

## Tassi d'interesse e crisi debitoria internazionale

Negli anni recenti la crisi debitoria internazionale è diventata una delle questioni più dibattute. Tra le più importanti ipotesi avanzate per spiegarla sono da ricordare: le motivazioni comportamentali dei prestatori, la struttura e lo stato dei mercati finanziari, l'esigenza e la disponibilità di informazioni, il ruolo dei mutuatari. Si è talvolta anche suggerito che la crisi sia stata aggravata dall'andamento dei tassi di interesse. Questo articolo si propone di analizzare sistematicamente i dati al riguardo disponibili e di individuare il contributo degli elevati tassi d'interesse al precipitare della crisi.<sup>1</sup>

Per considerare il problema in una prospettiva adeguata, la Sezione I riassume la storia recente dei tassi d'interesse e fornisce alcune cifre sul debito complessivo. La Sezione II presenta brevemente diverse spiegazioni della crisi. La Sezione III indaga sulla relazione tra elevati tassi d'interesse e crisi debitoria. Seguono suggerimenti sui possibili provvedimenti.

### 1. Storia recente

#### *Debito estero*

Il debito estero dei paesi meno sviluppati (LDC) è aumentato da meno di 200 miliardi di dollari nel 1976 a 665 miliardi nel 1984. Tra il 1972 e il 1984 il suo tasso di aumento annuo è stato del 18%. Poiché il credito fornito da privati viene generalmente concesso a tassi più elevati

---

<sup>1</sup> LESSARD (1983) discute della perversa variabilità dell'onere di servizio del debito rispetto alle fluttuazioni del reddito.

e a scadenza più ravvicinata rispetto a quello fornito da istituzioni pubbliche, il problema è stato reso più grave dallo stabile incremento della quota di debito dovuta a creditori privati, dal 51% nel 1972 al 65% del totale nel 1983 (cfr. Tabella 1). L'aumento della quota dei creditori privati rende inoltre più difficile risolvere i ricorrenti problemi di rinegoziazione dei vari debiti.<sup>2</sup>

TABELLA 1

## DEBITO TOTALE EROGATO

Anno	Debito totale erogato (milioni di dollari U.S.A.)	Percentuale del debito totale dovuta a creditori privati
1972	90.736	51,2
1973	109.241	52,6
1974	135.852	54,9
1975	161.539	55,7
1976	195.387	57,3
1977	239.516	58,3
1978	299.866	59,9
1979	353.005	61,5
1980	406.549	61,4
1981	464.552	63,1
1982	525.586	63,6
1983	597.647	64,9
1984	655.000 (stima)	—

Note: 1. Statistiche relative a 102 paesi, riprese da *World Debt Tables*, BIRS.  
2. Nell'ipotesi che tutti i debiti dei privati siano dovuti a creditori privati.

## Tassi di interesse

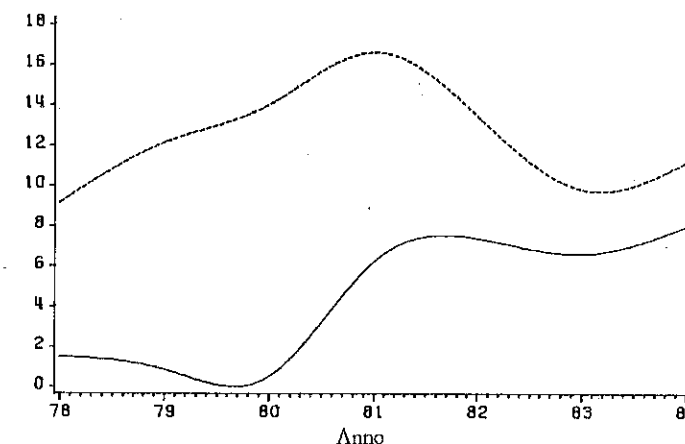
Nella figura 1 è mostrata l'evoluzione dei tassi d'interesse in questi ultimi anni. I tassi nominali eccezionalmente elevati dei tardi anni '70 raggiungono il massimo del 16,63% nel 1981, per poi declinare

<sup>2</sup> Cfr. LESSARD (1983) per le conseguenze sul benessere di un eccessivo affidamento sul credito bancario.

costantemente fino al 1983. In termini reali i tassi si sono però stabilizzati a livelli molto elevati, tra il 6,23% e l'8,00%, e non mostrano segni evidenti di diminuzione.

FIGURA 1

## TASSO DI INTERESSE LIBOR E REALE



----- LIBOR per depositi a sei mesi di dollari U.S.A. (media annua).  
Fonte: *International Financial Statistics*, P.M.I.  
— L'interesse reale è calcolato come differenza tra il LIBOR e l'incremento medio annuo dell'Indice dei prezzi al consumo quale è riportato dall'OCSE, *Economic Outlook*.

## 2. Le cause della crisi

Le principali ipotesi avanzate per spiegare l'attuale crisi debitoria, prescindendo da quelle che si rifanno agli elevati tassi d'interesse, possono essere sintetizzate nei termini seguenti.

## Comportamento dei prestatori

Fino al 1980 il mercato internazionale dei capitali è stato eccezionalmente liquido. Incapaci di investire nelle proprie economie tutti i proventi della vendita di petrolio, i maggiori paesi esportatori di petrolio hanno collocato ingenti fondi presso banche estere. Nel 1980 i loro investimenti finanziari all'estero e le altre attività liquide sull'estero

ammontavano a più di 100 miliardi di dollari (cfr. Tabella 2). La conseguente liquidità faceva aumentare la concorrenza tra i prestatori ai LDC. La forte esposizione delle banche internazionali è stata fatta risalire a questo ambiente concorrenziale in due diversi modi.

TABELLA 2

Anno	Investimenti finanziari internazionali annui dei paesi OPEC (miliardi di dollari)
1974	56,2
1975	43,2
1976	42,4
1977	45,8
1978	25,6
1979	62,1
1980	100,2

Fonte: World Development Report 1985, Banca Mondiale.

