

MEETING OF THE BOARD OF THE
INSTITUTE FOR INTERNATIONAL FINANCE

THE INTERNATIONAL DEBT SITUATION

Rome, June 18, 1987

1. I would like to thank you for the pleasure of participating at this meeting of the Board of Directors of the Institute for International Finance and for the invitation to address you on the subject of the international debt situation.

The debt crisis has been with us for more than four years now. The strategy the principal creditor nations have pursued in this period, in close cooperation with debtor countries, international institutions and commercial banks, has averted major disruptions in international financial markets and kept debtor countries financially afloat. Progress has been made but conditions in debtor countries remain precarious and vulnerable to unfavourable external developments.

Indeed, as of last year financial strains have grown acute again. This reverse can be attributed to the less buoyant growth in the world economy, the pronounced weakening of raw material prices and the erosion of domestic austerity programs in some major debtor countries.

There has thus been a resurgence of apprehension about

the ability of the debt strategy to prevent a major default and gradually restore debtor countries' standing in international financial markets. Disenchantment with the debt strategy is also apparent in the recent decision of major US banks to boost their provisions for losses on LDC loans. These developments have made the prophets of doom call all the more insistently for outright official intervention to bail out both debtors and banks.

Have we really reached the point where such action would be advisable? And, if we have, is it feasible? Simple yes and no answers would probably beg these questions, so I shall examine some aspects of the problem that will help to assess the current situation and the prospects for the future.

I would like to start by recalling some remarks I made when addressing the Istituto Centrale di Banche e Banchieri here in Rome in November 1982. I pointed out that the costs of the excessive accumulation of debt would inevitably weigh on the prospects of the world economy, and that the industrial countries would necessarily have to shoulder part of the burden of restoring LDCs to a sustainable financial position. I also noted that "the cost of an intervention to lighten the burden of existing debt needed to be compared, not with a cost-free alternative but with the risk of incurring considerably greater costs later. In the extreme case of a large-scale liquidity crisis, the authorities of the major countries could be faced with a difficult choice between controlling the monetary aggregates in the medium term and supporting the liquidity of the banking system, with the risk of compromising the results obtained in the fight against inflation". It seems to me that these considerations still apply today. In reality, substantial costs have already been paid: by debtor countries, in the form

of lower growth and a compression of living standards; by creditor nations, which have contributed to borrowers' adjustment efforts by granting financial relief in various forms and have seen a fall in their exports to developing countries; and also by commercial banks, which have now begun to take explicit account in their balance sheets of the risks and potential losses associated with their lending to LDCs.

The initial failure to recognize the true nature of the debt problem and the scale of the costs involved also contributes to today's apprehension and disenchantment. There was probably undue optimism about the possibility of floating off the rocks without paying a high cost; disillusionment may now be causing excessive pessimism. With these considerations in mind, I shall go back and briefly review how the debt problem arose and the strategy adopted to cope with it.

2. Several factors fueled the LDC debt crisis. Up to the turn of the eighties, developing countries were still borrowing at a rapid pace, though these resources were increasingly used to finance swelling public sector deficits and domestic consumption. For their part, commercial banks failed to recognize the risks involved in such lending and behaved as if sovereign risk was not open to default. Lax monetary policies in the major countries encouraged overlending since interest rates were generally negative in real (inflation adjusted) terms. However, the effects of the second oil shock -- a protracted slowdown of world trade coupled with high real positive interest rates engendered by the determined anti-inflationary stance of the industrial countries -- quickly revealed the unsustainability of the heavily indebted LDCs' external position.

When the crisis broke in 1982, the major countries,

international institutions and commercial banks responded on a case-by-case basis by rescheduling maturities and extending new financial assistance that was made conditional on debtor countries adopting adjustment programs and paying interest on their outstanding debt. The results were initially encouraging, and fueled expectations that a few years of the same medicine would cure the problem. In the two following years the rapid growth of world trade, coupled with the determined implementation of adjustment programs in debtor countries and the decline of interest rates in major financial markets, produced a significant improvement in debtor's balance-of-payments and debt-service ratios. Indeed, between 1982 and 1985 the fiscal deficits of the most heavily indebted countries were halved to less than 3 per cent of GDP, their current account swung from a deficit of \$50 billion to balance and their debt-service ratio declined steadily.

