

# Il Sole **24 ORE**

09 settembre 2019

OPINIONI

## **L'ARGENTINA IN PANNE E IL DEBITO “PARALLELO” DELLA BANCA CENTRALE**

di Marcello Minenna

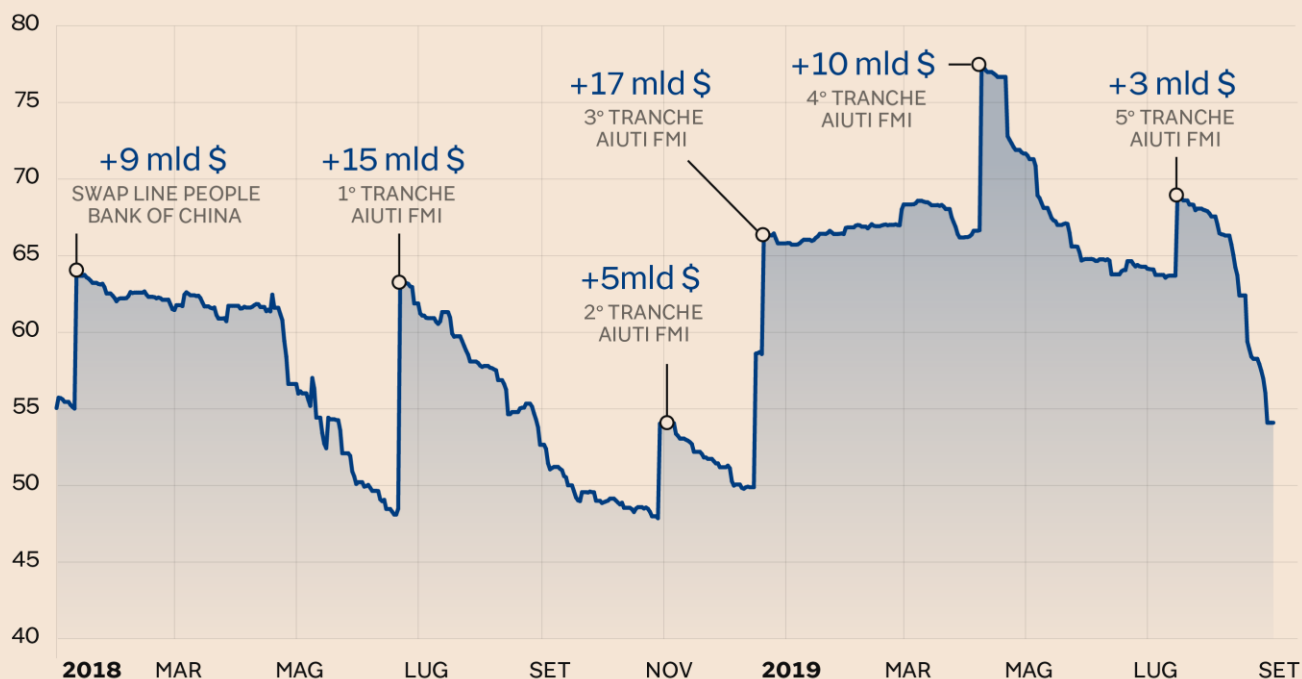
A breve termine nella prospettiva di una dilazione complessiva delle scadenze su almeno 100 miliardi di debito, domenica 1 settembre Buenos Aires è stata costretta a imporre i controlli sui capitali per rallentare il calo allarmante delle riserve valutarie del Paese (cfr. Figura 1). Da allora il quadro si è andato costantemente deteriorando, mentre Italia, Svezia ed Olanda si sono opposti all'erogazione dell'ultima tranche (5,4 miliardi di \$) di aiuti del Fondo Monetario Internazionale (FMI), nell'ambito del programma che avrebbe dovuto traghettare l'Argentina - tramite un prestito monstre di 57 miliardi - fuori dalla crisi valutaria esplosa nel 2018.

Una boccata d'ossigeno alle riserve valutarie, che sperabilmente consentirebbe a Macri di terminare almeno il suo mandato fino a dicembre senza dover abbandonare anticipatamente la carica a causa di disordini interni.

FIG. 1

## BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Riserve valutarie, dati in miliardi di dollari. Fonte: Banco Central de la Republica Argentina)



In molti hanno identificato correttamente uno dei fattori fondamentali alla base del nuovo, probabile default del governo argentino l'eccessiva esposizione verso il debito estero in valuta, emesso in prevalenza proprio dal governo Macri a partire dal 2016. Approfittando della riapertura patrocinata da Trump dei mercati internazionali dei capitali - fino ad allora inaccessibili al governo peronista dei coniugi Kirchner - Macri ha incrementato il debito

estero in Dollari dal 14% del PIL ad oltre il 70%. Un azzardo strategico, necessario per finanziare la sua idea “gradualista” di liberalizzazione dell'economia attraverso la rimozione completa dei controlli sui capitali e i dazi alle importazioni, senza intervenire in maniera recessiva con tagli al deficit di bilancio.

