

Indebitamento internazionale, tassi d'interesse e inflazione

1. Secondo le statistiche della Banca Mondiale l'indebitamento internazionale dei paesi in via di sviluppo aveva raggiunto alla fine del 1978 quasi 350 miliardi di dollari. Si può tranquillamente affermare che mentre scriviamo, a metà 1981, abbia superato i 500 miliardi di dollari. Il servizio di questo debito ammonta a qualcosa come 70 miliardi di dollari l'anno. Queste due cifre da sole sono più che sufficienti a misurare il problema in tutta la sua spaventosa gravità. Ma qui non desidero soffermarmi sulle cifre, del resto ampiamente note. Desidero solo esaminare alcuni aspetti teorici del problema, e specialmente mi propongo di esplorare la relazione intercorrente fra indebitamento internazionale (ma l'analisi si può anche applicare all'indebitamento interno) tassi d'interesse e inflazione, con lo scopo di mostrare che l'indebitamento eccessivo si forma quando i tassi d'interesse diventano più elevati del rendimento lordo ottenibile sul capitale impiegato, e che, quando questa situazione patologica si è troppo consolidata, l'inflazione è una delle due alternative alla quale essa deve necessariamente condurre, l'altra essendo una crisi deflazionistica mondiale del tipo di quella del 1929.

2. Da quando mi occupo di economia, mi ha sempre stupito constatare che nell'analisi economica il tasso d'interesse è considerato solo come strumento di politica monetaria, cioè come strumento inteso a regolare la quantità del credito, e mai come fattore produttivo di flussi monetari. In realtà, il tasso d'interesse applicato a un debito esistente produce automaticamente un flusso monetario dal debitore al creditore, uguale al prodotto dell'ammontare del debito per il tasso d'interesse, e ciò costituisce uno dei più importanti fenomeni economici di un'economia capitalistica. Come mai la teoria economica abbia dedicato così poca attenzione a questo fenomeno rimane per me un mistero inspiegabile.

Per riferire specificamente l'analisi al problema dell'indebitamento internazionale, poniamo le seguenti definizioni:

D_n = ammontare medio dell'indebitamento verso l'estero di un dato paese nell'anno n ;

i_n = tasso medio d'interesse applicato al debito D_n .

Quindi, l'ammontare dell'interesse, I , pagato dal paese debitore nell'anno n è:

$$(1) \quad I_n = D_n i_n.$$

Durante lo stesso anno n , tuttavia, il paese oltre a pagare interessi sul debito in essere rimborserà una parte del capitale e presumibilmente contrarrà altri nuovi debiti esteri. Definendo:

R_n = rimborso di vecchi debiti effettuato durante l'anno n ;

C_n = nuovo indebitamento lordo contratto durante l'anno n ,

la differenza $C_n - R_n$ rappresenta il nuovo indebitamento netto, o aumento del debito netto, nell'anno n . Chiamando B_n questo nuovo indebitamento netto nell'anno n e assumendo, al solo fine di semplificare formalmente l'analisi, che l'acquisizione dei nuovi prestiti e il rimborso dei vecchi debiti si distribuiscono uniformemente durante l'anno, risulta anche:

$$(2) \quad D_n = D_{n-1} + B_n.$$

Combinando la (1) e la (2), si ottiene il seguente sistema di equazioni che descrive il flusso dei pagamenti per interessi dal debitore al creditore attraverso gli anni:

$$I_0 = D_0 i_0$$

$$I_1 = (D_0 + B_1) i_1$$

$$I_2 = (D_0 + B_1 + B_2) i_2$$

.....

$$I_n = (D_0 + B_1 + B_2 + \dots + B_n) i_n$$

3. Poniamoci ora la domanda: chi alimenta questi flussi monetari? Da quale fonte provengono? Essi dovrebbero evidentemente derivare dall'impiego delle somme prese a prestito. Dovrebbero essere parte del reddito o profitto lordo ottenuto dagli investimenti effettuati con i capitali presi a prestito, ivi inclusi, se ci sono, profitti reinvestiti e perdite subite.

Chiamando G_n l'ammontare medio degli investimenti netti in essere nell'anno n , risultanti dall'impiego cumulativo, anno dopo anno, dei prestiti esteri (che costituiscono l'ammontare dell'indebitamento D_n) più la somma algebrica dei profitti reinvestiti e delle perdite subite, e chiamando r_n il tasso medio di rendimento ottenuto su tali investimenti (prima del pagamento degli interessi, ma al netto di tutte le spese e degli ammortamenti: per semplicità d'analisi conviene qui supporre che il reddito lordo sia almeno in grado di coprire gli ammortamenti) il reddito totale Y_n ottenuto nell'anno n dagli investimenti finanziati con prestiti esteri sarà:

$$(3) \quad Y_n = G_n r_n.$$

Se assumiamo che le somme prese a prestito vengano tutte investite, e i profitti netti vengano pure tutti reinvestiti, e inoltre che le quote rimborsate dei vecchi debiti corrispondano, come dovrebbero, alle quote di ammortamento dei relativi investimenti lordi, la relazione tra G_n e D_n è la seguente:

$$(4) \quad G_n = D_n + \sum_{n=0}^{n=n} P_n$$

dove $P_n = Y_n - I_n$ è il profitto netto (o, se negativo, la perdita netta) ottenuto nell'anno n dagli investimenti realizzati con l'impiego dei prestiti esteri.

Affinché il paese debitore sia in grado di pagare gli interessi sui suoi debiti, deve ovviamente essere:

$$P_n = Y_n - I_n \geq 0$$

e quindi, tenendo conto della (1), della (3) e della (4):

$$r_n \geq \frac{D_n}{D_n + \sum_{n=0} P_n} i_n.$$

Fino a quando questa condizione è rispettata, tutto va bene. Il paese debitore non solo può pagare gli interessi sui suoi debiti, nonché rimborsare le quote di capitale, ma gode anche di un profitto netto che può essere reinvestito. Ma se il reddito lordo sugli investimenti fatti con somme prese a prestito è minore degli interessi che devono essere pagati su tali somme, allora il debitore si trova in difficoltà e con esso si trova in difficoltà anche il creditore che vede il suo credito in pericolo.¹

4. Allorché i pagamenti per interessi a carico del debitore sono maggiori del reddito lordo che esso ottiene dall'impiego del capitale preso a prestito — e, vorrei far notare, questa non è un'ipotesi astratta, ma un fatto che può essere osservato assai spesso nella realtà — gli interessi o non possono essere più pagati oppure, se continuano ad essere pagati, significa che non sono più attinti per intero dal reddito lordo prodotto ma sono pagati in parte con un nuovo indebitamento. In questo caso, dunque, solo una parte delle nuove somme prese a prestito può essere investita, poiché una parte di essa deve essere usata per pagare gli interessi sui vecchi debiti e fors'anche rimborsare quelli che vengono a scadenza. Chiamando *indebitamento necessario*, e indicando con L_n , la somma che deve essere presa a prestito nell'anno n per

¹ Sembrerebbe, a prima vista, che il problema possa sorgere anche quando il reddito lordo degli investimenti è maggiore degli interessi che devono essere pagati, se il reddito è consumato interamente all'interno del paese debitore; e, per converso, che il problema possa non sorgere se, pur essendo il reddito lordo degli investimenti inferiore agli interessi da pagare, il paese debitore riduce i suoi consumi interni di quel tanto che è necessario per far fronte al servizio del debito. Ma i due casi sono in realtà totalmente diversi. Quando il reddito lordo degli investimenti è maggiore degli interessi da pagare sui prestiti, il paese debitore, anche se aumenta il suo indebitamento verso l'estero, diventa nello stesso tempo sempre più ricco (o potenzialmente più ricco, attraverso un maggior consumo e quindi un elevamento del tenore di vita). E — sempre nell'ipotesi che il rendimento degli investimenti sia più elevato del tasso d'interesse — esso può in qualsiasi momento decidere di non indebitarsi ulteriormente, ed essere tuttavia in grado di continuare a pagare gli interessi sui vecchi debiti e rimborsarli man mano che vengono a scadenza. Ma se il rendimento lordo degli investimenti è inferiore al tasso d'interesse, la riduzione del consumo interno per far fronte al servizio del debito impoverisce progressivamente il paese, e non può chiaramente andare oltre un certo limite: e una volta raggiunto questo limite il paese debitore o diventa insolvente oppure, per essere in grado di far fronte agli obblighi del vecchio debito è costretto ad indebitarsi sempre di più.