However, since 1985 US domestic demand and imports have slowed down without an offsetting upturn in the other industrial countries. This has led to a significant decline in overall trade growth. In addition, raw material prices have continued to fall with severe adverse consequences for many indebted countries. In October 1985 US Treasury Secretary Baker launched his initiative to counter this situation, based on a cooperative approach to the debt problem, with debtor countries adopting growth-oriented structural reforms and international institutions and commercial banks maintaining adequate lending flows. A complementary assumption underlying the initiative was that a gradual correction of the external imbalances of the major industrial countries would ensure adequate growth in both the world economy and world trade.

The implementation of this strategy has been hampered,

however, by the sharp deterioration in the debtor countries' terms of trade and by lower-than-expected growth of the world economy. The scale of developing countries' adjustment is revealed by the fact that, in 1986 with a deterioration in their terms of trade estimated at about \$100 billion, the increase in their current account deficit was only \$24 billion, partly as a result of continuing rapid growth of non-traditional exports stimulated by more realistic exchange rates. The World Bank came close to meeting its lending objectives, while finance provided by the commercial banks fell short of the amount envisaged. Indeed, a certain reduction in the propensity to support debtor countries' adjustment efforts has been accompanied by increasing domestic resistance after more than three years of cuts in living standards.

Comprehensive refinancing "packages" have nonetheless been or are about to be concluded with Mexico, Nigeria, Argentina and the Philippines. On the other hand, some countries have partly suspended the servicing of their foreign debt. Brazil also suspended some debt service payments earlier this year. However, following the recent announcement of a new economic stabilization program, the conditions have been created for an agreement with both the IMF and commercial banks and for the resumption of debt service payments. More importantly, there is growing awareness of the limits to the pressure that can be brought to bear on commercial banks to maintain and, possibly, expand their exposure, especially because such new lending would sometimes run up against existing prudential and supervisory regulations. The fact that no light can be seen at the end of the tunnel does not, of course, encourage debtor countries' adjustment efforts or commercial banks' willingness to continue in the joint search for lasting solutions to the problem.

3. In assessing the current situation, we must therefore recognize that the debt problem is entering a new phase. While we should not underrate the results obtained to date (major financial strains have been averted and political cooperation with debtor nations has been maintained), from now onwards greater determination will be needed to offer credible prospects of an eventual solution, even if this involves all the parties in substantial costs.

As recognized by the recent Venice Summit Declaration, it is appropriate to distinguish in the search for lasting solutions between the needs of the poorest developing countries, which are heavily dependent on exports of raw materials and mainly indebted to official creditors, and those of middle-income indebted LDCs, which have the potential for recovery provided the external environment is favorable and an adequate flow of financing is made available.

The most pressing need of the poorest countries is for substantial relief on external debt and increased concessional financing of programs of domestic reform designed to increase the supply of resources and diversify production and exports. In Venice, the Heads of State and of Government pledged concrete steps in this direction, notably in the form of lower interest rates, longer grace periods in official reschedulings and a stepping up of aid flows. An expansion of the resources made available by the IMF, under its Structural Adjustment Facility, and the World Bank, whose IDA resources have recently been repleted, is also envisaged.

For the middle-income indebted countries, it may prove necessary to go beyond the Baker initiative, while of course maintaining its case-by-case approach and emphasis on growth-

oriented structural reforms. These countries must be able to obtain the resources necessary to sustain their adjustment programs and make them credible.

It is indeed advisable that commercial banks should take part in the cooperative effort that will have to be mounted. They can hardly expect to walk away from the debtor countries without paying a very high price and immediately. Their continued cooperation will have to be obtained, however, by seeking ways to restore lending on a voluntary basis, rather than the mechanical preservation or expansion of existing exposure levels. Banks should concentrate more on trade and project financing, while balance-of-payments financing should be left mainly to international institutions and governments. Consideration could be given to some form of guarantee on new commercial bank loans to indebted countries within the framework of structural adjustment programs agreed upon with international institutions. Banks are making room for such lending in their balance sheets with innovative schemes for converting loans into negotiable securities, equity instruments or exit bonds as well as for selling credits in the secondary market at a discount.

The governments of the leading industrial countries cannot walk away from the problem either. Indeed, they can be expected to provide additional resources directly and indirectly through supplier credits and export credit guarantees, reschedulings of official debt, the supply of new resources to international institutions and special incentives to encourage commercial banks to grant new loans to indebted LDCs.

The key role in organizing and catalyzing financial flows should continue to be played by the IMF and the World Bank, which have the technical skills and the political

independence to ensure that the resources made available are put to good use and that there is an appropriate combination of adjustment and financing in each individual case. An important signal concerning the resources of the World Bank was given at the Venice Summit, where the leading countries indicated they were willing to consider an increase in the institution's capital to support the required level of lending.

As regards the form of this strengthened financial assistance, composite packages are likely to emerge, tailored to the situation of individual countries.

In conclusion, let me stress that there are not only responsibilities and costs but also benefits for all the parties involved in seeking cooperative solutions to the debt problem. No debt strategy can possibly succeed without strong and sustained efforts on the part of debtor countries. But such efforts will not be enough to pull them out of their difficulties without export markets and access to outside funds, preferably in the form of direct investment rather than more debt. Healthy growth in developing countries will allow an expansion in industrial countries' exports and GDP. Commercial banks would therefore benefit both from an improvement in the quality of their outstanding exposure to LDCs and from better lending opportunities in industrial countries. Conversely, a drying-up of bank credit to debtor nations would weaken prospects for the adoption of growth-oriented adjustment programs and would delay a lasting solution to the debt problem.

LA SITUAZIONE DEBITORIA INTERNAZIONALE

1. Desidero esprimere la mia gratitudine al Board of Directors dell'Institute for International Finance per l'invito a partecipare a questo incontro e a trattare in questa sede il problema del debito internazionale.

La crisi debitoria dura ormai da oltre quattro anni. La strategia perseguita in questo periodo dai più importanti paesi creditori, in stretta cooperazione con quelli debitori, con le banche commerciali e con gli organismi internazionali, ha evitato sconvolgimenti sui mercati finanziari internazionali e ha contribuito a salvaguardare la situazione finanziaria dei paesi debitori. Alcuni progressi sono stati conseguiti ma la situazione resta precaria ed esposta a sviluppi esterni sfavorevoli.

Di fatto, a partire dall'anno scorso le tensioni finanziarie si sono riacutizzate. Questo fenomeno può essere attribuito al rallentamento della crescita dell'economia mondiale, al cedimento dei prezzi delle materie prime e all'indebolimento dei programmi di austerità adottati in alcuni dei più importanti paesi debitori.

Sono perciò riemersi dubbi sulla capacità dell'at-

tuale strategia di prevenire gravi crisi e di ripristinare gradualmente il merito di credito dei paesi debitori sui mercati internazionali. La disillusione nei confronti della strategia del debito appare chiara, inoltre, se si guarda alla recente decisione di alcune grandi banche di incrementare le riserve a fronte di perdite sui crediti ai paesi in via di sviluppo. Questi avvenimenti hanno fatto sì che taluni tornassero a insistere per un intervento diretto dei governi e degli organismi ufficiali a favore tanto dei paesi debitori quanto delle banche.

Ma siamo davvero al punto in cui tale azione si rende opportuna? E, in caso affermativo, è questa una strada praticabile? Una risposta semplicemente affermativa o negativa eluderebbe probabilmente la sostanza del problema: ritengo perciò opportune alcune riflessioni che credo potranno contribuire a inquadrare la situazione attuale e le prospettive future.

Ricorderò, per cominciare, alcune considerazioni da me svolte nel corso di una conferenza presso l'Istituto Centrale di Banche e Banchieri, tenutasi a Roma nel novembre del 1982. In quella sede affermai che i costi di una eccessiva accumulazione del debito avrebbero finito inevitabilmente per pesare sulle prospettive dell'economia mondiale e che i paesi industriali avrebbero necessariamente dovuto accollarsi parte dell'onere per ricondurre i paesi in via di sviluppo a una posizione finanziaria sostenibile. Notai inoltre che "i costi di un intervento per alleggerire il debito in essere si dovevano confrontare non con una situazione alternativa priva di costi, ma con il pericolo di

