

20 febbraio 2023

Il Sole **24 ORE**

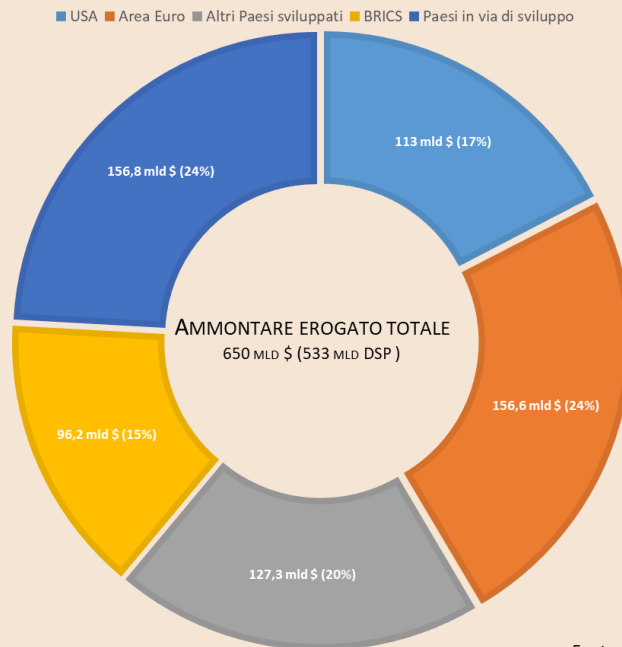
AIUTARE I PAESI DEBOLI TRAMITE I DIRITTI SPECIALI DI PRELIEVO: MOLTE CHIACCHIERE, POCHI FATTI

di Marcello Minenna

Il 23 agosto 2021 il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha erogato agli Stati membri 650 miliardi di \$ in Diritti Speciali di Prelievo (DSP), al fine di consentire una risposta più efficiente alla crisi pandemica soprattutto nelle economie deboli e meno attrezzate. Si è trattato della più grande operazione di distribuzione mai organizzata dal Fondo, che sostanzialmente ha triplicato (da 286 a 936 miliardi) l'ammontare in \$ di DSP a disposizione dei governi. La fetta più grossa è stata allocata alle grandi economie sviluppate, in base alla quota di partecipazione nel capitale del FMI (vedi Figura 1).

Figura 1

Distribuzione dei Diritti Speciali di Prelievo (DSP) da parte del Fondo Monetario Internazionale
Emissione del 23/08/2021



Nei mesi successivi, ci sono state continue dichiarazioni ufficiali da parte dei Paesi sviluppati sull'imminente cessione gratuita di una parte dei DSP ricevuti ai Paesi più in difficoltà. Ad inizio 2023, occorre però constatare come *de facto* nessun DSP sia stato donato. In compenso è cresciuto notevolmente il mercato delle cessioni volontarie di DSP a titolo oneroso (*Voluntary Transactions Agreements*, VTAs).

In altri termini, i paesi sviluppati hanno scambiato dollari ed altre valute in cambio dei DSP dei Paesi in via di sviluppo, accrescendo paradossalmente i propri *stock*.

Come vengono utilizzati i diritti speciali di prelievo: una radiografia

I DSP sono una valuta sintetica introdotta nel 1969 dal FMI per regolare le transazioni dei Paesi membri con il Fondo; l'idea di partenza era quella di rendere i DSP la valuta di riserva del nuovo sistema finanziario internazionale che stava prendendo forma nella fase conclusiva degli accordi di *Bretton Woods*.

Tuttavia il loro utilizzo nel tempo è stato assai differente rispetto ai progetti iniziali.

Il valore di un DSP è una media pesata derivata dalle quotazioni delle 5 valute *fiat* più diffuse sui mercati internazionali: Il Dollaro, l'Euro, lo Yen, la Sterlina britannica e il Renmimbi cinese.

Contabilmente i DSP si aggiungono alle riserve valutarie dei Paesi membri come un *asset* esterno e non comportano variazioni nei conti finanziari verso l'estero, in analogia con quanto accade ad esempio con un conferimento di oro estratto direttamente dalle miniere nazionali.

