

16 febbraio 2020



SERVIZIO | L'ANALISI

## **ARGENTINA, LA STORIA SI RIPETE: ANATOMIA DELL'IMMINENTE DEFAULT**

di Marcello Minenna

Dall'entrata in carica a dicembre 2019, il nuovo governo Fernandez in Argentina ha varato una serie di misure di politica fiscale e monetaria di emergenza. Innanzitutto, più *austerità*: entrate fiscali aggiuntive per circa l'1,5-2,0% del PIL, insieme a controlli sui capitali e sui prezzi per mitigare le pressioni sull'inflazione e sul tasso di cambio.

Non si tratta ovviamente di soluzioni di lungo termine per gli squilibri macroeconomici dell'Argentina, come dimostrato dall'assenza di obiettivi chiari di politica monetaria. Pragmaticamente, il nuovo governo punta ad ottenere una fragile tregua al fine di affrontare il suo mandato principale, la ristrutturazione del debito pubblico oramai al 94% del PIL.

Il governo vorrebbe risolvere il clima di incertezza sul tema della sostenibilità del debito il più rapidamente possibile, per ridurre al minimo l'impatto deleterio sull'attività

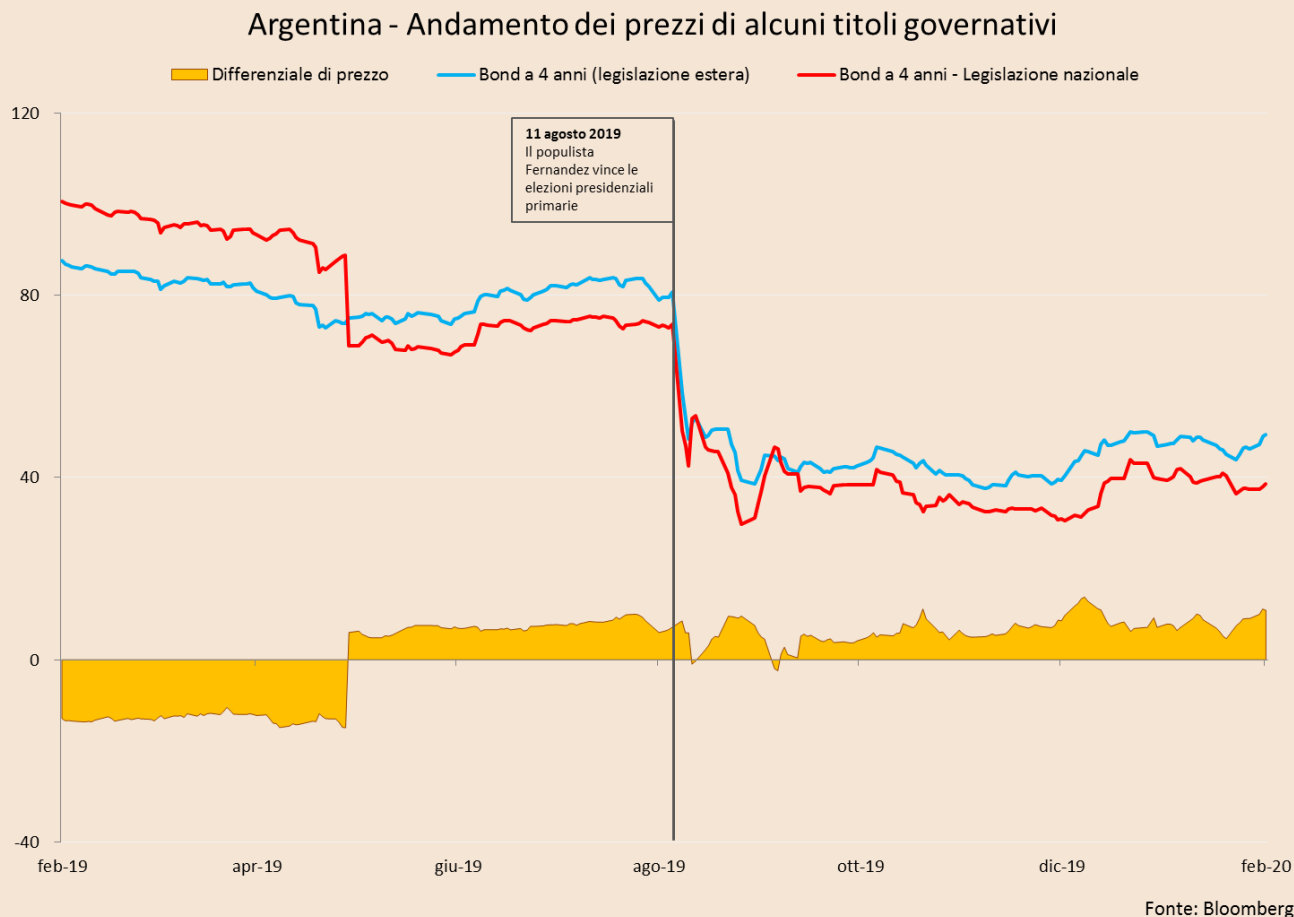
economica. I dati di fine 2019 sembravano essersi stabilizzati dopo una profonda recessione di 2 anni che ha provocato una contrazione del PIL pari al 6%, ma il rapido deterioramento del quadro macro-economico mondiale nelle ultime settimane di epidemia da *coronavirus* potrebbero far sballare le stime, che indicano solo una leggera recessione nel 2020. Le aspettative di inflazione sono anch'esse in ribasso dal 54% annuo del 2019, ma rimangono sopra il 40%.

In ogni caso, la valutazione dei macro-indicatori dell' economia argentina rimane chiaramente un esercizio a bassa affidabilità.

I negoziati con i creditori internazionali dovrebbero intensificarsi nelle prossime settimane, ma a mio avviso la speranza dichiarata di un rapido accordo entro il mese di marzo appare irrealistica. Date le informazioni limitate fornite finora dal team del presidente Fernandez, la valutazione della probabilità di *default* dell'Argentina e l'esito finale del processo di rinegoziazione del debito rimangono tutt'altro che banali.

Gli investitori si stanno preparando a trattative protratte, con i prezzi dei titoli di Stato in valuta estera che continuano ad oscillare nell'intervallo 40-50 \$, nonostante il recente ottimismo mostrato dal mercato dopo il rimborso all'ultimo minuto di 250 milioni da parte della provincia di Buenos Aires (cfr. Figura 1). In questo caso, l'amministrazione locale ha tentato di posticipare il pagamento di un titolo di diritto estero, protetto da clausole di accelerazione dei pagamenti e di azione collettiva (CAC) che riducevano il potere di ristrutturazione dell'emittente. Infatti per via delle CAC, l'amministrazione avrebbe avuto bisogno della maggioranza del 75% degli obbligazionisti per modificare i termini del prestito. Tuttavia l'offerta è caduta nel vuoto e per evitare un *default* dannoso alla trattativa sul debito federale, la Provincia ha deciso di dare fondo alle proprie riserve di liquidità per accontentare i creditori.

Figura 1



Anche sul debito soggetto a legislazione estera i livelli dei prezzi segnalano comunque aspettative di un basso valore di recupero (50%), ottenibile attraverso un (lungo) periodo di sospensione dei pagamenti, riduzioni delle cedole e un *haircut* del debito. Dato il rapporto debito/PIL del governo federale al 90%, l'altissimo livello del debito in valuta estera (circa l'80%) e i costi degli interessi che oramai sfiorano il 20% delle entrate, una ristrutturazione *market-friendly*, come quella conclusa dall'Uruguay nel 2003 (valore di recupero del 66%) o dal governo ucraino nel 2015 (80%) sembrano utopia.

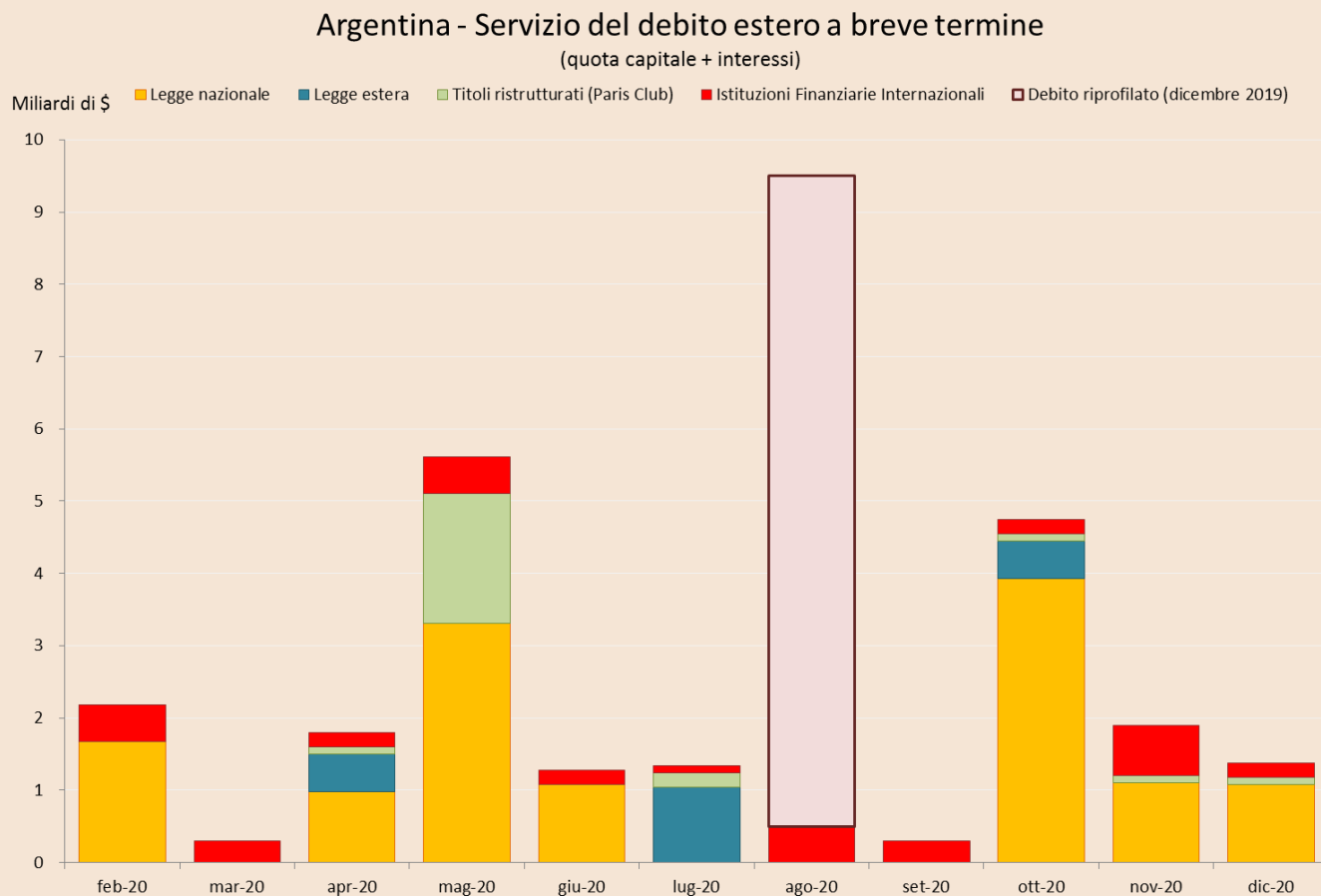
Nonostante ciò, gira voce tra gli addetti ai lavori che l'accordo possa prevedere un limitato taglio del debito nominale del 15% ed una dilazione delle scadenze di soli 3-4 anni.

La complessità del negoziato dipende dalla natura composita del debito emesso sotto diverse giurisdizioni (locale / estere), da denominazioni in valute diverse nonché dalla presenza di CAC, clausole di *cross default* ed accelerazione su numerose *tranche* di titoli,

principalmente di diritto estero. Il debito argentino è inoltre detenuto equamente da istituzioni finanziarie internazionali, *hedge* funds ed investitori domestici, categorie con incentivi spesso divergenti.

In una prospettiva pragmatica, per avere una comprensione più chiara dei vincoli condizionanti e dei tempi di un eventuale *default*, è utile analizzare la capacità del governo di continuare a ripagare il debito in valuta estera a breve termine per almeno i prossimi 10-12 mesi (cfr. Figura 2).

Figura 2



Fonte: Ministerio de Economía – Gobierno de Argentina

Dall'analisi degli esborsi attesi sul debito in valuta estera nel 2020, il governo argentino deve oltre 26 miliardi di esposizione ad investitori privati, di cui 22,13 miliardi sono relativi a titoli soggetti a legislazione nazionale, 4,16 miliardi sottoposti a legge estera. Inoltre ci sono 3,7 miliardi dovuti a istituzioni finanziarie internazionali e 2,4 miliardi sul debito precedentemente ristrutturato (*Paris Club*).

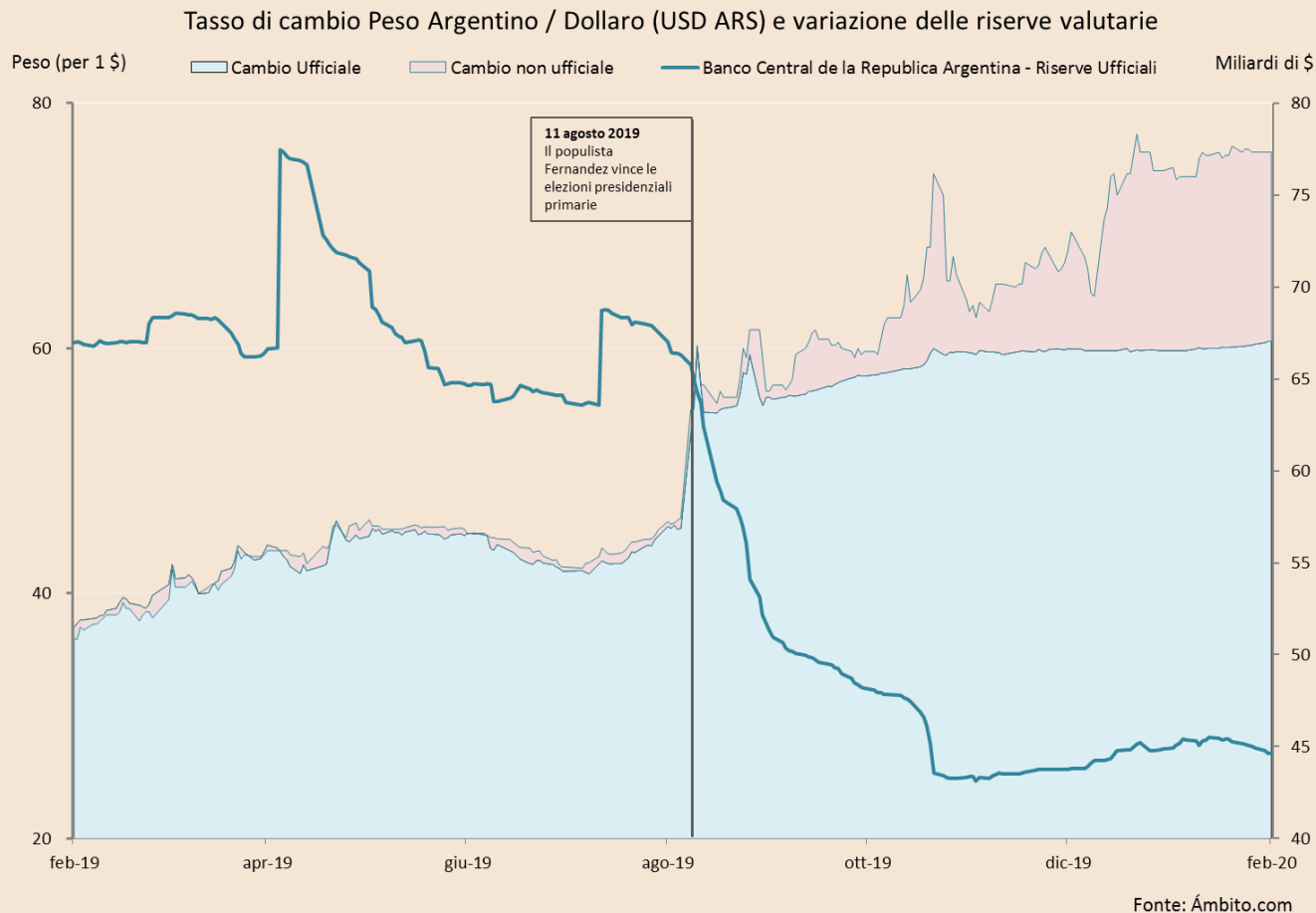
Inoltre a dicembre 2019 circa 9 miliardi di LETES (*Letras del Tesoro de la Nación*) sono già stati oggetto di un *reprofiling* (allungamento) delle scadenze fino ad agosto 2020. Il mese di agosto rappresenta dunque il passaggio più critico per le finanze argentine con 10 miliardi circa di esborsi; non è improbabile che un governo messo alle strette possa intervenire nuovamente per posticipare queste *tranche*.

Il vincolo principale per Fernandez è rappresentato dalla quantità di riserve in valuta forte liberamente disponibili presso la banca centrale; attualmente le cosiddette riserve nette totali ammontano a 45 miliardi netti, un livello stazionario da diversi mesi dopo il tracollo seguito alla sua vittoria alle elezioni presidenziali di agosto 2019. L'imposizione di controlli sui movimenti di capitale ha migliorato solo marginalmente la situazione. A questa cifra bisogna tuttavia sottrarre anche le esigenze di cassa degli enti territoriali, che possono essere rilevanti come mostra il recente caso della provincia di Buenos Aires.

Si può concludere in linea di massima che il servizio del debito in valuta estera (26 miliardi) possa essere sostenuto fino alla fine dell'anno. Però l'incertezza tenderà ad aumentare a partire dal mese di maggio, quando è previsto il rimborso di 2 miliardi di debito ristrutturato e di 1,3 miliardi di obbligazioni di diritto nazionale, e potrebbe esplodere a fronte dello scoglio del maxi-pagamento da 10 miliardi previsto ad agosto.

La riduzione ulteriore delle riserve valutarie potrebbe portare ad un inasprimento del divario tra tasso di cambio ufficiale e quello non ufficiale praticato nei confronti di cittadini e turisti (cfr. Figura 3), che è diventato progressivamente significativo proprio dopo le elezioni di agosto 2019.

Figura 3



Ci sono poche alternative praticabili per rimpinguare il livello delle riserve: dato lo stato allarmante dell'economia cinese ed il rallentamento globale, *l'export* difficilmente darà una mano. Un altro anno di forte recessione potrebbe comprimere consumi ed importazioni soprattutto dal Brasile riducendo il deflusso di valuta, nonostante ci sia stato un declino su larga scala (importazioni totali -25%, dal Brasile -35%) negli ultimi mesi.

Fernandez potrebbe guadagnare del tempo sbloccando l'accordo con il FMI da 56 miliardi, riguadagnando l'accesso a parte delle iniezioni di liquidità sospese dopo le primarie di agosto.

Una missione tecnica del FMI è arrivata a Buenos Aires la settimana scorsa e l'esito di questi contatti preliminari è ancora incerto: il riavvio del programma FMI di sicuro renderebbe più credibile un accordo con gli obbligazionisti privati, anche presumibilmente a causa delle dure condizioni che stavolta il FMI imporrebbe all'Argentina. Tuttavia, il coinvolgimento FMI potrebbe anche ritardare i negoziati,

irrigidendo la posizione negoziale dell'Argentina verso una richiesta di *haircut* più ampio del 15% di cui si parla in questi giorni.

Stime realistiche impongono un *trade-off* tra il *surplus* di bilancio a cui si punta (i.e. l'*austerity*) ed il livello di *haircut* del debito richiesto. Un inasprimento “dolce” dei sacrifici fiscali nell'ordine del 2% del PIL tale da non forzare l'economia più in recessione di quanto già sia richiederebbe un *haircut* nell'ordine del 30%. Molto oltre quanto gli investitori privati si aspettano di dover pagare: ipotizzando un 15%, il *surplus* dovrebbe salire oltre il 3%.

Le stime di inizio 2020 prevedevano già che la recessione dell'Argentina dovesse continuare, anche se a un ritmo moderato. Ora con la crisi indotta dal *coronavirus* questo quadro pare addirittura ottimistico. Staremo a vedere.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna