

Fondo Monetario e liquidità internazionale

Replica a O. L. Altman^(*)

Mi sia consentito confessare un certo imbarazzo per dover replicare all'eccellente articolo di O. L. Altman. La natura di una replica richiede che ci si concentri sui punti di disaccordo, e ciò è particolarmente spiacevole nel caso presente. Io ho molto imparato dall'articolo di O. L. Altman, come pure dai suoi precedenti scritti sull'argomento. Inoltre, non posso che sentirmi lusingato di una così completa analisi, sia pure critica, delle mie idee da parte di un così abile consulente del Fondo Monetario Internazionale. Tuttavia, mi sento deluso dal tono uniformemente negativo delle sue critiche e dall'assenza di una qualsiasi positiva e costruttiva soluzione alternativa alle proposte da me avanzate. Avrei accolto volentieri un più aperto riconoscimento dei problemi che ci stanno di fronte e uno sforzo per correggere, piuttosto che semplicemente respingere, i miei suggerimenti sul modo come risolverli. Tali correzioni sono certamente necessarie. Sarebbe invero un miracolo che un piano di uno studioso solitario, chiuso nella torre d'avorio della sua Università, potesse rivelarsi accettabile in pieno da esperti e uomini di stato di diverse dozzine di stati indipendenti. Anche nei miei momenti di più acceso ottimismo non ho mai sperato di più che di poter avviare e stimolare una vasta discussione sulle riforme necessarie per adattare ai moderni bisogni un sistema monetario internazionale ereditato da una lunga

(*) I due studi da me pubblicati nel 1959 in « Moneta e Credito » (*Il ritorno alla convertibilità: 1926-1931 e 1958-?*, n. 45, marzo 1959, pp. 3-39; *La convertibilità di domani. Fini e mezzi della politica monetaria internazionale*, n. 47, settembre 1959, pp. 295-367), studi successivamente raccolti nel volume *Gold and the Dollar Crisis* (Yale University Press, New Haven, nuova ed., 1961), sono stati oggetto di numerose discussioni. L'esame critico più ampio, cui rispondo con la presente « replica », mi è stato dedicato da O. L. ALTMAN, *Professor Triffin's Diagnosis of International Liquidity and Proposals for Expanding the Role of the I.M.F.* Le citazioni di paragrafi e pagine fatte nella mia « replica » si riferiscono al testo originario di O. L. Altman, pubblicato nei « Hearings » dell'8 dicembre 1960 del Joint Economic Committee of Congress, Washington, 1961, pp. 175-207.

serie di reazioni, non coordinate e spesso casuali, alle crisi del passato. Le negoziazioni internazionali, che presto si renderanno necessarie a tale scopo, trarrebbero molto maggior beneficio da una critica costruttiva e da proposte alternative che non dalla difesa passiva di ciò che ora esiste, ma che ovviamente non può durare.

I. Una diagnosi errata ?

La mia diagnosi del problema può essere espressa in pochi brevi punti:

1) Le attuali fonti di aumento delle riserve mondiali conferiscono una pericolosissima vulnerabilità al sistema monetario internazionale e alle valute-chiave sulle quali esso sempre più si basa. Le riserve monetarie dei paesi diversi dagli Stati Uniti e dal Regno Unito sono costituite da una proporzione decrescente di oro e da una proporzione crescente di valute estere, per lo più dollari e sterline. Questa ultima proporzione era salita dal 9% nel 1913 al 36% nel 1928, ma era precipitata di nuovo al 13% nel 1933, in occasione del primo crollo del *gold-exchange standard* (1). Ora è risalita a ben più del 50% delle riserve mondiali, ma ha gravemente minato la posizione di una delle valute-chiave — la sterlina — nei primi anni del dopoguerra, e quella dell'altra — il dollaro — oggi. La ripetizione di un crollo del *gold-exchange standard* come nel 1931 può ancora evitarsi, ma è diventata una seria possibilità, ormai discussa dalla stampa finanziaria di tutto il mondo.

2) Anche se gli Stati Uniti dovessero riequilibrare domani stesso la loro bilancia dei pagamenti, resterebbero oberati dal peso di un enorme debito flottante — 19,3 miliardi di dollari alla fine di agosto 1960, cioè circa il triplo dell'ammontare delle cosiddette riserve

(1) Mi sia permesso di obiettare, incidentalmente, all'implicazione di O. L. Altman che mi attribuisce l'opinione che il *gold-exchange standard* nel decennio 1920-1930 possa avere costituito « un fattore primario per la deflazione che ebbe inizio nel 1929 ». Io mi sono limitato a dire che esso « condusse... alla svalutazione della sterlina, al crollo del *gold-exchange standard* internazionale e al conseguente *aggravamento* della depressione mondiale » (*Gold & Dollar Crisis*, p. 9). Ciò, secondo me, è più che sufficiente per condannare il sistema, senza però incolparlo di altri misfatti ciclici, della crisi agricola mondiale e di altri peccati di commissione od omissione nelle politiche economiche del decennio 1920-1930.

In questo scritto mi asterrò da ulteriori commenti di questa specie, su divergenze di minore importanza o riguardanti dettagli, irrilevanti per il problema principale in discussione.

« libere » di oro — che costituirebbe un grave ostacolo per la libertà della loro politica monetaria in caso di depressione economica interna. La posizione della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è di solito misurata dalla somma delle perdite correnti di oro e dell'aumento dei saldi in dollari di pertinenza estera. Larghe conversioni in oro di saldi in dollari potrebbero lasciare gli Stati Uniti in equilibrio « complessivo » — le perdite di oro essendo compensate da parallele riduzioni dei debiti verso l'estero —, e tuttavia condurre il dollaro ad una grave crisi e costringere gli Stati Uniti a scegliere fra deflazione, svalutazione, embargo sull'oro, drastiche riduzioni degli aiuti all'estero o dei programmi di difesa militare, aumenti tariffari, altre restrizioni commerciali o valutarie, ecc., o fra varie possibili combinazioni di simili infelici « politiche ».

3) Trascurando tali catastrofiche — ma, speriamo, improbabili — eventualità, rimane il fatto che la restaurazione dell'equilibrio globale della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti esaurirebbe la fonte di gran lunga maggiore degli aumenti di liquidità corrente e di riserve monetarie per il resto del mondo. Il rapido e persistente aumento dei saldi ufficiali in dollari nell'ultimo decennio costituisce più del 50% dell'aumento delle riserve mondiali del periodo. Insieme alle perdite di oro degli Stati Uniti, esso ha fornito i due terzi all'aumento delle riserve dei paesi esteri nel decennio 1950-59 e oltre il 90% nel biennio 1958-59.