Allo stesso tempo un DSP non può essere speso direttamente sul mercato, ma deve essere obbligatoriamente convertito in valute *fiat* attraverso l'intermediazione del FMI sul mercato delle VTA. In termini semplici, un Paese effettua una richiesta di conversione presso il Dipartimento DSP del FMI, che la inoltra al resto dei Paesi membri. Più Paesi possono cooperare per soddisfare un'unica richiesta di vendita o di acquisizione, pertanto c'è disaccoppiamento tra il numero di transazioni di vendita ed acquisto.

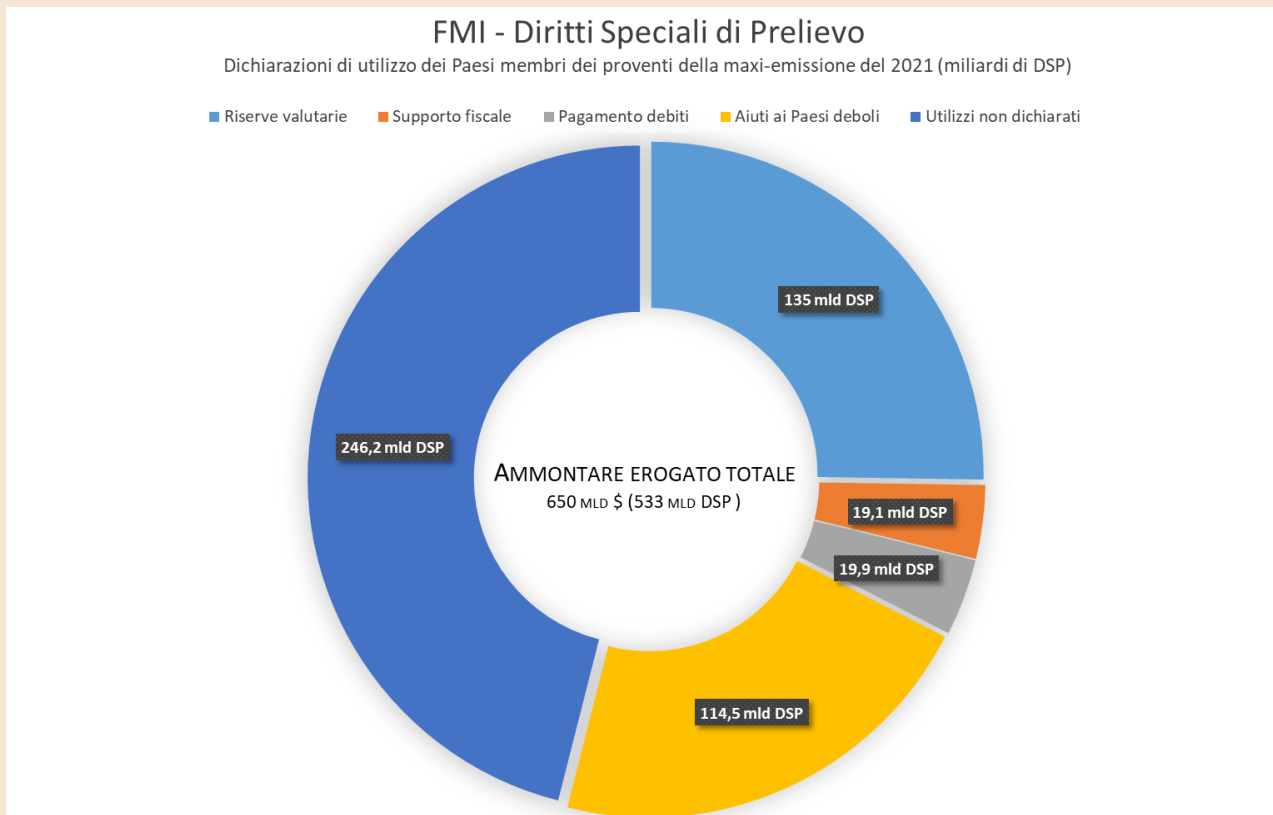
A quel punto, ottenuta la conversione, i proventi possono essere spesi liberamente, anche per finanziare l'acquisto di importazioni di beni essenziali: ad esempio, durante la fase acuta della pandemia erano essenziali vaccini, medicinali o altro materiale sanitario. Tuttavia è legittimo anche l'utilizzo per ripagare debiti con il FMI ed altri Paesi membri o per finanziare la spesa pubblica nazionale.

Visto il complicato sistema di conversione, non stupisce dunque come gran parte dei DSP non circoli e rimanga inattiva ad accrescere le riserve valutarie dei Paesi industrializzati. Secondo le ultime stime del Fondo, nonostante la crescita del mercato delle VTA, soltanto il 4% dei 650 miliardi erogati nel 2021 è stato mobilizzato.

Ad una recente ricognizione del FMI sulla destinazione d'uso (avvenuta o prevista, vedi Figura 2) dei DSP distribuiti, sul 46% delle somme allocate non

si registrano dichiarazioni d'intenti da parte dei governi (verosimilmente, i DSP saranno utilizzati come riserve). Anche per un ulteriore 25% si prevede esplicitamente il ruolo di riserve ufficiali, mentre solo il 6% degli *stock* dovrebbe essere impiegato per ripianare debiti, pagare importazioni o ampliare la spesa pubblica. Plausibilmente sono i Paesi più poveri che spendono effettivamente i DSP invece di tesaurizzarli.

Figura 2



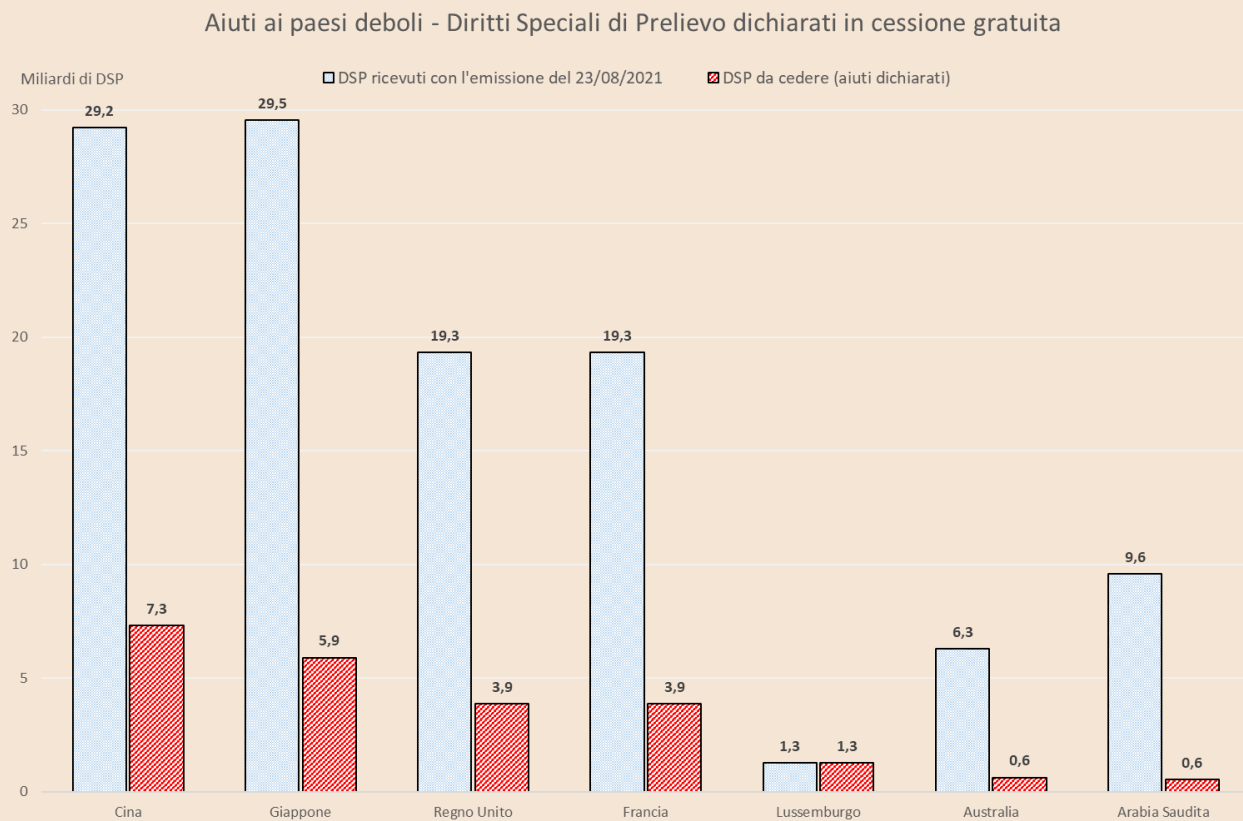
Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Notabilmente, secondo le dichiarazioni dei governi dei Paesi sviluppati, fino a 114 miliardi di DSP potrebbero essere ceduti a titolo gratuito ai Paesi poveri. Dato che ad oggi nessun trasferimento ufficiale ha avuto luogo, ha senso andare ad indagare meglio sulla reale disponibilità di questa liquidità.

Le promesse di cessione dei Paesi sviluppati: c'è realmente un tesoretto da 120 miliardi di dollari?

Mettendo insieme tutte le dichiarazioni ufficiali su future cessioni gratuite di DSP, il quadro che viene fuori è il seguente (vedi Figura 3). I principali Paesi donatori dovrebbero essere: Cina (previste donazioni per 7,3 miliardi di DSP), Giappone (5,9), Regno Unito (3,9) e Francia (3,9); grosso modo le cifre messe a disposizione sarebbero circa il 20% dei DSP ricevuti attraverso la maxi emissione dell'agosto 2021. Secondo stime ottimistiche, si potrebbero rastrellare 59 miliardi di DSP da donare, ma ad una ricognizione più realistica e conservativa, a mio avviso si potrebbe arrivare a non più di 25 miliardi.

Figura 3



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

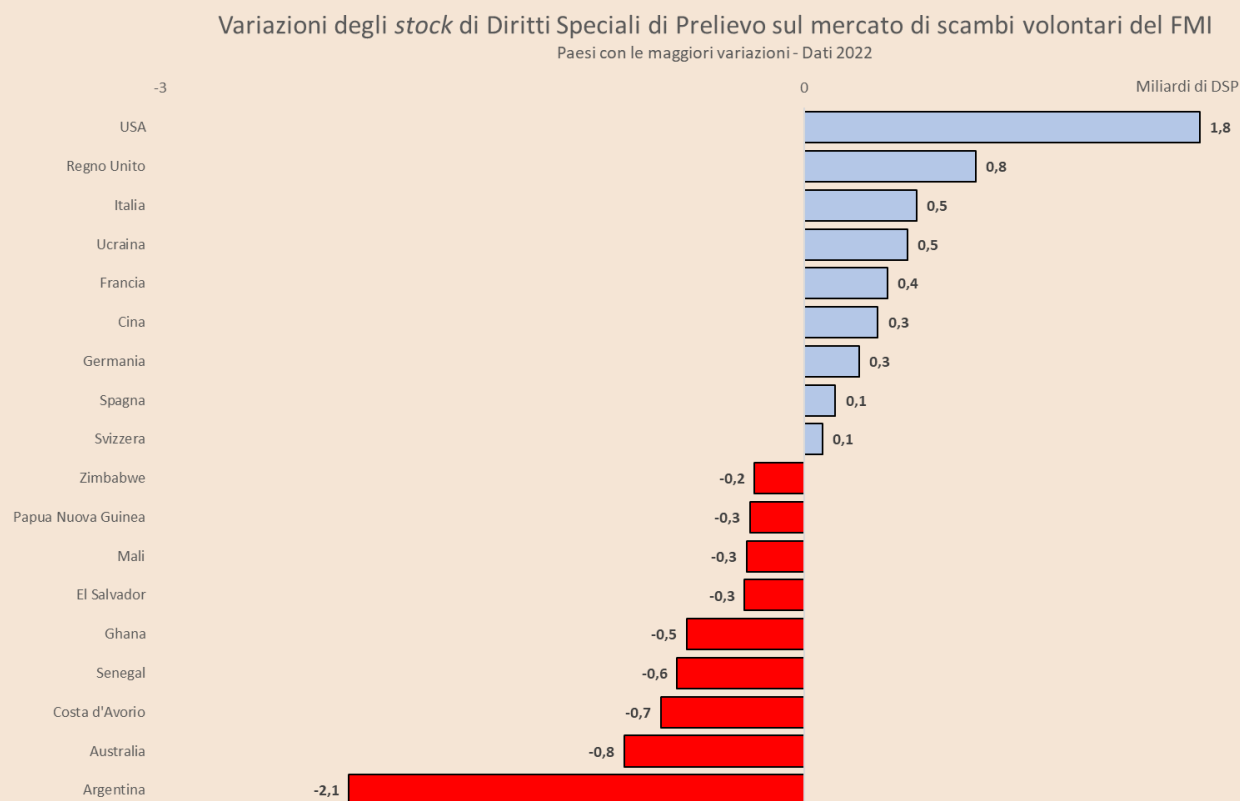
Gli USA detengono la più grande riserva di DSP del mondo (162 miliardi), ma ad oggi il Congresso non ha concesso l'autorizzazione a cessioni gratuite, anche se il tema è tornato di nuovo all'attenzione del legislatore.

