



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Articolo originale

Dalla crisi del cambio al salvataggio del FMI: cronaca del naufragio argentino

ROBERTO LAMPA e NICOLAS H. ZEOLLA

Tra dicembre 2015 e Maggio 2018 il governo argentino ha realizzato politiche di liberalizzazione finanziaria, inclusa l'eliminazione di controlli sul regime dei cambi. Nonostante fondamentali macroeconomici fragili, la banca centrale ha emesso sia passività speculative sia debito oltre i 70 miliardi di dollari. Contrariamente alle attese la liberalizzazione del conto capitale ha indotto una fuga di capitali, un sudden stop del debito privato e pubblico, e una crisi valutaria. Il FMI ha salvato l'Argentina con due accordi stand by. Ciononostante, la solvibilità del paese non è assicurata, nelle condizioni date.

From crisis to IMF rescue: Chronicles of Argentina's wreck

Between December 2015 and May 2018, Argentina's administration implemented a sharp financial liberalization, which included foreign exchange controls elimination. Notwithstanding fragile macroeconomic fundamentals, the central bank issued both a big amount of speculative liabilities and over 70 billion USD of debt. Contrary to what expected, capital account liberalization triggered a massive capital flight, a sudden stop to government and corporate debt and a currency crisis. The IMF rescued Argentina by means of two different stand by agreements. Nevertheless, Argentina's solvency cannot be taken for granted under the current circumstances.

Universidad Nacional de San Martín,
Buenos Aires, e CONICET,
email: roberto.lampa@conicet.gov.ar
Universidad Nacional de San Martín,
Buenos Aires, e CONICET,
email: nzeolla@unsam.edu.ar

Per citare l'articolo:

Lampa R., Zeolla N.H. (2019), "Dalla crisi cambiaria al salvataggio del FMI: cronaca del naufragio argentino", *Moneta e Credito*, 72 (287):275-293.

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_10

JEL codes:

G01; F32; F34

Keywords:

Argentina; Currency Crisis; Debt; IMF

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

Il cambio di ciclo politico del dicembre 2015 ha segnato una svolta nella politica economica argentina, i cui effetti principali sono consistiti nella radicale liberalizzazione del conto dei movimenti di capitale e finanziari della bilancia dei pagamenti (BdP). I dodici anni precedenti (2003-2015) erano stati infatti marcati dalle conseguenze del catastrofico default del 2001, *in primis* la lunga e incompleta ristrutturazione del debito, che hanno determinato la quasi impossibilità di emettere titoli di stato e finanziarsi sui mercati internazionali per l'intera durata dei governi kirchneristi (Manzanelli e Basualdo, 2017; Kulfas, 2016; Schorr et al., 2014).

In un simile scenario, che potremmo definire di conto capitale e finanziario congelati, il debito pubblico del paese si è necessariamente mantenuto a livelli bassi, corrispondenti al 46% del PIL nel mese di dicembre del 2015, e era quasi interamente denominato in pesos. Proprio quest'ultimo elemento, scaturito fortuitamente dalle circostanze storiche precedenti, ha fornito un prezioso appiglio per la presidenza di Mauricio Macri per imprimere una svolta radicale nella politica economica del paese.



D'altra parte, la strada del finanziamento estero era per molti versi inevitabile, data la complicata situazione ereditata dal nuovo gabinetto. In particolare, vale la pena ricordare come, a partire dalla caduta dei prezzi internazionali delle *commodities* del 2011-2012, le politiche di trasferimenti tramite piani sociali, sovvenzioni a servizi e controllo dei prezzi dei governi Kirchner avevano evidenziato crescenti problemi di finanziamento, che dipendeva essenzialmente dalla tassazione delle esportazioni agricole, le cosiddette *retenciones*. La caduta del prezzo delle materie prime agricole, associata a un forte stimolo fiscale, aveva determinato una crescente scarsità di dollari derivanti dalle esportazioni. Per ovviare a questo problema, a partire dal dicembre del 2011 si erano introdotte restrizioni fortissime sul mercato valutario. Di conseguenza, nel 2015 le riserve si trovavano a un livello estremamente basso (25,768 miliardi di dollari), il deficit delle partite correnti si era fortemente accentuato (15,934 miliardi di dollari) e un mercato illegale della valuta limitava in maniera crescente l'efficacia dei controlli di emergenza. In altre parole, si trattava di uno scenario economico non sostenibile che richiedeva cambiamenti radicali.

Così, dopo un'onerosa trattativa coi cosiddetti fondi avvoltoi (*vulture funds*) della LML di Paul Singer – che detenevano una fetta decisiva del 7% del debito pubblico argentino entrato in default ma che non avevano aderito a nessuna delle proposte di ristrutturazione del 2005 e 2010 – terminata il 23 aprile del 2016, l'Argentina ha potuto di nuovo intraprendere la strada del finanziamento estero, tramite una massiccia emissione di debito.

Di per sè, questo fatto non avrebbe rappresentato un evento nuovo nella storia economica del paese, dato che tutti i tentativi di sviluppo incentrati sull'espansione accelerata della domanda domestica (dal governo di Peron a quelli kirchneristi) si sono scontrati con lo scoglio dell'insufficiente dotazione di dollari determinata dal vertiginoso ritmo di aumento delle importazioni di beni capitali e di consumo rispetto alla sostanziale inelasticità delle esportazioni, per lo più agricole ed estrattive (Diamand, 1978; 1985). In simili casi, l'indebitamento in dollari ha storicamente rappresentato una scorciatoia, utile per spostare più avanti nel tempo gli effetti recessivi e avversi del cosiddetto "strangolamento esterno" delle economie periferiche dovuto alla scarsità di valuta forte determinata dai limiti della loro struttura produttiva.

Tuttavia, il processo iniziato nel dicembre del 2015 ha da subito evidenziato caratteristiche inusuali, che marcavano una forte discontinuità col passato. Nei quattro mesi intercorsi tra l'insediamento del nuovo governo e l'annuncio dell'accordo coi fondi avvoltoi, una serie di importanti misure preparatorie sono state realizzate nel mercato valutario e finanziario. In primo luogo, si è eliminato ogni limite all'acquisto di valuta straniera per imprese e residenti argentini. In secondo luogo, si è eliminato il limite del 10% per i titoli o le obbligazioni denominate in dollari nella composizione del portfolio delle banche e degli istituti finanziari privati. Infine, la banca centrale argentina (BCRA) si è resa protagonista di una svolta monetarista, esemplificata dall'introduzione di un sistema di obiettivi di inflazione, nonostante il suo statuto (riscritto durante i precedenti governi e, formalmente, ancora vigente) avesse messo fine all'indipendenza della banca centrale, imponendo l'obiettivo del pieno impiego per le decisioni di politica monetaria, che durante le amministrazioni Kirchner aveva implicato un forte ruolo della BCRA nell'implementazione di misure finalizzate a favorire il credito verso i settori produttivi e le PMI¹ (Adelardi e Lopez, 2018).

¹ In particolare, si possono ricordare: il programma "Bicentenario" (2010) di finanziamento della produzione a tasso agevolato, il cui ammontare totale rappresentava il 3,6% del Pil nel 2015; le linee di credito agevolato per investimenti produttivi, "LICIP" (2012); il Piano strategico del settore assicurativo (2012), che imponeva alle

Lo scopo dichiarato del governo era ristabilire un clima non ostile verso i grandi gruppi internazionali, favorendo così il rapido incremento degli investimenti stranieri, per i quali l'eliminazione dei controlli sul mercato valutario rappresentava una condizione fondamentale. Tuttavia, date le fosche previsioni per i paesi emergenti diffuse dalle principali istituzioni internazionali già nell'ottobre del 2015 (FMI, 2015), resta difficile credere che le cose stessero effettivamente in questi termini.

Piuttosto, come mostrano le dichiarazioni delle nuove autorità monetarie (Sturzenegger, 2016a; 2016b), l'insieme delle misure intraprese delineava complessivamente una profonda ristrutturazione dell'economia argentina, nella quale il settore finanziario, dopo la forzosa repressione del decennio kirchnerista, veniva a occupare il ruolo principale nell'approvvigionamento di valuta internazionale di riserva, attraendo capitali stranieri in virtù di differenziali positivi nei tassi d'interesse, in linea con quanto accaduto nel frattempo nel resto della regione (CEPAL, 2018).

Tuttavia, i paesi limitrofi avevano anche dimostrato che, affinché una simile strategia non degeneri in bolle speculative e crisi finanziarie, è imprescindibile uno scenario economico caratterizzato da bassa inflazione e relativa stabilità del tasso di cambio. Viceversa, la forte pressione politica esercitata da attori fondamentali del blocco sociale macrista ha determinato che il governo si trovasse a dover fare i conti con un grosso scoglio: gli annosi e persistenti problemi dell'inflazione e della fuga di capitali.