mettere il debitore in condizione di far fronte al servizio dei vecchi debiti, la parte — che indicheremo con \bar{B}_n — del nuovo indebitamento netto disponibile per essere investita nell'anno n è:

$$\bar{B}_n = B_n - L_n.$$

Essendo, ovviamente:

$$L_n = - P_n$$

si può anche scrivere generalmente:

$$\bar{B} = B_n + P_n.$$

Questa equazione ci dice che quando il profitto netto, P_n , è positivo, la somma annualmente disponibile per investimenti è uguale al nuovo indebitamento netto più il profitto netto; quando il profitto netto è negativo, cioè quando c'è perdita, la somma annua disponibile per l'investimento è uguale al nuovo indebitamento netto meno la perdita. E la perdita, una volta che appaia, tende ad aggravarsi, perché mentre l'interesse deve essere pagato sull'intero ammontare del nuovo indebitamento netto, solo una parte di questo può essere ora investita e quindi fornire un reddito. In termini matematici, se i'_n è il tasso d'interesse che deve essere pagato sul nuovo indebitamento netto B_n , il rendimento lordo, r'_n , che deve essere ottenuto sulla parte investita, \bar{B}_n , affinché il nuovo investimento non si traduca in perdita addizionale, deve essere:

$$r'_n \geq i'_n \frac{B_n}{\bar{B}_n}$$

e cioè tanto maggiore di i'_n quanto maggiore è il rapporto $\frac{B_n}{\bar{B}_n}$. Così, se

la redditività degli investimenti non viene riportata in breve tempo a livelli positivi, l'indebitamento diventa un processo che si autoalimenta in misura progressivamente sempre più grave, finché dopo un certo punto non può più essere contrastato. Come una valanga, aumenta di velocità e s'accresce a tasso composto, mano a mano che una parte sempre maggiore del nuovo indebitamento netto è praticamente rappresentata dalla capitalizzazione degli interessi che altrimenti non potrebbero essere corrisposti e poi anche dal rimborso dei vecchi debiti che altrimenti non potrebbe essere effettuato.

5. Fin dove può arrivare questo processo? Nei prestiti diretti, tra creditore finale e debitore finale, il processo non può andare troppo oltre. Per esempio, quando un paese s'indebita attraverso il mercato obbligazionario, l'insolvenza è più facile perché le banche non hanno un interesse diretto ad evitarla o a nasconderla, e il processo inoltre non può degenerare troppo perché quando un paese è finanziariamente debole non gli sarà facile indebitarsi sul mercato per cifre cospicue. Ma quando l'indebitamento si effettua attraverso l'intermediazione del sistema bancario internazionale il processo può andare molto oltre, *teoricamente potrebbe andare avanti all'infinito*. Fin tanto che le banche godono della fiducia dei loro depositanti esse potrebbero infatti continuare ad estendere indefinitamente crediti fittizi ai paesi debitori, in modo che questi possano all'apparenza onorare i loro obblighi di pagamento degli interessi e di rimborso del capitale. Le banche allo stesso tempo pagano gli interessi ai loro depositanti accreditando le somme nei loro conti, e quanto più il sistema bancario è strettamente collegato ed integrato tanto più a lungo questo processo si può estendere senza difficoltà, non essendoci necessità di movimento effettivo di banconote. I saldi, creditori o debitori, dei soggetti non bancari potranno spostarsi da una banca all'altra, ma le attività e le passività del sistema bancario internazionale, considerato come un tutto, saranno sempre in equilibrio: solo che mentre le attività del sistema bancario sono in misura sempre maggiore rappresentate da mere registrazioni contabili, senza alcuna contropartita reale, le passività bancarie sono, fin tanto che il sistema bancario rimane solvente, moneta effettivamente spendibile. Praticamente, l'intermediazione bancaria internazionale nei prestiti a medio e a lungo termine crea moneta a fronte di false, non esistenti attività reali.

