

24 agosto 2020

Il Sole **24 ORE**

LA PACE FRAGILE TRA GOVERNO ARGENTINO E CREDITORI: QUANTO DURERÀ?

di Marcello Minenna

Alcuni giorni fa il governo argentino ha annunciato di avere raggiunto finalmente un accordo con i creditori internazionali, evitando un disastroso stallo per le finanze del Paese in un momento di straordinaria difficoltà economica. Il compromesso raggiunto è a tutti gli effetti incompleto e non risolutivo ma bisogna concedere che rappresenta il massimo a cui si poteva ambire in questa fase di crisi economica acuta dovuta allo *shock* pandemico globale.

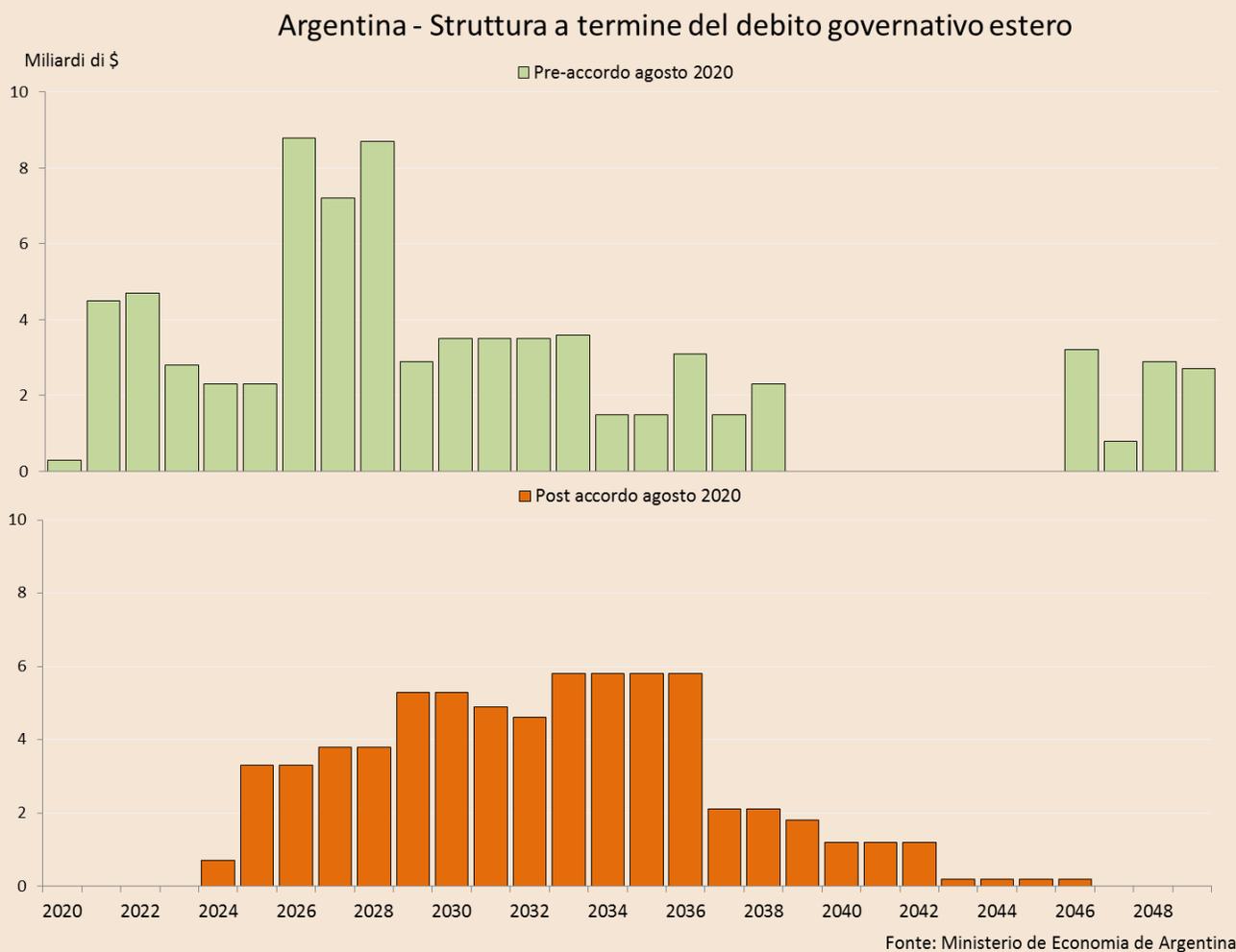
La complessità del negoziato è dipesa dalla natura composita del debito emesso sotto diverse giurisdizioni (locale/estere), da denominazioni in valute diverse nonché dalla presenza di Clausole di Azione Collettiva (CAC), di *cross default* ed accelerazione su numerose *tranche* di titoli, principalmente di diritto estero. Il debito argentino è inoltre detenuto equamente da istituzioni finanziarie internazionali, *hedge funds* ed investitori domestici, categorie con incentivi spesso divergenti.