Per quanto riguarda l'inflazione, l'aumento del tasso di cambio di oltre il 50% deciso a dicembre del 2015 ha giocato un ruolo chiave nell'impennata dell'inflazione, dato che in Argentina e in gran parte dell'America Latina, in virtù delle elasticità di importazioni ed esportazioni, l'effetto *pass-through* della svalutazione sui prezzi è prossimo a uno (Diaz-Alejandro, 1963; Lopez-Gallardo et al., 2011; Lampa, 2017). Inoltre, le imprese privatizzate dei servizi pubblici (alcune delle quali di proprietà dello stesso presidente) hanno esercitato un forte *lobbying* finalizzato a ottenere la completa liberalizzazione delle tariffe e l'eliminazione pressoché totale dei sussidi alle utenze di acqua, luce e gas, portando ad aumenti rispettivamente del 300%, 200%, e 203% nel solo 2016, che si sono tradotti in forti guadagni per le imprese in questione dato l'aumento medio del 36% nelle loro entrate (Casas, 2019). L'effetto combinato di queste misure ha fatto sì che l'inflazione arrivasse al 40,3% nel 2016.

La risposta del governo, paragonabile a un tentativo di coniugare capra e cavoli, è stata di stabilizzare il tasso di cambio attraverso il meccanismo del *carry trade*, cioè attraendo un robusto flusso di dollari con strumenti finanziari speculativi (LEBACS) che garantivano altissimi rendimenti in dollari, prossimi nel 2016 al 12,4% annuale. Per disporre di un'adeguata offerta di dollari da usare in questo meccanismo speculativo, il governo ha successivamente implementato una sanatoria per il rientro dei capitali – equivalente a 110 miliardi di dollari – e soprattutto è ricorso all'indebitamento. Nel biennio 2016-2018 l'Argentina ha emesso così 77,832 miliardi di dollari di debito, convertendosi nel principale emittente tra i paesi emergenti.

Tuttavia, la forte fuga di capitali ha rappresentato un enorme ostacolo per il paese. Nonostante la completa liberalizzazione del mercato dei cambi, la formazione di attivi esterni (principalmente costituita dalla fuoriuscita di dollari sia dei grandi investitori finanziari stranieri che dei risparmiatori argentini) è aumentata costantemente, attestandosi nel 2016 sui 12 miliardi di dollari. Quando nel 2017 il fenomeno è ulteriormente aumentato,

assicurazioni di destinare un minimo del 10% e un massimo del 20% del totale dei loro investimenti a infrastrutture ed attività produttive (Adelardi e Lopez, 2018).

raggiungendo il livello di 22 miliardi di dollari, i forti deficit pubblici, sommati a quelli delle partite correnti, sono diventati insostenibili.

In risposta a questa deriva le autorità monetarie hanno dovuto imporre, obtorto collo, un *sudden stop* alla speculazione LEBAC, abbassando fortemente il loro tasso d'interesse. Contestualmente, il *tapering* della Federal Reserve si è fatto più deciso, come dimostrato dal simbolico traguardo del 3% dei buoni del tesoro statunitense a 10 anni raggiunto nella primavera del 2018. L'effetto combinato di queste due misure è stata un'accelerazione del deflusso di dollari dall'Argentina, che si è tradotta in una formidabile crisi del cambio il 4 maggio 2018.

Quattro giorni dopo, Mauricio Macri annunciava l'avvio di negoziati con il Fondo Monetario Internazionale per un accordo di tipo *stand-by* di 50 miliardi di dollari (poi aumentato a 56 miliardi, il più grande nella storia del Fondo) dando l'avvio formale alla crisi del paese. Tuttavia, lungi dall'aver rappresentato una soluzione duratura ai problemi argentini, l'accordo col Fondo e soprattutto la capacità argentina di onorarlo hanno destato sin dall'inizio forti dubbi, come evidenziato da una seconda crisi dei cambi nell'agosto 2018, cui è seguita una rinegoziazione dell'accordo. Se aggiungiamo le forti scadenze di rimborso del debito pubblico previste nel 2021-2023, esistono fondate ragioni per temere che un nuovo default possa essere alle porte.

Alla luce di questa premessa, quest'articolo si propone di fornire una disamina della crisi argentina, evidenziandone le principali cause. Su queste basi, cercheremo di speculare sui possibili scenari futuri, soprattutto con riferimento alla sostenibilità degli impegni che il paese dovrà onorare con FMI e creditori privati.

1. Incubazione della crisi finanziaria: 2016-2018

I processi di liberalizzazione finanziaria delle economie latinoamericane non rappresentano un fenomeno di per sé particolarmente originale. A partire dalla fine degli anni '80, complici anche le iperinflazioni argentine e brasiliane, le politiche di industrializzazione attraverso la sostituzione delle importazioni furono accantonate a vantaggio di un approccio basato sulle dieci regole di Williamson (1990), cui spesso ci si riferisce come "Washington Consensus".² A partire da allora, austerità fiscale, privatizzazioni, tasso di cambio flottante, eliminazione dei sussidi, *deregulation* e, soprattutto, massima apertura commerciale e finanziaria sono diventate le linee guida attraverso cui riformare alla radice le economie del continente.

Le conseguenze di un simile shock non hanno però tardato a manifestarsi, e già nel 1994 la crisi messicana (definita dagli economisti statunitensi "crisi della Tequila") ha scosso fortemente le economie latinoamericane, determinando il primo episodio di contagio finanziario nella loro storia contemporanea. All'origine della crisi c'era la forte svalutazione del peso messicano (del 50% in un anno), dovuta ai persistenti deficit delle partite correnti seguiti all'apertura commerciale e finanziaria del paese. Tale svalutazione aveva reso impagabili i mutui nel frattempo contratti da milioni di messicani, mandando in crisi il sistema bancario del

² Nell'accezione comune, ci si riferisce genericamente al Washington Consensus per definire un programma di liberalizzazioni e privatizzazioni implementato da un qualsiasi paese su 'suggerimento' delle istituzioni internazionali. Si tratta però di un'imprecisione, dato che il decalogo di Williamson (1990) si riferiva esplicitamente ed esclusivamente alle economie latinoamericane.

paese. Argentina e Uruguay in particolare soffrirono le peggiori conseguenze del contagio messicano, a causa della forte esposizione delle proprie banche. Entrarono in recessione subendo un brusco aumento della disoccupazione.

Nonostante questo precedente, i processi di liberalizzazione si intensificarono nel periodo immediatamente successivo, al punto che il Fondo Monetario Internazionale arrivò a modificare il proprio statuto nel settembre del 1997, introducendo tra i propri compiti proprio quello di promuovere la liberalizzazione finanziaria nei paesi membri (Fischer, 1997). Si trattava però di un canto del cigno, dato che pochi mesi dopo la “Crisi delle tigri asiatiche” dava il via a una catena di crisi che interessarono, nell’ordine, Russia (1998), Brasile (1999), Turchia (2000), Argentina (2001), e Uruguay (2002).

Queste crisi hanno indotto una parziale riconsiderazione nell’agenda delle istituzioni internazionali, e di riflesso in quella dei paesi latinoamericani. A partire dal celebre contributo di Stiglitz (2000), all’epoca senior vice president e chief economist della Banca Mondiale, si è iniziato a discutere dei rischi connessi a un conto capitale e finanziario completamente aperto. Sebbene la strada intrapresa non sia stata la repressione finanziaria, nelle economie latinoamericane le autorità monetarie hanno iniziato a introdurre un numero crescente di misure macro-prudenziali finalizzate sia a evitare gli episodi di crisi indotti dall’accresciuta volatilità finanziaria che a disporre di strumenti di politica anti-ciclica nel caso si manifestassero improvvise turbolenze finanziarie a causa di shock esterni.

Pertanto, nei primi quindici anni del XXI secolo la gran parte delle economie della regione si è caratterizzata per la crescente accumulazione di riserve ufficiali e per l’introduzione di controlli ai movimenti di capitali, finalizzati a scoraggiare l’ingresso di capitali speculativi di breve e brevissimo periodo (CEPAL, 2018). In particolare, diversi paesi hanno introdotto periodi minimi di soggiorno per gli investimenti finanziari (generalmente compresi tra i 12 e i 18 mesi) e un corrispondente sistema di penali per quei capitali che decidessero di lasciare il paese prima di questo periodo. In aggiunta, la forte accumulazione di riserve internazionali – particolarmente evidente in Brasile dove sono passate da 49 miliardi di dollari nel 2003 a 373 miliardi nel 2012 (Lampa, 2018) – ha agito in due direzioni. In primo luogo, la forte dotazione di valuta pregiata ha rappresentato la principale garanzia per i capitali stranieri che il tasso di cambio sarebbe rimasto costante, garantendo così i guadagni futuri di fronte al rischio di improvvise svalutazioni. In secondo luogo, l’obiettivo dell’accumulazione di riserve è stato generalmente perseguito attraverso politiche monetarie restrittive e alti o altissimi tassi d’interesse, tali da attrarre capitali stranieri, complici anche le politiche di *quantitative easing* implementate contemporaneamente nell’emisfero nord (Kaltenbrunner e Paineira, 2018). La stretta monetaria, a sua volta, ha prodotto una politica fiscale moderata. Il risultato dell’armonizzazione delle politiche monetarie, fiscali, e di cambio è stato quindi un aumento moderato o molto moderato dell’inflazione, che ha retroagito favorevolmente sulle aspettative degli investitori stranieri circa la stabilità del tasso di cambio e la solvenza futura dei paesi in questione.