I principali canali utilizzabili per le donazioni di DSP sono il Fondo per la riduzione della povertà e la crescita (*Poverty Reduction and Growth Facility*, PRGT) ed il Fondo per la resilienza e la sostenibilità (*Resilience and Sustainability Trust*, RST). Nonostante i gestori dei fondi abbiano ottenuto promesse da diversi governi (fino a 12,6 miliardi per il PRGT e addirittura 29 miliardi per il RST) e ci sia stato l'avvio di complessi processi burocratici, il trasferimento di risorse è lungi dallo sbloccarsi.

Cresce il mercato delle cessioni a titolo oneroso

Al di là dei proclami politici, chi aveva reale necessità di liquidità, ha convertito i propri DSP in valuta forte attraverso il mercato dei VTA e poi li ha spesi. Se andiamo a studiare le variazioni degli *stock* di DSP dei vari Paesi nel corso del 2022 (quindi dopo la maxi emissione), si ottiene il seguente quadro (vedi Figura 4).

Figura 4



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

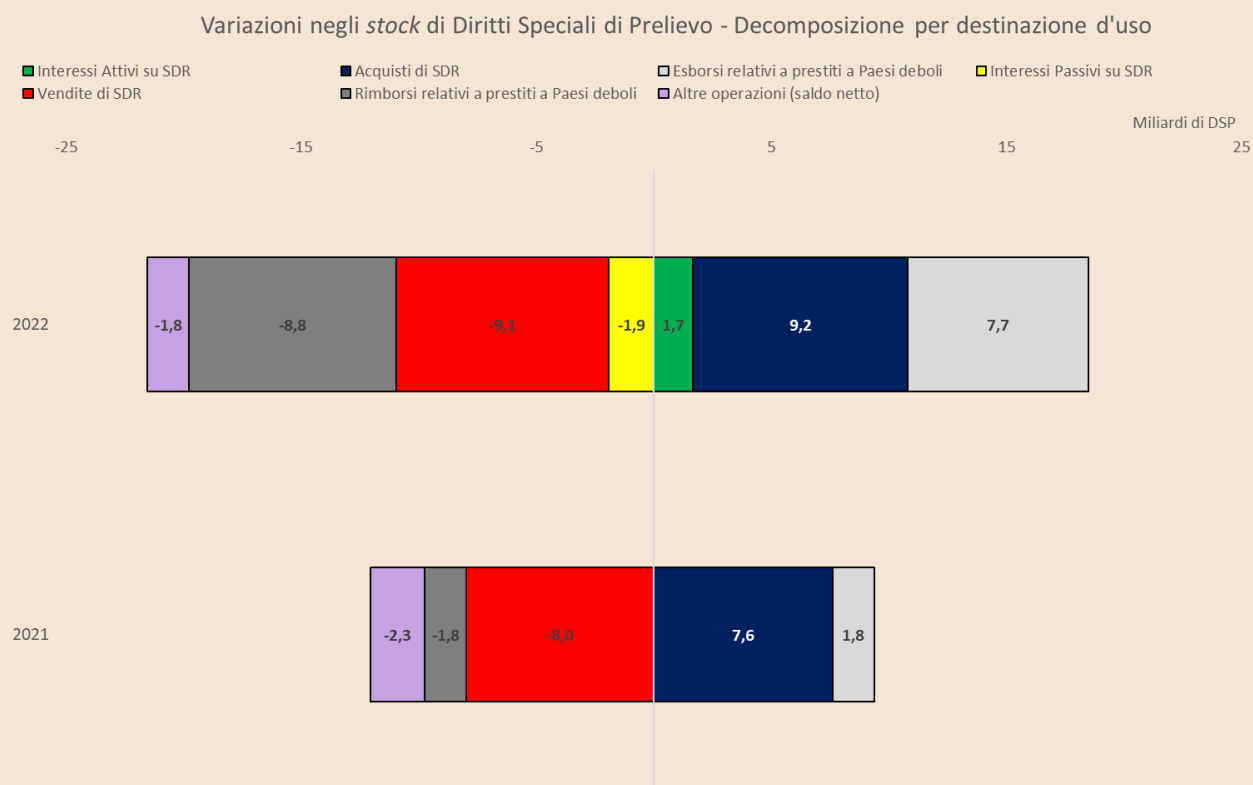
Tra i grandi accumulatori di DSP (barre azzurre), notiamo diversi Paesi occidentali e l'Ucraina, che è stata destinataria di diversi aiuti mirati a supporto dello sforzo bellico. Tra gli utilizzatori invece ci sono molti Paesi africani per importi di modesta entità, mentre spicca la variazione negativa dell'Argentina.

Ora, è importante considerare come una significativa quota di queste variazioni non è imputabile a vendite/acquisizioni. Nel 2022 solo il 44% delle variazioni positive ed il 38% delle variazioni negative degli *stock* di DSP è attribuibile a transazioni effettuate sul mercato dei VTA (barre rosse/blu in Figura 5). Il 37% è connesso ad erogazioni/rimborsi di prestiti nell'ambito dei programmi FMI di supporto ai Paesi deboli (barre grigie), mentre nel 2022 per la prima volta assumono rilievo i ricavi e le spese da interessi (barre gialle/verdi), che erano stati assenti in passato.

Il tasso di remunerazione delle giacenze di SDR è calcolato come una media pesata dei livelli dei tassi di interesse nei Paesi che costituiscono il paniere di composizione della valuta. Recentemente, a causa del ciclo globale di rialzo dei tassi di interesse, questo tasso è tornato intorno al 3% dopo un decennio passato intorno allo 0%.

Tuttavia, occorre considerare che durante i periodi precedenti caratterizzati da livelli elevati dei tassi di interesse, risultavano allocati *stock* di SDR ancora modesti. Ora è la prima volta nella storia del FMI che tassi di interesse in crescita si associano ad allocazioni significative di DSP e questo tende ad avvantaggiare la rendita di posizione dei grandi detentori (USA ed altri Paesi occidentali).

Figura 5

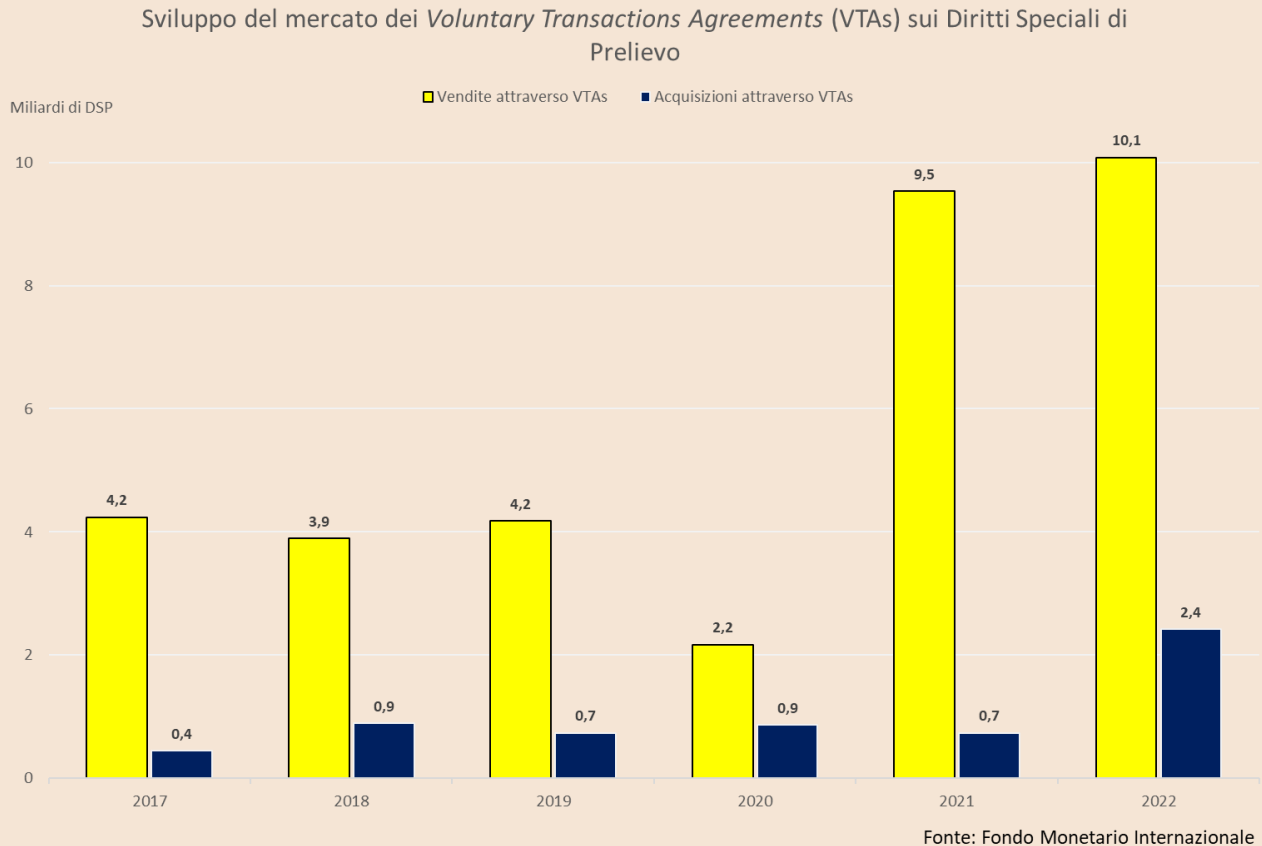


Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Mettendo insieme pezzi di informazioni sparsi, si può inferire come i grandi movimenti associati all'Argentina dipendano da rimborsi di prestiti al FMI, mentre i Paesi africani abbiano convertito i DSP per altre finalità, tra cui il finanziamento dei *deficit* commerciali e della spesa corrente.

Il mercato intermediato dal FMI dei VTA ha comunque conosciuto una notevole espansione a partire dal 2021 (Figura 6). Sono più che raddoppiati gli accordi di vendita, a fronte di una crescita più moderata di quelli di acquisizione; in pratica spesso un solo Paese (molto spesso gli USA) ha soddisfatto più richieste simultanee di vendita di modesti quantità di DSP da parte dei Paesi in via di sviluppo.

Figura 6



proposte alternative per mobilitzare le riserve di DSP: lo stato dell'arte

Nonostante i volumi scambiati in crescita, i DSP restano un *asset* di riserva che rimane nel 96% dei casi immobilizzato nei bilanci delle banche centrali. Ci sono diverse proposte in discussione da tempo per aumentare la circolazione dei DSP, che sfruttano il principio generale della cartolarizzazione: un ente sovranazionale con sicuro merito creditizio emette sul mercato obbligazionario globale dei titoli denominati in DSP, che mantengono il proprio *status* di *asset* di riserva ed allo stesso tempo acquisiscono proprietà di maggiore liquidabilità rispetto alle elaborate procedure del mercato VTA.

La Banca Africana di Sviluppo sta sviluppando da anni uno strumento di capitalizzazione ibrido garantito dai DSP per espandere la propria capacità di prestito.

Recentemente, alcuni economisti della *London School of Economics* hanno rilanciato questa tipologia di soluzione, suggerendo la Banca Mondiale come ente di riferimento per via della collaudata capacità di erogare prestiti finalizzati allo sviluppo, a lungo termine e di rilevante entità.

Il problema di questo genere di approccio è quello di dare per scontato il funzionamento regolare e senza attrito di un mercato per un nuovo strumento, muovendosi per analogia con quelli dei titoli governativi dei Paesi sviluppati. Non vengono considerati il problema di avere *market makers* di importante spessore e la necessità di trasformare la banca mondiale nel più grande emittente sovranazionale di obbligazioni, un cambiamento di finalità e capacità tecniche tutt'altro che scontato.

Insomma, su un tema così importante come l'espansione degli aiuti ai Paesi in via di sviluppo, restano molte chiacchiere, pochi fatti.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali