

L'Argentina e le lezioni mai imparate

di **Marcello Minenna*** 14 ottobre 2018

Per la 5° volta in 50 anni l'Argentina precipita in una crisi valutaria grave; il Fondo Monetario Internazionale è sceso in campo con un programma record per 57 miliardi di \$, di cui 15 già sborsati. La recessione in arrivo ripropone inquietanti similarità con quella del 2001 che derivano dall'applicazione azzardata di ricette neo-liberiste. L'attuale presidente Macri è salito al timone nel 2015 sull'onda dell'insoddisfazione popolare per le politiche keynesiane della coppia Nestor e Christina Kirchner.

La cura peronista dei Kirchner ha garantito una ricostruzione “post-bellica” dell'economia argentina dopo le devastazioni del 2001-2002 e conseguente default sul debito pubblico. In meno di 10 anni, l'Argentina ha recuperato il 100% del PIL perduto con tassi di crescita intorno al 7%, ricostituito la base industriale e riportato al lavoro e fuori dalla povertà oltre 6 milioni di persone. Tra i successi va annoverata anche la cancellazione del debito con il FMI e la riduzione del rapporto debito/PIL dal 120% al 40%.

Certo, le politiche di forte protezionismo dell'industria nazionale hanno avuto costi tangibili: la scala mobile che ancorava i salari all'inflazione al 100% ed il finanziamento monetario del deficit hanno tenuto l'inflazione intorno al 20%, mentre il governo ne ha manipolato la misurazione a più riprese.

Gli argentini nutrono profonda sfiducia nel sistema bancario: dopo 3 periodi di iperinflazione, 4 riforme valutarie ed il famigerato corralito del 2001 che ha comportato la conversione forzosa in pesos dei depositi in valuta estera e la trasformazione di parte dei depositi in peso in debito pubblico quasi in default, ne hanno ragione. La sfiducia generalizzata rende il sistema monetario argentino duale, con il peso valuta corrente ed il Dollaro valuta pesante per il risparmio privato. È dunque la stessa crescita economica ad incrementare la domanda di Dollari ed alimentare una perenne “fuga di capitali” con costante deprezzamento del peso.

Un controllo dei capitali per limitare la Dollarizzazione ed il declino del peso è stato inevitabile, ma comunque sostenibile in un periodo di boom dei prezzi di soya, grano, petrolio di cui è il Paese è forte esportatore. Importazioni ed esportazioni di merci e valuta pregiata sono cresciute di pari passo, insieme a reddito disponibile, occupazione e risparmio.

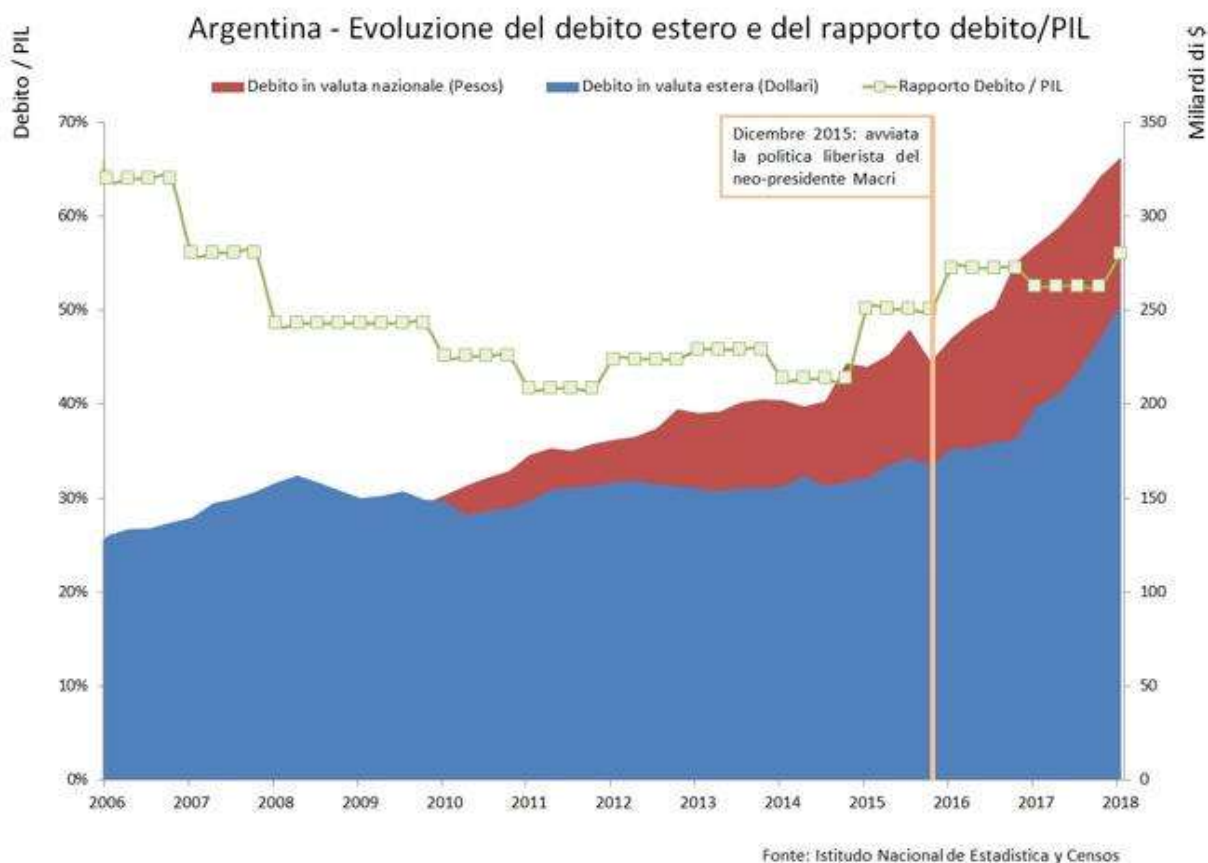
Dal 2012 il meccanismo si è inceppato con il crollo prima dei prezzi dei prodotti agricoli e poi del petrolio; è peggiorato l'equilibrio dei conti esterni del Paese ed è diventato difficile l'afflusso di valuta forte per il pagamento delle crescenti importazioni e per il risparmio privato. Ma in termini più ampi, le istituzioni di un sistema economico dirigista,

inefficiente e sicuramente corrotto ed una finanza all'età della pietra non hanno intercettato le nuove necessità di risparmio e consumo della ri-nascente classe media.

La contro-rivoluzione liberista di Macri è stata desiderata da un'ampia fascia della popolazione, ma l'applicazione dei paradigmi neoliberisti di libertà dei movimenti di capitali e sviluppo del settore finanziario è stata brutale ed ora rischia di schiantare il Paese.

L'eliminazione dei controlli di capitale ha provocato una svalutazione rapida del 30% del peso, riflessa in maggiore inflazione. Seguendo l'agenda liberista Macri ha ridotto le tasse all'esportazione ed aumentato le tariffe delle utilities, imposto una dura riforma pensionistica e ridotto salari ed occupazione pubblica.

Macri ha poi reinserito pienamente l'Argentina sui mercati internazionali del debito patteggiando con gli hedge fund. Da allora il governo è stato attivissimo nelle emissioni, riuscendo nel dubbio risultato di accrescere il debito in Dollari del 56% in 2 anni, facendo salire il rapporto debito/PIL di 10 punti oltre il 50%. La ricetta neoliberista ha previsto, insieme all'indebitamento pubblico, lo sviluppo del mercato del debito privato; sono stati promossi prestiti strutturati ancorati all'inflazione (UVA) con cap alle rate e reprofiling automatico della durata. Il mercato dei mutui e dei credito al consumo è esploso, consentendo agli argentini di indebitarsi per l'acquisto di beni durevoli. E' stato questo boom del credito privato che ha sostenuto la crescita nel 2017 nonostante un periodo di rafforzamento del Dollaro.



Nel 2018 tuttavia le tensioni legate alla guerra commerciale di Trump, al rallentamento della crescita globale ed alla crisi valutaria turca hanno messo Macri alle strette. Il peso è finito in free-fall, con una svalutazione rispetto al periodo pre-Macri del 293%.

Da inizio 2018 i rendimenti impliciti sul debito pubblico sono raddoppiati fino al 10%; questi rendimenti riflettono un rischio di default ad 1 anno del 10% e non incorporano un rischio di inflazione. L'inflazione è infatti una variabile esogena rispetto alla gestione del debito pubblico in quanto i titoli di Stato argentini sono emessi in dollari. Ne discende che qualsiasi monetizzazione del debito stampando pesos per comprare dollari si rifletterebbe immediatamente in una svalutazione del tasso di cambio e dunque in un aggravamento del peso del debito.

Da questa prospettiva i titoli di Stato argentini condividono molte analogie con i govies dell'Eurozona e sostanziali differenze con i Treasuries USA (UST). Poiché la FED ha un mandato duale di piena occupazione e stabilità dei prezzi e può monetizzare/demonetizzare il debito pubblico e il Tesoro USA sfrutta lo status di valuta di riserva del Dollaro, il rischio di inflazione rappresenta una variabile endogena nella gestione del debito pubblico e la principale fonte di rischio degli UST, mentre è trascurabile il rischio di insolvenza/default.

Nell'eurozona invece i limiti operativi della BCE in termini di mandato unico sulla stabilità dei prezzi e divieto di monetizzazione del debito implicano che l'inflazione – come in Argentina ancorché per cause diverse – sia una variabile esogena rispetto alla governance dei rendimenti reali del debito pubblico dei vari Paesi membri. A tutti gli effetti i rendimenti reali dei titoli di stato riflettono non il rischio di inflazione ma solo quello di insolvenza. Ed attualmente sono a livelli paragonabili a quelli del periodo 2011-2012, cioè al picco della crisi dell'Eurozona.

Negli ultimi mesi il rialzo dei tassi di interesse a breve al 60% e pesanti misure di austerità non hanno placato i mercati ma hanno aggravato la recessione. A maggio l'Argentina ha infranto l'ultimo tabù, chiedendo assistenza al FMI. Il Fondo potrebbe avere interesse a mantenere a galla Macri fino alle elezioni per evitare il ritorno in grande stile dei populistici, ma dopo è probabile che Macri sia lasciato solo a gestire una recessione ed un debito estero - di nuovo - insostenibili. Il default potrebbe di nuovo materializzarsi dopo appena 2 anni di gestione neoliberista dell'economia.

* Economista

[@MarcelloMinenna](#)