

**QUADERNI DEL DIPARTIMENTO DI SCIENZE  
ECONOMICHE E SOCIALI**

**Sostenibilità e Riduzione del Debito Estero  
per i Paesi Poveri**

*Marco Arnone e Andrea F. Presbitero*

*Serie Rossa: Economia – Quaderno N. 27 febbraio 2005*



**UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE**

**PIACENZA**

I QUADERNI  
Possono essere richiesti a:

Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali, Università Cattolica, Via Emilia Parmense 84,  
29100 Piacenza tel. 0523 599342. Oppure si può ottenere una copia dall'area di download del  
Dipartimento al seguente indirizzo: <http://www.unicatt.it/dipartimenti/ScEcoSoc/default.stm>

# Sostenibilità e Riduzione del Debito Estero per i Paesi Poveri

**Marco Arnone<sup>1</sup>**

*Istituto di Politica Economica – Università Cattolica di Milano (Italy)*

**Andrea F. Presbitero**

*Università Politecnica delle Marche (Ancona – Italy)*

**Abstract:** This paper presents a critical approach to the policy debate about external debt sustainability and debt relief in the High Indebted Poor countries (HIPC). The authors look at the different approaches to and models of debt sustainability and claim that a realistic evaluation of this issue requires the use of the fully-fledged government budget constraint, which includes not only the external debt, but also the domestic debt, as well as the balance of payments and the exchange rates. The authors describe the macroeconomic effects of the IMF-World Bank HIPC Initiative, highlighting some of its theoretical limits; the Initiative could not guarantee ex ante external debt sustainability, except by chance. A new operational framework - that takes into account the overall government budget constraint and the feedback of debt relief on economic growth - and a stronger commitment by advanced economies to open up their agricultural markets to support these countries, are required.

Keywords: External Debt, HIPC, Debt Sustainability, Debt Reduction, Poor Countries

JEL Classification: F34, H63, O11, O19

Authors' Address: [Marco.Arnone@fastwebnet.it](mailto:Marco.Arnone@fastwebnet.it) [andreapresbitero@yahoo.it](mailto:andreapresbitero@yahoo.it)

---

\* Questo autore, già funzionario presso il Fondo Monetario Internazionale (FMI), ha lavorato sui temi relativi al debito estero in alcuni dei paesi oggetto di questa analisi, come il Mozambico e lo Zambia. Il progetto è stato iniziato nel 2004, quando lo stesso era Economista presso il FMI. Gli autori desiderano ringraziare L. Bandiera, M. Baussola, M. Cortes, A. Fuentes, F. Jensen, M. Mazzoli, S. Sgherri, M. Sommer, F. Timpano e i partecipanti al seminario del Dipartimento di Economia della Università Cattolica di Piacenza.

## Sommario

I. Introduzione .....	3
II. I Diversi Approcci alla Sostenibilità del Debito .....	4
III. Gli Effetti di un Eccessivo Debito Estero sulla Crescita Economica .....	7
IV. Debito Estero e Crescita: Evidenza Empirica .....	9
V. Modelli di Sostenibilità del Debito .....	11
VI. Le Iniziative di Riduzione del Debito .....	12
VII. Conseguenze Macroeconomiche della Iniziativa HIPC .....	14
VIII. Alcuni Limiti e Pregi della Iniziativa HIPC .....	20
IX. Nuove Iniziative Istituzionali e Conclusioni .....	21
X. Bibliografia .....	23

## I. INTRODUZIONE

Il debito estero dei paesi più poveri e indebitati è uno dei temi più controversi della politica economica internazionale. Il problema dell'eccessivo accumulo di debito estero si pone sin dagli anni settanta quando un insieme di fattori interni ed esterni contribuirono a renderlo insostenibile: fra i fattori esterni si annoverano gli shock petroliferi, gli alti tassi di interesse, le recessioni nei paesi industrializzati (generate in larga parte dai primi due fattori) e i deboli prezzi delle materie prime sui mercati internazionali; fra i fattori interni comuni ai vari paesi ricordiamo gli alti deficit commerciali, gli alti deficit fiscali e i bassi tassi di risparmio. Come conseguenza si determina un incremento dei prestiti internazionali. L'insieme di questi fattori determina in un notevole gruppo di paesi una precaria situazione macroeconomica unitamente ad una congiuntura internazionale particolarmente sfavorevole.

La presenza di un elevato debito estero in paesi molto poveri ha suscitato l'interesse di molte organizzazioni non governative (ONG) e della società civile, il cui impegno è culminato con una campagna per la cancellazione totale del debito estero dei paesi poveri. La letteratura accademica condivide l'idea che l'approccio corrente al problema del debito estero non sia in grado di stimolare la crescita economica, che è l'elemento base per alleviare la povertà e per raggiungere la sostenibilità del debito. Tuttavia, generalmente si possono individuare due posizioni distinte sulla possibile riduzione del debito: il primo approccio sostiene la necessità di una maggiore e più estesa riduzione del debito (*poverty trap approach*), mentre il secondo (*selectivity approach*) ritiene che una maggiore selettività è necessaria per ridurre i prestiti a governi corrotti.

Il primo punto di vista, ben espresso dai numerosi contributi di Jeffrey Sachs [2002, 2005], è vicino alle posizioni espresse dalle ONG e enfatizza la necessità di un aumento degli aiuti internazionali. In particolare, si chiede che l'approccio dei Paesi donatori tenga conto delle necessità dei singoli Paesi e che l'entità degli aiuti sia tale da permettere le spese minime in infrastrutture, salute pubblica e beni di prima necessità. Un'ulteriore riduzione del debito e un rinnovato impegno ad aumentare il volume di aiuti allo 0.7% del PIL sono i passi necessari da compiere per aiutare i paesi più poveri ed indebitati ad uscire dalla trappola della povertà<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> È importante notare che un forte aumento dei fondi per lo sviluppo può portare ad un aumento dell'uso "strategico" dei fondi per lo sviluppo da parte dei paesi donatori. Ciò avviene quando i fondi per lo sviluppo vengono vincolati per indurre scelte politiche che i paesi riceventi non farebbero spontaneamente, che rispondono a scelte politiche o etiche di paesi donatori, così sostituendosi surrettiziamente al processo politico locale. L'approccio proposto da Sachs è soggetto a questo tipo di potenziale problema più dell'altro; da questo punto di vista è opportuna la canalizzazione di fondi attraverso organismi sovranazionali: in questi organismi infatti specifiche istanze nazionali dei paesi donatori non dovrebbero provare risonanza, e comunque sarebbero mediate dalla presenza di tutti i paesi nelle discussioni delle policy nei rispettivi Board.

Il secondo approccio, vicino alle posizioni espresse da Easterly [2001a, 2001b, 2002], è invece critico verso un aumento incondizionato del flusso di aiuti internazionali. In particolare, si mette in rilievo il ruolo giocato dalla corruzione e dalle inefficienze dei governi locali, che fanno sì che gran parte degli aiuti non vengano poi effettivamente indirizzati verso progetti per la riduzione della povertà [Thomas, 2001]. Inoltre, la riduzione del debito è un'iniziativa che tende ad incrementare l'impegno dei paesi donatori verso i paesi altamente indebitati, a discapito di altri paesi ugualmente poveri, ma capaci di mantenere un maggior equilibrio fiscale. Si tende quindi, a premiare i governi corrotti e inefficienti, senza creare incentivi a migliorare la posizione fiscale e le politiche macroeconomiche. Una maggiore condizionalità e selettività sarebbero necessarie per aumentare l'efficacia degli aiuti e per incentivare i governi dei paesi poveri a migliorare le loro politiche.

Nel presente lavoro, dopo aver presentato la letteratura sull'argomento, viene descritta la *Heavily Indebted Poor Countries Initiative* del FMI e della Banca Mondiale, e ne viene presentata una prima valutazione empirica. Mentre dal punto di vista teorico il meccanismo proposto non poteva garantire *ex ante* il raggiungimento della sostenibilità del debito, se non per caso; dal punto di vista empirico si rivela che, mentre per *alcuni* paesi la sostenibilità potrebbe essere stata raggiunta, tale sostenibilità a livello aggregato (cioè dell'intero gruppo di paesi) non è stata raggiunta *ex post*, neanche per caso.

Il paper propone quindi un approccio diverso e più articolato che coinvolge delle scelte di politica economica non solo dei paesi indebitati ma anche dei paesi avanzati.

## II. I DIVERSI APPROCCI ALLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

Il problema della sostenibilità del debito estero non è di facile soluzione ed è stato affrontato in diversi modi. Un primo criterio si limita a valutare le sostenibilità dal punto di vista finanziario, mentre un principio più ampio considera anche l'effetto che il debito ha sulle altre variabili macroeconomiche.

All'interno del primo criterio, detto di "sostenibilità finanziaria" si possono distinguere:

- (1) il cosiddetto *accounting approach*, e il
- (2) *Present Value Constraint (PVC) approach*<sup>3</sup>.

Nel primo caso, un deficit fiscale è considerato sostenibile se genera un rapporto debito-PIL (b) costante [Cuddington, 1996]. La (1) mostra come sia possibile avere un deficit sostenibile quando il tasso di crescita dell'economia (g) è maggiore del tasso reale di interesse r.

---

<sup>3</sup> Un terzo approccio è suggerito da Cohen [2000], che sottolinea la necessità di inserire nell'analisi il rischio di default: in questo caso il valore di mercato del debito è minore del suo valore nominale e del suo valore attuale. La principale conseguenza è che la cancellazione del debito non sarebbe più considerata un aumento di aiuti, ma una perdita effettiva.

$$(1) \quad SURP_t = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} b$$

L'analisi di sostenibilità del debito (DSA) condotta della Banca Mondiale e dal Fondo Monetario Internazionale è legata a questo primo approccio e si basa sulla determinazione di indicatori di solvibilità legati al valore attuale netto delle esportazioni e delle entrate fiscali. L'*accounting approach* mostra due limiti generali legati:

- (1) all'assunzione del tasso di interesse e del tasso di crescita del PIL come esogeni, e
- (2) all'ipotesi sul tasso di crescita delle passività, che non tiene conto del ruolo dei creditori.

Il secondo approccio definisce un governo solvente quando la somma del valore atteso dei flussi futuri è almeno uguale al valore nominale dello stock di debito (B), come esplicitato nella (2):

$$(2) \quad B_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{SURP_t}{(1+r)_t}$$

La differenza rispetto al tipo di analisi precedente è che in questo caso l'attenzione è sul livello di deficit che è finanziabile e non è richiesto il rimborso completo dello stock di debito. Infatti, se il tasso di crescita del debito è compreso tra il tasso di interesse reale e il tasso di crescita del PIL, allora il PVC è soddisfatto e il rapporto debito-PIL può crescere nel tempo senza un limite superiore, contrariamente a quanto richiesto dall'*accounting approach*.

Il criterio di sostenibilità finanziaria presenta una serie di limiti evidenziati dalla letteratura, che sono legati principalmente a:

- **Endogeneità delle principali grandezze macroeconomiche:** la probabilità di rimborsare il debito è funzione del tasso di crescita del PIL, delle esportazioni, delle entrate fiscali e dei tassi di interesse, che sono inevitabilmente influenzati dal livello di indebitamento [Loser, 2004, Belloc e Vertova, 2002]. Goldstein [2003], in particolare, sottolinea la necessità di considerare l'effetto negativo che un alto tasso di interesse e una stretta fiscale hanno sul tasso di crescita dell'economia.
- **Soglie di sostenibilità:** il rapporto tra valore attuale netto (VAN) del debito e esportazioni è generalmente considerato inadeguato, poiché un aumento delle esportazioni non si traduce necessariamente in un incremento delle entrate del governo [Hanmer e Shelton, 2001]<sup>4</sup>. Perciò, l'ammontare del debito dovrebbe essere valutato sostenibile se è coerente con un equilibrio esterno e con un deficit fiscale sostenibile.

---

<sup>4</sup> Altri criteri di sostenibilità sono legati alle entrate fiscali e ai flussi di rimborsi del debito, *cfr.* Gunter [2003], Martin [2002], Eurodad [2001], Oxfam [2001] e, per una valutazione più ampia del problema, Birdsall e Deese [2002].

- **Vincolo delle partite correnti e del tasso di cambio:** poiché il debito estero nei PVS è generalmente denominato in valuta estera, il tasso di cambio assume un ruolo cruciale nell'analisi di sostenibilità, così come i flussi di capitali e il tasso di crescita del commercio mondiale [Goldstein, 2003].
- **Attuabilità degli aggiustamenti fiscali** [Roubini, 2001]: i surplus fiscali richiesti da entrambi gli approcci per raggiungere la sostenibilità del debito estero non sono generalmente attuabili in realtà, poiché la spesa pubblica, già prossima a livelli di sussistenza, è difficilmente comprimibile.

Il criterio di “sostenibilità economica” ha il principale vantaggio di considerare l'endogeneità delle variabili macroeconomiche comprese nell'analisi di sostenibilità e la necessità di aumentare gli obiettivi da raggiungere attraverso la riduzione del debito. Questo ultimo aspetto si traduce nell'esplicita richiesta di una valutazione delle necessità finanziarie di ogni singolo Paese per realizzare le spese pubbliche minime in campo sociale e medico. Il ruolo giocato dalla crescita economica e dai programmi di riduzione della povertà assume particolare rilevanza per valutare la sostenibilità del debito all'interno di quello che Eurodad [2001] chiama *poverty approach to debt sustainability*. Di conseguenza, gli indicatori di sostenibilità dovrebbero essere focalizzati sui flussi di rimborso, che sono un indicatore effettivo di quante risorse sono assorbite dal debito e non possono essere impiegate in programmi di stimolo alla crescita e di riduzione della povertà [Martin, 2002].

Un approccio più generale alla sostenibilità del debito estero, che superi i limiti di ciascuno dei criteri proposti, richiede la considerazione dell'intero vincolo di bilancio intertemporale del settore pubblico, che include oltre alla parte estera, anche tutte le rilevanti variabili macroeconomiche, fra cui anche il debito interno e i tassi di cambio.

La necessità di un modello macroeconomico più completo deriva dall'esigenza di dover considerare non solo gli effetti di una riduzione del debito sulle variabili macroeconomiche, ma anche come queste reagiscono e come impattano sul vincolo di bilancio, rendendo o meno sostenibile la riduzione del debito. L'inclusione del debito interno amplia le fonti di finanziamento del deficit e rende l'analisi più realistica. Infatti, i Paesi HIPC possono ottenere prestiti internazionali solo a termini concessionali e, anche se ciò da un lato è un vantaggio, dall'altro limita la loro possibilità di ottenere fondi. In questo modo, dati i vincoli di spesa e i limiti del signoraggio, il debito domestico diventa una valida alternativa di finanziamento. Tuttavia, gli effetti sul tasso di interesse avranno ripercussioni negative sugli investimenti e sul tasso di crescita che devono essere necessariamente considerate. Allo stesso modo, si deve tenere conto anche degli effetti di un'espansione monetaria sulla politica fiscale e sulla crescita economica: una maggiore inflazione impatta sulla la spesa per interessi, a causa di un aumento dei tassi, sulle entrate fiscali, per effetto del fiscal drag e, soprattutto, sulla competitività, a causa delle variazioni del tasso di cambio reale.

Per valutare in modo realistico la sostenibilità del debito è allora necessario tenere conto degli effetti di feedback che i cambiamenti delle variabili macroeconomiche, dovuti alla riduzione del debito, hanno sul vincolo di bilancio e sul tasso di crescita.

### III. GLI EFFETTI DI UN ECCESSIVO DEBITO ESTERO SULLA CRESCITA ECONOMICA

La variabile fondamentale per l'analisi di sostenibilità del debito è il tasso di crescita del PIL: qualunque sia l'approccio con cui si valuta la sostenibilità dello stock di debito, un aumento del tasso di crescita economica fa sì che l'economia possa sopportare un debito maggiore.

Tuttavia, il livello di indebitamento influisce negativamente sulla crescita economica. I modelli neoclassici prevedono un legame negativo tra debito e crescita, ma questa relazione si basa sull'ipotesi di perfetta mobilità dei capitali. Una volta abbandonata questa ipotesi, la relazione diventa negativa. In particolare, un elevato debito rallenta il tasso di crescita del PIL attraverso diversi canali che possono essere classificati in [Claessens *et al.* 1996]:

1. *Disincentive effects*: legati alla teoria del “debt overhang” [Krugman, 1988, Sachs, 1989], secondo cui l'alto debito estero riduce gli investimenti, e all'incertezza che un elevato debito immette nel sistema economico.
2. *Cash flow effects*: dovuti sia al “crowding-out effect” [Cohen, 1993], secondo cui un aumento dei flussi di rimborso del debito riduce gli investimenti pubblici, sia alla possibilità che una riduzione del debito faciliti l'accesso ai mercati finanziari internazionali e il rimpatrio dei capitali.
3. *Moral hazard effects*: la riduzione del debito può indurre i paesi debitori a credere che i creditori siano disponibili a ridurre il debito anche in futuro, quando diventerà chiaro il rischio di default. In questo modo non si crea un incentivo per spingere i governi ad attuare le politiche macroeconomiche necessarie a stimolare la crescita.

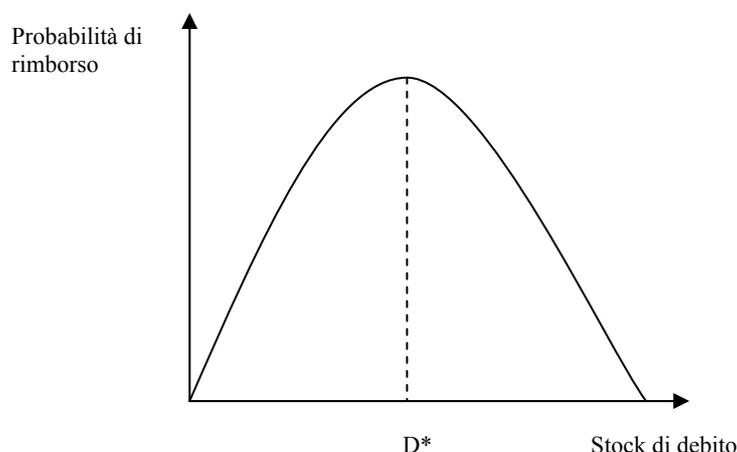
La teoria economica e l'evidenza empirica si sono generalmente concentrate sull'analisi che l'incertezza, e gli effetti di “debt overhang” e “crowding-out” hanno sulla crescita del PIL (*cf.* Addison *et al.* [2004], Bhattacharya e Clements [2004], Hanmer e Shelton [2001] e Eldebawi *et al.* [1997]).