Un enorme “riscadenzamento” del debito

Il *deal* è sostanzialmente un gigantesco *reprofiling* del debito governativo argentino, in parte ricalcato sul modello greco del 2012, con il principale obiettivo di impedire ulteriori disastrosi rimborsi nel breve-medio periodo. Infatti oltre 10 miliardi di \$ erano previsti in scadenza in meno di 2 anni, un deflusso di valuta estera ritenuto insostenibile anche dai creditori (cfr. Figura 1).

Da ora in poi il rimborso del debito estero argentino è sospeso fino al 2024, per poi crescere dolcemente fino a raggiungere i 6 miliardi annui solo intorno al 2030. Per raggiungere questo obiettivo, il governo ha rinunciato ad un *default* duro che avrebbe potuto efficacemente perseguire e che avrebbe costretto i creditori internazionali a subire, volenti o nolenti, perdite stimate nell'ordine del 50-60%.

Figura 1



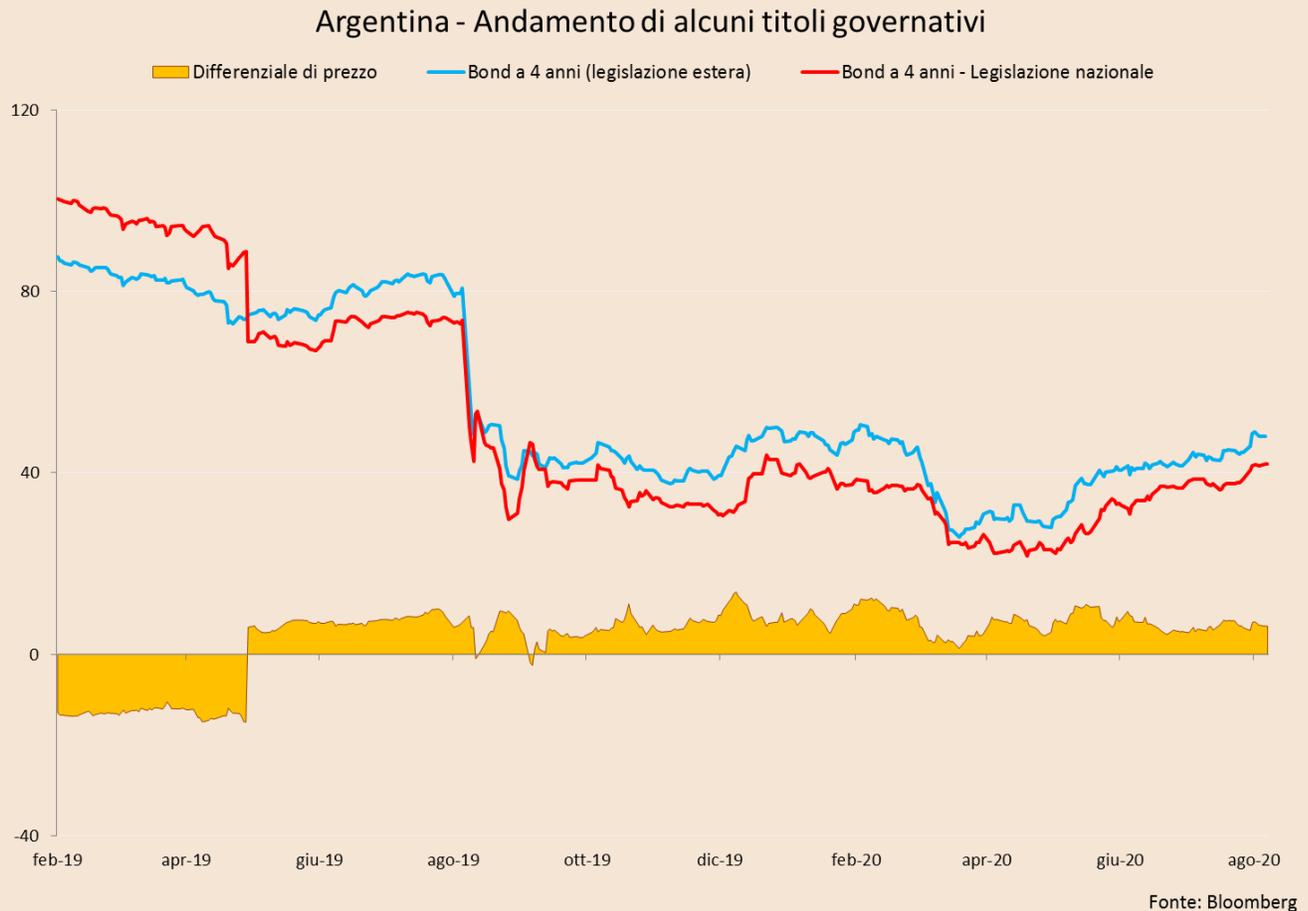
Grazie all'accordo, invece, la maggioranza dei creditori potrà preservare il 100% del capitale investito in cambio di una nuova scadenza dei titoli più che ventennale; solo chi è interessato a *maturities* più brevi sarà sottoposto ad un *haircut* limitato del 3%.

Dal punto di vista tecnico, il *reprofiling* avverrebbe attraverso uno *swap* tra i vecchi titoli e nuovi titoli con scadenza tra il 2030 ed il 2046, che sarebbero *amortising* (cioè prevedrebbero di iniziare i rimborsi a rate del capitale molto prima della scadenza) e *step-up*, cioè a rendimenti crescenti nel tempo. Il servizio del debito dovrebbe riprendere già dal 2021, ma per importi modestissimi (cedole dello 0,125%) e più che altro per dimostrare la buona fede del governo, mentre il primo rimborso *amortising* del capitale sarebbe proprio per il 2024 (680 milioni). Con il piano di rimborso a regime (circa 2030) i nuovi titoli dovrebbero rendere intorno al 5%.

Un guadagno di almeno 33 miliardi di dollari

Nel complesso il valore nominale del debito resterebbe grosso modo lo stesso, ma la dilazione dei pagamenti consentirebbe un guadagno in termini monetari per il governo argentino di almeno 33 miliardi di \$. Rispetto al valore dei vecchi titoli, stime verosimili del tasso di *recovery* basate sui termini dell'accordo oscillano intorno al 55%. Se si guarda alle valutazioni sul mercato secondario (cfr. Figura 2), si scopre che questo valore è superiore a quanto pronosticato dagli investitori, che ritenevano più probabile fin dallo scorso settembre un *recovery* intorno al 40-45%, un valore che infatti è poi stato la prima proposta concreta del governo argentino a giugno 2020. Non sorprende dunque il favore con cui il *deal* è stato accolto dalle più influenti associazioni di creditori internazionali (*Recall*, *Ad Hoc Group*, l'*Argentina Creditor Committee* e l'*Exchange Bondholder Group*).

