro nelle sottoscrizioni al Fondo.

Un modo semplice per rendere i DSP simili ai saldi valutari potrebbe essere trovato nella corresponsione da parte del Fondo di un interesse sui saldi in DSP con la creazione di nuovi DSP, analogamente, cioè, a quanto fanno attualmente i paesi a valuta di riserva. Il tasso d'interesse potrebbe essere inferiore a quello in vigore per le riserve valuarie se ci si attendesse, come sembra ragionevole presumere, un deprezzamento, nel tempo, del dollaro e della sterlina rispetto ai DSP; sarebbe, però, pur sempre necessario aumentare notevolmente l'attuale tasso dell'1,5%. Come il Polak ha sottolineato, il pagamento da parte del Fondo di un interesse relativamente elevato sulle disponibilità *lorde* di DSP di tutti i paesi comporterebbe una continua creazione aggiuntiva di DSP che non sempre risponderebbe al fabbisogno di liquidità internazionale. Se, ad esempio, 50 dei 70 miliardi di DSP in valute fossero convertiti in DSP e su di essi il Fondo corrispondesse un interesse del 5%, si avrebbe una creazione annua di 2,5 miliardi di DSP, pari ad oltre l'80% della emissione annua di DSP nel corso del primo periodo base (1970-72).

Sarebbe quindi assai difficile controllare adeguatamente la liquidità internazionale. In generale poi, a differenza di quanto avviene con l'attuale schema, non vi sarebbe molto spazio per distribuzioni annuali a tutti i paesi. Infatti potrebbe non esserci affatto bisogno di tali distribuzioni aggiuntive poiché una maggior flessibilità del sistema dei cambi potrebbe richiedere una creazione di liquidità minore di quella verificatasi durante il primo periodo base. Potrebbe però essere desiderabile che almeno i paesi emergenti ricevano sia interessi sulle loro riserve, sia incrementi annuali delle stesse mediante distribuzioni di DSP. In tal caso, poiché gli Stati Uniti e l'Inghilterra pagherebbero interessi sulle loro passività estere una volta che queste fossero trasferite al Fondo, si potrebbe pensare ad un sistema nel quale tali interessi fossero versati dal Fondo ad istituti quali la Banca Mondiale, compensando in tal modo i paesi emergenti, visti nella loro totalità, della mancata distribuzione di DSP. Un accordo del genere sarebbe probabilmente meno facile da raggiungere di quanto si possa pensare, perché ciascun paese emergente vorrebbe essere sicuro di non perdere e preferirebbe forse distribuzioni annuali di DSP a tutti i paesi.

In definitiva, un meccanismo col quale il Fondo versasse interessi di mercato sulle disponibilità di DSP sembra non solo assai difficile da attuare, ma forse anche poco adatto ad uno dei principali obiettivi

del nuovo sistema: il controllo della liquidità internazionale. Occorrerà quindi orientarsi verso un sistema del tipo suggerito dal Krause, nel quale gli interessi versati al Fondo dai paesi le cui valute sono state consolidate sarebbero utilizzati per corrispondere interessi sui DSP emessi a tale scopo. Le disponibilità di DSP verrebbero quindi teoricamente divise in due categorie: 1) i DSP simili a quelli oggi esistenti per quanto riguarda il meccanismo dell'interesse; 2) i DSP emessi dal Fondo nell'operazione di consolidamento sui quali il Fondo stesso verserebbe interessi in valuta (ottenuti dai paesi già a valuta di riserva). Se il tasso d'interesse fosse uguale per i due « tipi » di DSP, si avrebbe in pratica una sola categoria di DSP.

Supponiamo infatti che vi siano due paesi, l'Italia e la Germania ai quali il Fondo abbia distribuito rispettivamente DSP 100 e DSP 200, e dai quali il Fondo abbia acquistato disponibilità valutarie pari a DSP 150 e DSP 300: nella Tavola II si ha allora il totale *A*. Supponiamo poi che l'Italia abbia un disavanzo con la Germania e le trasferisca DSP 200; si ha il totale *B*.

TAVOLA II

	Italia		Germania	
	Attività	Passività	Attività	Passività
(Allocazione iniziale)	100	100	200	200
(Emissione speciale)	+ 150	—	+ 300	—
<i>Totale A</i>	250	100	500	200
(Trasferimento dall'Italia alla Germania)	- 200	—	+ 200	—
<i>Totale B</i>	50	100	700	200

Mentre nello schema attuale, come si è visto, la somma delle attività del Conto Diritti Speciali è sempre uguale alla somma delle passività, nel nuovo schema le due somme differiscono e la loro differenza è pari all'importo dei DSP emessi per consolidare le disponibilità valutarie. Nell'esempio, alla fine dell'anno il Conto DSP del Fondo dovrebbe riscuotere interessi dall'Italia pari a $50 \times i$ e pagare interessi alla Germania pari a $500 \times i$; dovrebbe quindi pagare al netto $450 \times i$, valore che corrisponde appunto agli interessi sui DSP emessi nell'operazione di consolidamento (DSP 150 all'Italia + DSP 300 alla Germania).

Il tasso d'interesse sui saldi valutari trasferiti al Fondo potrebbe essere determinato da una media storica, ad esempio dal tasso medio sui dollari e le sterline nel periodo 1960-1970, oppure dal tasso di mercato nell'anno precedente il computo degli interessi; questo secondo metodo sarebbe preferibile in quanto eviterebbe il sorgere delle distorsioni connaturate al primo metodo. Gli interessi così ottenuti verrebbero quindi utilizzati dal Fondo per remunerare i DSP creati per consolidare i saldi valutari.

Un unico tasso d'interesse sui DSP solleva il problema del tasso sulla posizione creditoria dei paesi nel Conto Generale del Fondo, tasso che è oggi dell'1,5%, pari cioè a quello vigente sui DSP; tale uguaglianza non è casuale, data la similarità tra i due strumenti. L'aumento del tasso d'interesse sulla posizione creditoria allo stesso livello del tasso dei nuovi DSP costringerebbe il Fondo ad un analogo aumento dei suoi tassi attivi (10), dei tassi cioè pagati dai paesi debitori, che sono generalmente i paesi emergenti, che meno facilmente potrebbero sostenere un onere aggiuntivo.

Resta infine il problema se i saldi valutari acquistati dal Fondo debbano essere ammortizzati, oppure debbano costituire un debito perpetuo dei paesi già a valuta di riserva nei confronti del Fondo. Naturalmente, non vi è differenza tra questi due metodi dal punto di vista strettamente finanziario: se il debito si ammortizza, i predetti paesi dovrebbero effettuare al Fondo dei versamenti annui (di DSP) più elevati, ma in compenso il debito verrebbe progressivamente estinto. Tuttavia, per molti paesi potrebbe essere politicamente difficile accettare il principio che i paesi le cui valute sono state consolidate abbiano un debito perpetuo nei confronti del Fondo. D'altra parte, sembra egualmente difficile che i paesi debitori accettino un rigido piano di ammortamento che preveda, ad esempio, una svalutazione delle loro monete qualora essi non siano in grado di far fronte ai ratei previsti. Si potrebbe forse trovare un accordo che preveda che, dopo un opportuno periodo di grazia nel quale soprattutto gli Stati Uniti potessero aumentare le proprie riserve, i paesi a valuta di riserva destinassero ad ammortamenti i DSP ricevuti dal Fondo nel corso di ogni periodo base.