Gli introiti di queste emissioni hanno peraltro consentito di ripianare in pieno il debito pregresso con i fondi avvoltoio (vulture funds) USA che avevano rigettato la ristrutturazione proposta dal governo Kirchner. L'amministrazione federale argentina ha inoltre favorito l'indebitamento in valuta degli enti locali, che hanno accumulato uno stock di debito superiore ai 15 miliardi. La crescita del debito pubblico e privato in valuta ha consentito un temporaneo boom dell'import e del credito bancario nel corso dell'espansione economica del 2016-2017. L'economia argentina ha subito però un pesante contraccolpo con il rallentamento globale del 2018 e l'ascesa del Dollaro come bene rifugio.

Il tasso di cambio Peso/Dollaro, in tendenziale storico deprezzamento, è esploso aumentando di 3 volte nel corso di 15 mesi circa. Purtroppo, per chi detiene debiti in Dollari, questo implica un aggravamento dell'onere del debito in termini reali del 300% circa, difficilmente sostenibile da un'economia con una bilancia commerciale in costante passivo e priva di entrate valutarie solide.

Tuttavia il focus sul settore governativo e sulla politica fiscale non consente di apprezzare la gravità del quadro macro-economico complessivo della situazione argentina. Per capire, bisogna allargare l'analisi al bilancio della banca centrale (Banco Central de la Republica Argentina – BCRA), da anni impegnata in un'operatività non convenzionale che ha portato ad accumulare ulteriori 20 miliardi di debito “atipico” molto costoso a brevissimo termine.

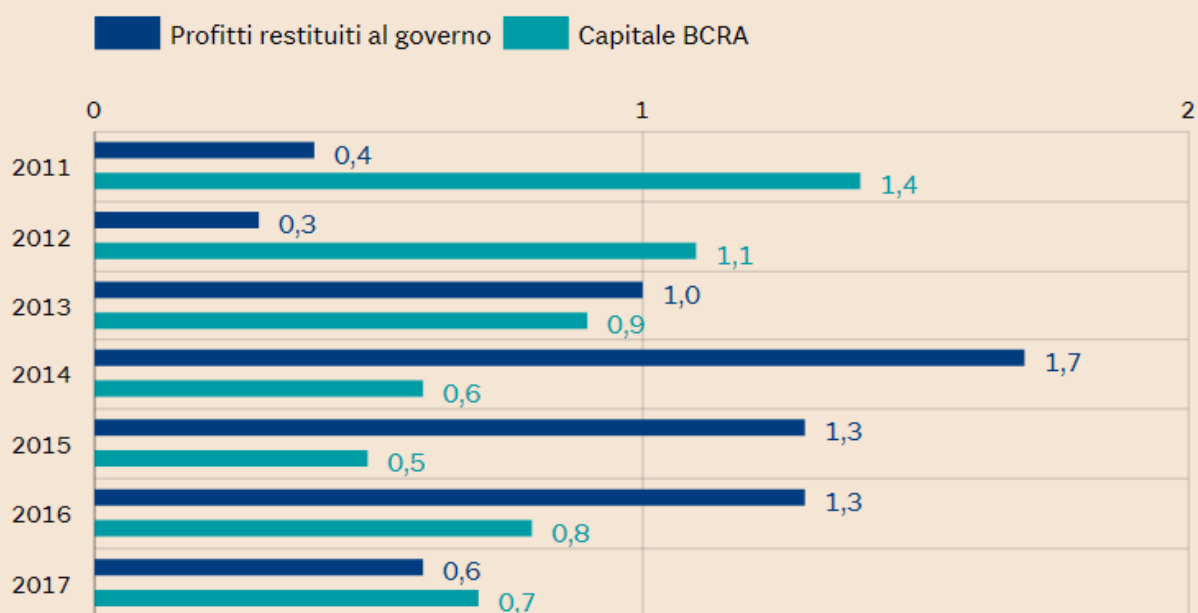
Storicamente la BCRA ha sempre finanziato il deficit governativo attraverso la creazione di base monetaria: nell'era Kirchner i metodi prevedevano non solo

l'utilizzo – ampio – di anticipi di cassa ma anche il totale trasferimento al governo dei profitti (contabili) della BCRA, principalmente derivanti dalla svalutazione delle poste del passivo patrimoniale. In termini accessibili: a fronte di attivi detenuti in Dollari ed altre valute forti, il passivo della BCRA è invece denominato in Pesos; se il Pesos si svaluta costantemente sul Dollaro, questo fenomeno genera paradossalmente una riduzione del valore delle passività rispetto a quello degli attivi e dunque un profitto “virtuale”, che viene però trasferito concretamente per cassa al governo. Negli ultimi anni della gestione peronista questi trasferimenti sono cresciuti in maniera abnorme (cfr. Figura 2, barre celesti), sintomo di un utilizzo massiccio del finanziamento monetario; allo stesso tempo il capitale della BCRA veniva eroso progressivamente dalla riduzione delle riserve valutarie (barre rosse).

FIG. 2

## BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Capitale e profitti restituiti al governo federale in % del PIL. (Banco Central de la Republica Argentina)



Dal 2015 l'amministrazione Macri, nel tentativo di porre sotto controllo l'alto tasso di inflazione (la cui entità veniva sistematicamente sottostimata da statistiche distorte), ha incentivato una nuova operatività atipica della BCRA. In sostanza la BCRA riduceva il tasso di crescita della base monetaria attraverso operazioni di sterilizzazione, cioè emettendo titoli di debito a brevissimo termine (LEBAC - Letras del Banco Central) sottoscrivibili da tutti gli operatori, financo retail, che ottenevano un tasso di interesse – teoricamente – privo di rischio. In questa maniera la BCRA ritirava dal mercato la liquidità immessa nel sistema per garantire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti nonché il finanziamento monetario del deficit. Naturalmente le LEBAC dovevano essere periodicamente rinnovate, ad un tasso di interesse ancorato al tasso di inflazione per garantire il ricollocamento.

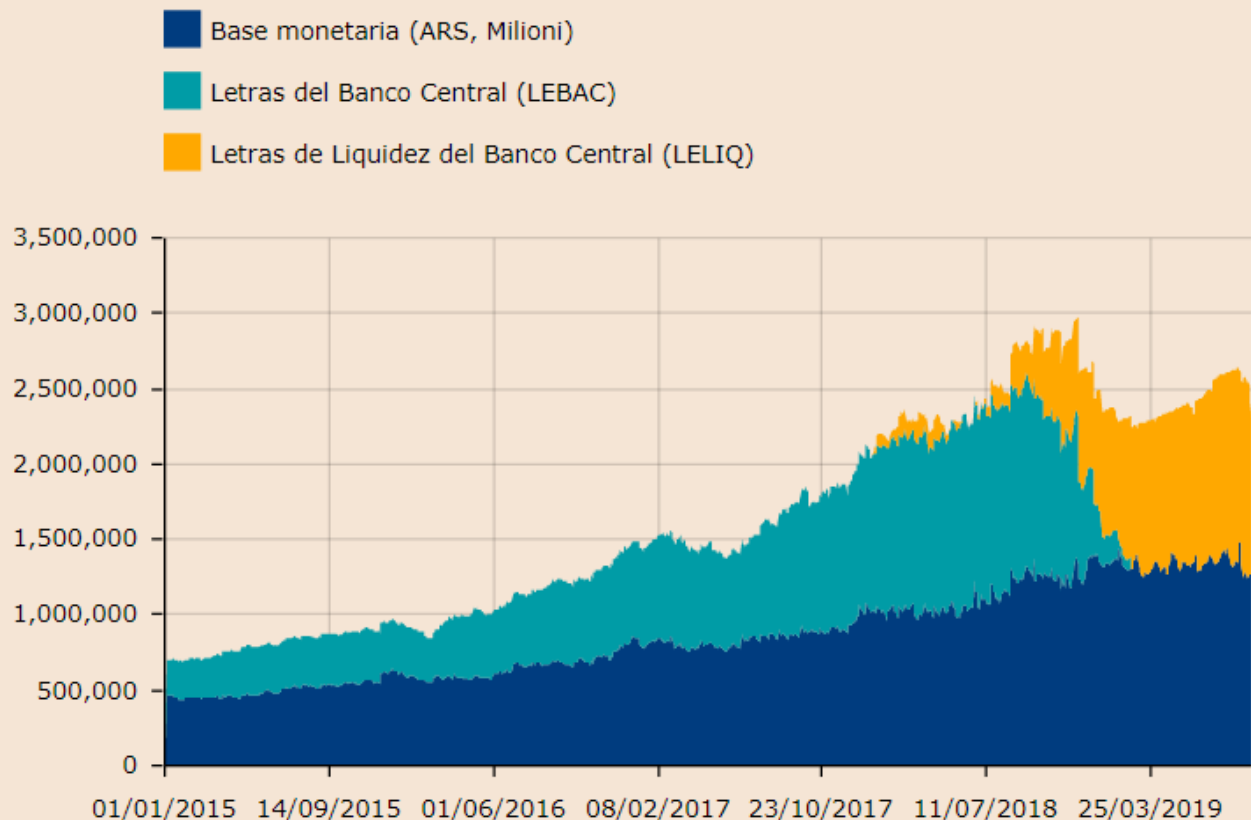
In difetto di risorse di capitale adeguate, la BCRA era costretta a finanziare il costo degli interessi sui LEBAC tramite monetizzazione, la cui sterilizzazione a sua volta incrementava la necessità di ricorrere a maggiori emissioni di LEBAC.

Lo stock di LEBAC nel bilancio della BCRA è cresciuto esponenzialmente (cfr. Figura 3), raggiungendo il 100% della base monetaria a metà 2018.

FIG. 3

## BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Alcune voci del passivo patrimoniale. Miliardi di Pesos, ARS. (Fonte: Banco Central de la Republica Argentina)



Questa operatività distorta era il sintomo della difficoltà della BCRA nel perseguire un mandato di stabilità monetaria, con un capitale inadeguato e obblighi confliggenti di finanziamento monetario del governo. L'intervento del FMI nel 2018 ha imposto la liquidazione progressiva dei LEBAC insieme ad un obiettivo di crescita zero della base monetaria, ammettendo l'utilizzo più limitato di uno strumento simile, i LELIQ (Letres de Liquidez), che però

avevano durata di 1 settimana e potevano essere collocati soltanto alle banche.

Tuttavia nel corso del programma di aggiustamento del FMI la mancata risoluzione degli squilibri macro-economici e la sostanziale somiglianza in termini di ingegneria finanziaria dei LELIQ con i LEBAC hanno generato - con effetti più dirompenti - gli stessi problemi già emersi con l'uso dei LEBAC. La svalutazione del cambio e la crescita del tasso di inflazione hanno imposto un tasso di interesse sui LELIQ rapidamente in aumento: dal 25% annuo del 2017, al 72% del 2018 fino all'85% di fine agosto 2019. Il costo crescente degli interessi da monetizzare e il blocco contestuale della base monetaria hanno alimentato la crescita disfunzionale delle emissioni LELIQ: ad agosto 2019 il debito "atipico" della BCRA era di nuovo ai livelli del 2018. Se il tasso LELIQ non rientra rapidamente al di sotto del 50%, si stima che il costo del debito "atipico" della BCRA raggiungerà a fine 2019 il 2% del PIL, un valore assai rilevante.

A metà agosto 2019 la BCRA effettuava settimanalmente in asta un rolling di emissioni LELIQ pari al 20% dell'intera base monetaria; a quel punto qualcosa si è inceppato nel meccanismo di collocamento e per diversi giorni consecutivi le aste LELIQ sono state disertate dagli operatori, in panico improvviso. Non riuscendo ad effettuare operazioni di sterilizzazione, la BCRA ha perso temporaneamente il controllo della base monetaria; questo è stato riacquistato a fatica solo attraverso l'utilizzo massiccio delle riserve valutarie al fine di ritirare pesos dalla circolazione (vedi Figura 1) ed un ulteriore aumento dei tassi di interesse. Un equilibrio incredibilmente precario che sta mettendo all'angolo sia l'istituzione monetaria che il FMI.

Come venirne fuori? La soluzione più ovvia, prevista anche dal FMI ma programmata solo per fine 2019, è quella di formalizzare nel bilancio federale il debito atipico in LELIQ che al momento è "nascosto" nei conti della banca centrale.

Questo significa ricapitalizzare (nell'ordine stimato del 25%, 30% del PIL) la BCRA attraverso l'acquisto di titoli governativi a lungo termine (eventualmente anche perpetuities). Certo, il debito pubblico argentino salirebbe ampiamente sopra il 130% rendendo molto problematica l'analisi di sostenibilità del FMI, che è propedeutica non solo all'erogazione dell'ultima tranche del prestito ma anche alla valutazione di una eventuale ristrutturazione (e non un semplice reprofiling) del debito.

D'altro canto, la ricapitalizzazione consentirebbe alla BCRA di interrompere l'utilizzo patologico dei LELIQ e riacquisire il controllo della politica monetaria, focalizzando le sue limitate risorse nella stabilizzazione del tasso di cambio. Sperando che siano sufficienti. Dilazionare la ricapitalizzazione aumenterebbe solo il rischio di iperinflazione.

Un trade-off duro per un'economia già in recessione.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna