

La crisi argentina e la maledizione del debito estero

di **Marcello Minenna***

05 maggio 2019

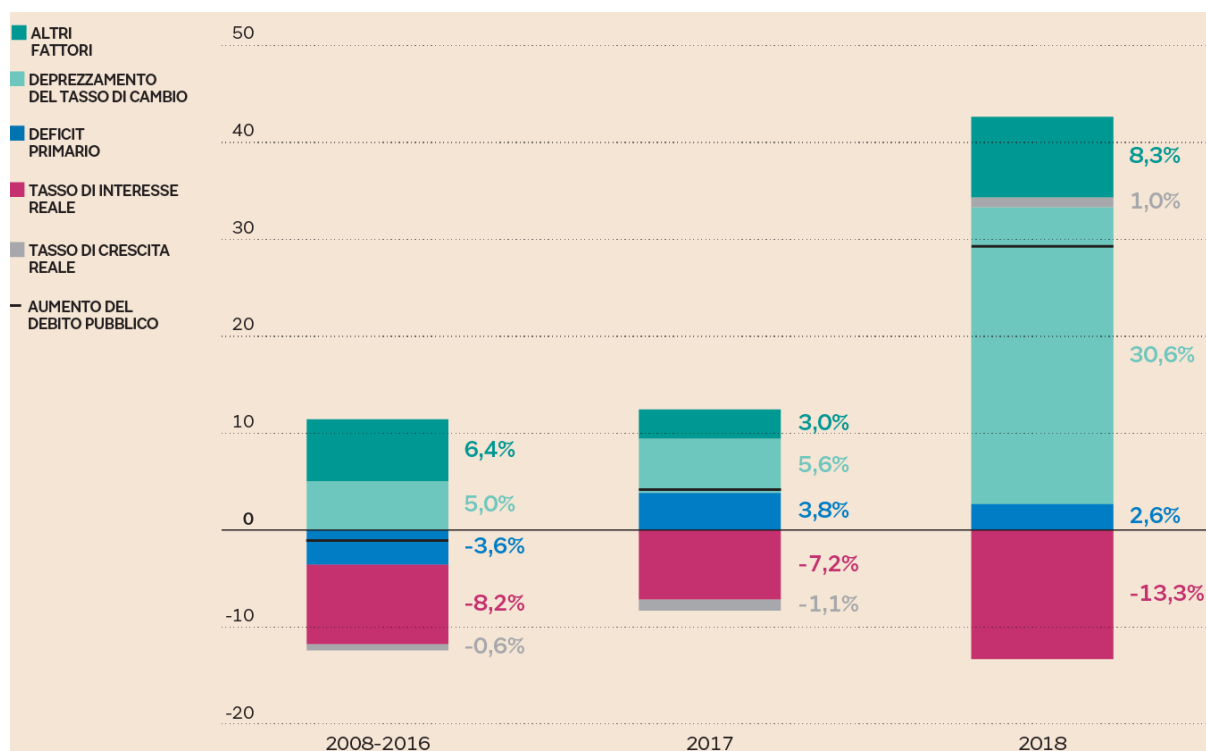


I problemi finanziari dell'Argentina sono tornati alla ribalta nelle ultime settimane, con gli investitori esteri fortemente sfiduciati - se non in panico - sulle capacità del governo liberista del presidente Macri di poter tener fronte al servizio del debito e preoccupati da un ritorno della frangia populista guidata dalla Kirchner. I credit default swap, derivati che misurano il rischio di credito percepito dagli operatori, hanno visto i premi per assicurarsi dal rischio Paese in impennata da 900 a 1400 punti base in pochi giorni. Il tasso di cambio Peso/Dollaro, dopo una fase di relativa tregua tra ottobre e marzo ha ripreso a svalutarsi di un ulteriore 20%.

L'evento scatenante è stato la pubblicazione del terzo report del Fondo Monetario Internazionale (FMI) sullo stato [del programma di aiuti al governo argentino: 59 miliardi di \\$ impegnati](#), a fronte delle solite dure condizionalità: austerità e riforme neoliberaliste delle istituzioni e dell'economia. Nonostante la potenza di fuoco schierata dal FMI (si tratta del prestito più elevato in assoluto mai erogato ad uno Stato sovrano) e l'assoluta collaborazione del governo che non ha esitato ad impegnarsi già da quest'anno in un azzeramento del deficit di bilancio ed in una riforma strutturale della banca centrale, gli investitori hanno interpretato negativamente gli sviluppi della crisi. In particolare, lo shock ai mercati è arrivato dalla revisione del dato sull'incidenza del debito pubblico passato dal 57,1% all'86,3% del PIL in un solo anno. I 2/3 di questo debito sono denominati in valuta estera, prevalentemente in Dollari. Le ragioni di questa esplosione del debito sono dunque facilmente inquadrabili: secondo l'analisi di sostenibilità del debito del FMI (vedi Figura 1), 30 punti di PIL sono attribuibili alla svalutazione del tasso di cambio nel 2018, con il Peso che ha più che dimezzato il proprio valore rispetto al biglietto verde.

IL DEBITO ARGENTINO SOTTO LALENTE

Fattori determinanti dell'aumento del debito pubblico. Percentuale del Pil .(Fonte: Fondo Monetario Internazionale)



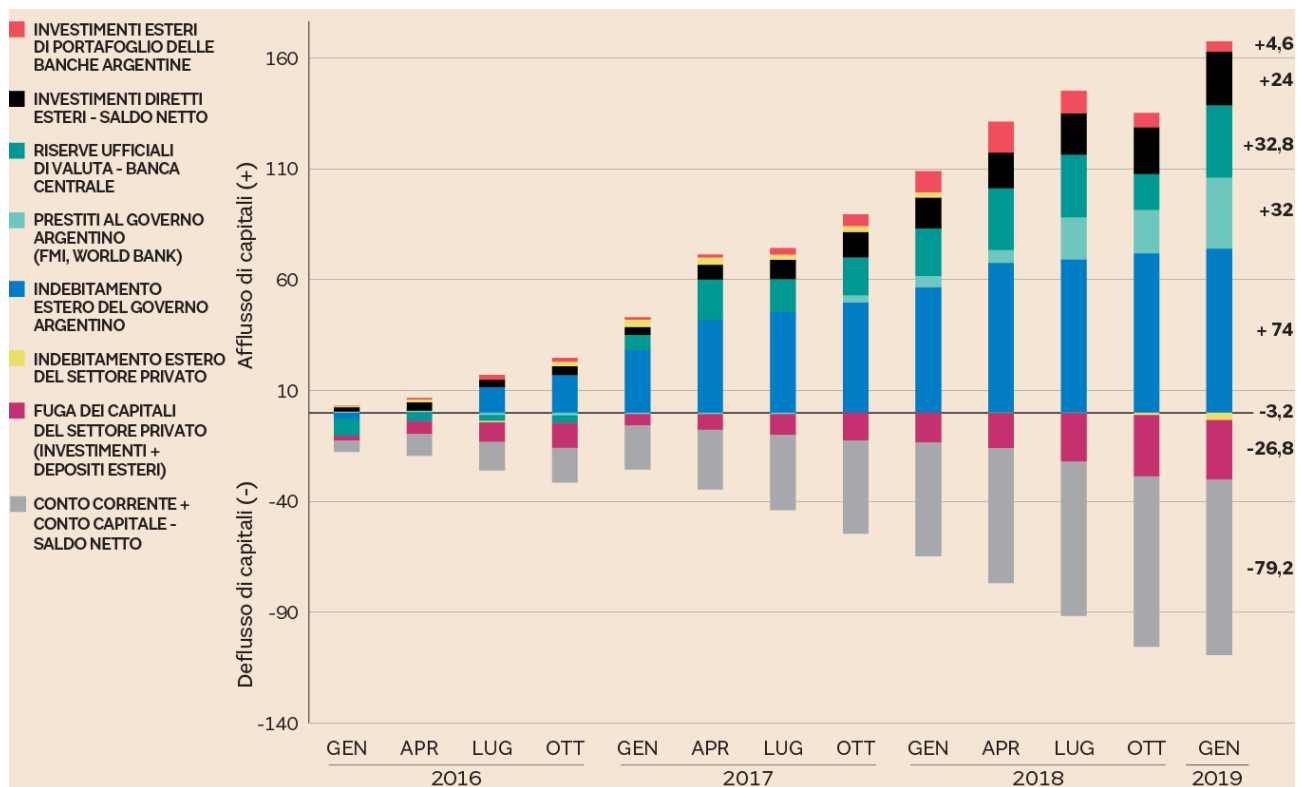
Ciò implica ovviamente che la zavorra del debito in Dollari, di cui il 20% è da rinnovare nel corso del 2019, è più che raddoppiata in termini di Pesos. Il FMI non è molto ottimista nelle sue conclusioni, ritenendo il debito argentino ancora sostenibile, ma “non con alta probabilità”: un eufemismo. Ed il quadro delineato dal FMI è comunque ottimistico, visto che prevede una rivalutazione del tasso di cambio nel corso del 2019 a parziale compensazione del crollo del 2018; a fine aprile tuttavia si registra un'ulteriore slittamento rispetto al Dollaro del 20%. Dunque, a distanza di 17 anni dall'ultimo default, l'Argentina è nuovamente caduta nella trappola letale del debito estero, già causa dei default e dell'iperinflazione degli anni '80.

Eppure fino al 2014 solo il 10% del debito era denominato in valuta estera; nonostante deficit del 4-5% annui ed un'inflazione molto alta nell'ordine del 15-20% (probabilmente sottostimata per via di metodi statistici discutibili), il governo populista di Christina Kirchner si era guardato bene dal ricorrere ai capitali esteri, anche per via dei contenziosi ancora in corso sul vecchio debito in default. Anzi il rapporto Debito/PIL durante il suo mandato settennale si era costantemente ridotto dal 56% al 43%, essenzialmente – secondo i dati del FMI – per l'erosione del valore nominale dei titoli provocata dall'inflazione, una tassa occulta sui detentori del debito (prevalentemente agenzie del settore pubblico).

È con l'insediamento del governo neo-liberista di Macri che si registra l'esplosione dell'afflusso di capitali esteri verso il debito pubblico argentino. La benevolenza del FMI e del governo USA hanno di nuovo attratto gli investitori sul debito in valuta estera, caratterizzato da alti tassi di interesse e da un rischio di cambio molto basso. L'analisi dei flussi finanziari della bilancia dei pagamenti in entrata ed uscita durante i 3 anni del governo Macri ne fornisce la prova con un discreto colpo d'occhio.

I FLUSSI DI CAPITALE IN ENTRATA ED USCITA DELL'ESTERO

Saldi cumulati dal 2016. Valori in miliardi di dollari. (Fonte: Banco Central de la Republica Argentina)



Guardando ai flussi finanziari cumulati si nota immediatamente come dal lato dei deflussi di capitale, l'economia argentina abbia continuato a funzionare secondo le sue caratteristiche strutturali. Ad un costante deficit delle partite correnti (barre rosa, -79,2 miliardi dal 2016) - causato da esportazioni di prodotti agricoli e materie prime dal valore volatile che sono sempre risultate insufficienti a coprire le importazioni ad ampio spettro di un'economia industrialmente debole - si affianca la storica fuga di capitali dal settore privato verso attività in Dollari (barre gialle, -27,8 miliardi). Infatti, dopo 3 periodi di iperinflazione, 4 conversioni valutarie ed il famigerato corralito del 2001 che ha comportato la conversione forzata in Pesos dei depositi in valuta estera, nonché la trasformazione di parte dei depositi nazionali in debito pubblico già sostanzialmente in default, a ragione gli argentini nutrono una profonda sfiducia nel sistema finanziario. Questa sfiducia rende il sistema monetario argentino duale, con il Peso utilizzato come valuta corrente ed il Dollaro come valuta pesante per il risparmio privato. In un sistema così anomalo, la valuta estera è dunque per definizione sempre scarsa, con una

domanda in costante aumento anche solo per via della crescita economica ed una permanente pressione al deprezzamento del Peso rispetto al Dollaro.

Esaminando la natura degli afflussi di capitale, è evidente come il maggiore contributo sia dato dagli investimenti esteri sul debito pubblico, emesso quasi integralmente in Dollari (barre verdi, +74 miliardi). Un buon contributo arriva anche dagli investimenti diretti (+24 miliardi), mentre resta trascurabile l'esposizione al debito estero del settore privato e delle banche, che anzi mostrano dei ratio di liquidità molto alti per via della maggiore consistenza dei depositi rispetto agli impieghi. Negli ultimi mesi sta crescendo rapidamente la quota di prestiti ufficiali del FMI e della Banca Mondiale (barre rosse, +32 miliardi) dopo il varo del programma di salvataggio; un ulteriore fardello da restituire che comincerà a gravare sulle finanze governative già dal 2021 mediamente per 6 miliardi l'anno.

Del programma di trasformazione liberista dell'economia di Macri, che mirava a ridurre l'inflazione sotto le due cifre, resta dunque solo la voragine del debito estero. Dallo scorso mese di ottobre il governo è sostanzialmente commissariato dal FMI che ha imposto una variante light delle usuali ricette di consolidamento fiscale ed inasprimento monetario; il primo inevitabile risultato è stato un crollo dei consumi privati e delle importazioni, con l'avvio di una profonda recessione economica (PIL -2,8% nel 2018 e -1,7% previsto per il 2019).

Il FMI è comunque consapevole che il maggiore rischio per il Paese arriva dalla rivalutazione incontrollata del debito estero e dunque ha definito obiettivi di controllo del tasso di cambio. Forte dei miliardi erogati dal FMI (38 miliardi su 56), la banca centrale argentina ha accettato l'imposizione di un obiettivo di crescita zero della base monetaria per ridurre rapidamente il tasso di inflazione; inoltre il FMI ha autorizzato una serie di misure di difesa del cambio che vanno dagli acquisti diretti di Pesos sul mercato FOREX all'emissione di lettere di credito (LELIQ - Letras de Liquidez del Banco Central) a brevissimo termine (1 settimana) a tassi molto elevati (a fine aprile i tassi LELIQ giravano intorno al 46%), per incentivare il sistema bancario a spostare liquidità sui conti di deposito della banca centrale e sottrarla al mercato domestico. Il governo si è impegnato inoltre a varare a breve termine una profonda riforma della banca centrale fondata sul mono-mandato della stabilità monetaria insieme al divieto di finanziamento monetario del deficit, trasformando de facto ad imitazione della BCE una delle banche centrali storicamente più accomodanti nei confronti dell'inflazione.

Per adesso, i risultati non sono incoraggianti: il tasso di cambio continua a scivolare mentre le aspettative di inflazione paradossalmente stanno crescendo per via degli aumenti programmati delle tariffe delle utilities imposti dall'austerità del FMI. Come nel caso della Turchia, la recessione sta riducendo gli squilibri strutturali dell'economia argentina e questo nel medio periodo dovrebbe ridurre le pressioni sul cambio in tandem con il congelamento della base monetaria. Il punto è se i mercati saranno in grado di aspettare la stabilizzazione o chiuderanno prima i rubinetti al governo di Macri, spianando la strada ad un periodo di forte instabilità e ad un eventuale clamoroso ritorno dei populistici alle prossime elezioni.

*Economista @MarcelloMinenna