L'ammortamento di tali debiti nei confronti del Fondo ridurrebbe naturalmente gli interessi attivi percepiti annualmente, mentre quelli passivi resterebbero invariati. Ciò non dovrebbe però sollevare

(10) Altrimenti il Fondo avrebbe un deficit di bilancio.

particolari difficoltà per molti anni, in quanto il Fondo potrebbe utilizzare i DSP ricevuti dai paesi le cui valute sono state consolidate per corrispondere interessi sui DSP emessi. L'eventuale riduzione di liquidità internazionale che si avrebbe in seguito all'ammortamento di tali debiti potrebbe poi essere facilmente compensata mediante maggiori emissioni di DSP. Qualora gli Stati Uniti dessero una garanzia in DSP sul loro debito verso il Fondo, il tasso d'interesse da essi corrisposto verrebbe molto probabilmente ridotto e sarebbe assai vicino a quello versato a sua volta dal Fondo sui DSP emessi per il consolidamento dei dollari. Se invece gli Stati Uniti non garantissero il valore del loro debito, una svalutazione del dollaro in termini di DSP ridurrebbe gli interessi (in termini di DSP) che essi verserebbero al Fondo; in tal caso, anche se il tasso passivo fosse minore di quello attivo, il Fondo potrebbe essere costretto ad utilizzare tutti o quasi gli interessi ottenuti dagli Stati Uniti per non ridurre gli interessi versati sui DSP emessi per il consolidamento dei dollari.

III. I DSP e le funzioni dell'oro

Alcuni autori (11) nel 1970 e molti altri nella scia della crisi dell'agosto 1971 hanno proposto che tutte le parità siano espresse in termini di DSP, vale a dire che i DSP prendano il ruolo dell'oro quale numerario del sistema monetario internazionale. È importante distinguere tra sistemi in cui il DSP è definito, oppure no, in termini di oro. Fintanto che il DSP ha un contenuto aureo fisso, un cambiamento nella parità del dollaro in termini di DSP comporta necessariamente anche una analogha variazione in termini d'oro. In tal caso, esprimere le parità in termini di DSP è semplicemente una operazione di « vetrina » per quanto politicamente utile. Se invece il DSP non avesse un contenuto aureo, vale a dire se il legame DSP-oro fosse eliminato, variazioni della parità del dollaro — e naturalmente delle altre valute — non implicherebbero una variazione nel prezzo in oro. Soltanto in caso di adozione del secondo sistema, il DSP prenderebbe effettivamente il posto dell'oro quale nuovo numerario del sistema. Ciò avrebbe due vantaggi. In primo luogo, i DSP verrebbero posti al centro del sistema, almeno nominalmente. In secondo luogo, la parità

(11) E. OZAKI, *From Dollar Standard to International Managed Currency System*, « Oriental Economist », marzo 1970; S. MARRIS, *The Bürgenstock Communiqué: a Critical Examination of the Case for Limited Flexibility of Exchange Rates*, Essays in International Finance, Princeton University, 1970.

del dollaro potrebbe essere mutata allorché la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti fosse in squilibrio fondamentale senza un simultaneo aumento del prezzo dell'oro, aumento spesso politicamente difficile. Nel tempo, ciò dovrebbe ulteriormente ridurre l'importanza dell'oro.

Un cambiamento più sostanziale del sistema si avrebbe qualora i paesi partecipanti fossero disposti a trasferire al Fondo il loro oro monetario contro una emissione speciale di DSP (12). Così come si è visto per il consolidamento delle valute estere, è difficile immaginare una tale operazione senza che le caratteristiche dei DSP siano rese molto più attraenti lungo le linee indicate in precedenza. Il consolidamento delle riserve auree presenta tre difficili problemi: il livello appropriato del tasso d'interesse, le fonti da cui il Fondo potrebbe procurarsi le risorse finanziarie per corrispondere interessi sui DSP emessi per acquistare l'oro monetario, e l'ancora smodato desiderio di molti paesi di possedere oro nelle proprie sacrestie (13).

Per quanto riguarda il primo problema, si potrebbe decidere di non corrispondere alcun interesse sui DSP emessi contro oro; ciò comporterebbe naturalmente l'esistenza di due tipi di DSP, uguali in tutto ad eccezione del tasso d'interesse. Con questa scelta il secondo problema non sussisterebbe più. Sembra però più ragionevole creare un sistema monetario con un unico DSP, poiché altrimenti, per evitare gli effetti della nota legge di Gresham, occorrerebbe introdurre nuovamente una serie di complesse norme per regolare l'uso dei due tipi di DSP. Inoltre, la possibilità di ottenere interessi anche sulle riserve auree costituirebbe un forte incentivo per molti paesi a cedere oro al Fondo contro DSP; i due strumenti avrebbero infatti la stessa garanzia di cambio e i DSP avrebbero l'ulteriore vantaggio di essere remunerati ad un tasso di mercato.

In tale caso, occorrerà reperire fondi per corrispondere l'interesse sui DSP emessi per acquistare i circa 36 miliardi (14) di oro oggi in possesso delle autorità monetarie; con un tasso del 5%, il Fondo dovrebbe versare la non indifferente cifra di DSP 1,8 miliardi annui.

(12) Mentre vi sono fondate ragioni per un consolidamento obbligatorio delle valute, il «consolidamento» dell'oro monetario potrebbe essere volontario; vale a dire, il Fondo potrebbe essere autorizzato a creare DSP per acquistare, al prezzo ufficiale, oro monetario a domanda di qualsiasi paese membro; l'oro uscirebbe quindi gradatamente e senza traumi dalle riserve monetarie.

(13) Non esisterebbe però il problema dell'ammortamento.

(14) Questa cifra include la Svizzera, che non è membro del Fondo, ma che si prevede lo diventerà nei prossimi anni.

Questo importo potrebbe essere procurato in vari modi. Si potrebbero utilizzare i ricavi delle eventuali vendite di oro nel mercato privato, per acquistare obbligazioni della Banca Mondiale (devolvendone gli interessi allo scopo suddetto), l'eventuale differenza tra gli interessi versati al Fondo dai paesi le cui valute sono state consolidate e quelli corrisposti sui DSP emessi a tale scopo (15), e, infine, emissioni speciali di DSP. Quest'ultima tecnica, se fosse usata da sola, sarebbe però soggetta alle stesse obiezioni già avanzate nel paragrafo precedente; se invece si creassero soltanto circa 500/1.000 milioni annui di DSP — con una pari riduzione dei DSP destinati ad aumentare la liquidità internazionale — non dovrebbero sorgere particolari difficoltà (16).

Una riduzione dei DSP stanziati annualmente implica naturalmente che parte del costo degli interessi sia suddivisa tra *tutti* i paesi in base alle rispettive quote nel Fondo (che regola a sua volta la distribuzione dei DSP stanziati annualmente). Se, come si vedrà, i DSP creati dal Fondo non dovessero più essere distribuiti ai paesi membri ma, per favorire i paesi emergenti, ad Istituti internazionali che finanziano lo sviluppo, non si potrebbe ovviamente procedere nel modo indicato. In tal caso si potrebbero forse «tassare» i paesi membri in proporzione ai DSP ricevuti cumulativamente dal Fondo (tenendo o meno conto delle emissioni speciali di DSP); ciò però incontrerebbe l'opposizione dei paesi emergenti, i cui averi in oro sono relativamente scarsi e che si troverebbero perciò a sovvenzionare il costo degli interessi sui DSP emessi per il consolidamento dell'oro dei paesi industrializzati. Tutto sommato, è quindi difficile che una parte degli interessi suddetti venga versata mediante apposite creazioni annue di DSP.

Per quanto riguarda il desiderio di molti paesi di possedere oro nelle proprie riserve, esso potrebbe essere soddisfatto permettendo ai singoli paesi di continuare a detenere l'oro sotto forma di depositi

(15) Se si consolidassero valute per un ammontare equivalente a 50 miliardi di DSP e se la differenza tra tassi attivi e tassi passivi del Fondo fosse dell'1%, si avrebbero a disposizione 500 milioni annui di DSP per pagare interessi sui DSP emessi contro oro; in proposito, è opportuno tener presente le considerazioni fatte alla fine del paragrafo II.