In breve, a partire dal 2003 le economie latinoamericane hanno visto aumentare il peso specifico del proprio settore finanziario, ma hanno accompagnato questa tendenza con un pacchetto di misure finalizzate ad evitare le conseguenze più negative dell’apertura finanziaria, in particolare focalizzandosi su obiettivi di inflazione e stabilità del tasso di cambio.³ In senso

³ Questo non significa che, col senno di poi, tali processi siano immuni da critiche anche radicali. Prima ancora che in termini economici, verrebbe da chiedersi in termini etici: qual è il senso di accumulare miliardi di riserve in dollari, in paesi che non riescono a contrastare l’indigenza estrema di vasti strati della popolazione (e le morti per

lato, si può affermare che la stretta monetaria, fiscale e cambiaria siano state il prezzo da pagare per poter mantenere una forte apertura finanziaria e commerciale nel continente.

Questa breve premessa è sufficiente a evidenziare il principale limite della politica economica argentina nel biennio 2016-2018. Quando l'amministrazione Macri si è insediata nella Casa Rosada, il principale ostacolo lungo il cammino verso la liberalizzazione finanziaria non era rappresentato tanto dagli strascichi legali con i creditori del 2001, quanto dall'inflazione che si era manifestata con forza crescente a partire dal 2012, fino ad arrivare al 27% nel 2015, e dalla bassa dotazione di riserve internazionali, cadute al livello d'allarme di appena 25 miliardi di dollari quando Macri assume la presidenza.

A questa eredità non priva di potenziali complicazioni le autorità economiche argentine hanno risposto in maniera incoerente, dato l'obiettivo dichiarato dell'apertura finanziaria. L'11 dicembre 2015, a poche ore dall'insediamento, veniva decisa una forte svalutazione del peso argentino, che portava il tasso di cambio col dollaro da 9,5 a 15 pesos. Si trattava di una misura finalizzata a provocare una forte redistribuzione del reddito a favore del settore agricolo ed esportatore, che si era visto penalizzato dalla difesa del tasso di cambio durante i governi kirchneristi, volta a garantire importazioni a buon mercato a vantaggio di imprese e consumatori. Per capire il perché è sufficiente considerare il meccanismo che regolava le esportazioni dei prodotti agricoli all'epoca dei fatti. I proventi in dollari della vendita di questi prodotti all'estero dovevano essere obbligatoriamente depositati entro sei mesi in un apposito conto della BCRA, che avrebbe provveduto contestualmente a liquidare pesos agli esportatori agricoli. E' chiaro quindi che un'eventuale svalutazione del peso intercorsa tra la riscossione del pagamento in dollari e il loro effettivo deposito presso la BCRA avrebbe garantito un guadagno extra ai soggetti in questione.

Tuttavia, una simile svalutazione ha avuto un impatto fortissimo sull'inflazione. Infatti, sebbene l'Argentina abbia abbandonato il regime di parità con il dollaro nel 2001, il paese mantiene una sorta di regime bi-monetario, dato che interi settori economici (costruzioni, grande industria, alimenti, benzina, utenza domestiche, ...) si reggono su prezzi in dollari, non in pesos. Questo tipo di condotta, motivata dagli storici problemi legati all'inflazione e all'incertezza, fa sì che le svalutazioni abbiano un impatto fortissimo sui prezzi, dato che l'aumento del valore in dollari di un bene o servizio viene trasferito in egual misura al suo prezzo domestico in pesos, nel volgere di pochi mesi. Per questo, diverse analisi empiriche hanno mostrato un effetto *pass through* della svalutazione sui prezzi prossimo a 1 (Ca' Zorzi et al., 2007) in maniera non dissimile da quanto accade in altre economie della regione come il Venezuela (Lampa, 2017) e il Messico (Lopez-Gallardo et al., 2011). Non sorprende quindi che nel 2017 il tasso annuale di inflazione sia aumentato del 50%, passando dal 27% al 40,3% come riflesso di un aumento del tasso di cambio con il dollaro da 9,5 a 16,1 pesos.

Data l'impossibilità di percorrere lo stesso cammino dei partner regionali per motivi politici, l'amministrazione Macri ha scelto di avventurarsi lungo la rischiosa strada del *carry trade*, poggiando interamente il proprio schema di apertura finanziaria sui capitali speculativi di breve periodo. Nelle parole del presidente della BCRA, i tassi reali negativi dell'emisfero nord sarebbero durati per molti anni a venire, rappresentando così un'opportunità unica per l'Argentina:

“se si potessero convertire i 16 trilioni di dollari attualmente investiti in contesti con tassi negativi e canalizzarli verso altri contesti, in investimenti a rendimento netto annuale netto del 5%, il

fame e malnutrizione che ne conseguono) o a garantire l'accesso all'acqua potabile e alla rete fognaria a tutti i suoi abitanti?

guadagno globale netto sarebbe di 816 miliardi di dollari [...] tutti gli anni perdiamo un Pil equivalente a quello dell'Indonesia perché allochiamo inefficientemente questo capitale" (Sturzenegger, 2016a, p. 6, nostra traduzione).

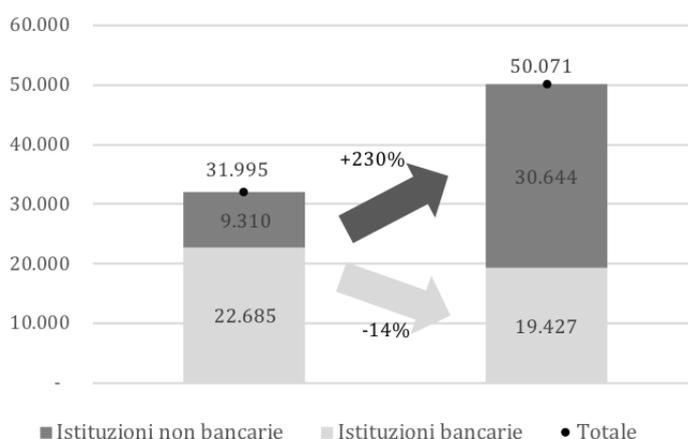
In questo senso, la priorità del paese doveva essere generare in tempi brevi un robusto differenziale positivo in termini di tasso di rendimento degli investimenti finanziari con i paesi del primo mondo, senza preoccuparsi di stabilizzare previamente il tasso di cambio dato che "la ricetta tradizionale di usare il tasso di cambio come un'ancora per l'inflazione funziona al principio, ma diventa presto un corsetto per l'economia" (Sturzenegger, 2016b, p. 27, nostra traduzione).

D'altra parte, la deliberata sottovalutazione dell'importanza delle misure macroprudenziali è confermata da una controversa decisione del Ministero dell'economia ad appena sei giorni dall'insediamento del nuovo governo. Con la *Resolución 3/2015* del 18 dicembre 2015 venivano infatti eliminati i 365 giorni di periodo minimo di permanenza in Argentina per i capitali in entrata, e la relativa penale del 30% in caso questo lasso di tempo non fosse rispettato. Con le nuove regole, si abbassava il limite a 120 giorni ma eliminando completamente la penale, dunque perdendo ogni effetto deterrente sui movimenti speculativi di brevissimo periodo (Ministerio de Hacienda y Finanzas Publicas, 2015).

A ulteriore conferma dell'attitudine del governo, si potrebbe aggiungere che neanche l'accumulazione di riserve, minacciata da una forte fuga di capitali come discuteremo nella sezione successiva, ha rappresentato una priorità per l'amministrazione Macri. Su queste basi fragili, il carry trade non rappresentava quindi la soluzione ottimale quanto piuttosto un cammino obbligato, imposto dal sostanziale fallimento dell'amministrazione Macri di attrarre investimenti diretti dall'estero.

In breve, il *carry trade* consiste nel contrarre un prestito in una valuta forte emessa da un paese a basso tasso d'interesse (tipicamente, i paesi dell'emisfero nord nello scenario post-2008), cambiarla in una valuta di un paese il cui tasso d'interesse sia più alto (come i paesi latinoamericani) in maniera tale da (i) depositarla nel paese in questione, o (ii) investirla in asset denominati nella valuta locale. Una volta ottenuta la corrispondente valorizzazione finanziaria, la somma viene nuovamente cambiata nella valuta d'origine, uscendo dal paese ad alto tasso d'interesse e garantendo al detentore un facile capital gain, ovviamente a condizione che nel frattempo non si sia verificata una svalutazione della moneta del paese ad alto tasso d'interesse.

Nel caso argentino, la BCRA ha usato a tal scopo uno strumento finanziario chiamato *Letra del Banco Central* (LEBAC). Nel settembre del 2016, ad appena tre mesi dall'accordo con i *vulture funds*, il paese occupava già il primo posto nel ranking mondiale del *carry trade*, garantendo un guadagno netto in dollari pari al 12,4% nel 2016 (GMA Capital, 2018), una cifra esorbitante se paragonata con i corrispondenti valori del Brasile (4,2%) e dell'Uruguay (5,1%) (Lampa, 2018). La figura 1 e la tabella 1 mostrano l'evoluzione delle LEBAC nel periodo precedente la crisi di maggio 2018.

Figura 1 – *Impatto del carry trade in Argentina (dicembre 2015 – maggio 2018)*

Fonte: elaborazione in base a dati BCRA, disponibili alla URL <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/serieese.xls>

Tabella 1 – *Detentori di LEBAC (maggio 2018)*

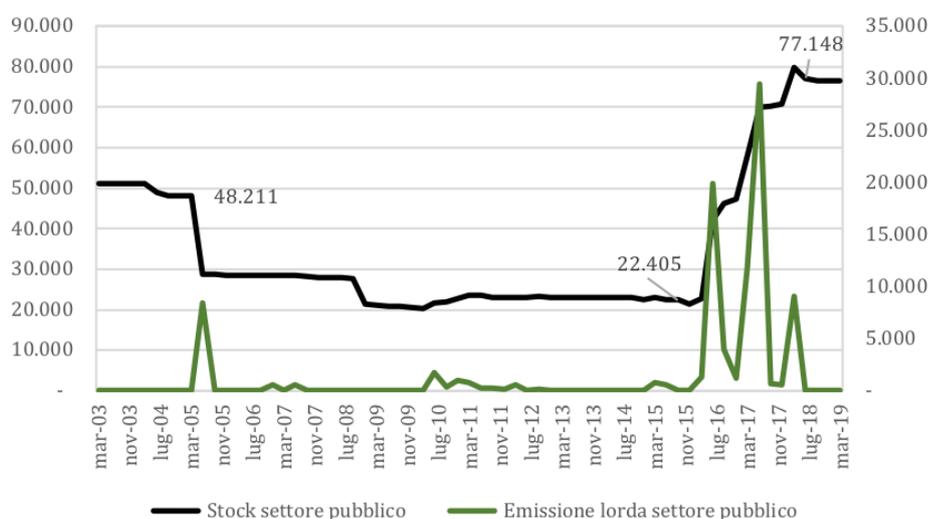
Totale	100%
Subtotale: Banche	39%
Non banche:	
Settore pubblico non finanziario	17%
Fondi comuni di investimento	16%
Imprese	14%
Individui	9%
Investitori non residenti	5%
Subtotale	61%

Fonte: elaborazione in base a dati BCRA, disponibili alla URL <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/serieese.xls>

Come si vede, non solo l'ammontare totale di questi titoli è cresciuto del 56% in un anno e mezzo, raggiungendo i 50,071 miliardi di dollari a maggio 2018, ma la composizione dei detentori dei titoli si è modificata radicalmente: i soggetti istituzionali bancari (per lo più domestici) sono sensibilmente diminuiti (-14%) mentre gli altri soggetti sono incrementati del 230%. E' superfluo sottolineare come questa modifica abbia aggiunto un ulteriore elemento di rischio alla già rischiosa operazione finanziaria implementata dalla BCRA, data la minor prevedibilità degli investitori non bancari.

Il cammino avventuroso delle LEBAC ha imposto al governo una forte emissione di debito denominato in dollari. *In primis* per onorare i cospicui esborsi in dollari che il *carry trade* ha implicato, e in secondo luogo per rimpinguare (seppur solo contabilmente) le esigue riserve della BCRA in modo da trasmettere una parvenza di affidabilità ai detentori delle LEBAC. L'Argentina ha dunque emesso nel periodo precedente la crisi un totale di 77,832 miliardi di dollari di debito, convertendosi nel principale emittente di debito tra i paesi emergenti. La figura 2 mostra la dinamica dell'indebitamento pubblico argentino denominato in dollari nel periodo in esame: si può notare l'impennata successiva all'accordo con i fondi avvoltoi di fine aprile 2016.

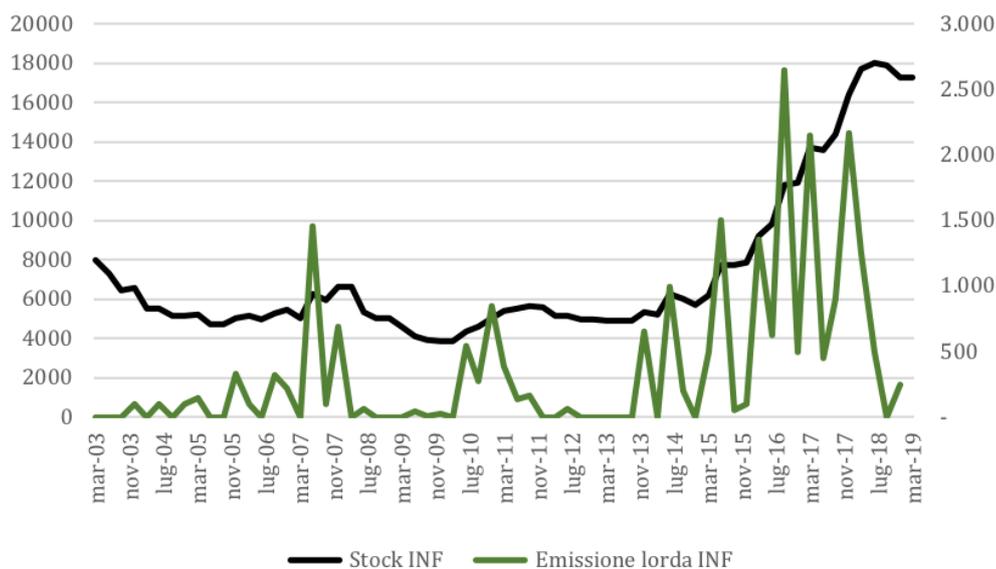
Figura 2 – Emissione e stock di debito pubblico denominato in dollari (milioni)



Fonte: elaborazione in base a dati Banca per i Regolamenti Internazionali (BIS), disponibili alla URL <http://stats.bis.org/statx/srs/table/C3?c=AR&p=>

Va peraltro notato che il settore privato non è stato immune dalla stessa dinamica, mostrando una tendenza speculare a quella del settore pubblico, seppur per un ammontare inferiore, pari a 12,8 miliardi di dollari, aggiungendo un ulteriore elemento di rischio nel già complicato momento.

Figura 3 – Emissione e stock debito privato denominato in dollari (milioni)



Fonte: elaborazione in base a dati Banca per i Regolamenti Internazionali (BIS), disponibili alla URL <http://stats.bis.org/statx/srs/table/C3?c=AR&p=>

In altre parole, partendo dalla critica all'eccessivo ricorso al deficit in pesos – sia fiscale che quasi-fiscale (cioè derivante da sterilizzazioni della BCRA) – delle amministrazioni Kirchner, il gabinetto economico di Macri ha ritenuto che indebitarsi in dollari attraverso l'emissione di bond fosse il modo più facile per pagare un oneroso debito in dollari (generato dai pagamenti alle LEBAC e dalla fuga dei capitali). Come in un enorme schema Ponzi, i forti guadagni degli investitori LEBAC diventavano così possibili solo a patto di reclutare nuovi investitori nei mercati internazionali, con la chimera di rendimenti sempre più allettanti (e, pertanto, sempre più aleatori) dei bond argentini.

Dietro la campagna mediatica del governo volta a enfatizzare la normalizzazione del clima degli affari, presagio del definitivo “ritorno al mondo” dell'Argentina, si celava una realtà ben più complessa. Quello che appariva come l'inizio di una nuova epoca era in realtà una falsa stabilità, basata su un ciclo breve di accumulazione finanziaria, incentrata su capitali speculativi. Così l'economia argentina vedeva aumentata in maniera esponenziale la propria fragilità finanziaria, incubando le condizioni per una crisi che non è tardata ad arrivare.

2. La crisi come *sudden stop* in un contesto di alta fuga di capitali

La forte dipendenza argentina dai flussi di capitale in ingresso nello scenario post-2016 ha determinato uno scenario simile a quello discusso dalla letteratura economica del cosiddetto “*sudden stop*” sul finire degli anni '90. Come chiarito da Calvo (1998) e Reinhart e Calvo (2000), i processi di liberalizzazione commerciale e finanziaria sono soliti produrre sulle economie latinoamericane, e su quella argentina in particolare, un deficit delle partite correnti associato a un afflusso di capitali. In questo modo, i paesi latinoamericani riescono a mantenere in equilibrio la propria bilancia dei pagamenti ma vedono aumentare i rischi di una crisi, trovandosi sostanzialmente a dipendere da fattori esterni e per definizione non gestibili dalle proprie autorità economiche e monetarie. In caso di un brusco rallentamento (*sudden stop*) del flusso dei capitali in ingresso – generalmente per motivi legati alle aspettative dei creditori circa la buona volontà di pagare dei debitori e/o a cambiamenti nello scenario internazionale – il paese si trova così di fronte al peggiore degli scenari. Da un lato, perde il suo principale canale di finanziamento esterno; dall'altro, vede fortemente compromessi gli altri canali di finanziamento, come l'emissione di debito sui mercati internazionali, in virtù del maggior rischio di insolvenza implicito nei deficit delle partite correnti. Una simile distruzione dei canali di credito è pressoché inevitabile in caso di *sudden stop* e può essere attutita solo sacrificando un'ingente quantità di riserve, qualora esistano. Se invece le riserve non fossero sufficienti per sostenere l'impatto dello shock, resterebbe aperta solo la strada dei prestatori di ultima istanza come il FMI.

A queste considerazioni va sommata una caratteristica saliente dei movimenti di capitale successivi alla crisi del 2008, tale da introdurre un ulteriore elemento di volatilità finanziaria per le economie in via di sviluppo. Come dimostrato da analisi della Banca per i regolamenti internazionali dei flussi lordi di capitale (Bruno e Shin, 2015), se da un lato i paesi emergenti sono stati ricettori netti di capitali a partire dal 2008, dall'altro un corrispondente e significativo flusso in uscita ha caratterizzato queste economie. In particolare, ciò che è emerso con chiarezza è che la centralità del dollaro nel sistema monetario internazionale, associata alla forte volatilità finanziaria, fa sì che le imprese e il settore privato dei paesi emergenti continuino a manifestare una chiara preferenza per le piazze finanziarie del cosiddetto primo

mondo, in virtù della maggior sicurezza che garantiscono e dati i bassi tassi d'interesse. La conseguenza più importante di un simile scenario globale è che, anche laddove non si sia manifestato un *sudden stop*, i deficit delle partite correnti sono gradualmente meno facili da controbilanciare con i surplus delle partite capitali e finanziarie, dato che questi ultimi si riducono progressivamente di entità a causa dei flussi in uscita e della fuga dei capitali verso piazze finanziarie dell'emisfero nord e i paradisi fiscali.

In un simile scenario, l'Argentina ha visto peggiorare significativamente alcune caratteristiche deleterie della propria economia, presenti già da decenni. Come rilevato da Basualdo e Kulfas (2003), il profondo cambio imposto dalla dittatura civico-militare del 1976 sull'economia argentina ha determinato il passaggio a un'economia caratterizzata dal ricorso crescente all'indebitamento esterno e alla fuga di capitali. Gli attivi finanziari finanziati da debito hanno acquisito un'importanza crescente nelle grandi imprese, passando dall'essere un fatto sporadico e marginale (nel 1975) a costituire il 50% degli attivi totali nel 1988. Parallelamente, i capitali argentini all'estero sono passati dai 5,5 miliardi di dollari nel 1975 agli oltre 115 miliardi di dollari nel 1999.

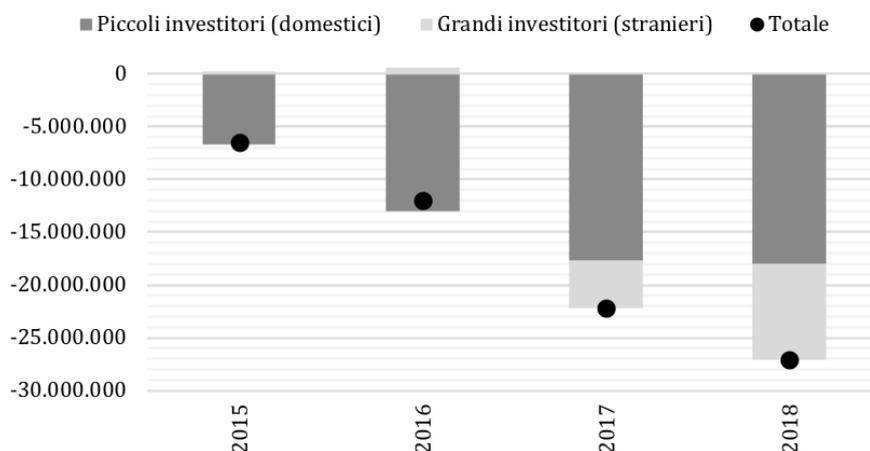
In questo senso, è possibile concludere che indebitamento e fuga di capitali hanno rappresentato due aspetti indissolubilmente legati del modello di accumulazione argentino post-1976. In virtù dei differenziali nei tassi d'interesse che esistevano tra il mercato argentino e quello internazionale, le grandi imprese prendevano la strada dell'indebitamento esterno, procedevano a valorizzare le somme prese a prestito nel mercato argentino per poi farle uscire definitivamente dal paese, a vantaggio delle piazze finanziarie dell'emisfero nord.

Gaggero et al. (2013) hanno fornito un'analisi di come le più recenti evoluzioni del contesto economico internazionale abbiano influito su un simile scenario. In primo luogo, una serie di fattori esterni ha implicato un peggioramento del problema della fuga, in particolare la maggior estensione e intensità dei processi di liberalizzazione finanziaria e il ruolo fondamentale giocato dai paradisi fiscali all'interno di questo processo. In secondo luogo, la crescente concentrazione e trans-nazionalizzazione dell'economia argentina, assieme al peso dominante assunto dall'esportazione di *commodities* agricole ed estrattive, hanno agito localmente come fattori di amplificazione di simili tendenze.

Complessivamente, l'Argentina si è così trasformata in un caso limite in termini di fuga di capitali, tanto che lo stock di ricchezza detenuto all'estero da argentini è equivalente all'intero Pil del paese, convertendo l'Argentina nel paese latinoamericano con la maggior fuga di capitali in termini di stock di capitali detenuti *offshore* (assieme al Venezuela) e in uno dei primi paesi al mondo (Gaggero et al. 2013). L'intensità del fenomeno è tale che perfino nel decennio kirchnerista, nonostante il paese non avesse pieno accesso ai mercati finanziari, la fuga di capitali è stata intensa e continua, raggiungendo gli 87 miliardi di dollari tra il 2003 e il 2011 (BCRA, 2012). Tuttavia, fino al 2011-2012 è stato possibile ammortizzare questa fuga con forti surplus delle partite correnti e, dopo quella data, con l'implementazione di draconiani controlli nel mercato dei cambi (Rua e Zeolla, 2018).

La figura 4 mostra la dinamica della formazione di attivi esteri durante l'amministrazione Macri. Come si può osservare, a partire dalla liberalizzazione del cambio del dicembre 2015 e dal nuovo ciclo di indebitamento estero, il fenomeno è andato aumentando costantemente. Due fattori chiave hanno influito su di esso: da un lato, l'importanza del *carry trade*, esemplificata dal crescente peso degli investitori stranieri all'interno dei soggetti protagonisti della fuoriuscita di capitali (riportato in grigio chiaro); dall'altro, la netta preferenza dei risparmiatori argentini per l'acquisto di dollari per tesoreggiamento (riportato in grigio scuro).

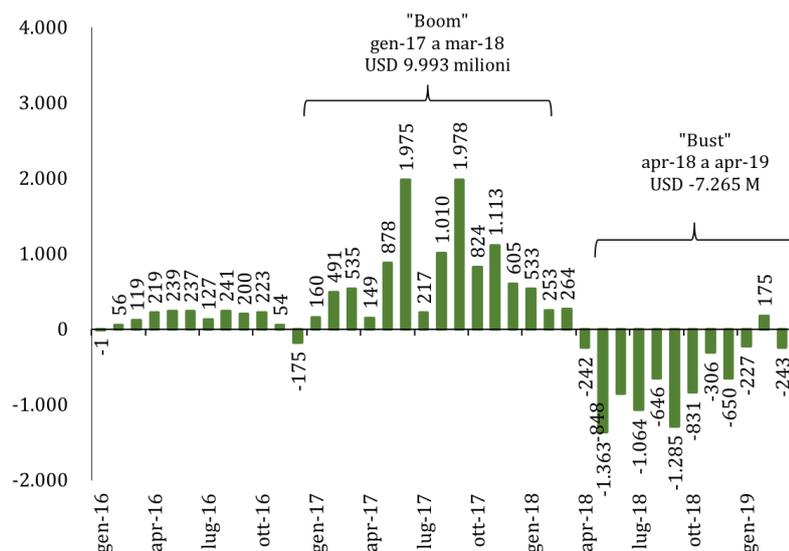
Figura 4 – *Formazione di attivi esteri: attivi collocati all'estero sotto forma di depositi, investimenti o prestiti a non residenti, in miliardi di dollari*



Fonte: elaborazione in base a dati BCRA, disponibili alla URL <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/MULC Sectorial.xls>

Tuttavia la formazione di attivi esteri non ha rappresentato l'unico canale di uscita di capitali dal paese. La figura 5 riassume, in ordine temporale, la dinamica dei flussi di portfolio privati in entrata e in uscita dall'Argentina, mostrando il ruolo di spartiacque della crisi del cambio.

Figura 5 – *Flussi di portfolio privati, 2016-2018*



Fonte: elaborazione in base a dati BCRA, disponibili alla URL <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/MULC Sectorial.xls>

Complessivamente, questi due indicatori rappresentano una buona approssimazione delle dimensioni complessive della fuga di capitali. Proprio l'intensità crescente della fuga è indirettamente all'origine del *sudden stop* del maggio 2018. A fine 2017 l'Argentina registrava un deficit delle partite correnti pari al 5% del Pil. Un risultato allarmante che, associato alla fuga di capitali di quasi 30 miliardi di dollari, ha imposto un cambio di strategia per le autorità economiche e monetarie. In una precipitosa conferenza stampa di fine anno, il 28 dicembre del 2017, la BCRA e il Ministero de Hacienda annunciavano una modifica dell'obiettivo di inflazione per il 2018, aumentandolo di ben 5 punti percentuali. Contestualmente, la BCRA imponeva una brusca riduzione al tasso d'interesse delle LEBAC, che passava rapidamente dal 38% al 26,5% annuale, a marzo del 2018, e il governo introduceva un'imposta sulle rendite finanziarie.

Questi segnali sono stati inequivocabilmente interpretati dagli investitori come la fine dell'euforia finanziaria delle LEBAC, spingendoli quindi a non rinnovare questi titoli nelle aste settimanali in cui venivano assegnati. Tuttavia, per molti investitori la decisione di non rinnovare le LEBAC significava automaticamente dollarizzare il proprio portfolio – complice anche il *tapering* della Federal Reserve che aveva portato alla simbolica soglia del 3% il rendimento dei bond americani decennali, titolo rifugio per eccellenza – dando inizio a forti tensioni sul mercato dei cambi. La BCRA iniziava così a vendere riserve per cercare di frenare la tendenza al rialzo del tasso di cambio, perdendo 6,8 miliardi di dollari in appena quattro mesi. Il 4 maggio del 2018 la BCRA alzava bandiera bianca, lasciando fluttuare il tipo di cambio con il dollaro, fino a 26 pesos.

Privato del flusso di capitali speculativi LEBAC e impossibilitato a emettere bond per gli alti tassi d'interesse richiesti dai mercati, quattro giorni dopo il governo argentino annunciava l'inizio dei colloqui con il FMI, prestatore di ultima istanza.

3. La seconda crisi del cambio, l'accordo con il Fondo e i rischi di default

Discutere i termini dell'accordo tra Argentina e FMI impone necessariamente di ripercorrere una lunga storia, caratterizzata da clamorosi insuccessi e piani di salvataggio inefficaci o completamente fallimentari.

Nei suoi duecento anni di esistenza, l'Argentina è incorsa ben sette volte in un default. Già nel 1957 si inaugurava una lunga sequenza di interventi del FMI nel paese, che portava in dieci anni a sei accordi di tipo *stand-by* (la forma più onerosa di prestito, nella quale gli esborsi sono vincolati a obiettivi stringenti in termini di deficit, riserve e inflazione). Negli anni '70, altri due accordi dello stesso tipo venivano siglati dalla dittatura militare. Infine, l'intervento del Fondo non riusciva a scongiurare la catastrofe del 2001 (Brenta, 2014).

In questo senso, non sorprende che l'approvazione da parte del comitato direttivo del FMI di un accordo di *stand by* con l'Argentina il 20 giugno 2018 e la liquidazione, due giorni dopo, di 14,916 miliardi di dollari, non abbia prodotto nessuna rassicurazione sui mercati. Al contrario, la volatilità del cambio si è mantenuta a livelli molto alti nei mesi a seguire. Il motivo è semplice: sin dall'inizio, i tecnici del Fondo hanno chiarito che lo schema LEBAC andava smantellato completamente, requisito essenziale dell'accordo. Smantellare le LEBAC però portava a una forte pressione sul mercato dei cambi, perché gli investitori LEBAC si sarebbero massicciamente indirizzati verso il dollaro, bene rifugio per eccellenza in contesti di crisi dei cambi. Nel mese di luglio, il governo è riuscito a contenere la situazione introducendo un titolo indicizzato in dollari (LETES), reintroducendo un limite massimo di

dollari alla composizione del portfolio delle banche e, soprattutto, mettendo all'asta 100 milioni di dollari di riserve al giorno. Tuttavia, il primo agosto il Ministero dell'economia ha imposto una riduzione del 50% dell'importo delle aste quotidiane, tornando a mettere in fibrillazione gli investitori. Le tensioni internazionali legate ai problemi della lira turca hanno poi aggiunto un ulteriore elemento di volatilità il 9 agosto. Il dollaro superava così la simbolica barriera dei 30 pesos.

Il 13 agosto, le autorità monetarie hanno disposto un aumento del tasso di sconto fino al 45% annuo. L'idea era di convogliare i risparmi degli argentini verso forme più tradizionali, come i pronti contro termine (*plazos fijos*) denominati in pesos, attraendoli con alti rendimenti. Questi rendimenti però avevano il forte limite di essere del tutto aleatori: riferendosi a depositi in pesos, potevano essere fortemente ridimensionati da un'ulteriore svalutazione.

Contemporaneamente, l'Argentina non superava la prima ispezione del Fondo, non compiendo con nessuno degli obiettivi fissati dall'accordo eccetto quello di deficit. Di conseguenza, il governo di Macri si vedeva costretto a chiedere una rinegoziazione dell'accordo, incrementando ulteriormente l'incertezza degli investitori. Pertanto, nelle due settimane successive la strategia del governo si mostrò inefficace nel contrastare la corsa al dollaro, tanto che si registrò un leggero aumento del tasso di cambio, che il 29 agosto si assestava ai 31,5 pesos per dollaro nonostante le ingenti quantità di riserve sacrificate giornalmente per contenere la svalutazione.

Giunti a questo punto, per motivi non completamente chiari,⁴ il presidente Macri ha annunciato che il FMI aveva già dato il via libera alla bozza di rinegoziazione dell'accordo, chiedendo pertanto ai mercati di tranquillizzarsi ed accantonare le pressioni sul dollaro. Nemmeno due ore dopo, un comunicato del FMI lo smentiva, scatenando un'ondata di panico. Di conseguenza, il 30 agosto il dollaro è schizzato a 42 pesos; solo sacrificando 500 milioni di dollari di riserve in un solo giorno ed alzando il tasso di sconto al 60% la BCRA è riuscita a frenare l'ondata di panico.

Nelle settimane successive, il presidente della BCRA si è dimesso dal proprio incarico e infine, il 30 ottobre 2018, l'accordo rinegoziato è stato approvato e 5,631 miliardi di dollari del FMI sono entrati nelle casse della banca centrale argentina. E' importante sottolineare che tra la prima stesura dell'accordo e la sua revisione sono stati introdotti importanti cambiamenti, riassunti nella tabella 2.

⁴ Le spiegazioni possibili sono (almeno) due: o Macri ha voluto rassicurare i mercati annunciando un accordo prima che fosse perfezionato, o si è trattato di un "errore" concordato con i tecnici del Fondo, dato che questi ultimi avevano a più riprese chiesto che il dollaro terminasse di fluttuare liberamente prima di provvedere al primo pagamento del nuovo accordo, per evitare che i dollari del Fondo andassero a sussidiare la forte fuga di capitali in corso attraverso la difesa del tasso di cambio, evenienza espressamente proibita dall'articolo VI del suo Statuto.

Tabella 2 – *Obiettivi di monitoraggio e confronto tra la prima e la seconda versione dell'accordo stand by*

	Unità di misura	Prima versione	Revisione	
		Jun-19	Ott-18	Lug-19
Somma totale dell'accordo	mld ARS	50.000	56.000	56.000
Anni		<u>2018-2023</u>	<u>2018-2023</u>	<u>2018-2023</u>
Pagamenti trimestrali: media 2018-2019 (senza la quota iniziale)	mld USD	2.723	7.311	
Pagamenti trimestrali: media 2020-2021 (senza la quota iniziale)	mld USD	2.723	987	987
Obiettivi fiscali				
Avanzo primario del governo nazionale (livello minimo)	mld ARS	-256	20	20
Emissione di nuovo debito esterno del governo nazionale (massimo)	mld ARS	0	0	0
Debito denominato in valuta nazionale (massimo)	mld ARS	14,9	45	45
Spesa sociale (livello minimo)		131	132	223
Obiettivo di inflazione		32%	<u>Accantonato</u>	<u>Accantonato</u>
Politica del cambio		Aste	Bande di non intervento	Intervento libero
Obiettivi monetari				
Variazione dello stock di riserve (minimo)	mld USD	5,5	9	13,1
Variazione dello stock di <i>futures</i> in dollari (massimo)	mld USD	0	-1,2	0
Variazione del canale del tesoro (massimo)	mld USD	0	0	0
Variazione negli attivi domestici netti della Banca Centrale (massimo)	mld USD	-46,2	-208,5	-101,5
Variazioni nella base monetaria (massimo)	mld USD	<i>senza monitoraggio</i>	0	-33
Proiezioni FMI (scenario avverso)		<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>Attualità</u>
Inflazione	var. %	31,7	20,8	57,3
Crescita del PIL	var. %	-1,3	0	-5,4
Tasso di sconto	var. %	43	26,8	65,4
Svalutazione del tasso di cambio reale	var. %	24	-2,2	32
Svalutazione del tasso di cambio nominale	var. %	55,7	18,6	89,3

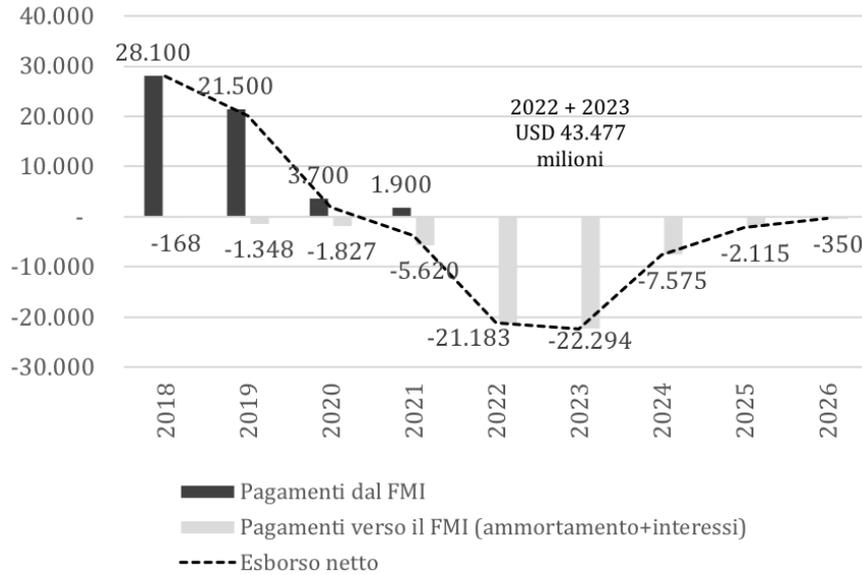
Fonte: elaborazione in base a *IMF fourth Review under Argentina's Stand-by Arrangement*, disponibile alla URL <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2018/cr18297-ArgentinaBundle.ashx>

Come si può osservare, la prima stesura prevedeva obiettivi fiscali, di inflazione, e una banda d'oscillazione massima e minima per il tasso di cambio. In termini economici, rispecchiava fedelmente la logica del Fondo: garantire un prestito-ponte di liquidità che coprisse le necessità del paese tra la fase *i*) dell'austerità di bilancio/riordino dei conti, e la fase *ii*) del ritorno all'emissione di debito sui mercati e fine dell'aiuto del Fondo. Nella seconda versione, a fronte di un inasprimento dell'obiettivo fiscale, scompaiono sia l'obiettivo di inflazione sia la banda d'oscillazione del tasso di cambio. Inoltre, si autorizza la BCRA a vendere riserve per stabilizzare il tasso di cambio, contravvenendo esplicitamente all'articolo VI dello Statuto del FMI che proibisce di finanziare la fuga di capitali dei paesi soccorsi dal Fondo. Infine, si è aumentato l'ammontare dell'aiuto di 6 miliardi di dollari, rimodulando il calendario dei pagamenti a favore dell'Argentina: anticipando quelli del 2020 al 2019, e concentrando così il 90% dei pagamenti nella gestione Macri.

Risulta molto difficile comprendere la logica economica di simili misure. Al contrario, lasciano intravedere un'esplicita volontà di sostenere l'amministrazione Macri nelle difficili elezioni presidenziali dell'ottobre 2019. Questo tipo di scelta implica però seri rischi futuri per l'Argentina. Come mostra la figura 6, nel 2020 l'aiuto sarà quasi nullo, e a partire dal 2021 il

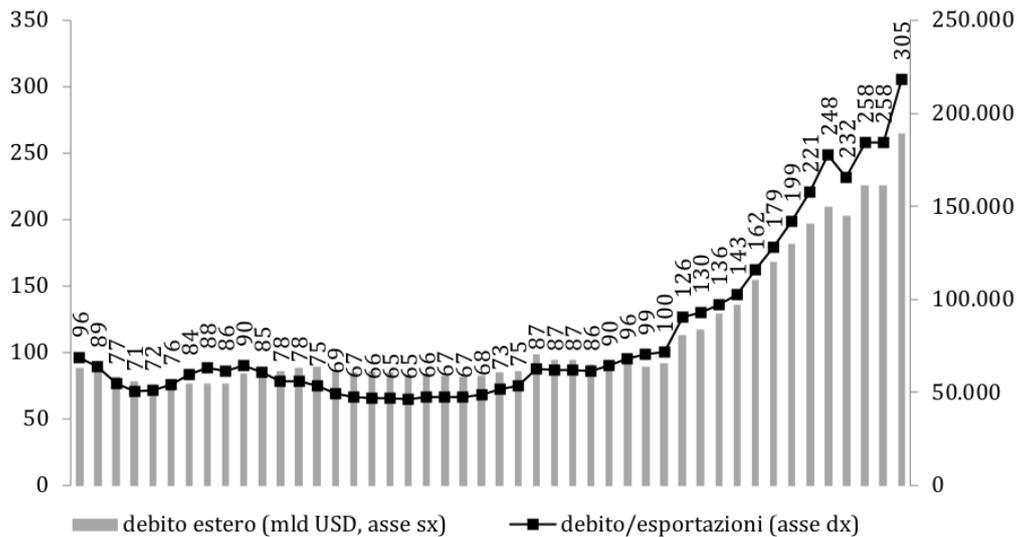
paese dovrà ripagare ingenti somme al Fondo, che nel 2022 e 2023 raggiungeranno l'ammontare di 43,477 miliardi di dollari.

Figura 6 – Pagamenti da e verso il FMI nella seconda versione dell'accordo stand-by



Fonte: elaborazione in base a *IMF fourth Review under Argentina's Stand-by Arrangement*, disponibile alla URL <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2018/cr18297-ArgentinaBundle.ashx>

Figura 7 – Stock del debito estero argentino (governo nazionale)



Fonte: elaborazione in base a dati Ministero de Hacienda, disponibile alla URL <https://www.argentina.gov.ar/hacienda/finanzas/deudapublica/informes-trimestrales-de-la-deuda>

Ciò dovrà avvenire in un contesto di fortissimo indebitamento pubblico. Per valutare il livello dell'indebitamento del paese e la sua sostenibilità è utile focalizzarsi su di un indicatore alternativo al classico rapporto tra debito estero (in dollari) e Pil. Ai fini della nostra analisi, quest'ultimo indicatore è una frazione il cui numeratore non è sensibile alle svalutazioni del peso ma il cui denominatore lo è, essendo il Pil il risultato di transazioni espresse in pesos e poi trasformate in dollari. Pertanto, una svalutazione del peso potrebbe implicare un aumento del valore della frazione, riflesso della caduta del Pil argentino in dollari, senza che in realtà si siano contratti nuovi debiti in dollari. Al suo posto è utile analizzare il rapporto debito estero/esportazioni, trattandosi in questo caso di aggregati che riflettono transazioni in dollari. Un rapporto inferiore a 1 indica che un anno di esportazioni è più che sufficiente a pagare il debito in dollari del paese; un rapporto superiore a uno che non è sufficiente. La figura 7 mostra l'evoluzione di questo rapporto dal 2008 a oggi.

Come si nota, durante l'amministrazione Macri il rapporto debito/esportazioni è passato da 1 a oltre 3: ciò significa che oggi sono necessari oltre tre anni di esportazioni per coprire lo stock del debito in dollari argentino. Del resto, la possibilità di ripagare il debito con attivi delle partite correnti appare decisamente peregrina nella congiuntura attuale, anche in virtù dei lunghi tempi necessari per lo sfruttamento delle ingenti riserve petrolifere di Vaca Muerta. In altre parole, è evidente che la capacità del paese di onorare i propri debiti è fortemente compromessa per gli anni a venire. Da questo punto di vista, una prima evidenza della difficile capacità dell'Argentina di essere solvente è stata fornita dalla dichiarazione di default selettivo sui titoli di debito a breve scadenza avvenuta il 29 agosto, accompagnata dalla richiesta di ristrutturazione del restante debito denominato in dollari a più lunga scadenza.

Ciò delinea due scenari, entrambi dolorosi: chiedere al Fondo di riaprire una difficile rinegoziazione finalizzata a trasformare l'accordo di *stand by* in un *extended fund facility*, estendendo le scadenze dei pagamenti in cambio di riforme strutturali, o dichiarare per l'ottava volta la sospensione unilaterale del pagamento dei debiti.

4. Commenti finali

L'analisi qui sviluppata ha evidenziato alcune peculiari caratteristiche della crisi argentina iniziata nel maggio 2018. A partire dal cambio di governo del dicembre 2015, il paese si è incamminato lungo la strada della liberalizzazione finanziaria, abbandonando definitivamente il modello incentrato sulla domanda domestica adottato dai precedenti governi kirchneristi, che era divenuto non sostenibile in conseguenza dei crescenti problemi evidenziatisi a partire dal dicembre del 2011, se non in presenza di cambiamenti radicali del modello.

La liberalizzazione del conto capitale e finanziario non è stata però preceduta da una fase preparatoria finalizzata a introdurre un pacchetto di misure macro-prudenziali nell'economia argentina, in linea con quanto fatto nei principali paesi della regione latinoamericana, ma si è limitata all'aumento contabile delle riserve attraverso l'emissione di debito denominato in dollari. Inoltre, questo importante cambiamento è avvenuto in un contesto caratterizzato da crescente inflazione, forte svalutazione del peso, rimozione dei controlli sui capitali speculativi, intensa fuga di capitali e basso o bassissimo livello delle riserve.

In base a un'analisi che portava a ritenere che la semplice esistenza di differenziali positivi in termini di tasso d'interesse con i paesi dell'emisfero nord sarebbe stata sufficiente a beneficiare di forti flussi di capitale in entrata per anni a venire, le autorità monetarie argentine

hanno scelto la pericolosa strada del *carry trade*, arrivando a pagare astronomici rendimenti in dollari (oltre il 12% annuo nel 2016). In aggiunta al *carry trade*, per attingere a un'adeguata offerta in dollari, il paese ha emesso una quantità record tra i paesi emergenti di debito pubblico.

Tuttavia, una simile liberalizzazione è avvenuta in un contesto nel quale la cronica fuga di capitali che ha colpito il paese a partire dal 1976 si è fortemente acuita. La vulnerabilità esterna intrinseca in un simile schema macroeconomico ha fatto sì che il semplice rallentamento dell'entrata dei capitali speculativi e del ritmo dell'indebitamento estero attuassero come detonatori di una formidabile crisi del cambio.

Dopo un periodo di turbolenze, il paese si trova così sotto l'egida di un accordo *stand-by* con il FMI, anche se una serie di singolari cambiamenti apportati al testo dell'accordo rende difficilmente pagabile il debito argentino col Fondo negli anni a venire. Gli scenari che ne discendono sono ugualmente cupi. Ottenere una rinegoziazione delle scadenze dei pagamenti, applicando in cambio una dura agenda di riforme strutturali. Oppure dichiarare, per l'ennesima volta, la sospensione unilaterale dei pagamenti del proprio debito.

Illusasi, sotto l'egida dell'amministrazione Macri, che "questa volta sarebbe stato diverso", l'Argentina si ritrova dunque obbligata a rivivere la stessa, tragica, storia.

Bibliografia

- Adelardi A.L. e Lopez P.J. (2018), "Hacia un Banco Central con objetivos múltiples 2003-2015, recuperación de herramientas para la promoción de la producción y el empleo", in M. Rougier e F.R. Sember (a cura di), *Historia Necesaria Del Banco Central De La Republica Argentina*, cap. 8, Buenos Aires: Ciccus-Lenguaje Claro.
- Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2012), *Evolución en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) y Balance Cambiario*, Buenos Aires: BCRA.
- Basualdo E.M. e Kulfas M. (2003), "Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina", *Realidad Económica*, 173, pp. 76-103.
- Brenta N. (2014), *Historia de las relaciones entre Argentina y el FMI*, Buenos Aires: Eudeba.
- Bruno V. e Shin H.S. (2015), "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *BIS Working Papers*, n. 510, Basilea: Banca per i regolamenti internazionali.
- Calvo G.A. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: the Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, 1 (1), pp. 35-54.
- Casas X. (2019), "Cuáles fueron las ganancias de las empresas energéticas en el año de las subas de tarifas", *Infobae*, 17/03/2019, disponibile alla URL <https://www.infobae.com/economia/2019/03/17/cuales-fueron-las-ganancias-de-las-empresas-energeticas-en-el-ano-de-las-subas-de-tarifas/>.
- Ca' Zorzi, M. Hahn E. e Sanchez M. (2007), "Exchange rate pass-through in emerging markets", *ECB Working Paper Series*, n. 739, Francoforte sul Meno: Banca Centrale Europea.
- CEPAL (2018), *Estudios sobre Financierización en América Latina*, Santiago de Chile: Naciones Unidas.
- Diamand M. (1985), "El péndulo argentino: ¿hasta cuándo?", *Cuadernos del Centro de Estudios de la Realidad Económica*, 1, pp. 1-39.
- Diamand M. (1978), "Towards a change in the economic paradigm through the experience of developing countries", *Journal of Development Economics*, 5 (1), pp. 19-53.
- Diaz-Alejandro C.F. (1963), "A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect", *Journal of Political Economy*, 71 (6), pp. 577-580.
- Fischer S. (1997), "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", presentato al *IMF Asia Seminar*, Hong Kong, 19 settembre, disponibile alla URL <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp091997>
- Fondo Monetario Internazionale (FMI) (2015), *Global Financial Stability Report*. October 2015: Vulnerabilities, Legacies and Policy Challenges Risks Rotating to Emerging Markets, Washington (DC): Fondo Monetario Internazionale.
- Gaggero J., Rua M. e Gaggero A. (2013), "Argentina. Fuga de Capitales (2002-2012)", presentato al convegno *Discussion Workshop: BEPS and the Future of Corporate Taxation*, City University of London, 4-5 luglio, Londra.
- GMA Capital, (2018), "El adiós final a las LEBAC", *Informe Semanal*, 14/12/2018, disponibile alla URL <http://www.gmacap.com/reportes/informe-semanal-14-diciembre-18.pdf>.
- Kaltenbrunner A. e Paineira J.P. (2018), "Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging

- Capitalist Economies: The Brazilian Experience”, *New Political Economy*, 23 (3), pp. 290-313.
- Kulfas M. (2016), *Los Tres Kirchnerismos. Una Historia de la Economía Argentina 2003-2015*, Buenos Aires: Siglo XXI editores.
- Lampa R. (2017), “Crisis in Venezuela, or the Bolivarian Dilemma: To Revolutionize or to Perish? A Kaleckian Interpretation”, *Review of Radical Political Economics*, 49 (2), pp. 198-218.
- Lampa R. (2018), “Economic Crises and Political Downturns in the Southern Cone: are MERCOSUR’s neoliberal roots a constraint on development?”, in S. Raudino and A. Poletti (a cura di), *Global Economic Governance and the Challenge of Human Development*, cap. 7, London: Routledge.
- Lopez-Gallardo J.A., Sanchez A. e Spanos, A. (2011), “Macroeconomic Linkages in Mexico”, *Metroeconomica*, 62 (2), pp. 356-385.
- Manzanelli P., e Basualdo E. M. (2017), “Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas”, *Realidad Económica*, 304, pp. 6-40.
- Ministerio de Hacienda y Finanzas Publicas, (2015), *Resolución 3/2015*, 16/12/2015, disponibile alla URL <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/255000-259999/257038/norma.htm>.
- Reinhart C. e Calvo G.A (2000), “When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options”, in Kenen P. e Swoboda A. (a cura di), *Reforming the International Monetary and Financial System*, pp. 175-201, Washington (DC): Fondo Monetario Internazionale.
- Rua M. e Zeolla N. (2018), “Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente”, *Revista Problemas del Desarrollo*, 194 (49), pp. 5-30.
- Schorr M., Gaggero A. e Wainer A. (2014), *Restricción Eterna. El Poder Económico Durante el Kirchnerismo*, Buenos Aires: Futuro Anterior Ediciones.
- Stiglitz J. (2000), “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, *World Development*, 28 (6), pp. 1075-1086.
- Sturzenegger F. (2016a), “Discurso del presidente del Banco Central de la República Argentina, Federico Sturzenegger”, presentato alla *50ª Asamblea Anual de la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)*, Buenos Aires: BCRA. Disponibile alla URL <http://www.bcra.gov.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=283>.
- Sturzenegger F. (2016b), “Sturzenegger estima que habrá un flujo de capitales hacia los emergentes”, *Clarín*, 08/11/2016, disponibile alla URL https://www.clarin.com/economia/Sturzenegger-estima-flujo-capitales-emergentes_0_H1UXcYkbbx.html.
- Williamson J. (1990), “What Washington Means by Policy Reform”, in J. Williamson (a cura di), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Washington: Institute for International Economic