Un elevato debito estero aumenta l'incertezza circa la probabilità che lo stock di debito sia completamente rimborsato. Il rischio di default, la rinegoziazione delle scadenze e l'accumulo di arretrati possono aumentare la volatilità dei flussi futuri di aiuti e prestiti, poiché l'accesso ai mercati finanziari dipende da quanto il debito è considerato sostenibile [Gunning e Mash, 1998]. In un ambiente macroeconomico in cui regna l'incertezza, gli investitori esteri e nazionali preferiscono rimandare le loro scelte. Inoltre, le loro decisioni non saranno forward looking e saranno preferiti gli investimenti a breve termine e a basso rischio, a discapito di quelli di lungo periodo in infrastrutture. L'inefficienza allocativa che ne deriva riduce la produttività del capitale e il tasso di crescita economica. La riduzione del debito può diminuire l'incertezza, migliorando l'efficienza allocativa e la fiducia nei governi dei paesi debitori e nelle loro politiche. La riduzione del debito, infatti, può essere vista dagli investitori come un segnale che la comunità internazionale approva le politiche macroeconomiche del governo, favorendo inoltre il rimpatrio dei capitali [Claessens *et al.* 1996].

L'effetto di “debt overhang” si verifica quando il paese creditore non si aspetta di essere completamente rimborsato a causa dell'elevato livello di indebitamento. Krugman

[1988: 255] sostiene che “A country has a debt overhang problem when the expected present value of potential future resource transfers is less than its debt”. In questo caso, il rimborso atteso è una funzione positiva dell’output: questa relazione fa sì che gli investimenti vengano ridotti, poiché i rendimenti futuri serviranno a ripagare i creditori. La presenza di un elevato stock di debito, secondo la teoria del “debt overhang”, modifica gli incentivi sia del creditore che del debitore e una riduzione del debito può essere nell’interesse di entrambe le parti<sup>5</sup>. La curva di Laffer del debito (Fig. 1) rappresenta la probabilità di rimborso come funzione dello stock di debito e chiarisce come la riduzione del debito possa essere un vantaggio sia per il debitore che per il creditore<sup>6</sup>.

**Figura 1: Curva di Laffer del Debito**



Quando il paese debitore si trova alla destra del punto D\* (il lato “sbagliato” della curva di Laffer), una riduzione del debito aumenta la probabilità di rimborso e migliora la situazione del creditore e del debitore. La tasa implicita che pesa sul paese debitore è una distorsione che limita gli investimenti e riduce il tasso di crescita economica. Un elevato debito scoraggia non solo gli investimenti in capitale fisico, ma anche quelli in capitale umano, così come l’adozione di nuove tecnologie e di riforme strutturali, poiché nel paese debitore si diffonde la convinzione che tutti i guadagni che ne deriveranno saranno utilizzati per rimborsare il debito. Questa interpretazione più ampia degli effetti del “debt overhang” è sostenuta da Sachs [2002], il cui modello mostra come un debito eccessivo possa vincolare i PVS in una trappola della povertà.

La relazione negativa tra debito e tasso di crescita del PIL non è dovuta soltanto ad un effetto legato allo stock, ma anche ad un secondo effetto dovuto allo spiazzamento degli

<sup>5</sup> Dooley [1989] presenta un semplice modello in cui la riduzione del debito può essere un beneficio sia per i creditori che per il debitore, poiché causa un aumento degli investimenti e, di conseguenza, dei rimborsi.

<sup>6</sup> La curva di Laffer del debito può essere rappresentata come valore attuale del debito funzione del suo valore nominale [Cline, 1995]. Il concetto è lo stesso, ma in questo secondo modo si evidenzia che il valore di mercato del debito può essere considerato come un indicatore di inefficienza, come sottolineato anche da Cohen [1989].

investimenti pubblici da parte dei flussi di rimborso del debito [Cohen, 1993]. Il motivo alla base del “crowding out” risiede nel fatto che, se i creditori si attendono il rispetto delle obbligazioni, i pagamenti influiscono sulle scelte di investimento, a seconda dell’efficienza della strategia di rinegoziazione del debito. Al contrario, se con ci sia spetta che il rimborso avvenga, non ci sarà alcun spiazzamento. Il modello di Cohen mostra che, in un paese il cui debito è così elevato da impedire una credibile strategia di rinegoziazione, l’effetto di spiazzamento è proporzionale alla quantità di risorse di cui i creditori riescono ad appropriarsi, e non allo stock di debito.

Nel caso specifico dei paesi HIPC, il fatto che essi ricevano trasferimenti netti di risorse positivi fa sì che gli effetti avversi sulla crescita dovuti al “debt overhang” possano essere attenuati. I flussi di rimborso diventano allora la determinante principale del tasso di crescita economica e, in questo caso, un aumento degli aiuti, addizionale alla riduzione del debito, può avere effetti sul tasso di crescita [Hansen, 2004].

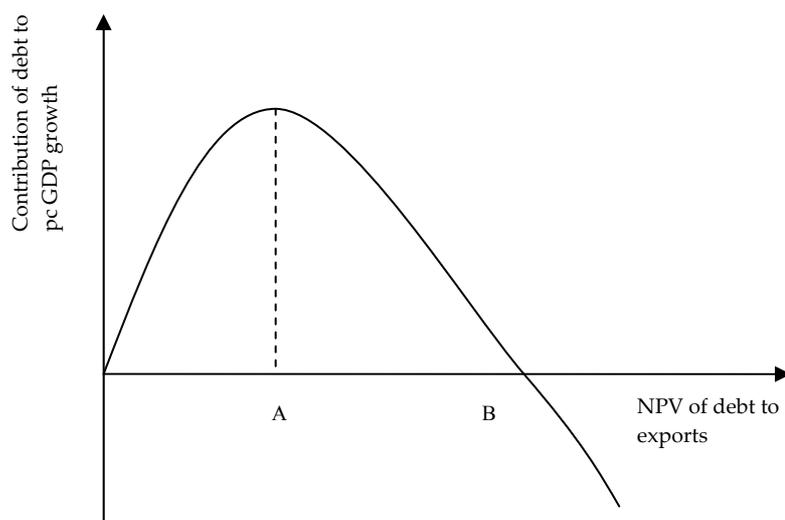
#### **IV. DEBITO ESTERO E CRESCITA: EVIDENZA EMPIRICA**

Le analisi empiriche tendono a confermare l’ipotesi “debt overhang”, anche se la relazione tra debito e crescita non è perfettamente definita, poiché l’effetto relativo e l’importanza delle variabili di debito considerate varia a seconda dei diversi studi considerati.

Tra i lavori più recenti, alcuni autori [Pattillo *et al.* 2002, 2004] sostengono che lo stock di debito è la causa di una scarsa crescita, mentre altri [Chowdhury, 2004] trovano che sia lo stock, che i flussi di pagamenti per interessi riducono gli investimenti e la performance economica.

Clements *et al.* [2003] trovano conferma dell’effetto di “debt overhang”: in 55 paesi a basso reddito un aumento del debito oltre una certa soglia comporta una riduzione del tasso di crescita. Inoltre, essi confermano che gli investimenti pubblici sono la determinante principale del tasso di crescita del PIL. La stessa relazione non lineare tra debito e crescita descritta dalla Fig. 2 è riscontrata anche da Pattillo *et al.* [2002].

#### **Figura 2: Contributo del debito al tasso di crescita del PIL**



Inizialmente, un maggior debito stimola la crescita economica, ma oltre una certa soglia (A) l'effetto marginale diventa negativo e, oltre il punto B, il contributo di un maggior debito sulla crescita diventa negativo<sup>7</sup>. La riduzione del debito mira a spostare un paese verso la parte sinistra della curva rappresentata nella Figura X, e l'effetto sul tasso di crescita dipende dalla forma della curva. Pattillo *et al.* [2002] stimano che l'iniziativa HIPC può incrementare il tasso di crescita del PIL di un punto percentuale e portare i paesi debitori nella sezione di curva in cui il contributo del debito alla crescita è positivo. Le stime di Clements *et al.* [2003] sono piuttosto simili, ma entrambi i risultati vanno valutati con cautela, poiché possono essere distorti dall'omissione di variabili rilevanti e dalla scelta del campione.

Questi risultati sono in linea anche con quanto trovato precedentemente da Eldebawi *et al.*, le cui stime sono coerenti con un'interpretazione più ampia dell'ipotesi di "debt overhang", poiché un maggior debito ha un effetto negativo sui tassi di cambio, sul deficit fiscale, sull'inflazione e, di conseguenza, sugli investimenti privati. Inoltre, questi effetti scoraggiano l'adozione di riforme strutturali e la capacità del governo di assorbire e attenuare gli shock. Pattillo *et al.* [2004] sostengono, invece, un'interpretazione più ristretta dell'effetto di un debito elevato, poiché questo riduce gli investimenti in capitale fisico e la TFP, mentre gli effetti sul capitale umano sarebbero modesti<sup>8</sup>.

Contrariamente a questi risultati, Cohen [1993] trova conferma dell'effetto di spiazzamento e non trova alcun legame tra lo stock di debito e gli investimenti, il cui rallentamento è dovuto al flusso di pagamenti per il rimborso. L'effetto di "crowding-out" è confermato anche dalle ricerche di Hansen [2004], Eldebawi *et al.* [1996] e di

<sup>7</sup> I due studi considerati arrivano a differenti stime delle due soglie (il punto B è stimato corrispondere ad un rapporto tra VAN del debito e esportazioni tra 115 e 170, e la soglia A a circa metà di quei valori), probabilmente a causa dei diversi campioni.

<sup>8</sup> Il precedente studio degli stessi autori [Pattillo *et al.* 2002] trova conferma di un'interpretazione più ampia, che comprende gli effetti avversi di un elevato debito sul capitale umano.

Chowdhury [2004]. Tuttavia, non tutti gli studi sono concordi nel sostenere la validità empirica della relazione negativa tra flussi di pagamenti per interessi e crescita economica: Bhattacharya e Clements [2004] riscontrano come questo effetto sia trascurabile, e Pattillo *et al.* [2002, 2004] mostrano come la variabile di flusso non sia significativa in una regressione di crescita in cui, invece, lo stock di debito ha un significativo effetto negativo.

## V. MODELLI DI SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

La sostenibilità del debito viene generalmente valutata con il criterio della sostenibilità finanziaria ed, in particolare per quanto riguarda l'iniziativa HIPC, seguendo l'*accounting approach*. La letteratura accademica presenta pochi modelli per analizzare la riduzione del debito in un contesto più ampio, che tenga conto dei limiti della analisi di sostenibilità del debito condotto dalla Banca Mondiale e dal FMI.

Eldebawi *et al.* [1996] costruiscono un modello di sostenibilità del debito estero che, fissato un obiettivo per il tasso di crescita del PIL, permette di derivare i valori del debito estero in equilibrio. In particolare, se il tasso di crescita è fissato al 5%, le stime per 99 PVS mostrano che in equilibrio il rapporto tra debito estero e esportazioni è uguale a 330, i pagamenti per interesse sono il 10% delle entrate fiscali, gli investimenti privati il 15% del PIL e il deficit è pari al 6% del PIL.

Questo semplice modello, basato unicamente sul vincolo di bilancio e su due equazioni per il tasso di crescita del PIL e per gli investimenti privati, presenta alcuni importanti limiti, riconducibili ad alcune ipotesi di base, al mancato utilizzo del VAN, all'alto livello di aggregazione delle variabili, e all'omissione di alcune variabili rilevanti. In particolare, anche se il modello ha il vantaggio di includere il debito interno, esso ignora completamente la bilancia dei pagamenti e i tassi di cambio. Inoltre, questo modello è un semplice esercizio di statica comparata ed ignora ogni dinamica nel periodo di transizione in cui è garantita la riduzione del debito.

Più recentemente, Edwards [2002, 2003] ha sviluppato un approccio più sofisticato per analizzare il rapporto tra riduzione del debito e sostenibilità fiscale, che assume come obiettivo la sostenibilità del debito e, quindi, deriva gli aggiustamenti necessari. Edwards definisce la sostenibilità macroeconomica distinguendo tra: (1) sostenibilità fiscale e (2) sostenibilità delle partite correnti, e sviluppa due diversi modelli dinamici, il primo con l'obiettivo di derivare un deficit primario coerente con un rapporto debito-PIL stabile, il secondo che mira a far sì che le partite correnti siano in linea con la condizione di solvibilità. In entrambi i casi, i risultati ottenuti con i dati relativi al Nicaragua, mostrano che la sostenibilità richiede aggiustamenti (in termini di riduzione delle spese, maggiori tasse, svalutazioni) che sono difficilmente realizzabili dal punto di vista politico e che possono assorbire molte delle risorse che andrebbero destinate a programmi per la riduzione della povertà.

Il principale vantaggio di questi modelli è l'inclusione nel vincolo di bilancio del debito interno, delle rimesse e degli aiuti, del signoraggio e della distinzione tra debito commerciale e agevolato. Tuttavia, i due modelli sono disgiunti e la mancanza di

integrazione tra le due analisi è proprio il maggior limite di questo approccio, dato che gli aggiustamenti necessari a raggiungere la sostenibilità esterna sono destinati a minare la sostenibilità fiscale. Infine, gli aggiustamenti fiscali e sul tasso di cambio hanno un effetto anche sul tasso di crescita economica, che viene tuttavia ignorato.

Burnside e Fanizza [2001, 2004] analizzano l'iniziativa HIPC sotto un'altra prospettiva, poiché il loro modello, pur non affrontando in modo esplicito il problema della sostenibilità, studia gli effetti di una riduzione del debito sull'economia, senza assumere un target per il tasso di crescita dell'output. La quantità di debito cancellata, il grado di condizionalità e le scelte di spesa pubblica influiscono sugli investimenti, sulla spesa pubblica, sulle entrate fiscali e sulle variazioni del PIL. Inoltre, l'inclusione nel modello della domanda di moneta consente di costruire due scenari, a seconda che la politica monetaria sia accomodante o restrittiva. Nel primo caso, la banca centrale permette di finanziare il deficit creando moneta, ottenendo come risultato una sostanziale riduzione del debito, a costo di un'elevata inflazione nel breve periodo. Al contrario, una politica monetaria attiva mantiene l'inflazione stabile e determina una minore riduzione del debito.

Le conclusioni del modello, in linea con i risultati di Sargent e Wallace [1981], secondo cui una minore inflazione futura richiede una maggiore inflazione corrente, possono essere attenuate da un'appropriata riforma fiscale. Un aumento delle spese in programmi per la riduzione della povertà, a discapito delle spese correnti, si traduce in significativi guadagni in termini di crescita economica e, di conseguenza, in maggiori diminuzioni di debito e inflazione nel lungo periodo, a prescindere dal regime monetario.

Pur non affrontando direttamente il tema della sostenibilità, questo modello permette una valutazione più attenta delle conseguenze della riduzione del debito sulle variabili macroeconomiche, e della probabilità che il paese debitore si trovi in situazione di insolvenza futura. Tuttavia, anche questo tipo di analisi presenta dei limiti, soprattutto per quanto riguarda: (1) la scissione tra la parte monetaria e quella reale del modello, poiché il tasso di inflazione, determinato esclusivamente sul mercato monetario, non ha alcun impatto sul PIL, e (2) l'esclusione del debito interno, della bilancia dei pagamenti e del tasso di cambio.

## **VI. LE INIZIATIVE DI RIDUZIONE DEL DEBITO**

La maggiore iniziativa di riduzione del debito estero dei paesi più poveri è stata lanciata nel 1996 dal FMI e Banca Mondiale (BM) su istanza del G7, con l'obiettivo dichiarato di raggiungere la sostenibilità del debito estero di questi paesi, dopo che varie iniziative dello stesso G7 avevano avuto effetti limitati: la Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative coinvolge 41 paesi e circa 600 milioni di persone, prevalentemente in Africa e America Latina (AL). Nel 1996 per qualificarsi per il programma di riduzione del debito estero furono stabiliti degli indicatori numerici.

I due indicatori di sostenibilità in valore attuale netto sono: il rapporto debito estero su esportazioni superiore a 200-250 per cento e il rapporto debito estero su entrate fiscali

superiore a 280 per cento; l'indicatore di apertura internazionale, espresso dal rapporto esportazioni su PIL, aveva un valore soglia del 40 per cento; mentre l'indicatore fiscale, espresso dal rapporto entrate fiscali su PIL, aveva un valore soglia del 20 per cento.

Il debito di questi paesi al 2000 era di circa 200 miliardi di dollari, circa il 10% del totale del debito estero di tutti i paesi in via di sviluppo (PVS). Dal punto di vista sociale, l'aspettativa di vita in questi 41 paesi è di 7 anni inferiore rispetto alla media dei PVS e questo dà già un'idea della situazione di sopravvivenza precaria, dove le risorse effettivamente disponibili sono ben al di sotto del livello di sussistenza.

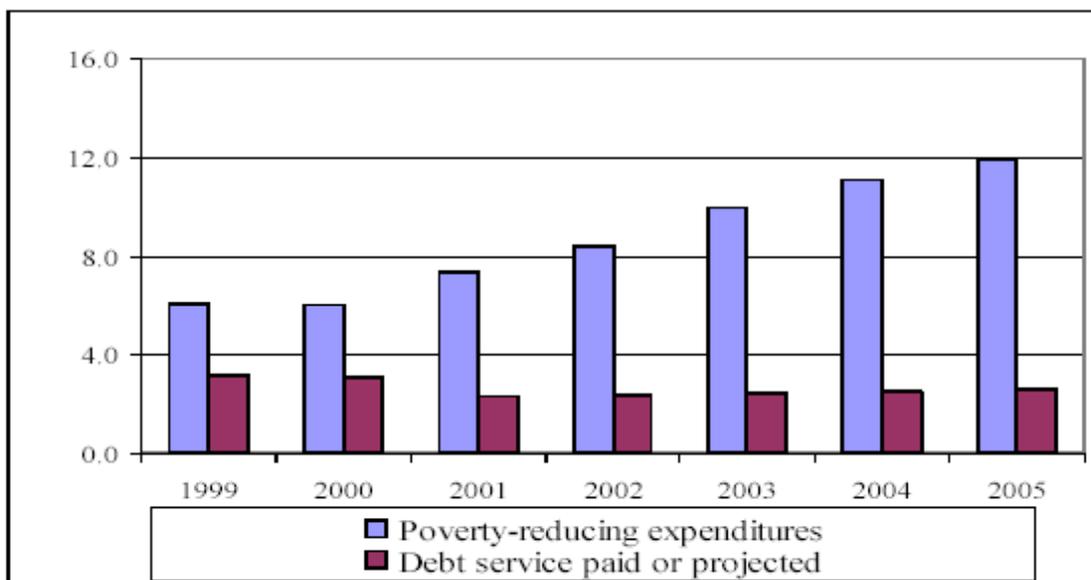
Il programma del 1996 richiedeva che i paesi coinvolti: effettuassero un processo di aggiustamento macroeconomico tramite un programma con il FMI; definissero una strategia di riduzione della povertà; dimostrassero di saper usare prudentemente le risorse rese disponibili dalla riduzione del debito. Inoltre ogni necessità di finanziamento internazionale doveva essere effettuato “*on concessional terms*”, cioè non sui mercati dei capitali privati, ma esclusivamente tramite le istituzioni multilaterali e i paesi donatori a condizioni particolarmente favorevoli in termini di tassi di interesse e di tempi di rimborso. Questa condizione, che appariva sensata al momento della stesura del programma, risulterà densa di conseguenze, soprattutto per la gestione monetaria.

Nel 1999, a seguito dell'aggravarsi della situazione dei paesi HIPC, il programma viene ridisegnato e rinominato Enhanced-HIPC (E-HIPC). I valori soglia dagli indicatori vengono ridotti per favorire l'accesso al programma: gli indicatori di sostenibilità vengono ridotti rispettivamente a 150 e 250 per cento, l'indicatore di apertura viene portato al 30 per cento, e quello fiscale al 15 per cento. Il valore soglia dell'indicatore di sostenibilità esterno viene ora definito in maniera puntuale (150%), eliminando un margine di discrezionalità incluso nel precedente “range” di 200-250%.

Il programma E-HIPC consiste in un percorso di aggiustamento macroeconomico e di lotta alla povertà da parte di ciascun paese coinvolto, sotto sorveglianza delle istituzioni multilaterali: i paesi devono definire una strategia di lotta alla povertà (*Poverty Reduction Strategy Paper – PRSP*) e un insieme di strumenti di tutela delle fasce più deboli della popolazione, nel quadro di un programma di riequilibrio macroeconomico orientato alla crescita. Un punto chiave è che la strategia di lotta alla povertà viene definita in un processo di consultazione molto complesso fra la società civile e il governo, che può richiedere grandi sforzi logistici. Una seconda caratteristica è che i fondi dei donatori multilaterali e bilaterali sono a tassi di interesse estremamente bassi (0,5 per cento), con tempi di rimborso decennali. Un terzo aspetto è che questo tipo di programma dovrebbe essere orientato alla crescita.

A metà 2004 dei 41 paesi che rispondono alle caratteristiche per far parte dell'E-HIPC 27 hanno raggiunto il cosiddetto “completion point”: il loro debito estero si è ridotto da 77 a 26 miliardi di dollari, in valore attuale netto. Riguardo la lotta alla povertà, la spesa pubblica specificamente orientata a questo obiettivo è aumentata da 6 miliardi di dollari nel 1999 a 10 nel 2004 e si prevede arrivi a 12 nel 2005, a fronte di una riduzione del servizio annuale del debito da 3 a circa 2 miliardi (si veda la Tabella 1).

**Tabella 1. Spesa pubblica per la riduzione della povertà e servizio del debito nei 27 paesi che hanno raggiunto il decision point (in miliardi di dollari).**



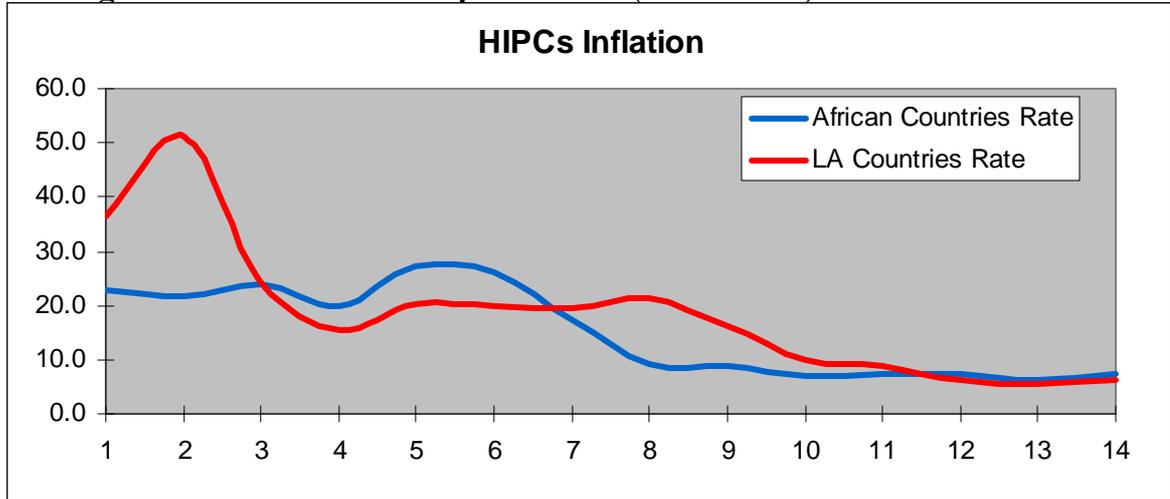
Fonte: Documenti HIPC e stime FMI.

## VII. CONSEGUENZE MACROECONOMICHE DELLA INIZIATIVA HIPC

Dal punto di vista della stabilizzazione macroeconomica occorre ricordare che la reattività delle variabili monetarie è chiaramente maggiore rispetto a quella delle variabili fiscali; questa asimmetria ha avuto un ruolo importante nel determinare degli effetti perversi nel processo di aggiustamento. I programmi multilaterali hanno

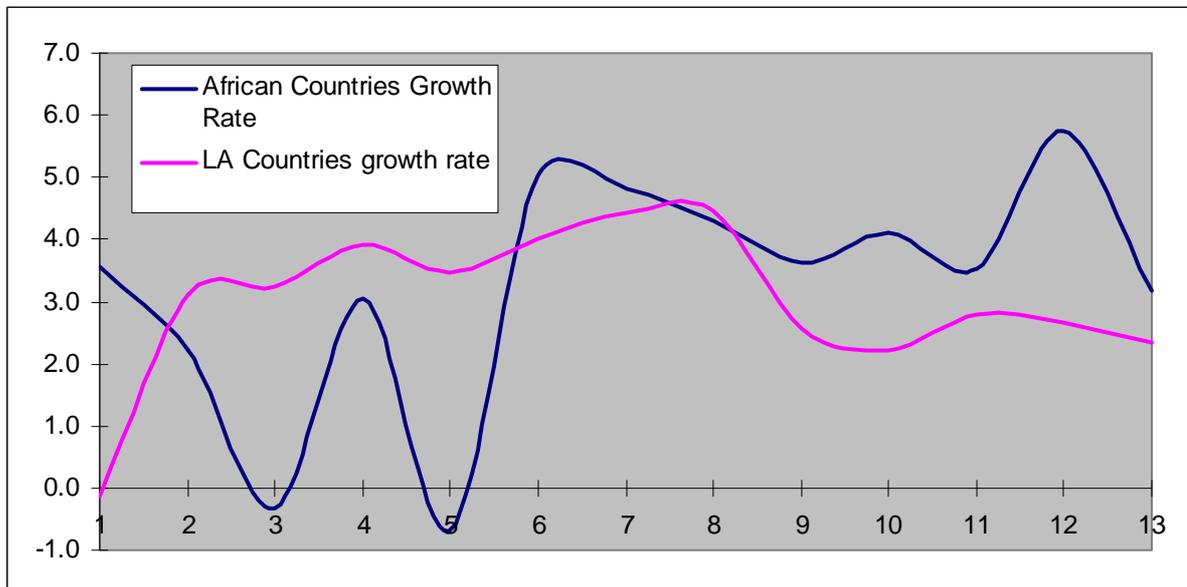
chiaramente ottenuto un grande successo nel controllo dell'inflazione (Fig. 3), e anche i dati sulla crescita economica sono decisamente positivi (Fig. 4).

**Figura 3. Inflazione nei paesi HIPC (1990 – 2003)**



Fonte: Elaborazione degli autori su dati FMI. Dati non ponderati.

**Figura 4. Crescita Reale del PIL nei Paesi HIPC Africani e dell'America Latina (1990-2003)**



Fonte: Elaborazione degli autori su dati FMI. Dati non ponderati.

L'aggiustamento monetario ha tuttavia evidenziato un possibile problema: la forte riduzione dell'inflazione non è stata accompagnata da un ugualmente veloce aggiustamento fiscale; ciò è normale, sia perché i processi di policy making che presiedono alla determinazione delle variabili fiscali hanno tempi di decisione molto più lunghi di quelli monetari, sia perché forti aggiustamenti (sia riallocazioni che eventuali

riduzioni della spesa) generano forti reazioni sociali, in paesi dove la spesa fiscale è già difficilmente comprimibile essendo già a livello di sussistenza. In ogni caso questi paesi hanno iniziato processi di riduzione della spesa non sociale nell'ambito del programma macroeconomico<sup>9</sup>.

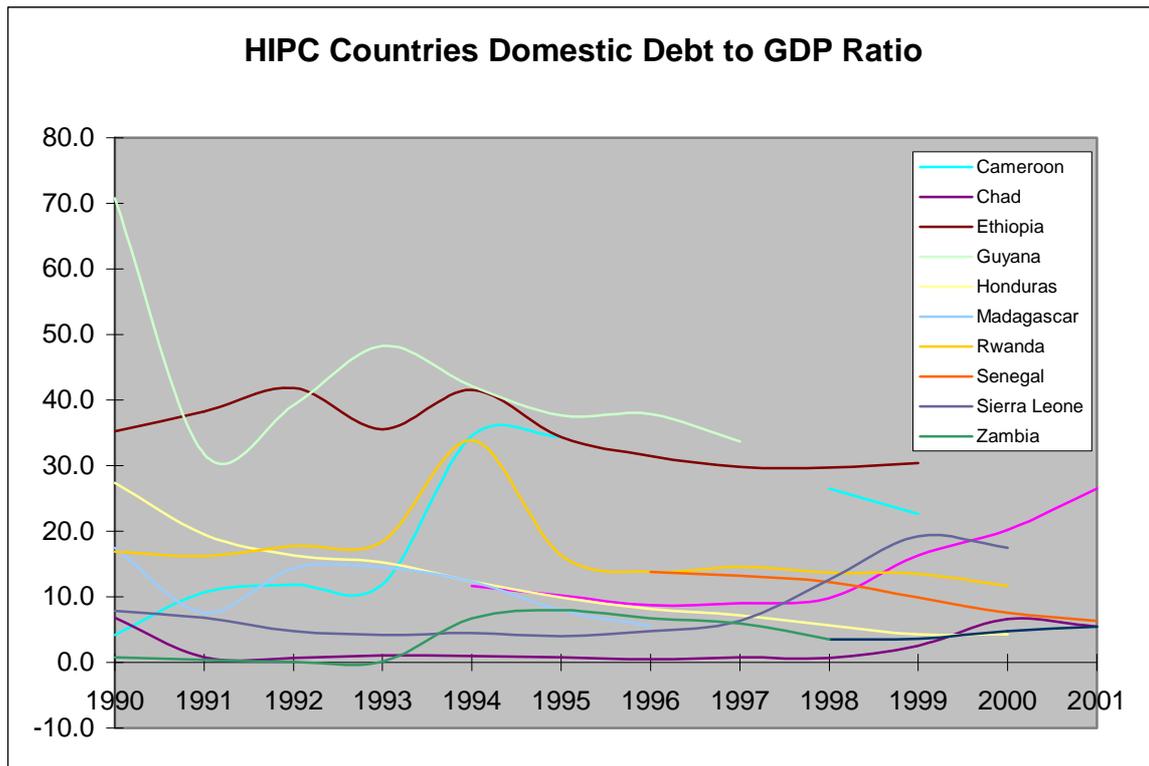
Tuttavia abbiamo notato sopra la condizione imposta dal programma per i paesi HIPC di poter prendere a prestito solo “on concessional terms”. Questo significa avere accesso ad una quantità di prestiti molto più limitata rispetto ai prestiti a termini commerciali. Tale condizione era necessaria per evitare che i paesi che ottenevano la riduzione del debito si re-indebitassero contemporaneamente a condizioni onerose. Quindi l'intenzione nel design del programma è corretta, ma il policy-making è molto più complesso e le “variabili omesse” possono giocare un ruolo chiave nel modificare il ruolo di un vincolo. Il lento aggiustamento fiscale – non accompagnato da un pool di fondi “concessional” sufficiente – lasciava i governi con la necessità di finanziare in qualche modo l'inevitabile deficit di bilancio dello stato, all'origine dello stesso debito estero. La soluzione fu trovata in molti paesi E-HIPC nel finanziarsi con l'emissione di titoli del debito pubblico a brevissima scadenza<sup>10</sup> (Fig. 5).

#### **Figura 5. Rapporto Debito Interno su PIL nei Paesi HIPC (1990-2002)**

---

<sup>9</sup> Cio' avrebbe dovuto avere l'effetto di allentare i tassi di interesse e favorire ulteriormente gli investimenti privati e la crescita.

<sup>10</sup> Cio' fu anche visto con favore a livello multilaterale poiche' in linea con le teorie economiche dominanti nell'accademia statunitense che vedevano nella creazione di nuovi mercati e strumenti finanziari un modo per aumentare l'efficienza nell'uso delle risorse e la loro liquidita'. Ugualmente negli anni novanta fu favorita la nascita di mercati azionari locali in PVS, che a distanza di un decennio si e' rivelata un fallimento.

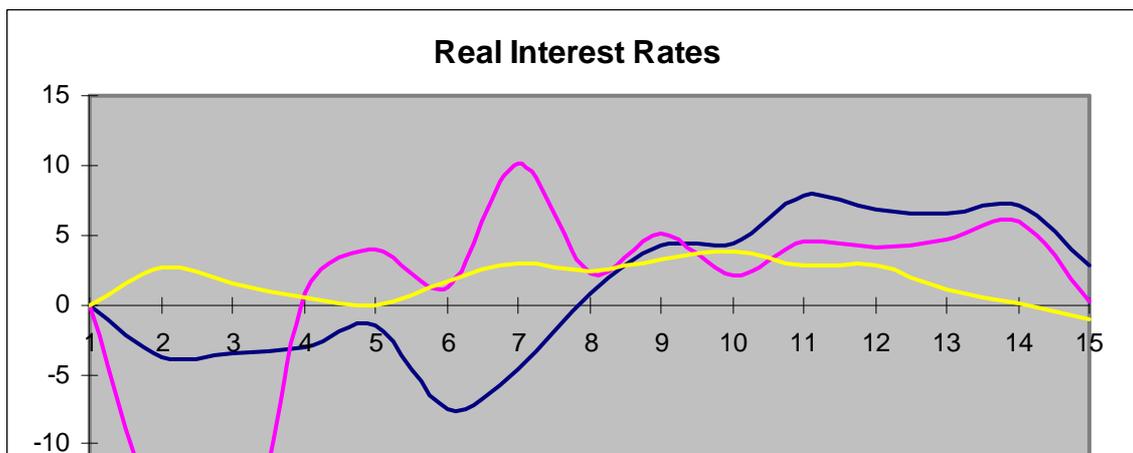


Fonte: Elaborazione degli autori su dati FMI.

Ciò ha portato ad un aumento dei tassi di interesse necessari a rendere attraenti i titoli di nuova emissione (Fig. 6).

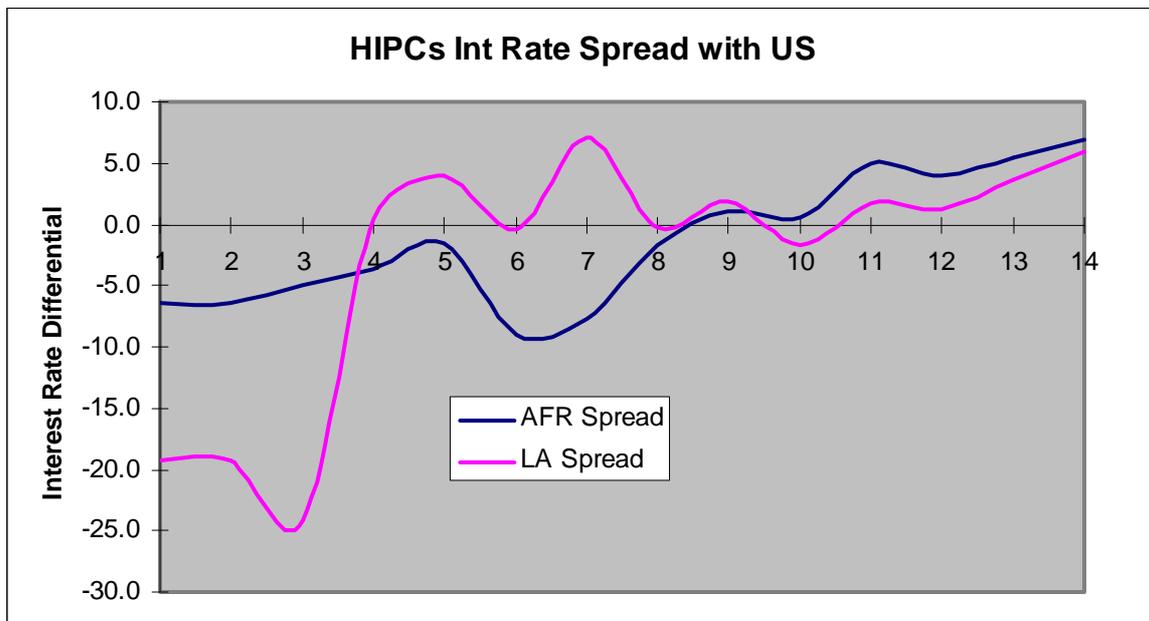
Una conseguenza inattesa della creazione di un mercato dei titoli del debito e' stata quella di complicare la gestione monetaria. In paesi con scarsissimo know-how sulle aste di titoli e pochi tecnici esperti, le emissioni di titoli da parte del governo avvenivano spesso senza coordinamento con la banca centrale, con evidenti casi di segnali opposti nella determinazione del tasso di interesse a breve. Questi sono casi evidenti di "fiscal dominance" nella gestione della politica monetaria: il governo si sostituisce alla banca centrale nella determinazione dei tassi di interesse a breve, tramite le aste di titoli del debito pubblico. Inoltre, se il governo non preannuncia quantità e durata dei titoli messi all'asta, la banca centrale si trova a dover gestire delle improvvise fluttuazioni nella liquidità disponibile sul mercato interbancario overnight, e deve quindi predisporre degli opportuni strumenti di intervento: per esempio, finestre di deposito e prestito, o interventi sul mercato aperto.

**Figura 6: Tassi di Interesse Reali**



Fonte: Elaborazione degli autori su dati FMI.

**Figura 7: Spread sui Tassi di Interesse dei Paesi HIPC Rispetto agli USA**



Fonte: Elaborazione degli autori su dati FMI.

La conseguenza indesiderata delle politiche appena descritte e' stata che la riduzione dell'inflazione ha fatto aumentare i tassi di interesse reali<sup>11</sup> con un impatto di freno alla crescita, la quale avrebbe potuto avere una dinamica più sostenuta, almeno nei paesi africani. Insomma, il programma di aggiustamento potrebbe essere in parte vittima del proprio successo in campo monetario.

<sup>11</sup> Il tasso di interesse reale e' definito come il tasso di interesse nominale meno il tasso di inflazione.

La crescita e' stata quindi insufficiente a garantire la sostenibilit  del debito estero, poich  la mancata crescita significa minori redditi e minori entrate fiscali per lo stato, e quindi la necessit  di far ricorso a ulteriori prestiti, in questo caso, interni. Questa dinamica non virtuosa e' evidenziata dai dati macroeconomici degli ultimi anni per l'aggregato dei paesi E-HIPC. Il punto di partenza dovrebbe essere infatti il vincolo di bilancio dello stato che tenga conto sia del debito estero che di quello interno. La nota condizione di sostenibilit  del debito e' che il tasso di crescita del PIL sia maggiore dei tassi di interesse reali. Infatti,

■ Sia

$$[B' + M' = D + iB]$$

il vincolo di bilancio dello stato,

dove  $B$  = stock di debito pubblico,  $D$  = il deficit primario,  $i$  = tasso di interesse e  $n$  = crescita del PIL.

Se desideriamo un **deficit primario costante** rispetto al PIL:

Assumendo assenza di finanziamento monetario,

$$M' = 0 \rightarrow B' = dY + iB$$

Come rapporto rispetto al PIL diventa

$$b' = d + (i - n)b,$$

che ammette una soluzione stazionaria se

$$i < n,$$

ovvero

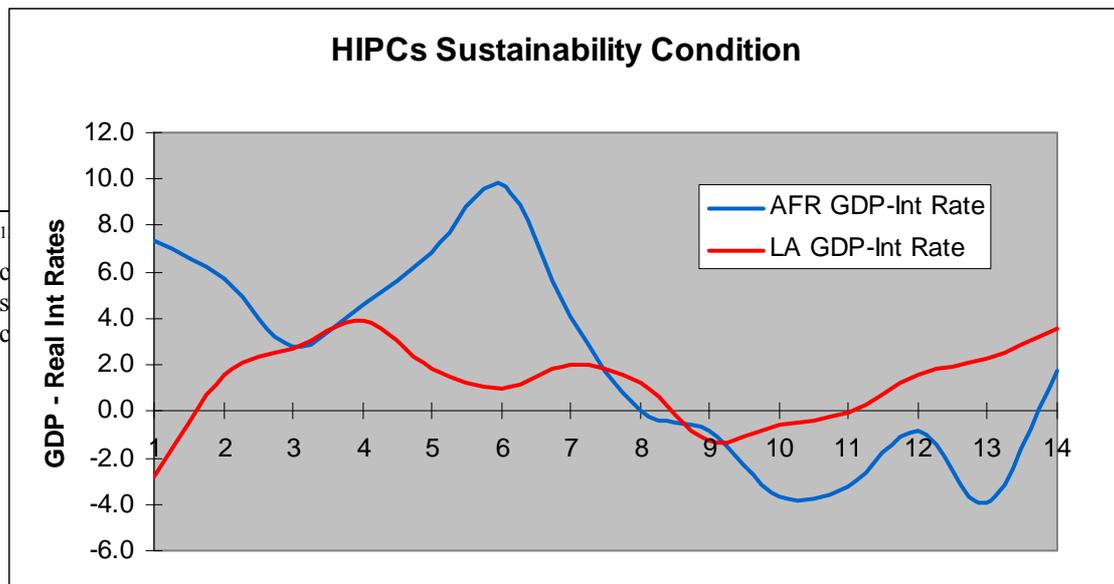
$$d < 0 \text{ (surplus primario) for } i > n.$$

■ Il vincolo di bilancio forward looking (ad orizzonte infinito)

- La condizione di trasversalit  (condizione di solvibilit ) richiede  $n > i$  (e il bilancio in pareggio ad un certo punto nel tempo)
- se  $n < i$ , la sostenibilit  richiede un surplus primario proporzionale allo stock di debito pubblico, cosa che puo' rivelarsi molto difficile.

Ora guardando la Figura 8<sup>12</sup> si vede come questa condizione non si sia realizzata per i paesi africani e solo parzialmente per i paesi dell'America Latina, rendendo chiaro che il debito aggregato (interno ed estero) di questi paesi e' ancora sostanzialmente insostenibile.

**Figura 8. Condizione di sostenibilit  del debito per i paesi HIPC (1990 – 2003)**



Fonte: Elaborazione degli autori su dati FMI.

### **VIII. ALCUNI LIMITI E PREGI DELLA INIZIATIVA HIPC**

Ciò che l'analisi mostra e' che nel design dell'E-HIPC vi sono delle chiare lacune metodologiche che chi scrive ha più volte evidenziato durante il lavoro svolto in prima persona sull'E-HIPC nelle istituzioni multilaterali.

In primo luogo, non si e' considerato l'intero vincolo di bilancio dello stato, ma soltanto la parte esterna, con ciò precludendosi di prevedere l'impatto sul debito interno e sulla politica monetaria.

In secondo luogo, gli indicatori di sostenibilità nascono in un vacuum teorico, nel senso che derivano da esperienze di default precedenti, ma nulla hanno a che vedere con una qualche condizione di sostenibilità che derivi da una completa analisi macroeconomica.

In terzo luogo, le politiche orientate alla crescita non hanno avuto l'impatto sperato.

Infine, l'intero processo e' estremamente lento (oltre 5 anni) e le previsioni sugli scenari macroeconomici a così lunga scadenza (da cui dipende in maniera essenziale la costruzione degli indicatori di sostenibilità che hanno orizzonti anche di trenta anni) sono fondate su estrapolazioni delle condizioni correnti, molto improbabili a verificarsi già al di là di uno o due anni.

Sul fronte positivo l'E-HIPC ha certamente alleviato il problema del debito, e ha costretto tutti questi paesi a maggior rigore macroeconomico; inoltre, ha facilitato la definizione di strategie di lotta alla povertà con la definizione di priorità e specifici programmi mirati a gruppi sociali definiti; infine, in seguito all'espansione dei mercati locali del debito pubblico, ha indotto il FMI e la BM a fornire assistenza tecnica per il coordinamento fra le autorità fiscali e monetarie, migliorando nel lungo periodo la complessiva gestione monetaria.

## IX. NUOVE INIZIATIVE ISTITUZIONALI E CONCLUSIONI

La conclusione che l'attuale programma E-HIPC vada ampliato e' ormai assodata; in una recente documento del FMI si legge:

*“There is recognition by the international community that debt relief provided by the HIPC initiative can reduce the debt burden significantly but not guarantee debt sustainability. For debt to remain at sustainable levels requires continued efforts by creditors and debtors to ensure an appropriate level and concessionality of new resource flows, including through strengthening HIPC debt management capacity”* (FMI, Settembre 2003).

Le diverse critiche mosse dal mondo accademico e dalle ONG all'iniziativa di riduzione del debito per i paesi poveri ha spinto la Banca Mondiale e il FMI ad elaborare un nuovo programma – detto Least Income Countries Initiative – che sta per essere varato, e che finalmente tiene conto della sostenibilità non solo del debito estero di un paese, ma dell'intero vincolo di bilancio dello stato. Questo nuovo schema per la valutazione della sostenibilità del debito [FMI, 2004a, 2004b] e' basato su due pilastri:

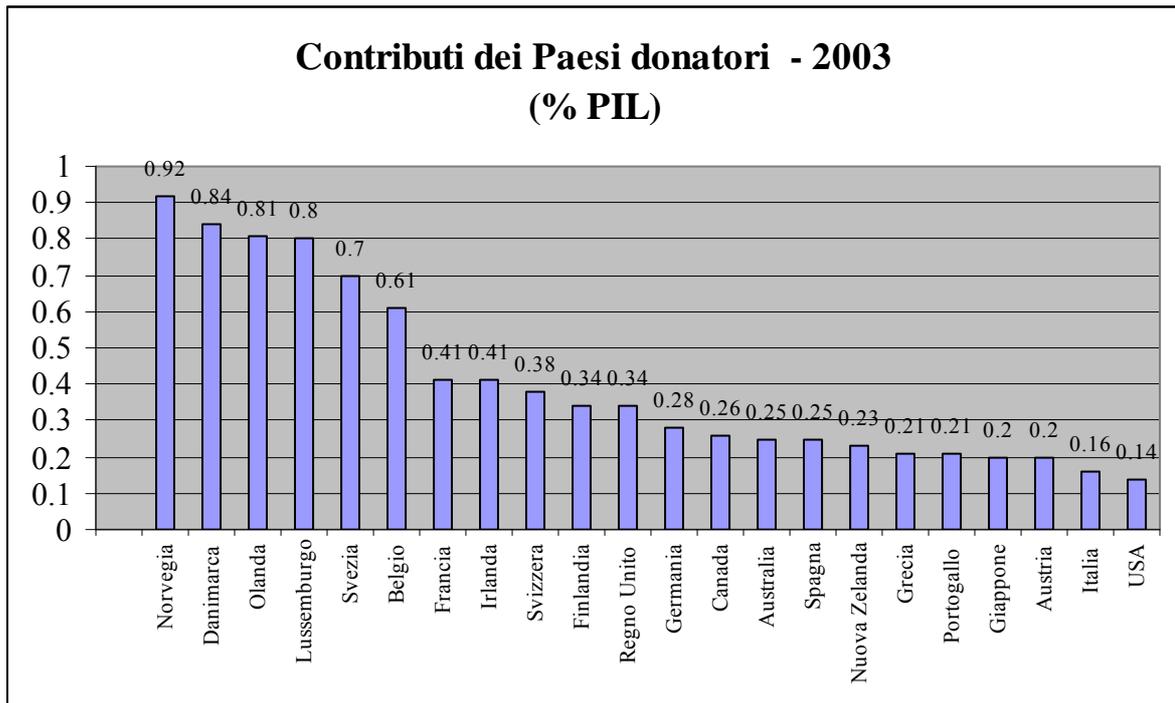
- (1) un'analisi specifica per ogni singolo Paese, e
- (2) un modello di previsione più accurato, che dia maggiore rilevanza agli shock esterni.

La necessità di considerare il fatto che singoli stati siano in grado di gestire diversi livelli di indebitamento è confermata da Sun [2004], che sottolinea come la capacità di mantenere un livello sostenibile di debito nel lungo periodo sia funzione della qualità istituzionale, delle esportazioni, delle entrate fiscali e di una accurata gestione del debito. Kraay e Nehru [2004] dimostrano empiricamente che la qualità istituzionale e gli shock esogeni sono due dei maggiori fattori strutturali che determinano la probabilità che un paese affronti difficoltà nella gestione del debito.

A fronte di questi programmi varie organizzazioni non governative chiedono la cancellazione totale del debito, o perchè inesigibile, o perchè insostenibile, o perchè pagare il debito sottrae risorse da investire nello sviluppo dei vari paesi. Questa e' una soluzione un po' troppo semplice: l'aggiustamento macroeconomico va comunque perseguito, così come la strategia di tutela dei gruppi più deboli. In paesi che consumano solo per la sopravvivenza fisica più di quanto non producano il debito comincerebbe ad accumularsi già l'anno successivo alla ipotetica cancellazione: anche così non sarebbe sostenibile.

Occorre, invece, che i paesi occidentali tengano fede agli impegni di aumentare i fondi per l'assistenza ai paesi poveri – oggi danno lo 0.25% del PIL (Tab. 2) contro una promessa dello 0.7% - canalizzando tali fondi con forti controlli internazionali, e liberalizzino almeno i propri mercati agricoli dando accesso ai prodotti di questi paesi.

**Tabella 2. Contributi dei paesi donatori – 2003 (in percentuale del PIL)**



Fonte: OCSE (2004).

Questo permetterebbe ai paesi HIPC di crescere esportando e di avere maggiori risorse per consumi e investimenti; e ai consumatori occidentali di pagare molto meno prodotti agricoli e materie prime, contribuendo ad attenuare l'inflazione e ad aumentare il potere d'acquisto delle famiglie.

## X. BIBLIOGRAFIA

- Addison, Tony, Henrik Hansen, and Finn Tarp, 2004, (eds.) *Debt Relief for Poor Countries*. (New York: Palgrave MacMillan).
- Arnone, Marco, 2004, "Le iniziative di Riduzione del Debito Estero per I Paesi Poveri: Una Valutazione Critica", *Vita e Pensiero*, n. 6/2004, December 2004, Catholic University of Milan.
- Arnone, Marco, Luca Bandiera and Andrea Presbitero, 2005, "External Debt Sustainability: A Critical Approach to the Policy Debate", draft *World Bank Working Paper* xx/2005, Washington DC.
- Belloc, Marianna, and Pietro Vertova, 2002, "On foreign debt sustainability of developing countries: towards a long run approach for development", (unpublished; University of Siena).
- Bhattacharya, Rina, and Benedict Clements, 2004, "Calculating the Benefits of Debt Relief", *Finance & Development*, December 2004, pp. 48-50.
- , John Williamson, and Brian Deese, 2002, *Delivering on Debt Relief From IMF Gold to a New Aid Architecture*. (Washington D.C: Center for Global Development, Institute for International Economics).
- Burnside, Craig, and Domenico Fanizza, 2001, "Hiccups for HIPC's?", *Mimeo*.
- 2004, "Hiccups for HIPC's?", *NBER Working Paper* No. 10903.
- Claessens, Stijn, Enrica Detragiache, Ravi Kanbur, and Peter Wickham, 1996, "Analytical Aspects of the Debt Problems of Heavily Indebted Poor Countries", *World Bank Policy Research Working Paper* No. 1618.
- Clements, Benedict, Rina Bhattacharya, and Toan Q. Nguyen, 2004, "External Debt, Public Investment, and Growth in Low-Income Countries", *IMF Working Paper* No. 03/249.
- Cline, William, 1995, *International Debt Reexamined*, (Washington D.C: Institute for International Economics).
- Cohen, Daniel, 1989, "How to Cope with Debt Overhang: Cut Flows rather than Stocks", Chapter 13 in *Dealing with Debt Crisis*, ed. by Husain and Diwan.
- 1993, "Low Investment and Large LCD Debt in the 1980's", *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 3.

- 2000. "The HIPC Initiative: True and False Promises", *OECD Development Centre Working Paper*, No. 166.
- Cuddington, John T., 1997, "Analysing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries", *Working Paper* No. 97-01, Georgetown University, Economic Department.
- Dooley Michael, 1989, "Debt Relief and Leveraged Buy-Outs", *International Economic Review*, Vol. 30, No. 1.
- Easterly, William, 2001a, "Think Again: Debt Relief", *Foreign Policy*, Vol. 127, pp. 20-26.
- 2001b, *The Elusive Quest for Growth: Economists Adventures and Misadventure in the Tropics*, (Cambridge, Mass: The MIT Press).
- 2002, "How Did Heavily Indebted Poor Countries Become Heavily Indebted? Reviewing Two Decades of Debt Relief", *World Development*, Vol. 30, No. 10, pp. 1677-1696.
- Edwards S. 2002. Debt Relief and Fiscal Sustainability. *NBER Working Paper* 8939, May 2002.
- 2002. Debt Relief and the Current Account: An Analysis of the HIPC Initiative. *The World Economy* 26(4): 513-531.
- Elbadawi, Ibrahim A., Benno J. Ndulu, and Njuguna Ndung'u, 1999, "Debt Overhang and Economic Growth in Sub-Saharan Africa", chapter 5 in *External Finance for Low-Income Countries*, ed. by Iqbal, Zubair, and Ravi Kanbur (Washington D.C: IMF Institute).
- Eurodad, 2001, *Putting Poverty Reduction First*. (Brussels).
- Goldstein, Morris, 2003, "Debt Sustainability, Brazil, and the IMF", *Institute for International Economics Working Paper*, No. 03-1.
- Gunning, Jan W., and Richard Mash, 1998, "Fiscal Implications of Debt and Debt Relief: Issues Paper". *Mimeo*.
- Gunter, Bernhard G., 2003, "Achieving Long-Term Debt Sustainability in All Heavily Indebted Poor Countries (HIPC)", Discussion Paper prepared for the G-24 XVI Technical Meeting, February 2003.
- Hanmer, Lucia, and Ruth Shelton, 2001, "Sustainable Debt: What has HIPC Delivered?", Paper for the WIDER Conference on Debt Relief, Helsinki, August 2001.

- Hansen, Henrik, 2004, "The Impact of External Aid and External Debt on Growth and Investment". chapter 7 in *Debt Relief for Poor Countries*, ed. by Addison, Hansen and Tarp.
- Husain, I, Diwan I. 1989, (ed.) *Dealing with Debt Crises*. The World Bank. Washington DC. September 1989.
- International Monetary Fund, 2003, *Heavily Indebted Poor Country Initiative – Status of Implementation*, prepared by the Staff of the World Bank and the International Monetary Fund Washington, DC.
- , 2003, *Heavily Indebted Poor Country Initiative – Statistical Update*, prepared by the Staff of the World Bank and the International Monetary Fund Washington, DC.
- 2004a, *Debt Sustainability in Low-Income Countries - Proposal for an Operational Framework and Policy Implications*, prepared by the Staff of the World Bank and the International Monetary Fund, February 3, 2004.
- 2004b, *Debt Sustainability in Low-Income Countries: Further Considerations on an Operational Framework and Policy Implications*, prepared by the Staff of the World Bank and the International Monetary Fund, September 10, 2004.
- Kraay, Aart, and Vikram Nehru, 2004, "When Is External Debt Sustainable?" *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3200.
- Krugman, Paul, 1988, "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang", *Journal of Development Economics*, No. 29, pp. 253-268.
- Loser, Claudio M., 2004, "External Debt Sustainability: Guidelines for Low- and Middle-income Countries", *G.24 Discussion Paper Series*, No. 26. (UNCTAD).
- Martin, Matthew, 2002, "Debt Relief and Poverty Reduction: Do We Need a HIPC III?", Paper presented to North-South Institute, (Debt Relief International).
- Oxfam, 2001, *Debt Relief: Still Failing The Poor*,
- Pattillo, Catherine, Helene Poirson, and Luca Ricci, 2002, "External Debt and Growth?" *IMF Working Paper*, No. 02/69.
- 2004, "What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth?", *IMF Working Paper*, No. 04/15.
- Roubini, Nouriel, 2001, "Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country is Insolvent", (unpublished; Stern School of Business).

Sachs, Jeffrey D., 1989, "The Debt Overhang of Developing Countries". In *Debt, Stabilization and Development*, by Calvo, Guillermo A., Ronald Findlay, Pentti Kouri, and Jorge Braga de Macedo, (Oxford: Basil Blackwell).

-----2002, "Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 257-286.

-----2005, "An Accountable Approach to Aid", *Financial Times*, January 24, 2005.

Sargent, Thomas J, and Neil Wallace, 1981, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 5.

Sun, Yan, 2004, "External Debt Sustainability in HIPC Completion Point Countries", *IMF Working Paper*, No. 04/160.

Thomas, Melissa A., 2001, "Getting Debt Relief Right", *Foreign Affairs*, Vol. 80, No. 5.