La prima spiegazione da risalto alla responsabilità delle banche di seconda fascia. Più in particolare, quando cominciarono a preoccuparsi della solvibilità dei clienti "sovrani" (LDC), le banche di prima fascia tentarono di rallentare il flusso del credito. Poiché il mercato era molto liquido, alcune banche più piccole (di seconda fascia) cominciarono a riempire lo spazio rimasto libero, espandendosi aggressivamente in un mercato tradizionalmente riservato alle banche maggiori, le quali, di fronte al pericolo di vedersi soppiantate nei loro mercati (tradizionali), ritennero di non avere altra scelta che accelerare i prestiti, anche ad alcuni paesi in difficoltà finanziarie.

La seconda spiegazione in qualche modo contraddice la prima. Essa afferma che le banche di seconda fascia non fecero altro che seguire senza adeguate precauzioni l'esempio delle grandi banche, nella supposizione che un paese dovesse essere affidabile, se le "grandi" lo ritenevano tale. Questa condotta metteva gli amministratori delle banche di secondo ordine al riparo da critiche, giacché era in sintonia con l'orientamento prevalente; ma portò le banche che l'adottarono ad esporsi al di là dei propri mezzi, e in generale rese il problema più acuto.

Si deve anche notare che nel corso degli anni '70 le banche si preoccuparono più della crescita del volume d'affari che di altri indici di redditività, quali il tasso di rendimento degli impieghi. Anche questo contribuì all'eccessiva concessione di prestiti.

### Disciplina del mercato

Si ritiene spesso che, poiché molte istituzioni finanziarie valutano regolarmente l'affidabilità dei loro clienti, ogni valutazione errata di un paese da parte di una o di alcune istituzioni possa rapidamente essere corretta dal mercato. La realtà è tuttavia piuttosto diversa. La maggior parte dei prestiti internazionali è concentrata in pochi sindacati bancari o gruppi di banche. Dati l'asprezza della concorrenza e i costi dell'analisi della rischiosità di un paese, in genere la sola banca capofila del sindacato conduce una seria analisi della rischiosità del prestito. Di conseguenza, ciascun paese è studiato approfonditamente soltanto da poche istituzioni. Un errore dovuto a procedure di valutazione inadeguate, a mancanza di informazioni, ecc., ha quindi molte probabilità di non venire scoperto e di sfuggire alla disciplina del mercato.

### Regolamentazione delle banche

Dato il grandissimo numero di governi sovrani coinvolti, non si è riusciti ad imporre un insieme di regole che disciplinasse l'attività bancaria internazionale. Le istituzioni bancarie internazionali si sono quindi spostate verso i paesi che avevano una regolamentazione più permissiva, rendendo praticamente impossibile ai paesi industriali un controllo del mercato. Il difetto più grave è stato la mancata imposizione di obblighi di riserva e di limiti all'esposizione; in concorso con un tipico caso di "miopia del disastro"<sup>3</sup> da parte del mercato, ciò ha determinato un eccessivo sviluppo del mercato stesso e imprudenti livelli di esposizione per alcune banche e per il sistema nel suo complesso.

D'altra parte, l'esistenza di assicurazioni pubbliche per i depositi ha anche consentito ai banchieri di assumere maggiori rischi (sui mercati internazionali) senza suscitare inquietudine tra i depositanti,

<sup>3</sup> Per una spiegazione, cfr. GUTTENTAG e HERRING (1983b).

che non rischiavano perdite gravi nemmeno nel caso peggiore di un fallimento della banca.

#### *Necessità e disponibilità di informazioni*

È molto difficile raccogliere le informazioni necessarie ad una valutazione adeguata della qualità di un prestito internazionale. Ad esempio, un prestatore ha bisogno di conoscere l'esistente indebitamento totale di un paese verso l'estero, ma nonostante gli sforzi della Banca dei Regolamenti Internazionali ancora non sono disponibili al riguardo dati accurati. Le informazioni disponibili spesso non sono aggiornate e non riportano i debiti a breve scadenza (che possono rappresentare una quota molto importante del debito totale di un paese). Un prestatore è in genere interessato anche alle statistiche finanziarie interne e alla bilancia dei pagamenti del paese mutuatario. Malgrado gli sforzi del FMI, per i LDC tali statistiche sono talvolta disponibili con un ritardo di due o tre anni. In molti casi, quindi, le decisioni relative ai prestiti vengono prese senza poter accedere alle tempestive e precise informazioni necessarie.

Un altro problema di informazione deriva dai metodi impiegati dalle banche nella redazione dei bilanci destinati al pubblico. Troppo spesso si è purtroppo verificato il seguente caso. Una banca si trova ad essere eccessivamente esposta verso un paese che sta incontrando gravi difficoltà. Alla banca non resta che scegliere fra due possibilità: cancellare (in tutto o in parte) taluni prestiti o concedere nuovi crediti per mascherare le difficoltà del debitore. La prima alternativa comporta l'immediato riconoscimento di una perdita, che si traduce in una caduta dei profitti registrati in bilancio e forse delle quotazioni azionarie della banca. Se i dirigenti bancari, che spesso sono valutati e compensati in base ai risultati immediati ottenuti, preferiscono evitare la denuncia della perdita e accordare invece nuovi crediti al paese in difficoltà, il riconoscimento della perdita è rinviato, ma allo stesso tempo viene peggiorata la situazione. Al limite questo comportamento può condurre a una "corsa verso la bancarotta", cioè alla concessione di prestiti estremamente rischiosi, che hanno scarse possibilità di essere restituiti.

#### *Tendenza ad abbreviare le scadenze*

Le banche si sono ben rese conto della mancanza di buone informazioni, a cui hanno spesso reagito abbreviando la durata dei prestiti. I termini più ravvicinati hanno dato ai banchieri da un lato qualche possibilità di influenzare le politiche macroeconomiche dei mutuatari in occasione dei più frequenti rinnovi dei prestiti, dall'altro lato una falsa impressione di sicurezza, inducendoli a pensare di poter liquidare rapidamente i prestiti e abbandonare il paese ai primi segni di difficoltà. Scadenze più ravvicinate hanno anche avuto l'effetto di concentrare ancor più l'esposizione e il rischio nelle mani di poche grandi banche. Infatti, le banche con modeste esposizioni in singoli paesi potevano efficacemente minacciare i loro clienti, mentre la sopravvivenza delle banche fortemente esposte dipendeva dalla sopravvivenza dei loro debitori. In molti casi, quindi, le "grandi" hanno dovuto concedere ai loro clienti nuovi prestiti, proprio per estinguere i debiti verso le banche meno esposte.

#### *Il ruolo dei debitori*

Infine, gran parte delle responsabilità ricadono sul comportamento dei debitori, i cui errori sono nella maggior parte dei casi dovuti sia ad una inaccurata previsione della domanda delle proprie esportazioni, sia ad una cattiva conduzione dell'economia.

Il problema di inaccurate previsioni si pone in modo particolare per i paesi che, dotati di riserve relativamente ampie di petrolio e/o di altre risorse naturali, si aspettavano che la domanda per le proprie risorse sarebbe rimasta sostenuta e che i loro prezzi avrebbero continuato ad aumentare. Fidando su queste aspettative, essi si sono imbarcati in progetti di sviluppo molto ambiziosi, che richiedevano pesanti finanziamenti esterni. Dopo la recessione mondiale e il conseguente declino della domanda e dei prezzi della maggior parte delle risorse naturali, questi paesi hanno trovato molto difficile riaggiustare le proprie economie e onorare il servizio del debito estero.

La cattiva conduzione dell'economia è stata caratteristica diffusa. Tra gli errori tipici ricordiamo: il mantenimento di un tasso di cambio sopravvalutato, cui si accompagnava un meccanismo dei prezzi distorto a causa di controlli governativi e di sussidi che incoraggiavano industrie inefficienti, incapaci di competere sui mercati di esportazione; il con-

trolo sui tassi d'interesse interni, che in combinazione con la sopravvalutazione del cambio provocava fughe di capitali; piani di sviluppo eccessivamente ambiziosi, spesso finanziati con politiche monetarie inflazionistiche. I problemi e le difficoltà sono stati inoltre esacerbati dalle aspettative di un tenore di vita crescente all'interno, da fattori politici, dal clima sociale e da una inadeguata allocazione delle risorse.

### 3. Alti tassi d'interesse e crisi debitoria

Sebbene tutte le spiegazioni suesposte possano aver notevolmente contribuito alla crisi debitoria internazionale dei primi anni '80, la più importante causa singola del precipitare della crisi sembra essere il livello dei tassi d'interesse sul dollaro.

Tra gli studiosi esiste un ragionevole accordo sugli effetti che la politica monetaria restrittiva e gli ingenti disavanzi pubblici hanno esercitato sui tassi d'interesse negli Stati Uniti e sul successivo andamento dell'inflazione, dell'attività economica mondiale e dei prezzi delle materie prime. In breve: gli aumentati prezzi del petrolio degli anni '70 trasferirono reddito mondiale dai paesi con risparmi scarsi o modesti — LDC non petroliferi e paesi sviluppati — a paesi esportatori di petrolio caratterizzati da elevata propensione al risparmio. Ne risultò un eccesso di offerta nei risparmi mondiali che spinse verso il basso i tassi di interesse. Questa situazione non si protrasse a lungo. Tra il 1980 e il 1983 gli investimenti finanziari internazionali annui dell'Opec crollarono da 100 miliardi di dollari ad un ritiro netto di 10 miliardi, una caduta superiore al trasferimento annuo totale di risorse a tutti i LDC dal mondo intero (cfr. Tabella 3). A ciò si aggiungano la politica monetaria restrittiva e gli ingenti disavanzi di bilancio federale negli Stati Uniti, che tra il 1980 e il 1983 aumentarono di più di 120 miliardi di dollari.

La Banca Mondiale ha stimato che nel 1979 i risparmi mondiali lordi fossero di 2.060 miliardi di dollari e che tra il 1979 e il 1984, tenuto conto dell'inflazione, il disavanzo del bilancio pubblico consolidato sia aumentato negli Stati Uniti di 162 miliardi di dollari. Secondo la Banca Mondiale, quindi, l'incremento reale del disavanzo statunitense tra il 1979 e il 1984 è stato pari a circa l'8% dei risparmi mondiali del 1979. Gli straordinari disavanzi di bilancio statunitensi, con il concorso delle politiche monetarie restrittive e del crollo degli investimenti finanziari

TABELLA 3

Anno	Flussi netti annui di risorse verso i paesi in via di sviluppo, tutte le fonti		Disavanzo del bilancio federale U.S.A.	Investimenti finanziari internazionali dei paesi OPEC	LIBOR	Tassi di interesse reali
	Flussi privati	Totale				
1970	7,0	19,9	11,4	—	—	—
1975	23,8	55,7	75,4	43,2	—	—
1980	34,9	99,2	68,7	100,2	14,03	0,53
1981	48,3	109,8	72,6	62,9	16,63	6,23
1982	38,4	97,4	130,7	14,0	13,48	7,38
1983	44,3	99,7	190,4	-9,8	9,82	6,62
1978	—	—	44,2	—	9,20	1,50
1979	—	—	27,9	—	12,15	0,85
1980	—	—	68,7	—	14,03	0,53
1981	—	—	72,6	—	16,63	6,23
1982	—	—	130,7	—	13,48	7,38
1983	—	—	190,4	—	9,82	6,62

Fonte: World Development Report 1985, Banca Mondiale.

internazionali dei paesi Opec, hanno avuto un forte impatto sui tassi d'interesse sul dollaro. Gli alti tassi d'interesse, a loro volta, hanno avuto una serie di conseguenze sull'inflazione statunitense, sull'attività economica mondiale e sulla domanda di materie prime.

La figura 2 presenta tali interconnessioni, nel tentativo di comprendere gli effetti degli elevati tassi d'interesse statunitensi sul problema del debito dei LDC.<sup>4</sup> Sono evidenti quattro effetti principali. Gli effetti sull'onere di servizio del debito e sul cambio illustrano l'appesantimento del carico debitorio, mentre gli effetti sul commercio estero e sulla crescita sono collegati al problema dei vincoli delle risorse. Discutiamo separatamente ciascuno di tali effetti.