incorrere in costi assai più elevati in futuro. Nel caso estremo di una crisi di liquidità generalizzata, le autorità dei maggiori paesi avrebbero potuto essere chiamate a una difficile scelta tra il controllo degli aggregati monetari nel medio periodo e la necessità di sostenere la liquidità del sistema bancario, con il rischio di compromettere i risultati ottenuti nella lotta all'inflazione". Mi pare che queste considerazioni siano valide ancora oggi. I costi già sostenuti sono stati infatti notevoli: da parte dei paesi debitori, sotto forma di più bassi tassi di crescita e di una compressione del tenore di vita; da parte di quelli creditori, che hanno contribuito agli sforzi di aggiustamento dei paesi in via di sviluppo mediante varie forme di sostegno finanziario e hanno registrato una caduta delle loro esportazioni verso i paesi debitori; e inoltre da parte delle banche commerciali, che hanno ora cominciato a tener conto esplicitamente nei loro bilanci del rischio e delle perdite potenziali connesse con la loro attività di prestito ai PVS.

Le preoccupazioni e il senso di delusione attuali sono dovuti anche all'iniziale difficoltà a riconoscere la vera natura del problema del debito e la dimensione dei costi che esso implicava. Si nutriva probabilmente un ottimismo ingiustificato circa la possibilità di uscire da questa situazione senza pagare un costo elevato; tuttavia, tale delusione può oggi provocare un pessimismo eccessivo. Ciò premesso, cercherò di esaminare brevemente le origini del problema del debito e la strategia adottata per affrontarlo.

2. La crisi debitoria dei PVS fu dovuta a diversi fattori. Fino all'inizio degli anni ottanta, i paesi in via di sviluppo continuarono a fare ampio ricorso al credito, sebbene le risorse così raccolte fossero destinate sempre più a finanziare i crescenti disavanzi pubblici e i consumi interni. Da parte loro, le banche commerciali sottovalutarono i pericoli di questa situazione, comportandosi come se l'attività di prestito a mutuatari sovrani fosse virtualmente esente dal rischio di insolvenza. Politiche monetarie ispirate a scarso rigore nei maggiori paesi industriali incoraggiarono una eccessiva attività di prestito poiché i tassi di interesse erano in genere negativi in termini reali. Comunque, gli effetti della seconda crisi petrolifera - ossia un protratto rallentamento del commercio mondiale ed elevati tassi di interesse positivi provocati dalla decisa politica anti-inflazionistica dei paesi industriali - rivelarono rapidamente l'insostenibilità della posizione esterna dei PVS maggiormente indebitati.

Nel 1982, allo scoppio della crisi, i paesi industriali, le istituzioni internazionali e le banche commerciali reagirono con un approccio "caso per caso" procedendo a una rinegoziazione delle scadenze e assicurando nuovi finanziamenti a condizione che i paesi debitori adottassero programmi di aggiustamento e onorassero i pagamenti degli interessi sul debito in essere. I risultati furono al principio incoraggianti e alimentarono l'aspettativa che alcuni anni di questa terapia avrebbero risolto il problema. Nei due anni successivi, la rapida crescita del

commercio mondiale, la decisa attuazione dei programmi di aggiustamento nei paesi in via di sviluppo e la riduzione dei tassi di interesse nei maggiori mercati finanziari produssero un significativo miglioramento della bilancia dei pagamenti e del "debt-service ratio" dei paesi debitori. Infatti, tra il 1982 e il 1985 il disavanzo pubblico dei paesi maggiormente indebitati si dimezzò, scendendo a meno del 3 per cento del PIL, la bilancia delle partite correnti passò da un deficit di 50 miliardi di dollari a una posizione di equilibrio e il "debt-service ratio" diminuì costantemente.

Tuttavia, a partire dal 1985, il rallentamento della domanda interna e delle importazioni degli Stati Uniti non è stato compensato dagli altri paesi industriali. Ciò ha comportato una minore espansione del commercio mondiale. Inoltre, i prezzi delle materie prime hanno continuato a diminuire con conseguenze assai gravi per molti paesi debitori. Nell'ottobre del 1985 il Segretario americano al Tesoro, Baker, presentò una iniziativa in favore dei paesi in via di sviluppo. Questa si basava su un approccio di tipo cooperativo al problema del debito e prevedeva che i paesi debitori adottassero riforme strutturali orientate alla crescita, mentre gli organismi internazionali e le banche commerciali avrebbero dovuto assicurare adeguati flussi di finanziamento. L'iniziativa postulava implicitamente che una correzione graduale degli squilibri esterni dei maggiori paesi industriali avrebbe assicurato uno sviluppo adeguato dell'economia e del commercio mondiale.

L'attuazione di questa strategia è stata, tutta-

via, ostacolata dal drastico deterioramento delle ragioni di scambio dei paesi debitori e da un tasso di crescita dell'economia mondiale inferiore alle attese. La dimensione dello sforzo di aggiustamento dei paesi in via di sviluppo è illustrata dal fatto che nel 1986, in presenza di un peggioramento delle ragioni di scambio stimato intorno ai 100 miliardi di dollari, l'aumento del loro disavanzo di parte corrente è stato di soli 24 miliardi. Questo risultato è in parte dovuto alla continua e rapida crescita delle esportazioni di tipo non tradizionale favorite da tassi di cambio più realistici. Mentre la Banca mondiale ha sostanzialmente raggiunto i suoi obiettivi di prestito, i finanziamenti delle banche commerciali sono risultati inferiori al previsto. Di fatto, una minore propensione a sostenere gli sforzi di aggiustamento dei paesi debitori si è accompagnata, in questi ultimi, a una crescente opposizione interna, dopo oltre tre anni di riduzione del tenore di vita.

Accordi di rifinanziamento di vasta portata sono stati nondimeno raggiunti, o sono in procinto di esserlo, con il Messico, la Nigeria, l'Argentina e le Filippine. D'altra parte, alcuni paesi hanno parzialmente sospeso il servizio del debito. Anche il Brasile, all'inizio di quest'anno, ha adottato un provvedimento analogo. Comunque, in seguito al recente annuncio di un nuovo programma di stabilizzazione economica, si sono create le condizioni per un accordo con il FMI e le banche commerciali e, dunque, per la ripresa dei pagamenti relativi al servizio del debito. Ciò che più conta è una maggiore consapevolezza dei limiti

alle pressioni che possono essere esercitate sulle banche affinché queste mantengano, e possibilmente aumentino, il livello della loro esposizione, specialmente perché nuovi prestiti potrebbero, in alcuni casi, andare al di là dei limiti prudenziali imposti dalle attuali normative di vigilanza. Il fatto che non si scorga ancora alcuna luce in fondo a questo tunnel non incoraggia di certo i paesi debitori a intraprendere sforzi di aggiustamento, né le banche commerciali a ricercare congiuntamente soluzioni durature al problema.

3. Nel valutare la situazione attuale dobbiamo perciò riconoscere che il problema del debito sta entrando in una nuova fase. Sebbene non vadano sottovalutati i risultati fino a oggi ottenuti (sono state, infatti, evitate gravi tensioni finanziarie e si è preservata la cooperazione politica con i paesi debitori), sarà d'ora in poi necessaria una maggiore determinazione per offrire prospettive credibili di una soluzione definitiva, anche se ciò potrà comportare costi notevoli per tutte le parti in causa.

Come è stato riconosciuto nella Dichiarazione del recente Vertice di Venezia, la ricerca di soluzioni durature deve distinguere tra le necessità dei paesi in via di sviluppo più poveri, fortemente dipendenti dall'esportazione di materie prime e indebitati soprattutto verso creditori ufficiali, e quelle dei paesi in via di sviluppo a medio reddito, che posseggono il potenziale per una ripresa a condizione che vengano assicurati sviluppi esterni favorevoli e flussi finanziari adeguati.

La necessità più impellente dei paesi più poveri è quella di un significativo alleggerimento del debito estero e di un aumento del flusso di credito a condizioni agevolate destinato a finanziare programmi di riforma interna atti ad aumentare l'offerta di beni e a diversificare la produzione e le esportazioni. A Venezia i Capi di Stato e di Governo si sono impegnati ad adottare concrete iniziative in questa direzione, soprattutto sotto forma di tassi di interesse più bassi, di concessione di periodi di grazia più lunghi in occasione di rinegoziazioni ufficiali e di un incremento degli aiuti. E' previsto, inoltre, un aumento dei prestiti del FMI nell'ambito della "Structural Adjustment Facility" e di quelli erogati dalla Banca mondiale tramite l'IDA, le cui risorse sono state di recente aumentate.

Per ciò che concerne i paesi a medio reddito, potrebbe rivelarsi necessario andare al di là dell'iniziativa Baker, mantenendo naturalmente fermi l'approccio "caso per caso" che la contraddistingue e l'enfasi sulla necessità di riforme strutturali orientate alla crescita. Questo gruppo di paesi deve essere in grado di ottenere le risorse necessarie a sostenere e rendere credibili i propri programmi di aggiustamento.

E' auspicabile che le banche commerciali prendano parte a questo sforzo di cooperazione. Esse, infatti, difficilmente potranno disimpegnarsi dai paesi debitori senza pagare un prezzo assai elevato e immediato. La loro collaborazione dovrà essere assicurata ricercando i modi per ripristinare un'attività di prestito su base volontaria, piuttosto che sull'automatico mantenimento o espansione

degli attuali livelli di esposizione. Le banche dovrebbero concentrare la loro attività più sul finanziamento degli scambi commerciali e dei singoli progetti che su quello della bilancia dei pagamenti, che dovrebbe essere lasciato soprattutto alle istituzioni internazionali e ai governi. Potrebbero essere prese in considerazione forme di garanzia sui nuovi crediti bancari nell'ambito di programmi di aggiustamento strutturali concordati con le istituzioni internazionali. Le banche cominciano a prevedere nei loro bilanci questo tipo di prestiti attraverso schemi innovativi per la conversione dei crediti in titoli negoziabili, in partecipazioni azionarie o in "exit bonds", oppure la cessione di tali crediti, con uno sconto, sul mercato secondario.

Nemmeno i governi dei maggiori paesi industriali possono eludere il problema. Il loro compito potrà essere quello di garantire risorse addizionali in forma diretta e indiretta attraverso crediti fornitori o garanzie sui crediti all'esportazione, nonché attraverso rinegoziazioni del debito ufficiale, con l'offerta di nuove risorse finanziarie a favore delle istituzioni internazionali e con speciali incentivi per incoraggiare le banche a concedere nuovi prestiti ai PVS debitori.

Il ruolo centrale nell'organizzare e nel catalizzare i flussi di finanziamento continuerà a essere svolto dal FMI e dalla Banca mondiale, che posseggono le capacità tecniche e l'indipendenza politica necessarie ad assicurare il corretto utilizzo delle risorse disponibili e una appropriata combinazione, in ogni singolo caso, tra finanziamento e aggiustamento. Il Vertice di Venezia ha dato un

importante segnale in relazione alle risorse della Banca mondiale: i maggiori paesi industriali hanno, infatti, dichiarato in quella sede di voler procedere a un aumento del capitale della Banca per far fronte ai suoi programmi di prestito.

Per quanto riguarda la forma che una rafforzata assistenza finanziaria potrà assumere, è probabile che emergano piani compositi, mirati alla situazione specifica di ogni singolo paese.

In conclusione, vorrei sottolineare che una soluzione al problema del debito ispirata a principi di collaborazione presenta non solo responsabilità e costi ma anche benefici per tutte le parti in causa. Nessuna strategia potrà avere successo senza sforzi intensi e prolungati da parte dei paesi debitori. Tali sforzi non saranno, tuttavia, sufficienti a risolvere i problemi di questi paesi se non si garantiranno mercati di sbocco alle loro esportazioni e accesso ai finanziamenti esterni, preferibilmente sotto forma di investimenti diretti piuttosto che di nuovi debiti. Una crescita equilibrata dei paesi in via di sviluppo consentirà un'espansione delle esportazioni e del reddito in quelli industriali. Da parte loro, le banche commerciali trarranno beneficio sia dal miglioramento della qualità della loro esposizione verso i PVS sia da migliori opportunità di impiego nei paesi industriali. Al contrario, un inaridimento del credito bancario verso i paesi debitori si tramuterebbe in un indebolimento delle prospettive di adozione di programmi di aggiustamento orientati alla crescita e in un rinvio di soluzioni durature al problema del debito.