6. Incidentalmente, questo è vero non solo nel credito internazionale ma anche nel credito interno. Quando il sistema bancario nazionale estende credito a enti deficitari o a industrie in perdita, esso crea similmente passivi bancari che rappresentano moneta spendibile a fronte di attivi contabili senza alcuna contropartita reale. Il caso nazionale è da una parte più grave del caso internazionale, dall'altra meno grave. È più grave in quanto i debitori deficitari più importanti sono di solito lo Stato e gli enti pubblici, verso i quali il sistema bancario nazionale deve essere, in un modo o nell'altro, condiscendente; dall'altra parte è meno grave perché nel caso interno il processo trova un elemento di freno nella necessità delle riserve obbligatorie sui depositi bancari, elemento che manca nel credito internazionale.

7. Abbiamo così stabilito che l'indebitamento internazionale — come pure l'indebitamento dello Stato e delle imprese all'interno di ciascun paese — che in condizioni di normalità, cioè quando il servizio del debito può essere fronteggiato a mezzo dei profitti che si ottengono dagli investimenti, è parte integrante del modo di funzionare del sistema capitalistico, tende a degenerare, e poi ad autoalimentarsi, quando gli interessi non possono essere pagati come parte dei profitti ottenuti dai capitali impiegati ma sono pagati a mezzo di nuovi prestiti. Abbiamo anche trovato che questo processo degenerativo può andare tanto più oltre quanto maggiore è l'intermediazione bancaria nel credito a medio e a lungo termine e quanto più il sistema bancario è integrato.

Seguono da ciò due corollari:

a) lo sbocco di questo processo non può essere che l'inflazione. Infatti, se il sistema bancario, attraverso prestiti che sono usati per pagare gli interessi, crea dal nulla attività monetarie spendibili in misura crescente, è chiaro che questo potere d'acquisto, a fronte del quale non c'è alcuna attività reale e alcuna produzione di beni e servizi, deve portare a prezzi più elevati.

b) Fin tanto che il sistema bancario rimane solvente, non si può sperare di vincere l'inflazione per mezzo di alti tassi d'interesse, perché gli alti tassi d'interesse sono essi stessi il fattore principale che nutre la crescita dell'indebitamento e dunque — finché il sistema bancario rimane solvente — la creazione di potere d'acquisto puramente monetario, nella forma di un crescente volume di passività bancarie (e dunque di moneta bancaria) a fronte delle quali ci sono solo registrazioni contabili.

Questi due corollari sembrano trovare piena conferma nella realtà. Da almeno dieci anni, le restrizioni monetarie a mezzo di alti tassi d'interesse sono state così abbondantemente praticate dappertutto, che se avessero funzionato come si ritiene funzionino, il mondo dovrebbe oggi morire di deflazione. Mentre in realtà l'inflazione non è stata mai così elevata, perfino mentre le economie ristagnano. A temporanei rallentamenti del ritmo, in fasi congiunturali particolarmente depresse, hanno fatto seguito ravvivamenti sempre più violenti.²

PIETRO MANES

² Che fare dunque? Credo che non sia possibile uscire da questa situazione se non si modifica radicalmente il sistema monetario. Ho illustrato questa tesi in parecchi lavori, cui mi sia consentito di rinviare il lettore: "Un titolo di stato infruttifero a emissione continua", *Mondo Economico*, marzo 1975, e *Orientamenti*, lettera economica trimestrale pubblicata dalla RAS, n. 3, luglio 1974, n. 25, gennaio 1980, e n. 27, luglio 1980.