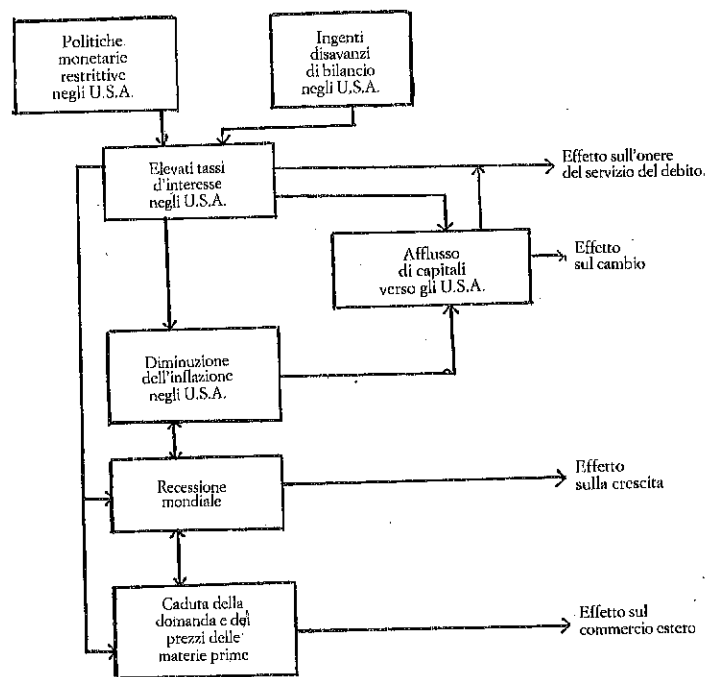
#### *Effetto sull'onere di servizio del debito*

Gli elevati tassi d'interesse, accoppiati all'ingente domanda interna di moneta negli Stati Uniti, hanno reso scarsi gli eurocrediti per i LDC,

<sup>4</sup> Naturalmente, queste relazioni non costituiscono un contributo teorico, ma un semplice richiamo. I nessi causali indicati sono inoltre, a rigor di termini, incompleti, sebbene in questo campo non molto sia stato fatto.

FIGURA 2

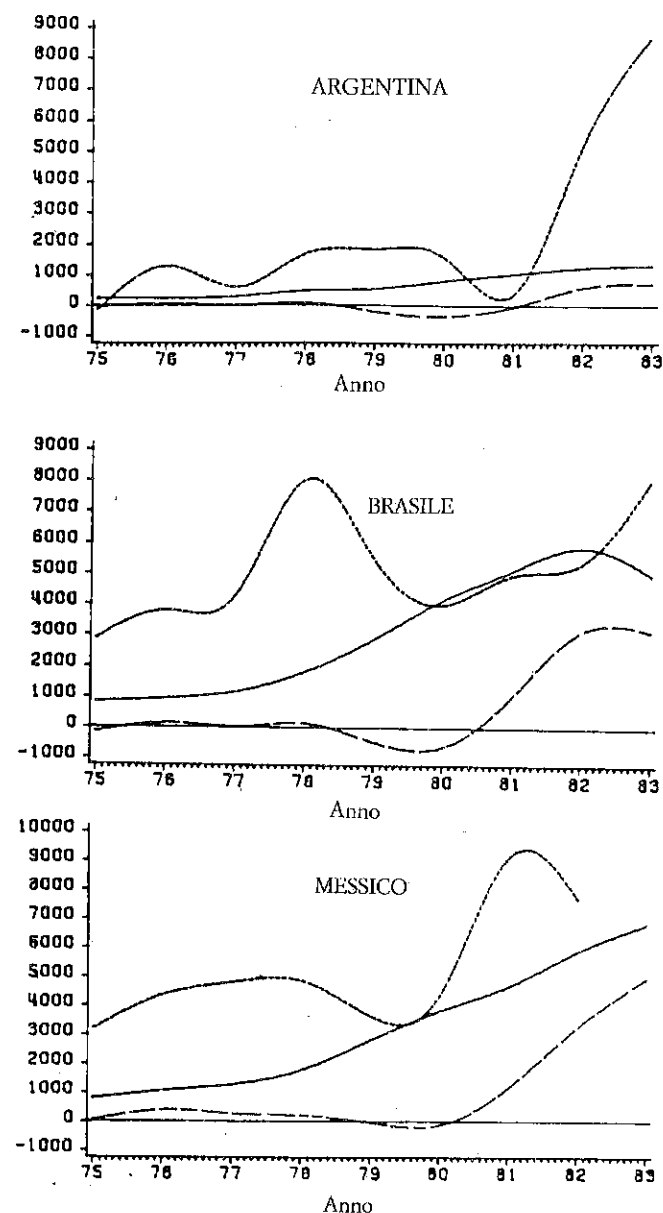
## GLI EFFETTI DEGLI-ALTI TASSI DI INTERESSE



incidendo così negativamente sul loro indebitamento netto. Insieme agli aumentati costi per interessi, ciò costrinse, per la prima volta dopo lungo tempo, alcuni LDC ad effettuare realmente pagamenti per interessi. Fino al 1980 la maggior parte dei LDC era solita contrarre ogni anno nuovi debiti in misura superiore ai loro pagamenti per interessi; in pratica, ciò significava che essi non avevano mai pagato interessi sui loro debiti (cfr. Figura 3). A partire dal 1980 i nuovi crediti divennero sempre meno accessibili, e il Brasile, ad esempio, che dal 1975 non aveva più pagato alcun interesse, si trovò improvvisamente a pagarne nel 1980, nel 1981 e nel 1982. Nel 1983 sembrano riaffiorare nuovi crediti, che possono aver contribuito ad alleviare un poco la crisi, ma si tratta di un incremento prevalentemente contabile.

Le cifre sul debito riportate in questo articolo sono tratte dalle *World Debt Tables* della Banca Mondiale, che per Argentina, Brasile e Messico indicano soltanto i debiti dello Stato o garantiti dallo Stato. Nel corso del 1983 si verificarono molte rinegoziazioni che consolidarono

FIGURA 3



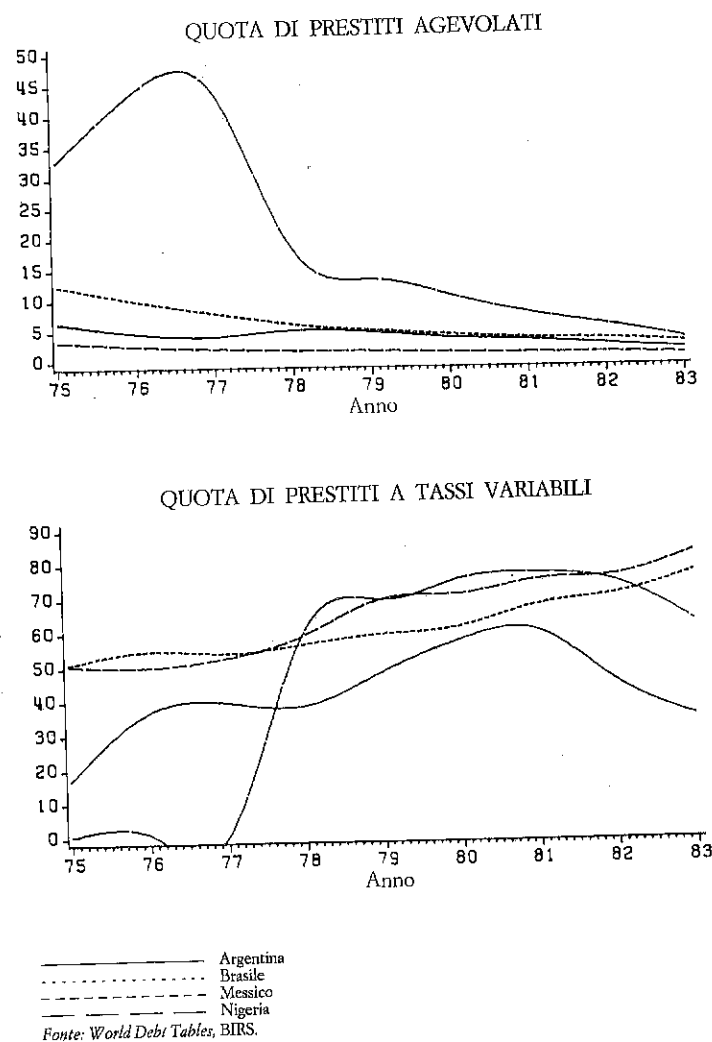
— Costo nominale degli interessi.  
 - - - Indebitamento netto.  
 . . . Costo reale degli interessi.  
 - . - Costo reale degli interessi.

Fonte: *World Debt Tables*, BIRS.

Tutti i valori sono in milioni di dollari U.S.A.

Il costo reale degli interessi è calcolato usando il concetto di prestito di adeguamento all'inflazione discusso nel testo.

FIGURA 4



i debiti dei privati con quelli dello Stato, il che spiega in gran parte il riscontrato aumento dell'indebitamento netto del settore pubblico.

Tornando al costo reale dell'indebitamento, assumendo un differenziale di 50 punti base sul LIBOR, i tassi d'interesse reali praticati ai LDC risultano balzare dall'1% del 1980 al 6,73-8,50% nel 1981-84. Di fatto la variazione è stata anche più drammatica, dato che diversi prestiti rinegoziati nel 1983 e nel 1984 stabilivano differenziali che arrivavano all'1,75%.

Per la maggioranza dei LDC, una parte dei prestiti è a tassi fissi o agevolati, cosicché la relazione tra costo reale del debito e tasso d'interesse reale non è necessariamente biunivoca. La maggior parte dei LDC ha dovuto indebitarsi in misura crescente a tassi di mercato (Figura 4). Inoltre, per la maggior parte dei paesi, un'ampia quota dei prestiti, molto aumentata negli ultimi anni, è a tassi variabili. Di fatto la maggior parte dei prestiti concessi da privati a tassi fissi ha scadenze relativamente brevi; ad ogni rifinanziamento, i tassi vengono adeguati a quelli di mercato, cosicché il risultato finisce con l'essere analogo a quello dei prestiti a tassi variabili.

Per valutare le variazioni del costo reale del debito si è introdotto il concetto di "prestito di adeguamento all'inflazione", definito come la somma che un paese può prendere a prestito in un dato anno senza accrescere il livello reale del proprio debito. Ad esempio, se un paese avesse all'inizio dell'anno un debito di 10 miliardi di dollari, e se in quell'anno il tasso d'inflazione fosse del 10%, il prestito di adeguamento all'inflazione sarebbe di 1 miliardo di dollari. Il costo reale dell'interesse viene quindi determinato sottraendo il "prestito di adeguamento all'inflazione" dal costo degli interessi di quell'anno.

Il combinato operare di tassi d'interesse reali più elevati, da una parte, e dall'altra, della diminuzione della quota dei prestiti agevolati e dell'aumento della quota dei prestiti a tassi variabili ha fatto sì che negli anni '80 i costi reali degli interessi per i LDC siano aumentati di 10 volte (in confronto a qualsiasi altro periodo del recente passato: cfr. Figura 3).

#### *Effetto sul commercio estero*

La recessione mondiale ha determinato una diminuzione della domanda di tutte le materie prime. La flessione della domanda può non essere stata molto forte in termini di quantità, ma è stata sufficiente a tramutare un mercato del venditore in un mercato del compratore, determinando una sensibile riduzione dei prezzi delle materie prime. La caduta dei prezzi del petrolio è stata forse l'aspetto più sintomatico, giacché la maggior parte degli esperti aveva previsto un loro continuo aumento. Tra il 1981 e il 1983 il consumo di petrolio si è ridotto di circa il 7%, da 35,2 a 32,9 milioni di barili al giorno (mbd) (cfr. Tabella 4). Questo indebolimento della domanda si è accompagnato ad una diminuzione dei prezzi da 35,01 dollari al barile nel 1981 a 28,72 dollari

al barile nel 1983: un ribasso del 18%. I proventi petroliferi complessivi sono perciò diminuiti tra il 1981 e il 1983 da 1.236 a 945 milioni di dollari al giorno: una caduta di 291 milioni di dollari al giorno, pari al 23,6%. Poiché in tale periodo la produzione di petrolio del mondo industrializzato aumentò, i LDC esportatori di petrolio hanno dovuto assorbire la maggior parte della flessione nella produzione. E poiché soltanto la metà circa del petrolio consumato venne estratto nei paesi esportatori di petrolio, la caduta dei loro proventi petroliferi si è aggirata intorno al 30%.