(16) Questi DSP verrebbero registrati soltanto nella colonna delle attività. Mentre nei prospetti relativi al consolidamento delle valute le passività totali in DSP sono pari alle attività totali in DSP (ma le attività totali in DSP e valute sono maggiori delle analoghe passività a causa degli interessi in valuta), nell'ipotesi del consolidamento dell'oro, invece, qualora il Fondo corrispondesse parte degli interessi in DSP creati appositamente, le attività totali in DSP sarebbero maggiori delle passività totali in DSP.

presso il Fondo, come del resto già avviene con le sottoscrizioni in oro al capitale del Fondo. Tuttavia, qualora i paesi partecipanti fossero disposti ad eliminare l'oro dalle riserve, l'oro potrebbe essere venduto, come ha suggerito il Krause, sul mercato di Londra, per il tramite del Fondo, il quale deterrebbe l'equivalente in valute del valore del metallo al prezzo ufficiale, mentre i profitti dell'operazione verrebbero trasferiti alla Banca Mondiale (17). Tale proposta, si è visto, presuppone che il Fondo mantenga tali importi valutari quale « copertura » dei DSP. Ma, come il Machlup ha dimostrato nel 1968, ciò non è affatto necessario se i DSP sono universalmente accettati dalle autorità monetarie in cambio di valute; la stessa nozione di copertura è quindi nient'altro che un venerabile mito che l'attuale schema ha già fortunatamente respinto (18). Il Fondo potrebbe quindi utilizzare *tutti* i proventi della vendita dell'oro per incrementare il modesto flusso degli aiuti ai paesi emergenti; sarebbe inoltre opportuno che tali fondi non affluissero tutti alla Banca Mondiale, ma anche alle varie banche di sviluppo regionale, quali l'*Asian Development Bank* e l'*Inter-American Development Bank*.

Va infine sottolineato che il consolidamento delle riserve auree rappresenta un problema spinoso, dato che il prezzo dell'oro sul mercato di Londra oggi supera di molto quello ufficiale. Qualora il prezzo sul mercato si mantenesse sugli attuali livelli, l'Accordo di Washington del marzo 1968, che istituì il doppio mercato dell'oro, finirebbe per essere sempre meno osservato. In mancanza di un accordo per il consolidamento dell'oro presso il Fondo, si potrebbe far sì che le predette vendite avvengano per il tramite del Fondo, il quale agirebbe così da agente delle Banche centrali, assicurando ordine al mercato; i ricavi dell'operazione verrebbero poi spartiti tra i vari Istituti in proporzione all'oro venduto.

Occorre in proposito tener presente che il Fondo possiede attualmente, nel Conto Generale, quasi 6 miliardi di DSP in oro (19) che provengono essenzialmente dalle sottoscrizioni in oro al capitale del Fondo. Anche se i paesi partecipanti non fossero oggi disposti a consolidare le proprie riserve auree, nulla vieterebbe al Conto Generale di « vendere » oro contro DSP al Conto Diritti Speciali (20). Quest'ul-

(17) L. KRAUSE, *op. cit.*

(18) F. MACHLUP, *Remaking the International Monetary System: the Rio Agreement and Beyond*, Johns Hopkins University, 1968.

(19) Ciò equivale a circa 4 volte la produzione annua del mondo.

(20) Non vi sarebbe alcun motivo di corrispondere alcun interesse su questi DSP.

timo Conto potrebbe, a sua volta, vendere l'oro sul mercato per riportarne il prezzo a un livello vicino a quello ufficiale, eliminando così un forte disincentivo al consolidamento delle riserve auree. I ricavi di tali vendite potrebbero essere utilizzati nei modi prima indicati (21).

IV. Conclusioni

In definitiva, da una riforma realizzata secondo le linee sopra accennate potrebbe sorgere un sistema profondamente diverso da quello creato solo pochi anni fa: le parità verrebbero definite in DSP; verrebbero eliminate tutte le limitazioni attuali all'uso dei DSP che li degradano come strumento monetario internazionale; il tasso d'interesse sarebbe di poco inferiore a quello di mercato; le riserve sarebbero costituite da saldi valutari (22) di importo relativamente ridotto, per gli interventi sui mercati dei cambi, da oro che, in termini sia assoluti sia relativi, tenderebbe a diminuire, da posizioni sul Fondo, che sono tradizionalmente una percentuale minima delle riserve totali, e da DSP che farebbero la parte del leone; l'aumento della liquidità internazionale verrebbe assicurato mediante periodiche emissioni di DSP.

In uno schema siffatto, gli unici svantaggiati potrebbero essere i paesi emergenti. Le loro riserve sono per quasi l'80% costituite da valute estere; consolidandole in DSP, essi riceverebbero un interesse minore, che sarebbe però in parte compensato dal probabile apprezzamento nel tempo dei DSP. Analogamente, dal consolidamento delle riserve auree essi sarebbero favoriti, dal punto di vista degli interessi, assai meno dei paesi industrializzati, che posseggono l'85% delle riserve auree del mondo. Indubbiamente, però, i paesi emergenti sarebbero danneggiati soprattutto dall'introduzione di tassi più elevati sull'uso sia dei DSP sia dei crediti del Fondo.

La riforma del sistema, tuttavia, potrebbe essere congegnata in modo tale che i paesi in via di sviluppo non solo ricevano una compensazione per i suddetti svantaggi, ma ne traggano forse anche un beneficio. Questo obiettivo potrebbe essere perseguito in vari modi:

(21) V. BARATTIERI, *The I.M.F. and the London Bullion Market: a Modest Proposal*, « Euromoney », luglio 1971.

(22) Occorrerebbe poi far sì che le autorità monetarie non mantengano tali disponibilità negli euromercati.

1) trasferendo parte dei ricavi delle vendite di oro sul mercato libero ad Istituti quali la Banca Mondiale; 2) assegnando i DSP creati per incrementare la liquidità internazionale non più a tutti i paesi membri, bensì ai suddetti Istituti (23); 3) investendo le riserve del Fondo, che ammontano oggi a circa DSP 800 milioni, in obbligazioni della Banca Mondiale; 4) destinando gli interessi ottenuti sui predetti investimenti alla riduzione dei tassi d'interesse sui prestiti del Fondo; 5) aumentando *relativamente* le quote dei paesi emergenti, che sono ora solo il 25% delle quote totali; 6) permettendo a questi paesi di prendere a prestito dal Fondo importi superiori all'attuale 200% della quota (24); e 7) espandendo notevolmente l'azione di sostegno dei prodotti primari recentemente intrapresa dal Fondo con il *Buffer Stock Arrangement* del 1969.

Un nuovo schema di DSP congegnato secondo le linee indicate sarebbe un importante passo verso un sistema monetario meglio rispondente ai mutamenti economici e politici intervenuti nei trenta anni che ci separano dalla Conferenza di Bretton Woods.

VITTORIO BARATTIERI

(23) Tocchiamo così il dibattito sul cosiddetto «link», sul quale, v. G. HABERLER, *Diritti speciali di prelievo e assistenza ai paesi sottosviluppati*, e R. TRIEFFIN, *L'uso dei «diritti speciali di prelievo» per scopi concordati dalla comunità internazionale*, in questa Rivista, marzo 1971.

(24) Cfr. A. KAFKA, *Flessibilità dei cambi, credito internazionale e paesi in via di sviluppo*, «Bancaria», dicembre 1971.