Figura 2

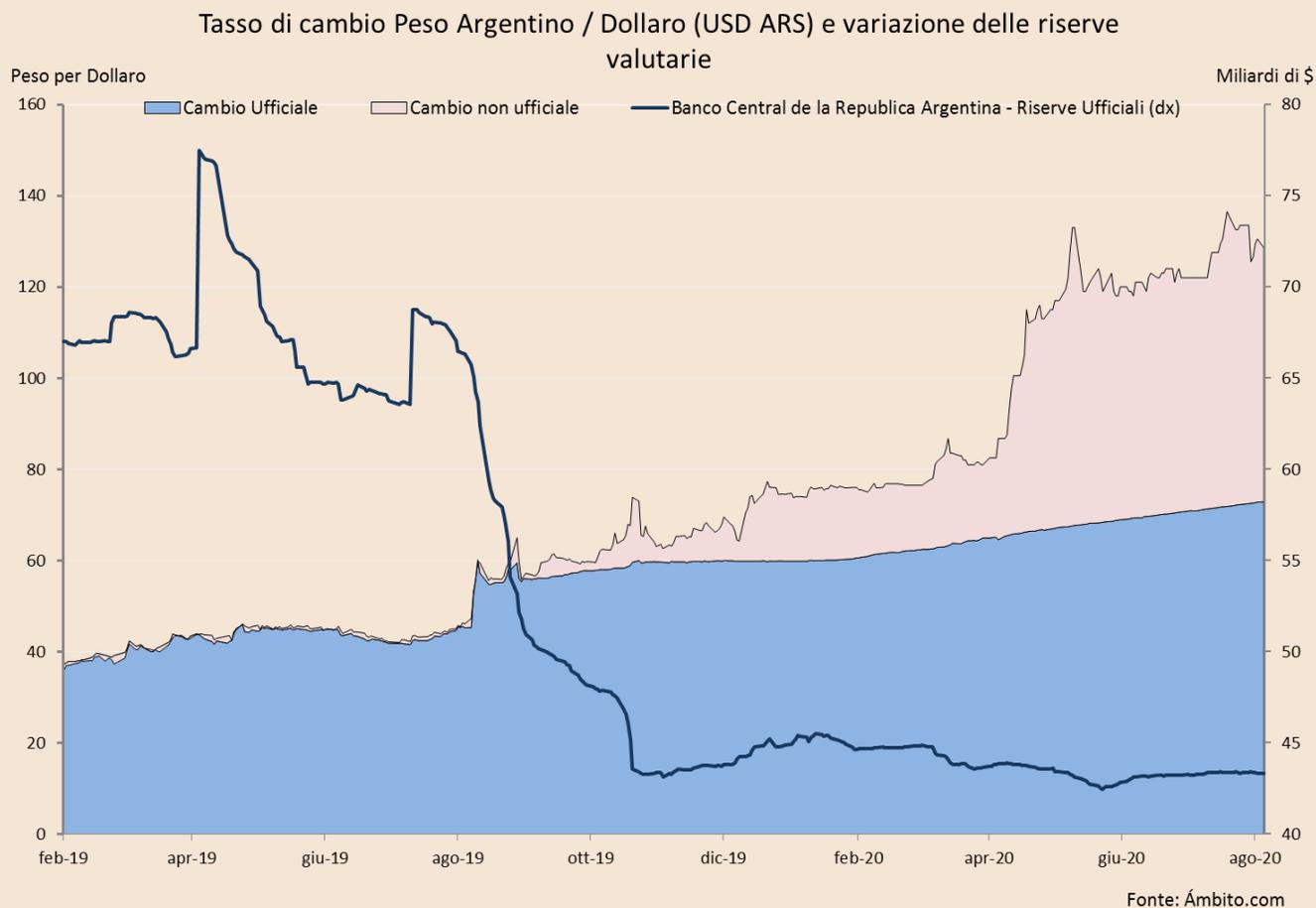


Il blocco dei rimborsi per 4 anni dovrebbe concedere a Fernandez il tempo necessario per riavviare i motori dell'economia in uno scenario finalmente post-pandemico. Le più recenti stime sull'andamento del PIL vedono una caduta del -12,5% nel 2020, un dato più grave del previsto per via del *lockdown* che è risultato tra i più lunghi a livello globale.

Disinnescata per ora la bomba-debito, il vincolo principale per Fernandez resta nell'immediato quantità di riserve in valuta forte liberamente disponibili presso la banca centrale; attualmente le cosiddette riserve nette totali ammontano a 43 miliardi netti, un livello stazionario da diversi mesi dopo il tracollo seguito alla sua vittoria alle elezioni presidenziali di agosto 2019 (cfr. Figura 3).

L'imposizione di controlli sui movimenti di capitale ha migliorato solo parzialmente la situazione. A questa cifra bisogna tuttavia sottrarre anche le esigenze di cassa degli enti territoriali, che possono essere rilevanti come nel caso della provincia di Buenos Aires.

Figura 3



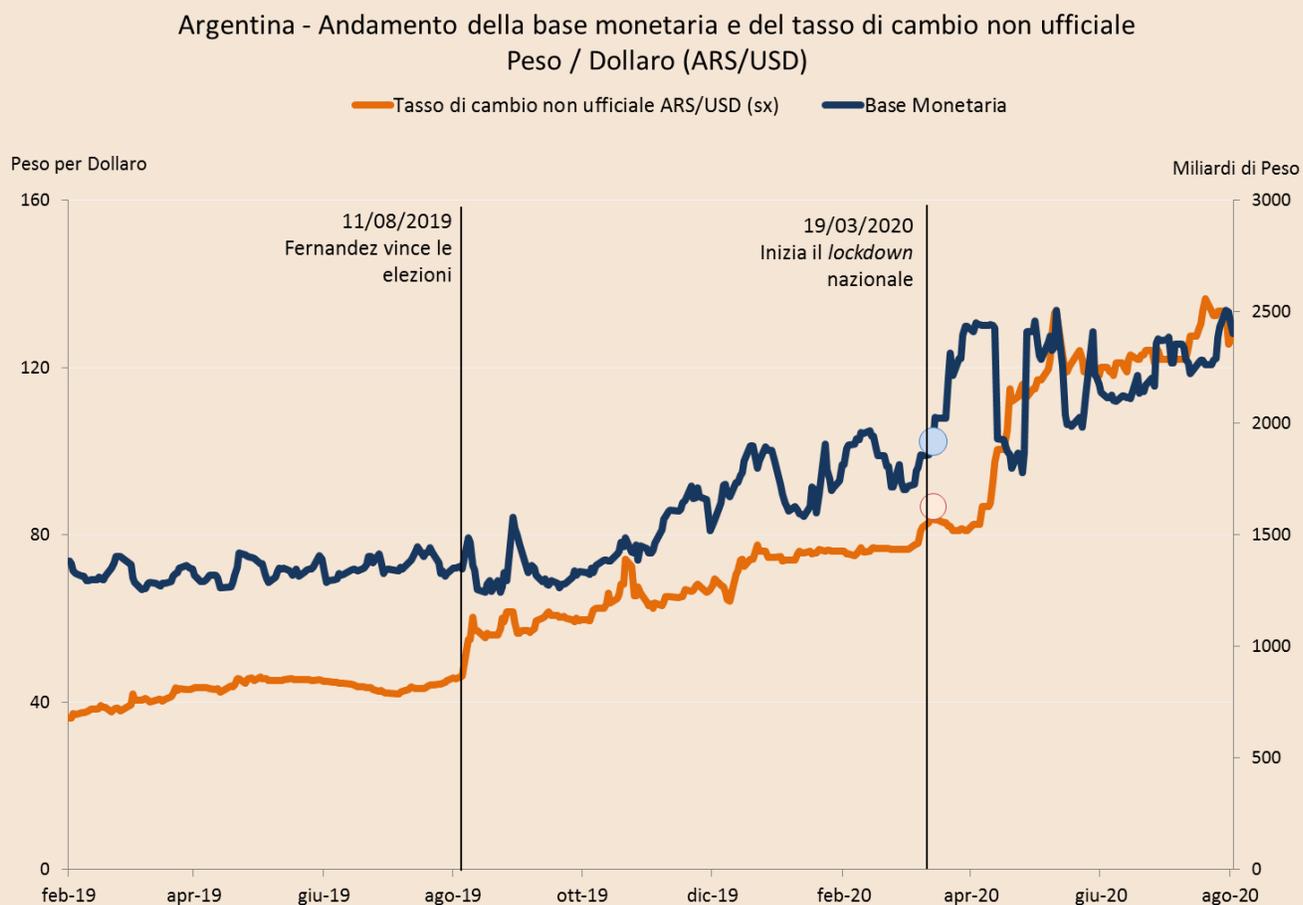
L'addio alla politica di controllo della base monetaria

Dall'esplosione della crisi pandemica, la banca centrale argentina ha *de facto* abbandonato la politica di stretto controllo della base monetaria (crescita 0%) concordata con il Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel 2018. Con l'economia bloccata il governo è tornato a stampare moneta a ritmi elevati per soddisfare le esigenze immediate, mettendo in circolo circa 1.000 miliardi di peso in poco più di 4 mesi (cfr. Figura 4).

Paradossalmente, con una fortissima recessione in corso che ha congelato i consumi non è più l'inflazione il problema: anzi, il tasso di crescita dei prezzi si è ridotto dal 50% al 40% da gennaio ad oggi. La crescita incontrollata della base monetaria ha invece implicato delle forti pressioni al ribasso sul tasso di cambio con il Dollaro, che la banca centrale non ha avuto la forza di contrastare dato il livello esiguo di riserve in valuta.

Come conseguenza, il tasso di cambio ha ripreso a deprezzarsi in maniera sostenuta, soprattutto sul mercato non ufficiale. Il divario tra tasso di cambio ufficiale e quello non ufficiale praticato nei confronti di cittadini e visitatori esteri (cfr. Figura 3), già significativo dopo le elezioni di agosto 2019, è letteralmente esploso da marzo 2020 con differenze di oltre il 100%.

Figura 4



Fonte: Ámbito.com

La posizione scomoda del Fondo monetario internazionale

In questo quadro macro-economico drammatico, la posizione del FMI diventa sempre più problematica. Oltre 50 miliardi di \$ di aiuti sono stati già erogati nell'ambito dello *Stand-by Agreement* (SBA), un programma di aggiustamento che il governo Fernandez ha cancellato all'avvio della crisi pandemica. Questi fondi sono stati sostanzialmente bruciati dalla banca centrale argentina in un'inutile difesa del peso sui mercati valutari ed il FMI potrebbe trovarsi costretto a concedere una ristrutturazione del proprio credito.

Allo stato attuale infatti Buenos Aires dovrebbe rimborsare 7 miliardi entro il 2021, mentre nel 2022 gli esporsi salirebbero esponenzialmente a 22,8 miliardi. La posizione del FMI è ancora più spinosa se si considera che in questo frangente di profonda recessione globale risulterebbe impossibile accompagnare la ristrutturazione ad un classico programma di *austerity*. Anzi diventerebbe lecito contestare la stessa necessità di un qualsiasi programma di aggiustamento di sorta.

La posizione del governo Fernandez sarebbe quella di ripristinare un piccolo *surplus* di bilancio non prima del 2026 in un contesto (poco verosimile vista la caduta prevista della produzione) dove il rapporto Debito/PIL resti nell'ordine del 90%. Una posizione che il FMI potrebbe trovare difficile da digerire. In definitiva, nell'inverno pandemico di Buenos Aires, si continua a navigare a vista.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali