

5 luglio 2021

Il Sole **24 ORE**

PREZZO ALLE STELLE DELLA SOIA E MORATORIA DEL DEBITO: L'ARGENTINA TIRA IL FIATO?

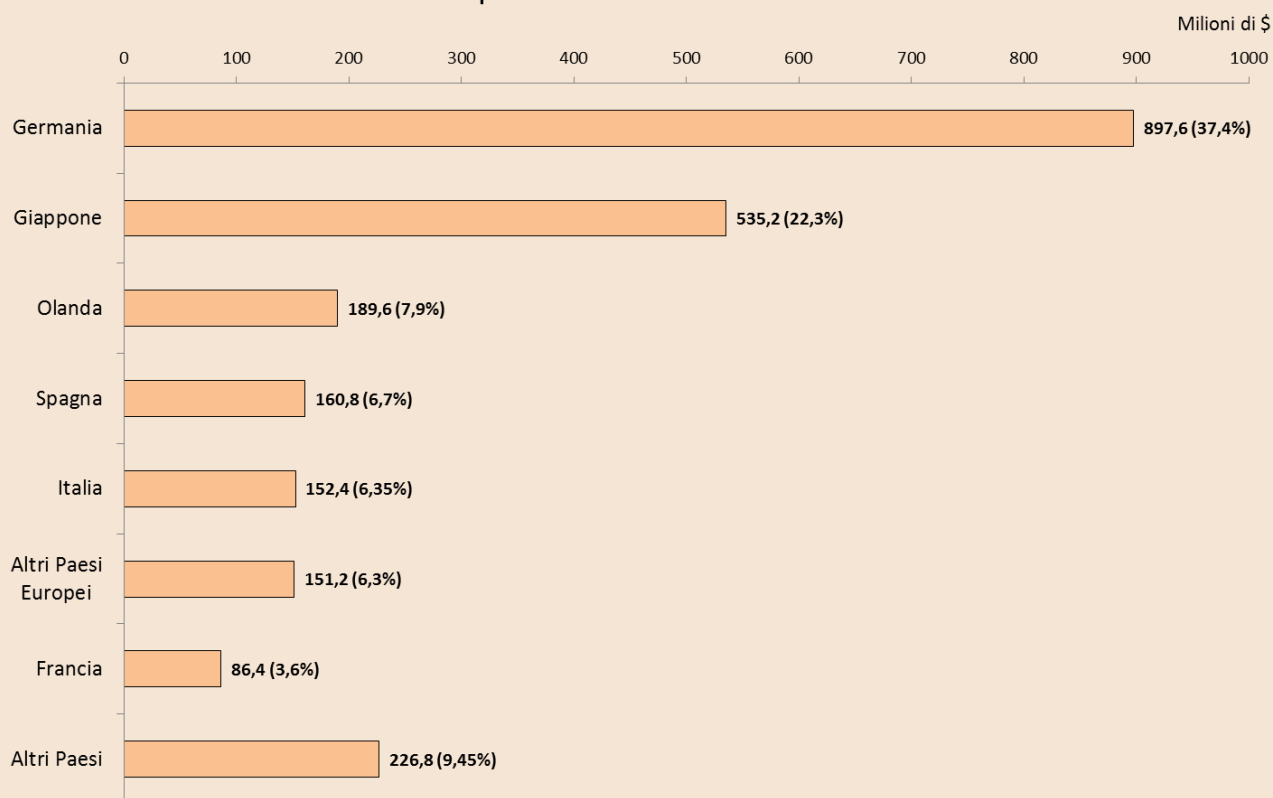
di Marcello Minenna

Nel mezzo dell'inverno pandemico australe, arriva una buona notizia per le disastrose finanze del governo di Buenos Aires alla prese con una devastante recessione: il *Paris Club*, élite dei creditori internazionali ha concesso una proroga di circa 9 mesi al pagamento di 2,4 miliardi di \$ di debito estero (cfr. Figura 1). D'altronde il governo argentino aveva dichiarato di non avere i mezzi per procedere al pagamento, che era già scaduto ed era entrato nel periodo di "grazia" di 60 giorni prima del *default* ufficiale. Entro il marzo 2022 il governo dovrebbe versare una rata di circa 400 milioni, mentre per i restanti 2 miliardi si avvierebbe un processo di ristrutturazione più radicale.