Non mi riesce di scoprire, nelle critiche di Altman alla mia diagnosi, alcuna valida confutazione, o almeno ponderata valutazione dei miei primi due argomenti. Essi sono in gran parte ignorati, oppure semplicemente trascurati. Il terzo non sembra ad Altman convincente, soprattutto perchè egli considera « nella migliore delle ipotesi... non provate » e « nella peggiore delle ipotesi... non corrette » le mie « conclusioni sulla serietà della deficienza di riserve... almeno nei prossimi cinque o dieci anni. Si potrà obiettare che dieci anni non sono molti e che il mondo dovrebbe prevedere gli sviluppi anche a scadenza molto più lontana. Ma, su questo, le opinioni possono divergere » (par. 66, pag. 33).

Argomentazioni più dettagliate su questo punto sono sparse in tutto lo scritto di Altman. Esse si riducono in sostanza all'osservazione che « l'idea di Triffin di un necessario tasso di aumento delle riserve è essenzialmente meccanica. È semplicemente insostenibile

che il fabbisogno di riserve possa essere ricavato aritmeticamente da una tabella che mette a raffronto riserve e volume del commercio internazionale » (par. 38, p. 17). Bisognerebbe tener conto della qualità e della distribuzione delle riserve, e delle politiche di ciascun paese in materia. Riserve nette possono essere importanti quanto le riserve lorde. In passato previsioni di insufficienza di riserve si sono spesso dimostrate erronee, ecc.

Io non ho obiezioni da muovere su nessuno di questi punti, ma — come disse Kennedy a Nixon — non mi riconosco nell'uomo di paglia che Altman desidera abbattere. Ho premesso a tutta la mia discussione sulla misurazione delle riserve e sulla valutazione della loro adeguatezza (v. « Moneta e Credito », cit., particolarmente pp. 20-22) argomentazioni assai simili a quelle di Altman. Ho anche esplicitamente « confessato » che la ragione per considerare « il rapporto tra riserve lorde e importazioni annue... come avvio, sia pur grossolano, di una valutazione di ciò che può essere un livello di riserve adeguato » era che questa impostazione era stata seguita — con simili qualificazioni — dal noto studio del 1958 del F.M.I., *International Reserves and Liquidity*, il cui principale autore, almeno così si dice, è proprio... O. L. Altman. Ho anche avvertito il lettore che « in fatto di "adeguatezza" di riserve i risultati che se ne ricavano sono certo troppo grezzi per individuare un preciso livello; si dimostreranno però più che sufficienti per indicare se le riserve attuali e future potranno facilitare, o ostacolare seriamente il regolare funzionamento di un sistema di convertibilità internazionale » (« Moneta e Credito », cit., p. 21).

Ho seguito esattamente, nel capitolo che valuta il fabbisogno di riserve per i prossimi dieci anni (« Moneta e Credito », cit., pp. 32-44), la stessa procedura adottata nello studio del Fondo. Mi sembrò tuttavia poco saggio escludere dal calcolo qualsiasi aumento di riserve per i paesi che ne posseggono di più, senza mettere in conto, d'altra parte, nessun aumento per almeno alcuni dei paesi più importanti che si trovano oggi con basse riserve, ma che hanno chiaramente mostrato di aver intenzione di ricostituirle. Mi sembrò anche poco prudente accettare, come base per le ottimistiche previsioni del Fondo sul fabbisogno di riserve, un tasso futuro di sviluppo commisurato alle passate medie di sviluppo « normali » in periodi di pace, dato che queste sono diluite « con gli eccezionalmente bassi, ed anzi prevalentemente *negativi*, tassi di sviluppo dei

periodi bellici e della grande depressione del 1930. Ma la determinazione di un adeguato livello di riserve per il futuro, basata sul presupposto di una terza guerra mondiale o di un'altra prolungata crisi economica generale, non è un criterio d'orientamento incoraggiante per la politica economica» (« Moneta e Credito », cit., pp. 32-33).

Sono sorpreso di non trovare alcuna risposta a questi due dubbi che sollevai contro i calcoli del Fondo, mentre vengo così diffusamente criticato per averli invece seguiti fedelmente allo scopo di svilupparli e valutarne le implicazioni.

Mi si permetta perciò di chiarire — se ce n'è bisogno — la mia posizione riguardo al problema del fabbisogno di riserve. Io non pretendo, e non ho mai preteso che « il livello delle riserve nel 1957 e nel 1958, gli anni usati da Triffin quali basi per il calcolo delle riserve, rappresentasse il minimo delle riserve necessarie al mondo non comunista, e che in futuro queste riserve debbano crescere con lo stesso ritmo del commercio mondiale » (Altman, par. 38, p. 17). Dissi solo che « non vi è dubbio che il livello medio del 35% registrato nel 1957 per l'insieme di tutti i paesi, esclusi Stati Uniti e Regno Unito, rappresenti il minimo di ogni ragionevole valutazione dei fabbisogni mondiali di liquidità, e che ogni ulteriore caduta di questo livello renderebbe molto difficile a numerosi paesi-chiave di applicare con fermezza quelle politiche di convertibilità che sarebbero desiderosi di perseguire » (« Moneta e Credito », cit., p. 31).

Altman sottolinea il soddisfacente aumento delle riserve mondiali di oro e *valute estere* dal 1956 in poi, come smentita della mia previsione che il *solo oro* non sarebbe sufficiente a soddisfare l'atteso aumento del fabbisogno di riserve dopo il 1957, in un'economia mondiale in espansione. Senonchè le sue cifre (p. 21) indicano solo che l'espansione dello stock mondiale di oro monetario durante questo periodo — 2,1 milioni di dollari — ha avuto una parte secondaria nel rapidissimo, ed invero più che adeguato, aumento delle riserve monetarie fuori dagli Stati Uniti. Queste sono cresciute di oltre il 12%, nonostante versamenti eccezionali al F.M.I. — per rimborso di precedenti prestiti e per sottoscrizioni all'aumento di capitale del Fondo stesso —, sostanziose vendite di divise a banche commerciali e l'esclusione dal calcolo delle riserve alla fine del periodo di notevoli crediti prima esistenti nell'ambito U.E.P.

— circa 1,3 miliardi di dollari — e inclusi nel calcolo delle riserve nel 1956. Le riserve fuori degli Stati Uniti hanno progredito invero ad un ritmo assai soddisfacente, nel periodo in esame, ma ciò è dipeso assai meno dalla produzione di oro che non dalle enormi variazioni della posizione netta delle riserve americane. Le perdite di oro degli Stati Uniti e l'aumento dei loro debiti a breve verso

FONTI DI PROVENIENZA DEGLI AUMENTI DELLE RISERVE MONDIALI
NEL PERIODO 1914-1959

	Aumento totale (1)	Da oro di provenienza occidentale (2)	Da altre fonti				
			Totale	ritiro di monete dalla circolazione	svalutazione del dollaro	vendite di oro russo	valute straniere
A) In miliardi di dollari.							
1914-1928	8,5	3,2	5,3	2,5	—	(4)	2,8
1929-1933	7,2	0,9	6,4	0,8	7,9 (3)	(4)	- 2,3
1934-1938	7,5	6,8	0,7	—	—	- 0,1	0,8
1939-1949	19,1	8,7	10,4	—	—	0,3	10,1
1949-1959	12,8	4,1	8,2	—	—	1,1	7,5
1914-1959	55,1	23,7	31,4	3,3	7,9	1,3	18,9
B) In percentuale.							
1914-1928	100	38	62	30	—	(4)	32
1929-1933	100	12	88	10	109 (3)	(4)	- 31
1934-1938	100	90	10	—	—	- 1	11
1939-1949	100	46	54	—	—	1	53
1949-1959	100	33	67	—	—	9	59
1914-1959	100	43	57	6	14	1	34

(1) Esclusi tutti i paesi del blocco sovietico e gli averi in valuta del Fondo Monetario Internazionale.

(2) Produzione corrente di oro in Occidente, *meno* vendite nette al settore privato, oppure *più* acquisti netti dal settore privato. Forti riacquisti netti dal settore privato (calcolati in 1,7 miliardi di dollari nel periodo 1934-1937) seguirono le svalutazioni della sterlina e del dollaro, in aperto contrasto con la consueta prassi di assorbimento netto di oro da parte di privati per tesoreggiamento e altri usi.

(3) Calcolati in base alla parità ufficiale di cambio del febbraio 1934, dopo la sospensione dei pagamenti in oro ed il deprezzamento di fatto del dollaro nel 1933.

(4) Fino a tutto il 1933, comprese nell'oro di provenienza occidentale.

Fonti: Questi valori devono essere considerati solo come stime di larga massima — specialmente per i primi anni indicati nella tabella — calcolate in base a varie pubblicazioni del F.M.I. e della Riserva Federale.

l'estero hanno contribuito per più di 3,6 miliardi di dollari all'aumento delle riserve degli altri paesi, anche se con un ritmo non costante: *meno* 0,9 miliardi nel 1957, *più* 3,0 miliardi nel 1958 e *più* 1,6 miliardi nel 1959.

Qui emerge chiaro, in verità, il principale errore della critica di Altman al mio argomentare sul futuro fabbisogno di riserve. Egli mi mette sotto accusa per ciò che egli stesso fa, cioè per il fatto di ignorare la struttura e la distribuzione delle riserve mondiali nel discutere sul loro livello complessivo. Il mio argomentare, tuttavia, era essenzialmente diretto a sottolineare l'inadeguatezza della sola produzione di *oro* come fonte d'aumento delle riserve. Non ho mai negato la possibilità di mantenere le riserve ad un livello adeguato, fintantochè gli Stati Uniti potranno permettersi disavanzi nei pagamenti con l'estero dell'ordine di 3-4 miliardi di dollari l'anno, come è avvenuto dalla fine del 1957 in poi, e finchè i paesi esteri continueranno ad accettare debiti in dollari al posto di *oro*, a saldo di gran parte di questi disavanzi. Tuttavia, sarebbe assurdo ritenere che ipotesi di tal fatta possano costituire una base sicura e funzionale per far fronte indefinitamente ai futuri maggiori fabbisogni di riserve mondiali. Altman sembra pensare ad una possibilità del genere, « almeno per i prossimi cinque o dieci anni » (par. 66, p. 33). Su questo punto pure — per usare le sue parole — confido che « le opinioni differiscano ».

Nota infine, per chiudere questa discussione, che il problema non è nuovo, ma anzi molto vecchio. L'oro ha da lungo tempo cessato di contribuire in maniera determinante all'aumento annuo delle riserve monetarie mondiali. La nuova produzione di oro ha concorso con meno del 40% a tale aumento nel periodo 1914-28, contro più del 60% dovuto al ritiro dalla circolazione di monete d'oro e al rapido aumento di riserve in dollari, e soprattutto, in quel tempo, in sterline. La rivalutazione dell'oro fornì più del 100% dell'aumento delle riserve, misurate in dollari, nel periodo 1929-33, ma il collasso del gold exchange standard *estinse* in pari tempo la maggior parte delle risorse in dollari e sterline, che furono precipitosamente convertite in oro dai loro detentori. L'aumento senza precedenti dei saldi in sterline fu ancora una volta il maggior fattore di incremento delle riserve mondiali durante la seconda guerra mondiale, ma a prezzo della inconvertibilità e della svalutazione della sterlina stessa. Negli ultimi dieci anni la produzione d'oro

nel mondo occidentale ha fornito poco più di un terzo dell'aumento delle riserve, più della metà essendo derivato dal continuo sviluppo dei saldi in dollari e una parte minore, ma crescente — salita a poco meno del 40% negli ultimi tre anni — dalle vendite russe di oro sui mercati occidentali.

Le mie proposte per risolvere il problema potranno essere suscettibili di gravi obiezioni, ma nessuno può seriamente ritenere preferibile il sistema attuale, secondo il quale gli incrementi annui delle riserve dipendono così gravemente:

1) dalle alee dell'industria mineraria di un paese la cui vita economica può essere paralizzata da un momento all'altro dall'incombente esplosione di lotte razziali;

2) dalla politica del Sig. Kruschev per quanto riguarda le vendite russe di oro all'occidente;

3) dalla perpetuazione del disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e dalla continuata accettazione di crediti in dollari da parte degli altri paesi.

Esaminiamo ora le obiezioni di Altman alle mie proposte di riforma degli statuti del F.M.I.

II. Una prescrizione controversa?

Le mie raccomandazioni per una radicale riforma del sistema monetario mondiale sono destinate ad essere « controverse ». Sono pienamente d'accordo su questo punto con Altman e spero di beneficiare della polemica così brillantemente aperta, che egli — e altri — spero vorranno continuare ed approfondire come contributo ad una futura revisione dello Statuto del F.M.I.

Come già si è visto, nella sua prima obiezione Altman mi attribuisce a volte — o pensa che i lettori mi attribuiranno — una proposta di tipica marca « scuola di Chicago », per un aumento « meccanico » delle riserve ad un tasso annuo fisso, e « quasi ovvio » del 3%. Egli critica con ragione tale concetto, e riconosce altrove che io non l'ho mai sostenuto. Anzi, deplora la mia ripugnanza « a definire una politica per il F.M.I., e tanto meno a stabilire guide specifiche di prassi operativa » (par. 46, p. 23). Ciò tuttavia non gli impedisce di continuare a battere sul carattere « meccanico »

delle mie proposte e di concludere che « un più vasto F.M.I., avente la responsabilità, secondo le proposte di Triffin, di mantenere un adeguato livello di liquidità internazionale, verrebbe messo nella posizione di tentare di fare sul piano internazionale ciò che nessuna banca centrale si è mostrata disposta a tentare sul piano nazionale » (par. 52, pag. 26).

Certamente, nessuna banca centrale ha ancora accettato la proposta del Prof. Friedman di assicurare un costante aumento di mezzi di pagamento al tasso annuo del 3-4%, qualsiasi cosa accada. Ma per mezzo secolo almeno gli sforzi di tutte le banche centrali sono stati volti allo scopo di mantenere il volume dei mezzi di pagamento al livello più adatto per il raggiungimento di un elevato, ma non inflazionistico, tasso di sviluppo economico. Esse non hanno mai esitato a ricorrere alle cosiddette politiche di sterilizzazione, neutralizzazione e compensazione, per isolare le loro economie da non desiderati contraccolpi che sarebbero stati di ostacolo al raggiungimento di quell'obiettivo. Nè, certo, avrebbero mai abbandonato, volontariamente, la regolazione effettiva della circolazione monetaria ad eventi casuali paragonabili a quelli ricordati avanti (a pag. 203), e dai quali invece dipende ora la regolazione delle riserve monetarie internazionali. Ciò detto, sono d'accordo con Altman che i compiti di un « potenziato » F.M.I. non possono essere stabiliti a priori con formule automatiche o meccaniche e che le autorità del Fondo dovranno « tener presente una combinazione di criteri » e giudicare ed operare sempre con flessibilità per fronteggiare gli imprevedibili problemi futuri.

In secondo luogo, Altman teme che le mie proposte potrebbero ostacolare la grossolana, ma benefica disciplina dei movimenti d'oro (par. 28, pag. 13); senonchè trova anche da obiettare, poche pagine dopo (par. 33, pag. 16), al fatto che « lo sviluppo del F.M.I. secondo le linee suggerite da Triffin non eliminerebbe per se stesso i rischi di pressione sul dollaro e di perdite di oro da parte degli Stati Uniti ».

Sono un po' imbarazzato a dover rispondere contemporaneamente a queste due osservazioni. In breve, le mie proposte non indebolirebbero punto la disciplina dei movimenti di oro, ma al contrario ridurrebbero le distorsioni temporali di tali movimenti, risultanti dall'attuale funzionamento del gold exchange standard, anzichè del gold standard puro. È un fatto che l'accumularsi di saldi in cosiddette valute-chiave pospone, in regime di gold exchange standard, i movimenti di oro che altrimenti accompagnerebbero

immediatamente gli sbilanci dei pagamenti. Esso perciò facilita, o addirittura stimola, la continuazione di tali sbilanci, ma a costo di un indebolimento delle riserve nette dei paesi a valuta-chiave, che rimangono così esposti al pericolo di improvvisi e massicci ritiri di fondi in momenti successivi. Nonostante le loro enormi riserve di oro, gli stessi Stati Uniti non avrebbero potuto accumulare un disavanzo globale di più di 15 miliardi di dollari nel decennio 1950-1959, se la « disciplina dei deflussi d'oro » non fosse stata notevolmente indebolita dall'accettazione da parte dei paesi terzi di oltre \$ 11 miliardi in saldi in dollari, di cui più di 6 per riserve monetarie ufficiali. E il futuro del dollaro non sarebbe oggi minacciato dall'esistenza di più di 19 miliardi di dollari di debiti a breve termine verso l'estero, legalmente convertibili, direttamente o indirettamente, in oro.

Eliminando l'accumulazione di valute *nazionali* in funzione di riserve *internazionali*, le mie proposte tenderebbero a restaurare; almeno in parte, la normale disciplina dei movimenti aurei. Esse tuttavia non eliminerebbero automaticamente l'indebolimento e la distorsione di tale disciplina, per la parte risultante dai movimenti di capitali *privati* a breve termine. Questo rimarrebbe un problema da affrontare ad opera delle autorità monetarie di ciascun paese, ma che tuttavia troverebbe il nuovo F.M.I. in una situazione assai più forte per contribuire a risolverlo attraverso la sua politica di prestiti ed investimenti.

Altman sottolinea alcuni svantaggi che il nuovo sistema potrebbe comportare per i paesi a valuta-chiave, ossia per Stati Uniti e Regno Unito. I quali potrebbero, per esempio, essere chiamati ad effettuare versamenti a titolo di ammortamento dei saldi in dollari e sterline trasferiti al nuovo Fondo dai loro attuali possessori, sebbene solo — secondo le mie proposte — se e quando ciò si dimostri utile all'attuazione dei compiti e delle politiche del Fondo e ad un ritmo massimo del 5% l'anno. Ma può questo considerarsi uno svantaggio, a confronto di una situazione in cui gli attuali possessori possono liberamente convertire in oro, in qualsiasi momento, la *totalità* dei loro saldi in queste valute? Altman cita, al riguardo, la mia aspettativa che il Fondo potrebbe, nei primi anni di funzionamento del nuovo sistema, destinare una parte delle sue accresciute risorse ad ulteriori investimenti in dollari e sterline, così « rendendo più dolce il superamento del presente sistema, in cui la liquidità internazionale dipende sempre più da un continuo aumento dei saldi in parola ».

Egli rigetta con parole vivaci, quanto misteriose, il mio suggerimento, osservando che « solo un lettore di tipo eccezionale vorrebbe condividere una tale aspettativa » (par. 49, nota 2, pag. 25).

Altman trova anche da obiettare alla garanzia di cambio che verrebbe automaticamente accordata, in base agli statuti del Fondo, ai depositi dei suoi membri e ai suoi investimenti in dollari e sterline. Eppure, è questa una procedura da lungo tempo accettata in tutte le transazioni del Fondo, ivi inclusi, incidentalmente, gli 800 milioni di dollari da esso investiti in cambiali del Tesoro americano, per le quali il Fondo potrà riacquistare dal Tesoro degli Stati Uniti la stessa quantità di oro alla scadenza dell'investimento. La procedura era stata anche accettata dall'U.E.P., e sembra invero molto più ragionevole di un sistema secondo il quale il valore di tali crediti può essere arbitrariamente decurtato dal debitore, mediante la svalutazione.

Altman ritiene inoltre (par. 29, pag. 14) che il mio piano segnerebbe la fine dell'area della sterlina. Nemmeno gli stessi inglesi (2) hanno mai dato una tale interpretazione al mio piano, ed io penso — citando Altman fuori contesto — che « solo un lettore di tipo eccezionale vorrebbe condividere una tale aspettativa ». Dopo tutto, ho dedicato 24 pagine del mio studio (« Moneta e Credito », cit., pp. 340-364) a sostenere che « la gestione di un sistema mondiale di clearing, e particolarmente l'investimento delle larghe disponibilità derivanti dal suo funzionamento, presenterà enormi difficoltà politiche e burocratiche, che possono essere meglio superate attraverso qualche forma di decentramento dei poteri di decisione del Fondo » (« Moneta e Credito », cit., p. 348); e ho quindi citato come esempi di tale desiderabile decentramento la costituzione di una Unione di compensazione europea e di un Fondo di riserva della comunità europea. I suggerimenti da me proposti in materia potrebbero essere applicati ad altre organizzazioni regionali, inclusa l'area della sterlina, purchè non comportino alcun indebolimento dei più ampi impegni di convertibilità e cooperazione internazionale dei loro membri, ma mirino al contrario a renderli più solidi attraverso ulteriori misure di integrazione ed armonizzazione che riducano il pericolo di politiche nazionali contrastanti.

(2) Si vedano per esempio i commenti del Prof. BRIAN TEW in *International Monetary Cooperation*, 1945-60 (V edizione, Londra, 1960), p. 183.

Una più valida obiezione di Altman riguarda la composizione delle attività del Fondo. L'espansione dei prestiti e degli investimenti del Fondo dovrebbe normalmente supporre diretta soprattutto verso i paesi sottosviluppati, ed io infatti ho suggerito proprio una tale linea di condotta. Conscio tuttavia che prestiti diretti di tale natura sarebbero tabù per le banche centrali più conservatrici, ho suggerito che gli investimenti a medio o lungo termine per lo sviluppo economico fossero finanziati indirettamente « attraverso acquisti di obbligazioni BIRS o di altri titoli simili » (« Moneta e Credito », cit., p. 337). I sempre maggiori investimenti in obbligazioni BIRS effettuati recentemente da una delle più ortodosse banche centrali — la Deutsche Bundesbank — dovrebbero contribuire a rendere questa « radicale proposta » più « rispettabile » di quanto altrimenti non sarebbe.

Tuttavia, ciò potrà non essere sufficiente a vincere le obiezioni di Altman e i vari tabù ancora prevalenti in taluni circoli sulla natura degli impieghi adatti ad istituzioni monetarie. Gli investimenti del Fondo potrebbero perciò essere diretti, per esempio, in maggior misura verso piazze finanziarie di più antiche tradizioni, come Francoforte, Amsterdam, Parigi, ecc. e — nonostante la sopracitata (pag. 206) osservazione di Altman — Londra e New York. Ciò rafforzerebbe la capacità e la disposizione di quelle piazze a finanziare direttamente lo sviluppo dei paesi oltremare. Tecnicamente, è vero, le esporrebbe anche all'accusa di rendersi illiquide « indebitandosi a breve e prestando a lungo ». Senonchè, esse hanno fatto, tradizionalmente, esattamente questo nel passato. D'altra parte, il loro indebitamento verso il Fondo le renderebbe meno vulnerabili, di quanto non siano adesso, ad improvvisi ritiri, di carattere speculativo, dei fondi investiti sui loro mercati. Le ampie risorse derivanti al Fondo dai depositi minimi obbligatori dei suoi membri possono solo aumentare nel tempo, con l'aumento delle riserve dei membri, e non vi sarebbe perciò ragione o occasione che potesse spingere il Fondo a improvvise e massicce liquidazioni dei suoi investimenti sui mercati dei paesi membri.

La certezza assoluta a questo riguardo presupporrebbe tuttavia la piena applicazione delle mie proposte sui depositi minimi obbligatori, compresi, in caso di necessità, ulteriori aumenti dei minimi di riserva nella misura necessaria per garantire la piena convertibilità dei depositi dei membri in qualsivoglia valuta di cui essi avessero bisogno per effettuare pagamenti internazionali. Altman insiste sulle

obiezioni che potrebbero essere sollevate contro tali proposte, ma evita di mettere in luce che i nuovi obblighi dei membri a questo riguardo — più che integrare — sostituirebbero le loro attuali sottoscrizioni al capitale del Fondo e le future sottoscrizioni per aumenti di capitale. Nella mia testimonianza dinanzi al Joint Economic Committee (vedi a pag. 13 di *Gold and The Dollar Crisis*) ho messo in evidenza che una tale sostituzione si tradurrebbe, nel caso degli Stati Uniti, in un *aumento* delle riserve monetarie lorde, e nel consolidamento di una grossa porzione del debito estero fluttuante, di cui potrebbe essere chiesta in qualsiasi momento la conversione in oro.

Ultimo punto, ma non meno importante, Altman sembra confondere « convertibilità » con « convertibilità in oro » (par. 12, pag. 6; par. 25, pag. 11; e specialmente par. 50, pag. 26). I depositi presso il Fondo potrebbero essere usati in qualsiasi momento — almeno insieme con le riserve auree dei membri — per effettuare pagamenti in qualsiasi parte del mondo. Il fatto che un certo deposito minimo deve essere mantenuto presso il Fondo, e non può essere ritirato in specie aurea, non rende tali depositi inconvertibili nel senso normalmente attribuito alla parola. Lo stato giuridico di tali depositi potrebbe essere paragonato a quello delle riserve legali che le banche americane e di altri paesi devono tenere presso le Banche centrali e che non possono essere ritirate senza contravvenire all'obbligo dei depositi minimi. E chiamerebbe Altman « inconvertibili » i saldi in sterline, che sono liberamente utilizzabili per pagamenti in qualsiasi altra valuta convertibile, compreso il dollaro, solo perchè non possono essere convertiti in oro presso la Banca d'Inghilterra? Egli è libero naturalmente di farlo, ma in tal caso egli e i suoi colleghi del Fondo dovrebbero smettere di parlare dell'enorme progresso realizzato nel 1958 con la restaurazione della « convertibilità » in molti paesi.

III. Le proposte alternative di Altman.

Nonostante il suo fondamentale disaccordo sulla mia « diagnosi » dell'attuale e futuro problema monetario internazionale, Altman concede che qualcosa si dovrà fare per « facilitare l'ulteriore espansione e la stabilità della struttura delle riserve internazionali » (par. 67, pag. 33). Egli tuttavia non offre molti lumi su che cosa

si dovrà fare, limitandosi ad accennare che l'attuale « F.M.I. con le sue ampliate risorse e il suo sperimentato modo di operare » sarà pari al compito, sebbene conceda, in un altro passaggio (par. 17, nota 1, pag. 17), che « può essere prudente, come ha suggerito E. M. Bernstein, prendere accordi per assicurarsi la concessione di prestiti prima che ne nasca il bisogno ».

Le principali ragioni per cui considero queste proposte assolutamente inadeguate a fronteggiare i problemi di domani dovrebbero a questo punto essere chiare al lettore, e sono state discusse a lungo nei precedenti scritti citati da Altman. Mi limiterò perciò qui a pochi punti di carattere più tecnico, relativi ad alcuni difetti basilari degli statuti e dei metodi operativi del F.M.I. (3).

L'articolo V dell'Accordo del Fondo stabilisce che i mutuatari indichino quale particolare valuta desiderano acquistare e « dimostrino » che di quella valuta « hanno bisogno per effettuare *in essa valuta*, pagamenti conformi con le prescrizioni dell'Accordo ». Tale norma è assurda. Essa avrebbe significato solo in regime di bilateralismo. In condizioni di convertibilità, un paese mantiene normalmente la convertibilità della sua moneta riacquistando sul mercato, con *qualsiasi* altra moneta di largo scambio, l'eccesso di offerta della propria moneta, che tende a deprimerne il tasso di cambio. Esso non potrà mai « dimostrare » al Fondo di aver bisogno di una data moneta — e di nessun'altra — per questo scopo.

In realtà, le richieste dei mutuatari si sono finora concentrate praticamente solo sul dollaro. In un periodo in cui gli Stati Uniti son stati il maggior paese in deficit del mondo, i prelievi di dollari hanno di gran lunga superato — sia su base netta che lorda — il 90% dei prelievi totali dal Fondo, aggravando per gli Stati Uniti le perdite di oro e l'aumento dell'indebitamento a breve verso i paesi esteri. Le riserve monetarie dell'Europa continentale si sono più che triplicate nello stesso periodo, ma la sola valuta continentale sborsata dal Fondo — su base netta — è stata il marco tedesco, e per l'irrelevante importo di appena 100 milioni di dollari.

Quest'assurdità è stata apertamente denunciata, all'ultima assemblea del Fondo, nientedimeno che dal Cancelliere dello Scacchiere britannico. Le sue parole meritano di essere citate per intero:

(3) Per una esauriente discussione e valutazione del meccanismo e delle operazioni del F.M.I. e delle riforme necessarie per farne uno strumento effettivo di stabilizzazione monetaria internazionale si veda il mio volume *Europe and the Money Muddle*, Yale University Press, 1957, Chapter 3, pp. 109-138 e 294-301.

“C'è un'altra questione che vorrei sollevare. Essa riguarda i metodi operativi del Fondo. Non c'è forse pericolo che essi aggravino il problema degli squilibri, a causa della tendenza dei membri, che si trovano in temporanea difficoltà, a tirare sul Fondo solo in poche, determinate valute? Mi sia concesso di precisare meglio la mia osservazione.

L'esperienza mostra che finora i prelievi dal Fondo sono stati in gran parte concentrati sul dollaro. Ciò non sorprende. Gli altri membri desiderano, naturalmente, prelevare valute che possano servire tanto come riserve, quanto per sostenere con operazioni sul mercato il cambio della loro moneta. Ma, a nostro avviso, i prelievi dovrebbero essere effettuati, per quanto possibile, nelle valute di quei paesi che si trovano con bilancie dei pagamenti in avanzo. Un'eccessiva concentrazione dei prelievi sulle valute-riserva potrebbe avere conseguenze disgraziate in avvenire. Giacchè paesi membri potrebbero prelevare valute-riserva in momenti in cui tali valute potrebbero essere sotto pressione.

Sono certo che il problema non è nuovo al Fondo, ma penso che meriterebbe ulteriore studio ora che si può guardare ad esso non come ad un problema immediato, ma come ad un problema che potrebbe diventare attuale in futuro e al quale bisognerebbe prudentemente provvedere. Saremmo lieti di cooperare a tale studio e siamo pronti ad avanzare suggerimenti pratici”.

Le mie proposte risolverebbero questo problema nel modo più semplice ed automatico, evitando la necessità di discussioni « ad hoc » e di decisioni su singoli prelievi. Tutti i prestiti del Fondo sarebbero accreditati sul deposito del mutuatario presso il Fondo, anzichè sborsati immediatamente in una data valuta. I successivi ritiri da parte del mutuatario sarebbero addebitati al suo conto ed accreditati al conto del paese la cui moneta è prelevata, ma non influirebbero necessariamente sugli obblighi di quest'ultimo verso il Fondo. Se esso non fosse in quel momento in posizione creditoria nella sua bilancia dei pagamenti complessiva, le sue riserve totali — oro e depositi presso il Fondo — non aumenterebbero ed esso sarebbe libero di convertire in oro, se così desidera, i depositi affluiti al suo conto oltre il minimo obbligatorio. Solo i paesi con bilancia dei pagamenti attiva e con riserve in aumento sarebbero obbligati ad aumentare i loro prestiti al Fondo, così accrescendo la capacità creditizia del Fondo proprio nelle valute per cui esiste una domanda *finale* per pagamenti internazionali.

Ciò comporta una fondamentale differenza tra il Fondo attuale e quello riformato. L'attuale capacità creditizia del Fondo dipende essenzialmente dalle sottoscrizioni di capitale, determinate rigida-

mente — e in gran parte arbitrariamente — da negoziazioni e che possono essere variate solo di rado, attraverso nuove e complesse negoziazioni fra i membri. Tre quarti di queste sottoscrizioni di capitale sono, inoltre, effettuate in valute locali — comprendenti milioni o miliardi di pesos, rupie, hwans, afghanis, bolivianos, cruzeiros, kyats, ecc. — la maggior parte delle quali non sono di alcuna utilità pratica per il Fondo. Altre valute, come attualmente il dollaro, possono invece essere usate a sproposito, come detto sopra, in periodi di forti deficit nella bilancia americana dei pagamenti. D'altra parte, le risorse del Fondo nelle valute dei paesi a bilancia attiva possono dimostrarsi molto minori dei prestiti che il Fondo *dovrebbe* fare — ma ora non fa — in tali valute per sistemare gli avanzi di quei paesi. Infine, mentre le posizioni creditrici nette di tali paesi verso il Fondo accrescono di fatto i loro diritti di tiraggio sul Fondo, esse sono espresse in una forma che molti paesi — e in particolare gli Stati Uniti — non ritengono sufficientemente liquida per attribuire a tali crediti la funzione di riserve monetarie. Ciò può riflettere l'eccessiva prudenza delle banche centrali, ma è tuttavia un fatto reale. E tale è anche la riluttanza — deplorata da Altman e Bernstein — di alcune di esse, tra l'altro della Riserva Federale degli Stati Uniti, di ricorrere al Fondo quando tale ricorso sarebbe altamente giustificato, solo perchè potrebbe apparire un segno di debolezza e stimolare una non desiderata speculazione sui mercati mondiali dell'oro e dei cambi.

Secondo le mie proposte, il sistema delle quote rigide sparirebbe completamente. Il Fondo deriverebbe le sue risorse dai depositi obbligatori minimi — e da quelli volontari — dei suoi membri. L'ammontare complessivo dei depositi minimi e la loro distribuzione fra i vari paesi si adeguerebbe sempre elasticamente alle variazioni delle riserve monetarie complessive di ciascun paese, e quindi fornirebbe al Fondo una composizione di riserve direttamente corrispondente alla domanda mondiale delle varie monete necessarie per i pagamenti finali. I depositi in parola rimarrebbero liquidi e disponibili per tali pagamenti non meno dell'oro stesso o dei depositi ora liberamente mantenuti dai paesi membri in forma di saldi monetari a Londra o New York. Tutto ciò è stato ben descritto da Lord Keynes e non c'è bisogno di ripeterlo qui (4).

(4) Si vedano i passaggi riportati in « Moneta e Credito », *cit.*, pp. 308-309.

Per quanto riguarda le emissioni obbligazionarie proposte da E. Bernstein, le risorse effettive che il Fondo potrebbe derivare da esse sarebbero ancora limitate — come nel caso attuale delle sottoscrizioni al capitale del Fondo — ad una mera frazione delle somme in realtà contrattate. Dei 6 miliardi di dollari che Bernstein suggerisce, i 3,5 forniti dagli Stati Uniti e dal Regno Unito non potrebbero essere toccati fintantochè questi due paesi non sviluppassero sostanziosi avanzi nelle loro bilancie dei pagamenti; e dei 2,5 miliardi che dovrebbero essere forniti da Francia, Germania, Canada, e « alcuni altri paesi », potrebbe essere usata solo quella parte che corrispondesse agli eventuali surplus delle bilancie dei pagamenti dei singoli paesi (5). Ancora una volta, esattamente come accade per le sottoscrizioni in valuta nazionale al capitale del Fondo e ai suoi aumenti, difficili negoziati tra un grande numero di paesi finirebbero col dotare il Fondo di un ammontare effettivo di risorse usabili assai minore di quanto sembrerebbe a prima vista. Sotto la montagna di sottoscrizioni ed obbligazioni sulla carta, si troverebbe solo il topolino delle valute realmente usabili per prestiti da parte del Fondo.

IV. Un modesto passo iniziale.

Tuttavia, una riforma così radicale del Fondo come quella da me proposta è destinata a richiedere tempo prima di poter essere pienamente compresa, vagliata e negoziata. Essa deve anche superare le enormi resistenze che l'inerzia, la compiacenza ed il timore di tutto ciò che è nuovo e non familiare hanno sempre opposto ai progressi istituzionali specialmente in campo internazionale.

Un primo, ed assai modesto, passo potrebbe essere compiuto molto rapidamente e semplicemente, ed essere sufficiente a dare buoni risultati in pochissimo tempo. Basterebbe che il Fondo Monetario Internazionale si dichiarasse disposto ad accettare, su base puramente volontaria, depositi di riserve dalle banche centrali dei paesi membri. Questi depositi di riserve godrebbero di garanzia di cambio, sarebbero produttivi di interesse e potrebbero essere liberamente usati per acquistare dal Fondo qualsiasi valuta necessaria per effettuare

(5) Si veda il suo Joint Economic Study Paper n. 16, *International Effect of U.S. Economic Policy*, gennaio 1960, p. 86.

pagamenti internazionali. Essi potrebbero essere costituiti presso il Fondo con il versamento di oro o di saldi in valute convertibili — soprattutto dollari e sterline — che i debitori dei saldi dovrebbero garantire contro eventuali svalutazioni della loro moneta e dovrebbero impegnarsi ad ammortizzare progressivamente, ma ad un ritmo *massimo*, diciamo, del 5% l'anno in quanto ciò fosse ritenuto necessario dal Fondo per la regolare condotta delle sue operazioni.

L'interesse stesso dei membri dovrebbe stimolare un notevole afflusso di tali depositi fruttiferi e nello stesso tempo garantiti contro rischi di cambio. Essi offrirebbero un'attraente alternativa alle massicce conversioni in oro dei saldi in dollari e sterline che costituiscono da lungo tempo una grave fonte di preoccupazioni per il Regno Unito e recentemente anche per gli Stati Uniti.

La parte essenziale della suddetta proposta fu accolta all'unanimità più di un anno fa dal Comitato Radcliffe nella sua relazione (p. 248) sul sistema monetario inglese. Un accordo tra gli Stati Uniti ed il Regno Unito ne garantirebbe praticamente l'accettazione da parte del Fondo. Gli altri paesi, infatti, non potrebbero avere alcun motivo per opporsi ad un provvedimento che non impone loro alcun obbligo, ma offre, al contrario, un ulteriore e particolarmente attraente sbocco per l'investimento delle loro riserve monetarie. Essi mantengono ora, senza costrizione alcuna, più di metà delle loro riserve investite in monete di paesi esteri, sempre esposte alla svalutazione, alla non convertibilità, a misure di blocco e perfino all'insolvenza del debitore. È ragionevole attendersi che non sarebbe necessaria alcuna costrizione per indurli a tenere una parte almeno altrettanto grande delle loro riserve nei nuovi depositi fruttiferi e *garantiti contro rischi di cambio* offerti come alternativa.

Questa misura semplice e immediatamente attuabile potrebbe bastare a scongiurare la crisi che potrebbe altrimenti scaturire da una corsa a convertire in oro i saldi in dollari e sterline. Essa darebbe alle banche centrali tempo sufficiente per familiarizzarsi col sistema e per negoziare con maggiore fiducia le più ambiziose riforme necessarie per consolidarlo e per adeguare il Fondo Monetario Internazionale e il sistema monetario internazionale alle necessità del nostro tempo.

Concludo chiedendo al lettore di avere il senso della prospettiva nel vagliare gli ampi problemi sollevati dalle mie proposte e dalle critiche di Altman. Le riforme che io suggerisco non sono certamente esenti da difetti, alcuni dei quali — ma non tutti — potreb-

bero essere corretti nel corso di negoziazioni. Questi difetti tuttavia dovrebbero essere raffrontati con quelli di un sistema monetario internazionale la cui duratura sopravvivenza è, per concorde ammissione, impossibile — almeno oltre i cinque o dieci anni ottimisticamente accordatigli da Altman — e il cui funzionamento nel breve termine ci coinvolge fin d'ora nelle gravissime alee della futura produzione di oro nel Sudafrica, delle vendite di oro sovietico sui mercati occidentali, della maggiore o minore propensione di alcuni paesi a fornire riserve al resto del mondo attraverso ampi e persistenti disavanzi nei loro pagamenti internazionali e, *last but not least*, della continua accettabilità dei crescenti debiti di questi paesi come sicuro mezzo di investimento delle riserve monetarie da parte degli altri paesi del mondo.

ROBERT TRIFFIN

APPENDICE

Vorrei rispondere qui ad un certo numero di critiche di minore importanza formulate da Altman, alcune delle quali possono essere dovute ad errori di stampa o chiarite da una maggiore delucidazione del significato di alcuni dei concetti o delle tecniche usate nei suoi calcoli:

1) La valutazione di Altman nella nota 3 a pag. 5 è perfettamente corretta. Il criterio del 20% adottato per le riserve obbligatorie minime, è stato influenzato dalla mia speranza che la coincidenza che egli nota avrebbe facilitato la accettazione della riforma proposta da parte del paese che avrà la maggior voce in capitolo nella sua negoziazione.

2) I calcoli citati nel paragrafo 11 (pag. 5), par. 25 (pag. 11) e par. 49 (pag. 25) sono basati sulle valutazioni più pessimistiche, ma non necessariamente più realistiche, della relativa desiderabilità dell'oro da una parte e dei depositi presso il Fondo dall'altra per i membri del nuovo Fondo. Si veda pag. 113 del mio libro. Obbietterei in modo particolare che la parola « presumibilmente » nell'ultima frase del paragrafo 11, non rappresenta il mio pensiero in proposito.

3) Le stime citate nel paragrafo 25 e relativa nota 1 (pp. 11-12) sono piuttosto confuse e in parte per me incomprensibili. Il deposito dovuto dagli Stati Uniti dovrebbe essere di 4,5 miliardi di dollari anziché di 4,1 miliardi. I 2 miliardi di dollari di crediti netti verso il Fondo sarebbero trasformati in depositi presso il Fondo e quindi aumenterebbero di pari cifra le riserve monetarie *lorde* degli Stati Uniti (si veda pag. 13 del mio libro). Infine, 3,5 miliardi di debiti a breve termine verso nomi-

nativi esteri verrebbero convertiti in debiti a lungo termine verso il Fondo. Questi calcoli possono essere « controversi », ma pochi esiterebbero a considerare l'effetto netto di queste transazioni come un « rafforzamento », anziché un « indebolimento », della posizione delle riserve degli Stati Uniti.

4) L'aumento delle riserve della Germania è stato da me escluso — seguendo l'ipotesi dello stesso Altman in *International Reserves and Liquidity* — dal calcolo dei futuri probabili obblighi di riserve discussi nel paragrafo 39 (pag. 18).

5) I dubbi sollevati da Altman alla fine del paragrafo 40 (pag. 18) circa la futura politica delle riserve da parte del Regno Unito, e avallati dalla sua lunga citazione, in nota, dal Rapporto del Comitato Radcliffe, non sono irragionevoli. Osservo tuttavia:

a) che egli arrotonda per eccesso a 5 miliardi di dollari la cifra di 4,6 miliardi usata nel mio calcolo e da lui citata correttamente nel paragrafo 4 (pag. 2);

b) che un obiettivo di 4,5 miliardi di riserve è stato più volte menzionato dalle autorità britanniche in diverse dichiarazioni ufficiali riguardanti il ripristino della convertibilità della sterlina;

c) che la mia cifra di 4,6 miliardi di dollari è probabilmente altrettanto vicina ad un realistico obiettivo di riserve per la Gran Bretagna, quanto la cifra di 2,2 miliardi di dollari implicita nei calcoli della pubblicazione del Fondo *International Reserves and Liquidity*;

d) che la mia stima di 2,5 miliardi di dollari per la Francia è assai più vicina all'attuale livello delle riserve francesi della stima di 1,2 miliardi della pubblicazione suddetta.

6) Approvo la critica mossa da Altman (nel par. 40, pag. 20) all'inclusione delle attività valutarie del Fondo nella stima delle riserve mondiali, fatta nelle mie conferenze Wicksell. La cifra da me fornita fu ricavata affrettatamente dalle stime dell'« International Financial Statistics » sulle riserve mondiali, stime che pure potrebbero essere utilmente revisionate, per esempio secondo le linee suggerite da Altman nel par. 55 (pag. 29). Non riesco tuttavia a ricostruire in alcun modo la sua cifra di 3,3 miliardi di dollari per aumenti delle *riserve* (par. 55), a meno che egli non includa anche gli averi non-ufficiali di banche di deposito.

Mi sia infine concesso di esprimere una certa sorpresa per l'uso che egli fa delle mie conferenze del 1958 per questo solo scopo, preferendole alle più esaurienti e rivedute stime usate nel mio libro ed in altri più recenti scritti.

R. T.