TABELLA 4

## PREZZI E CONSUMI DI PETROLIO

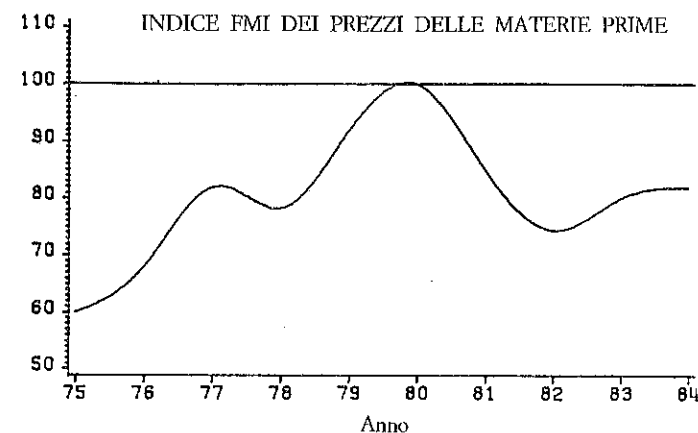
Anno	Consumi (milioni di barili al giorno)	Prezzo (dollari U.S.A. per barile)
1974	37,3	11,25
1975	36,3	11,02
1976	38,9	11,89
1977	39,7	12,95
1978	40,8	12,98
1979	40,5	19,00
1980	37,5	31,51
1981	35,5	35,01
1982	33,4	33,39
1983	32,9	28,72

Fonte: OCSE Economic Outlook.

La caduta dei prezzi è stata grave anche per la maggior parte delle altre materie prime. Tra il 1980 e il 1983 il rame è diminuito del 23,2%, il ferro del 12,2%, la carne bovina del 30%, lo zucchero del 56,9%, il caffè del 15,1% e il cacao del 18,6%. Di fatto, l'indice del FMI per la media dei prezzi delle materie prime escluso il petrolio tra il 1980 e il 1983 diminuisce del 19,9% (cfr. Figura 5). I prezzi delle materie prime hanno subito i maggiori ribassi nel 1982, ma, dopo una modesta ripresa nel 1983 e 1984, nel 1985 sembrano essere tornati a scendere.

Poiché le esportazioni dei LDC sono per la maggior parte composte da materie prime, mentre le loro importazioni sono principalmente di prodotti dell'industria manifatturiera, durante la recessione i prezzi delle loro esportazioni sono diminuiti molto più rapidamente di quelli

FIGURA 5



## INDICI DEI PREZZI DI MATERIE PRIME

Anno	Rame	Ferro	Carne bovina	Zucchero	Caffè	Cacao	Media <sup>1</sup>
1975	62,7	85,4	41,7	133,9	48,1	47,9	60,1
1976	67,9	82,8	44,3	52,9	94,2	78,6	68,1
1977	64,9	80,8	56,8	37,8	152,0	145,6	82,1
1978	64,6	72,6	56,4	35,3	102,8	130,8	78,3
1979	91,0	87,8	93,3	40,3	112,5	126,5	92,0
1980	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1981	82,9	90,4	82,5	77,6	76,8	79,8	84,8
1982	71,9	96,2	68,8	43,2	83,4	66,9	74,3
1983	76,8	88,0	71,5	43,1	84,9	81,4	80,1
1984	66,0	87,9	—	43,4	93,7	92,0	82,1
1985 gennaio	—	—	—	—	—	—	75,1

<sup>1</sup> Media della maggior parte delle materie prime escluso il petrolio, quale è calcolata dal FMI.

Fonte: International Financial Statistics, FMI.

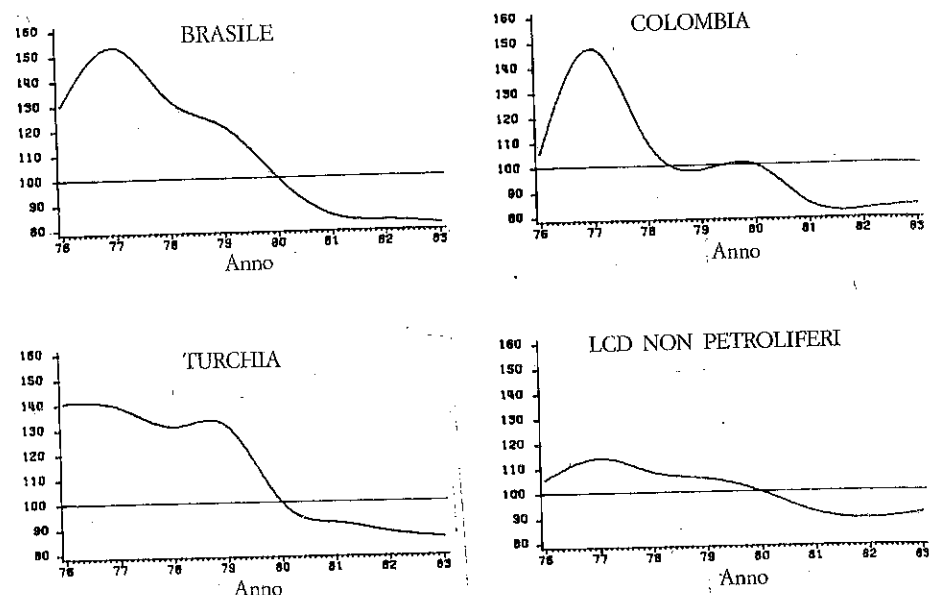
delle loro importazioni. Tra il 1980 e il 1983 le ragioni di scambio sono peggiorate del 19% per il Brasile, del 16,1% per la Colombia, del 18,1% per i LDC dell'emisfero occidentale e del 9% per i LDC non esportatori di petrolio (cfr. Figura 6). La caduta delle ragioni di scambio tra il 1977 e il 1983 è stata ancora più accentuata. Per gli anni '80 i dati relativi alla maggior parte degli altri LDC sono molto frammentari.

Il combinarsi del peggioramento delle ragioni di scambio con la recessione dei paesi sviluppati ha a sua volta avuto conseguenze per le



FIGURA 6

## RAGIONI DI SCAMBIO



$$\text{Ragioni di scambio} = \frac{\text{Indice dei prezzi unitari all'esportazione}^*}{\text{Indice dei prezzi unitari all'importazione}^*}$$

\* Calcolato dal FMI.

bilance commerciali della maggior parte dei LDC, i cui disavanzi nel 1981, 1982 e 1983, con esportazioni diminuite in termini nominali e reali, sono rimasti a livelli piuttosto elevati, malgrado gli sforzi per ridurre le importazioni (cfr. Tabella 5).

*Effetto cambio*

Il drastico aumento dei tassi d'interesse reali ha contribuito in misura notevole all'apprezzamento del dollaro U.S.A. Il tasso di cambio effettivo del dollaro calcolato dal FMI è aumentato nel periodo 1980-83 da 93,9 a 124,9 (cfr. Tabella 6): una rivalutazione del 33% in tre anni. Il tasso di cambio effettivo del dollaro è calcolato dal FMI in base a una media ponderata di tutte le altre monete, che attribuisce pesi molto elevati alle valute dei paesi industriali. Poiché questi hanno nella maggior parte dei casi adottato a loro volta politiche monetarie restrit-

TABELLA 5

ESPORTAZIONI, IMPORTAZIONI E BILANCIA COMMERCIALE  
(miliardi di dollari)

		Esportazioni di beni e servizi	Importazioni di beni e servizi	Bilancia commerciale	Esportazioni 1975
Algeria	1979	10.525	12.191	( 1.666)	7.802
	1980	14.906	14.718	188	9.736
	1981	15.067	15.291	( 224)	8.915
	1982	14.385	14.880	( 495)	8.023
	1983	13.616	13.930	( 314)	7.356
Argentina	1979	9.919	10.477	( 558)	7.353
	1980	11.201	16.006	( 4.805)	7.316
	1981	11.823	16.437	( 4.614)	6.996
	1982	9.725	12.139	( 2.414)	5.424
	1983	9.762	12.219	( 2.457)	5.274
Brasile	1979	17.994	28.477	(10.483)	13.339
	1980	23.291	36.252	(12.961)	15.213
	1981	27.006	38.955	(11.949)	15.980
	1982	23.487	39.812	(16.325)	13.099
	1983	24.369	31.276	( 6.907)	13.165
Messico	1979	16.007	21.702	( 5.695)	11.866
	1980	24.719	32.532	( 7.813)	16.146
	1981	30.415	44.727	(13.312)	17.997
	1982	28.442	34.282	( 5.840)	15.863
	1983	27.718	22.850	4.868	14.975
Nigeria	1979	19.352	14.574	4.778	14.345
	1980	27.505	21.922	5.583	17.965
	1981	19.646	25.062	( 5.416)	11.625
	1982	13.808	21.124	( 7.316)	7.701
	1983	10.993	15.483	( 4.490)	5.939

Fonte: Colonna 1 e 2, World Debt Tables, BIRS.

tive, è lecito pensare che in questo stesso periodo le monete dei LDC si siano svalutate rispetto al dollaro in misura superiore al 33%. Infatti, come si può vedere dalla tabella 6, il dollaro U.S.A. si è apprezzato in modo molto significativo rispetto alle valute della maggior parte dei principali LDC. Anche in termini reali, tra il 1980 e il 1983 le monete dei LDC si sono svalutate in media del 50% rispetto al dollaro.<sup>5</sup> In termini sia nominali che reali, dunque, in seguito all'apprezzamento del dollaro il peso del debito dei LDC si è aggravato. Se si guarda al tasso di cambio effettivo del dollaro nel 1984 e all'inizio del 1985, noi sospettiamo che la situazione del cambio dei LDC sia ulteriormente peggiorata.

TABELLA 6

## VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO

Apprezzamento reale del dollaro U.S.A. rispetto alle monete locali tra il 1980 e il 1983	
Argentina	488,14%
Brasile	84,41%
Cile	62,09%
Messico	52,15%
Nigeria	-47,06%
Turchia	50,48%
Venezuela	50,46%

$$1. \text{ Calcolato come: } \left( \frac{\text{Tasso di cambio 1983}}{\text{Tasso di cambio 1980}} \times \frac{\text{CPI U.S.A. 1983/CPI U.S.A. 1980}}{\text{CPI interno 1983/CPI interno 1980}} \right) - 1$$

Fonte: Tassi di cambio e indici dei prezzi al consumo (CPI), *International Financial Statistics*, FMI.

Anno	Tasso di cambio effettivo del dollaro U.S.A.
1970	119,1
1971	116,1
1972	107,8
1973	98,8
1974	101,1
1975	100,0
1976	105,2
1977	104,7
1978	95,7
1979	93,7
1980	93,9
1981	105,7
1982	118,1
1983	124,9
1984	134,9
1985 gennaio	146,4

Nota: Indice calcolato dal FMI, indice = 100 nel 1975.  
Fonte: IFS, FMI.

<sup>5</sup> Dati i controlli sui flussi di capitale imposti dalla maggior parte dei LDC, la relazione tra tassi d'interesse e tassi di cambio non è ben definita; ci limitiamo perciò a riportare i dati, astenendoci dal suggerire una qualche relazione causale.

## Effetto crescita

La recessione mondiale si è abbattuta in modo particolarmente pesante sui LDC. A parte gli effetti depressivi sul commercio estero, ne risultarono seriamente compromessi i piani di sviluppo e la capacità dei LDC di onorare le proprie obbligazioni internazionali. La tabella 7 evidenzia un rallentamento della crescita e un generale deterioramento del più importante indicatore singolo dello sviluppo economico, cioè del Pil pro capite.<sup>6</sup>

TABELLA 7

		1979	1980	1981	1982	1983
Argentina	Pil	98,58	100,00	93,70	89,19	91,00
	Pil pro-capite	100,03	100,00	92,22	86,38	86,72
Brasile	Pil	92,71	100,00	98,44	99,35	96,22
	Pil pro-capite	95,01	100,00	96,26	95,01	90,00
Messico	Pil	92,31	100,00	107,96	107,37	102,38
	Pil pro-capite	94,96	100,00	105,17	101,98	94,82
Nigeria	Pil	99,56	100,00	94,70	92,67	—
	Pil pro-capite	102,87	100,00	91,61	86,69	—

Fonte: *World Debt Tables* (BIRS), e *International Financial Statistics* (FMI) vari numeri.

Variazione percentuale del Pil pro-capite 1985 rispetto al massimo del 1980 o 1981	
Brasile	- 5,6
Ecuador	- 6,3
Messico	- 9,4
Perù	-13,4
Cile	-14,4
Argentina	-17,1
Venezuela	-17,1

Fonte: *Time Magazine*, 14 ottobre 1985.

<sup>6</sup> La relazione tra tassi d'interesse e crescita economica è discussa in ERRUNZA e GHALBOUNI (1985).

#### 4. Conclusioni

I dati disponibili lasciano pensare che nell'attuale ambiente economico internazionale la politica dei tassi d'interesse abbia avuto un forte impatto sulla crisi debitoria. In particolare, i LDC dovettero pagare interessi più elevati (da 7 a 10 volte più elevati in termini reali), e senza ricorrere a nuovi prestiti. Acquistare i dollari necessari al servizio del debito costò più caro, almeno il 50% in più anche tenendo conto dei differenziali d'inflazione. Le esportazioni si ridussero tra il 10% e il 30% in termini reali, così come i prezzi delle materie prime (20% in meno), mentre il tenore di vita nazionale peggiorò, il Pil pro capite diminuendo spesso più del 10%.

Una risposta globale alla crisi comporterebbe probabilmente un'azione su tre fronti. Sul fronte della politica interna degli Stati Uniti e dei principali paesi industrializzati, un'azione che riportasse sotto controllo i disavanzi fiscali potrebbe allentare la pressione sui tassi d'interesse, sul cambio del dollaro e sulla liquidità dei mercati finanziari. A loro volta, politiche commerciali più liberistiche da parte del mondo industrializzato aiuterebbero i LDC ad aumentare le proprie esportazioni e a rafforzare la loro posizione finanziaria.

Dal punto di vista della regolamentazione delle banche, limiti all'esposizione ed obblighi di riserva più vincolanti, accompagnati da migliori norme sulle informazioni da fornire, potrebbero contribuire a prevenire il ripetersi dell'eccessiva espansione dei finanziamenti riscontrata nei primi anni '80. A questo proposito, sarebbe molto opportuna una migliore sorveglianza dei mercati finanziari internazionali da parte del FMI.

Infine, quanto ai paesi debitori, è necessaria una serie di provvedimenti che corregga gli errori delle loro recenti politiche economiche. Questo compito correttivo era di solito svolto dalle misure imposte dal Fondo Monetario Internazionale. Una volta messa in atto una politica correttiva, un'adequata crescita dei LDC può essere l'unica alternativa capace di evitare rivolgimenti politici e nello stesso tempo di ripristinare la loro salute finanziaria. La Banca Mondiale potrebbe svolgere un utilissimo ruolo catalizzatore nell'incanalare i nuovi capitali necessari a consentire una rinnovata crescita dei LDC.

Questo complesso di provvedimenti non è né esauriente né costituisce un pacchetto indivisibile. È tuttavia chiaramente necessaria una qualche azione su tutti e tre i fronti: nelle politiche interne dei paesi

industrializzati, nella regolamentazione dei mercati finanziari internazionali e nelle politiche dei paesi in via di sviluppo.

Montreal

V.R. ERRUNZA - J.P. GHALBOUNI

#### BIBLIOGRAFIA

- DHONTE, PIERRE, "Describing External Debt Situations: A Roll-Over Approach", *IMF Staff Papers*, Washington, D.C., marzo 1975.
- COLACO, FRANCIS, *et al.*, *World Development Report*, World Bank, Washington, D.C., 1985.
- FEDER, GERSHON e JUST, RICHARD E., "A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logit Analysis", *Journal of Development Economics*, Vol. 4, 1977.
- FISK, CHARLES e RIMLINGER, FRANK, "Non Parametric Estimates of LDC Repayment Prospects", *Journal of Finance*, marzo 1979.
- ERRUNZA, VIHANG e GHALBOUNI, JOSEPH, "On the Impact of Growth on Foreign Capital Needs of LDCs", McGill University Working Paper 85-18.
- FRANK, C.R. e CLINE, WILLIAM R., "Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis", *Journal of International Economics*, Vol. 1, 1971.
- GOODMAN, LAURIE, "Can Risks in LDC Lending be Diversified?", *Journal of Business Economics*, marzo 1982.
- GUTTENTAG, JACK e HERRING, RICHARD, "What Happens When Countries Cannot Pay Their Bank Loans? The Renegotiation Process", *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, 5, 1983a.
- GUTTENTAG, JACK e HERRING, RICHARD, "The Current Crisis in International Banking", University of Pennsylvania Working Paper, ottobre 1983b.
- LAPORTE, JEAN-MARIE, "Définition et Evaluation du Risque Bancaire sur les Pays en Développement", *Banque*, ottobre 1979.
- LESSARD, DONALD, "North-South: The Implications of Multinational Banking", *Journal of Banking and Finance*, 1983.
- MAYO, ALICE e BARRETT, ANTHONY, "An Early Warning Model for Assessing Development Country Risk", in "Proceedings of a Symposium on Developing Countries' Debt", edito da Stephen Goodman, Washington, D.C., U.S. Export-Import Bank, agosto 1977.
- NAGY, PANCRAS, "Country Risk, How to Assess, Quantify and Monitor It", *Euromoney Publications*, Londra, 1979.
- NAGY, PANCRAS, "The Use of Quantified Country Risk in Decision Making in Banks", in "Assessing Country Risk", edited by Richard Ensor, *Euromoney Publications*, 1981.
- SARGEN, NICHOLAS, "Economic Indicators and Country Risk Appraisal", *Federal Reserve Bank of San Francisco Review*, autunno 1977.
- SHAPIRO, ALAN C., "Risk in International Banking", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. XVII, n. 5, dicembre 1982.
- THOMPSON, JOHN K., "An Index of Economic Risk", in "Assessing Country Risk", a cura di Richard Ensor, *Euromoney Publications*, 1981.
- WILSON, JOHN O., "Measuring Country Risk in a Global Context", *Business Economics*, gennaio 1979.