Questo trattamento più che favorevole avverrebbe alla condizione del raggiungimento di un accordo con il Fondo Monetario Internazionale (FMI) riguardo i 46 miliardi di \$ di aiuti già erogati nell'ambito dello *Stand-by Agreement* (SBA) del 2018, un programma di aggiustamento strutturale oramai completamente fallito e che il governo Fernandez ha cancellato all'avvio della crisi pandemica nel marzo 2020.

Figura 1

Argentina - Decomposizione del debito governativo estero verso il *Paris Club* per nazionalità dei creditori



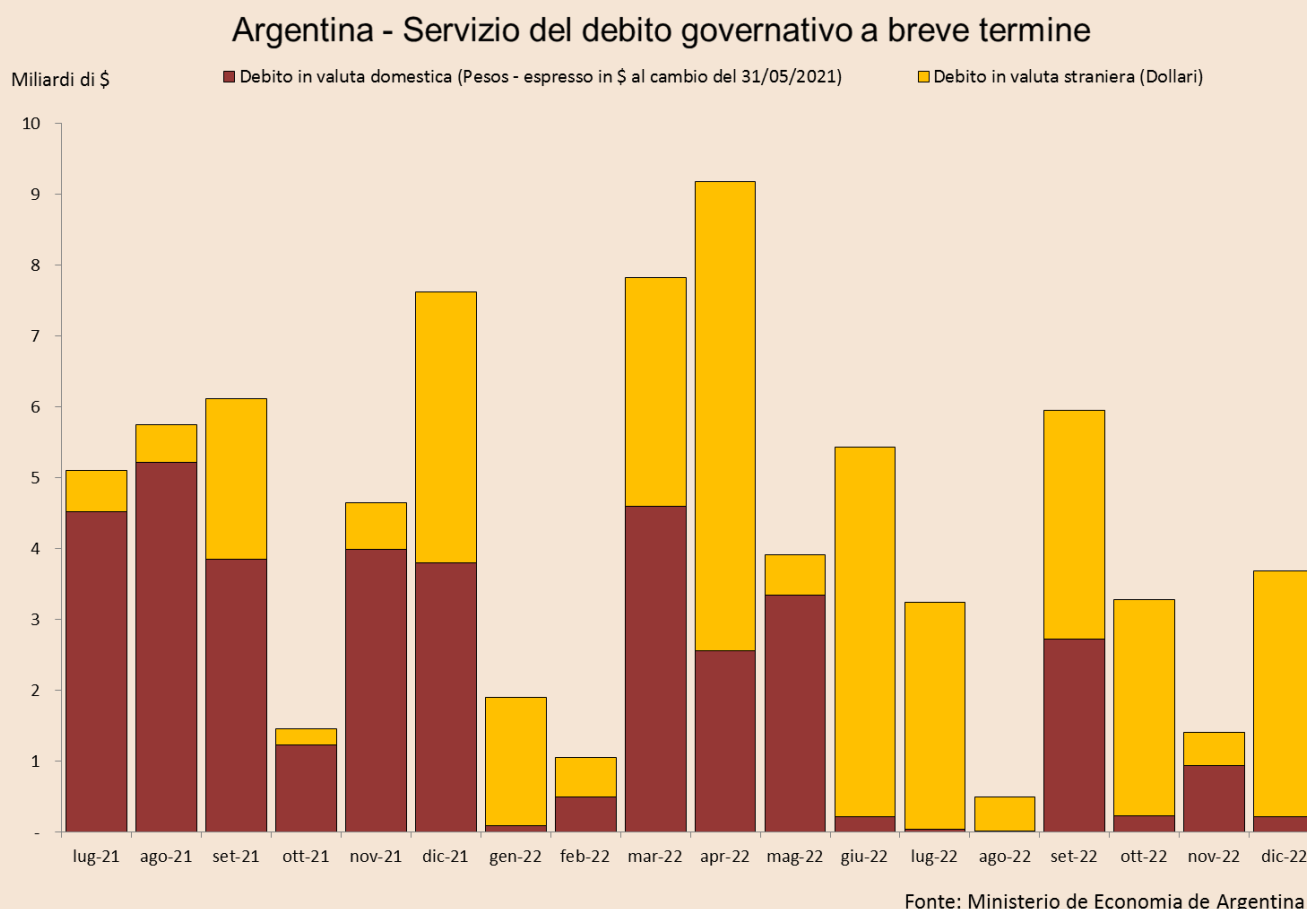
Fonte: Ministerio de Economia de Argentina

IL RIMBORSO DEL DEBITO ESTERO ARGENTINO: UNA MICCIA PRONTA A SCATTARE DA MARZO 2022

Questi fondi sono stati sostanzialmente bruciati dalla banca centrale argentina (BCRA) con l'avallo del FMI, in un'inutile difesa del peso sui mercati valutari. Ora Buenos Aires dovrebbe rimborsare 7 miliardi entro il 2021, mentre nel 2022 gli esborsi salirebbero esponenzialmente a 22,8 miliardi; il FMI potrebbe dunque trovarsi costretto a concedere una ristrutturazione del proprio credito. La posizione del FMI è ancora più spinosa se si considera che in questo frangente di profonda recessione (il PIL si è contratto del 10% nel 2020) risulterebbe impossibile accompagnare la ristrutturazione ad un classico programma di *austerità*. Anzi diventerebbe lecito contestare la stessa necessità di un qualsiasi programma di aggiustamento.

IL FMI sarebbe comunque propenso a sospendere i pagamenti almeno fino alle prossime elezioni di novembre 2021. La data di marzo 2022 individuata dal *Paris Club* non è casuale. Se si guarda alla struttura a termine del debito pubblico argentino nei prossimi 18 mesi (cfr. Figura 2), si nota come la maggioranza dei rimborsi in valuta estera (30 miliardi di \$, barre gialle) prenda slancio proprio a partire dal secondo trimestre 2022, mentre fino ad allora prevalgono i rimborsi in valuta nazionale (barre rosso scuro) che Buenos Aires può gestire attraverso la creazione di base monetaria.

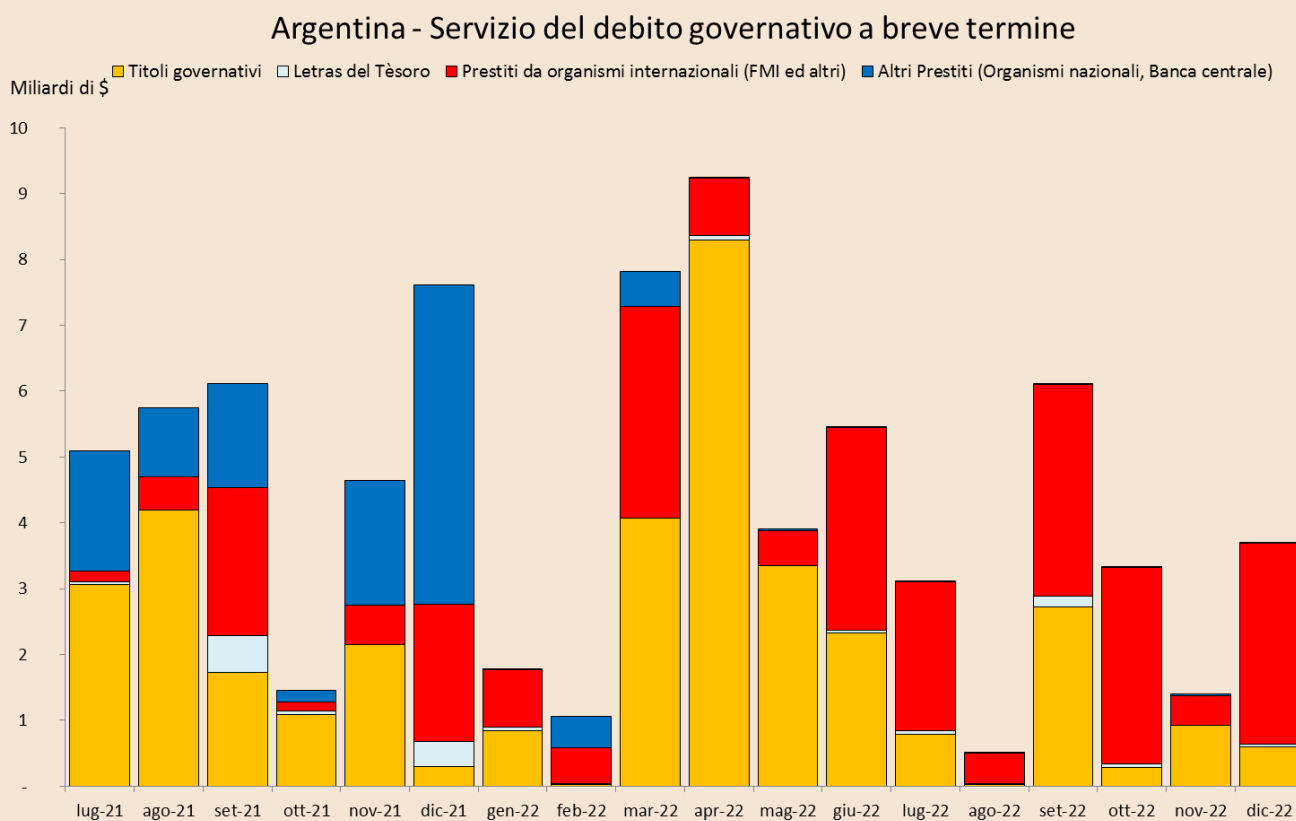
Figura 2



La Figura 3 offre una diversa prospettiva della struttura a termine del debito, distinguendo per tipologia di strumento. Si nota chiaramente come la situazione cambi drasticamente a partire da marzo 2022: fino ad allora il governo è chiamato a gestire, insieme al debito verso il FMI (barre rosse),

prevalentemente rimborsi verso la banca centrale ed altre istituzioni pubbliche (barre blu), residui di vecchie emissioni (barre celesti) ed una limitata quota di obbligazioni denominate in valuta nazionale (stimabili attraverso l'analisi combinata delle Figure 2 e 3).

Figura 3



Fonte: Ministerio de Economia de Argentina

Da marzo 2022 invece prevalgono le *tranche* più impegnative del debito verso il FMI e *bond* in valuta estera (già pesantemente ristrutturati ad agosto 2020) detenuti perlopiù da grandi fondi di investimento internazionali. Dopo il *reprofiling* dello scorso anno, la pazienza di questa tipologia di investitori internazionali è molto bassa ed il governo Fernandez non può permettersi di non onorare i pagamenti previsti: di conseguenza diventa cruciale l'evoluzione dei negoziati con il FMI nei prossimi mesi.

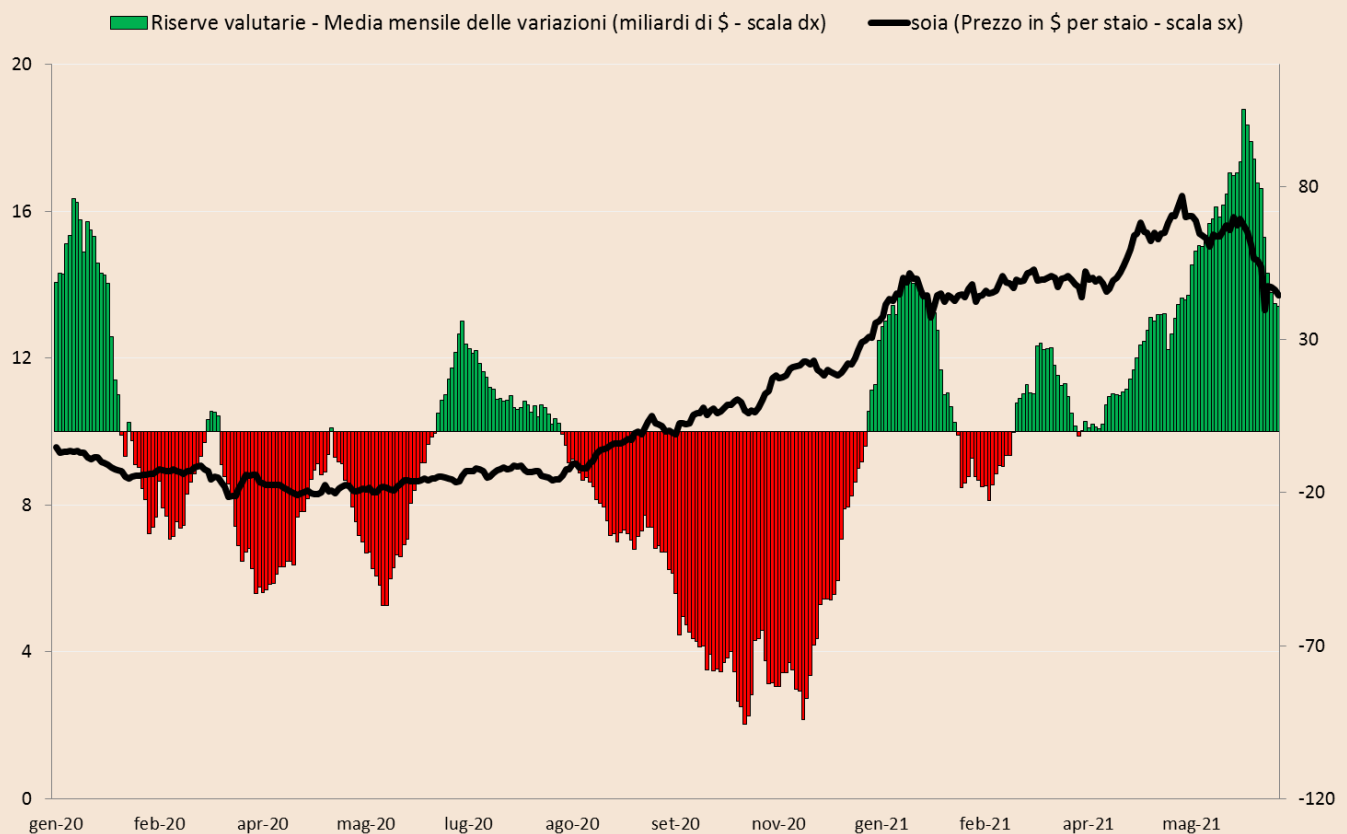
IL PREZZO DELLA SOIA E L'INASPETTATA RIPRESA DELL'ECONOMIA REALE

Fernandez può sperare in una prosecuzione di un *trend* favorevole per l'economia argentina partito ad inizio 2021, dopo un pessimo 2020 in cui il PIL è arrivato a cedere fino al -19,5% nel secondo trimestre. A partire da gennaio 2021 infatti, la crescita galoppante dei prezzi dei beni alimentari ed in particolare della soia - di cui l'Argentina è il principale esportatore mondiale - ha fatto affluire nel Paese circa 13 miliardi di \$.

Le riserve valutarie, ai minimi storici dopo la *débâcle* dell'estate 2020, hanno iniziato una lenta ripresa chiaramente correlata con l'andamento del prezzo della soia, recuperando circa il 12% (cfr. Figura 4). Si tratta di livelli molto bassi, ma sufficienti a rassicurare gli investitori esteri su un regolare servizio del debito estero nei prossimi 9 mesi.

Figura 4

Argentina - Andamento delle riserve valutarie e prezzo della soia



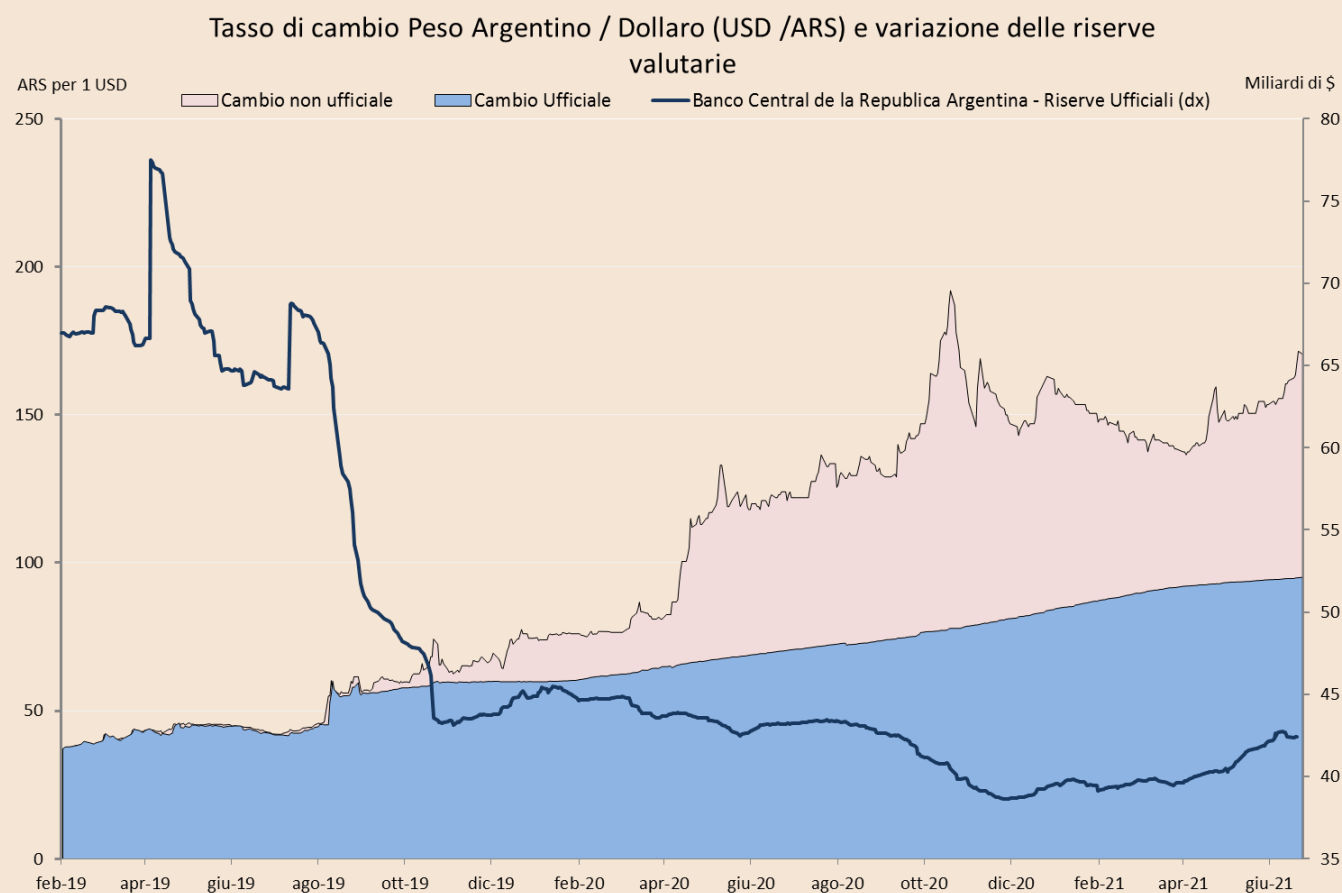
Fonte: Banco Central de Argentina

La ripresa delle esportazioni ha dato fiato al settore agroalimentare ed indirettamente alle costruzioni ed all'industria, mentre il resto dei servizi continua ad essere pesantemente depresso. Il PIL nel primo trimestre 2021 è cresciuto del 2,5%, mentre la disoccupazione si è ridotta di 4 punti percentuali al di sotto del 10%.

Se si osserva l'andamento del cambio Peso/Dollaro sui mercati ufficiali e non, si possono notare ulteriori apprezzabili segnali di stabilizzazione (cfr. Figura 5).

Dall'esplosione della crisi pandemica, la banca centrale argentina aveva *de facto* abbandonato la politica di stretto controllo della base monetaria (crescita 0%) concordata con il FMI nel programma di aggiustamento del 2018. Con l'economia bloccata da *lockdowns* lunghissimi, 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.

Figura 5



Fonte: Ambito.com

La crescita incontrollata della base monetaria ha 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 (area rossa). Il divario tra tasso di cambio ufficiale e quello non ufficiale praticato nei confronti di cittadini e visitatori esteri, già significativo dopo le elezioni di agosto 2019, è letteralmente esploso da marzo 2020 con differenze di oltre il 100%.

In concomitanza con il quadro favorevole sui mercati dei beni agroalimentari, si può apprezzare da gennaio 2021 la frenata del deprezzamento del cambio, che da allora è rimasto largo circa stabile intorno a quota 97 sui mercati ufficiali e 150 su quelli non ufficiali. Anche la crescita della base monetaria si è stabilizzata intorno ai 2.500 miliardi di peso. Con un po' di fortuna dunque il governo Fernandez potrebbe godere, nei prossimi mesi di ripresa economica globale, di una fragile tregua anche dal lato dell'economia reale.

Purtroppo storicamente una ripresa *export-driven* per un Paese fortemente dipendente dai prezzi delle *commodity* si è sempre rivelata impossibile. I prezzi internazionali sono troppo volatili e l'andamento del prezzo della soia osservato nelle ultime due settimane lo sta dimostrando ampiamente: dopo una crescita impetuosa del 100% in 12 mesi, il prezzo ha subito una battuta d'arresto cedendo il 13% a causa di prospettive incerte sui rendimenti dei raccolti e per via di una sterzata improvvisa della Presidenza USA di Biden, che potrebbe agevolare i produttori di petrolio e penalizzare quelli di bio-carburanti. Potrebbe essere un'oscillazione momentanea del prezzo, ma tanto è bastato a frenare il recupero delle riserve valutarie del Paese.

In definitiva, si intravede una schiarita all'orizzonte anche per la disastrosa economia argentina, ma poggiata su basi assai fragili.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali