

POLITECNICO DI TORINO



Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

ANALISI DEGLI ASPETTI ECONOMICO FINANZIARI
CHE HANNO CARATTERIZZATO LA STORIA
DELL'ARGENTINA A PARTIRE DAGLI ANNI '90

Relatore:

Candidata:

Prof. Franco Varetto

Cristina Giletta

Marzo 2020

Anno Accademico 2019/2020

Indice

Introduzione.....	4
Capitolo 1: La crisi finanziaria dell'Argentina del 2001.....	10
1.1 L'evoluzione economica dell'Argentina 1800-1989.....	10
1.2 Il "Piano di Convertibilità".....	12
1.3 Le cause della crisi.....	16
1.4 La situazione politica.....	23
Capitolo 2: La ripresa dell' Argentina e l'evoluzione del Sistema Finanziario dal 2002....	33
2.1 L'adozione di un nuovo tasso di cambio flessibile	33
2.2 L'attuazione di una Ri.Programmazione dei depositi al fine di rimuovere i vincoli del Corralito	35
2.3 Le difficoltà di un accordo con il FMI	37
2.4 La progressiva riduzione delle limitazioni al mercato dei cambi e l'elezione di Kirchner.....	38
2.5 Un ritrovato accordo con il Fondo Monetario Internazionale.....	42
2.3 Miglioramento di tutti gli aggregati economici	44
2.3.1 Tasso di cambio.....	44
2.3.2 Inflazione.....	46
2.3.3 Conseguenze del deprezzamento del Peso Argentino sulle Partite Correnti, Importazioni ed Esportazioni	47
2.3.4 Il mercato azionario Argentino	49
2.3.5 I tassi di interesse.....	50
2.3.6 L'andamento degli investimenti	52
2.4 L'economia dopo la Ripresa.....	52
2.4.1 La politica fiscale	53
2.4.2 Il Fondo Monetario Internazionale	55
2.4.3 La perdita di riserve da parte della Banca Centrale	56
2.5 Il default del 2014	57
2.6 La situazione economica	60
Capitolo 3: La situazione economica e finanziaria in seguito alla crisi del 2014 fino ai giorni nostri.....	62
3.1 L'analisi dei principali indicatori economici in essere all'atto dell'elezione di Mauricio Macri.....	63

3.1.1 Il PIL	63
3.1.2 L'Inflazione	64
3.1.3 La Disoccupazione	65
3.1.4 Le Riserve di Dollari.....	66
3.1.5 Tasso di cambio Peso-Dollaro	66
3.2 Anni che anticipano un nuova crisi finanziaria	68
3.2.1 La fuga dei capitali	73
3.3 il Fondo Monetario Internazionale	75
3.4 conseguenze dell'accordo con il FMI	80
Conclusioni.....	91
Bibliografia	96

Introduzione

Il presente elaborato ha la finalità di analizzare l'evoluzione della situazione economica e finanziaria dello Stato dell'Argentina.

La storia del Paese è stata, infatti, caratterizzata dal costante ripetersi di momenti di rilevante difficoltà economica e finanziaria, alternati a periodi di ripresa ed espansione.

Subito dopo aver ottenuto l'indipendenza dalla Spagna, il governo Argentino si ritrovò a fare i conti con periodi di incertezze economiche, di forte inflazione e d'instabilità monetaria.

Per far fronte a tali difficoltà e ai continui deficit di bilancio, il Governo decise di stampare nuova moneta per oltre 50 anni, causando un'inflazione persistente.

Tuttavia, il Paese conobbe finalmente un periodo di ripresa economica alla fine del 1800 grazie ai progressi tecnologici, quali quelli attuati in campo ferroviario e navale che agevolavano le esportazioni di grano e carne bovina verso il Continente Europeo.

A questi anni di "boom economico", fece seguito, intorno al 1945, il ritorno di un'inflazione molto alta.

Questo periodo di criticità fu provocato dall'instabilità politica in cui versava l'Argentina, caratterizzata dal continuo susseguirsi di nuovi governi, i quali attuarono politiche inflazionistiche per cercare di ridurre il deficit. Durante gli anni tra il 1950 e i primi anni 2000, l'inflazione annuale variava in una forbice percentuale tra lo zero fino a diverse migliaia di punti percentuale, mentre la crescita del PIL reale pro capite era inferiore ad un punto percentuale.

L'Argentina raggiunse il culmine della propria crisi economica nel 1976 a seguito della dittatura di una giunta militare e dopo quella che viene definita la "Dirty war", anche detto "processo di riorganizzazione nazionale".

Il Paese versò in condizioni economiche terribili e l'inflazione raggiunse il suo culmine arrivando al valore di 4.923% l'anno.

Da quel momento venne eletto il Presidente Carlos Menem, il quale governò il Paese dal 1989 al 1999.

Il suo Governo si basò innanzitutto sull'attuazione di nuove riforme macroeconomiche per tentare di diminuire l'inflazione, fino ad arrivare nel 1989 alla liberalizzazione del proprio sistema Economico Nazionale, il quale, fino ad allora, risultava essere rivolto principalmente al mercato interno, a discapito dell'Export.

Più tardi, nel 1991, Menem nominò l'economista Domingo Cavallo come Ministro dell'Economia, il quale salì alle cronache per aver ideato e messo in atto il Piano di Convertibilità.

Tale piano consisteva nella decisione delle Autorità Economiche Argentine di adottare un Currency Board che fissava rigidamente il tasso di cambio tra il Peso (precedentemente la valuta locale dal 15 giugno 1985 al 31 dicembre 1991 era chiamata Austral) e il Dollaro. In tal modo venne ancorato il valore del Peso a quello del Dollaro, poiché venne definito un tasso di cambio di un Dollaro per un Peso.

La creazione di un *Currency Board* e la scelta di un tasso di cambio simbolico avevano lo stesso scopo: convincere i mercati finanziari che il governo stava prendendo seriamente l'ancoraggio del cambio e rendere più difficile ai Governi futuri di scegliere di abbandonare la parità di cambio, ritornando nella spirale della svalutazione.

In questo modo, rendendo più credibile il tasso di cambio fisso, si riduceva il rischio di una crisi del tasso di cambio. Questo piano all'inizio portò dei notevoli benefici, facendo scendere l'inflazione, che nel 1990 aveva superato il 2.300 %, fino al 4% nel 1994 e complessivamente ci fu una crescita media della produzione del 5 per cento all'anno dal 1991 al 1999.

Nel 1998 la situazione iniziò a peggiorare: l'Argentina subì le ripercussioni delle crisi finanziarie innescate nel sud-est asiatico, in Russia e in Brasile.

Tutto questo portò a un deflusso di capitali e ad un decisivo incremento dei tassi di interesse che influirono sull'equilibrio della bilancia dei pagamenti e del Settore Pubblico.

In tutta la seconda metà degli anni Novanta, il Dollaro si apprezzò costantemente rispetto alle altre principali Valute; il Peso, essendo ancorato al valore del Dollaro, fu indotto a una sopravvalutazione reale che rese le merci domestiche troppo costose in termini relativi sui mercati esteri.

In particolare la crisi brasiliana contribuì in modo significativo ad aggravare questa situazione, in quanto il Brasile rappresentava il più importante partner commerciale dell'Argentina.

A causa della svalutazione del Real, l'economia brasiliana recuperò rapidamente dopo un breve periodo di stagnazione economica poiché attraverso la propria valuta ottenne un enorme vantaggio rispetto all'Argentina in tema di esportazioni. Inoltre, la minaccia di una possibile svalutazione del Peso e la recessione portarono gli investitori finanziari a chiedere tassi di interesse sempre più alti sul debito pubblico Argentino per paura che lo Stato potesse andare in Default. Questo causò un aumento dei disavanzi delle partite correnti a causa dei saldi negativi associati alla corresponsione degli ingenti interessi sui capitali esteri investiti in Argentina. Anche il settore pubblico risentì in modo importante della condizione che si era venuta a creare, poiché si indebitò ulteriormente per corrispondere gli oneri associati al debito pregresso, in assenza di entrate fiscali adeguate e con l'aumento dei tassi di interesse, causato dalla volontà del Governo di attirare potenziali creditori, in particolar modo stranieri.

Le Autorità politiche, invece di prendere consapevolezza del fatto che la situazione attuale fosse una conseguenza dell'adozione del regime di cambio fisso, attuarono una politica fiscale restrittiva che provocò inevitabilmente la recessione.

Questa visione della politica economica fu sostenuta anche dal Fondo Monetario Internazionale che aiutò l'Argentina a mantenere il Currency Board attraverso l'erogazione di fondi, i quali non si rilevarono utili per la ripresa economica e

finanziaria del Paese, ma aiutarono semplicemente a prolungare l'agonia dell'intero Sistema Economico.

Il culmine di questa crisi si raggiunse nel 2001, quando, nonostante l'attuazione di uno swap sul debito pubblico con il fine di rimandare gli esborsi relativi dello stesso, il sistema Economico adottato continuava a presentare gravi problemi.

La decisione del FMI di sospendere il finanziamento all'Argentina per la visibile incapacità dello Stato di adempiere agli obiettivi di politica fiscale concordati, non fu di aiuto ad un sistema economico che già versava in gravi e profonde condizioni di crisi; tanto più che in precedenza il Governo decise di imporre il *Corralito* applicando ai risparmiatori dei limiti stringenti alla disponibilità dei depositi bancari.

L'Analisi dei differenziali tra i tassi d'interesse domestici e quelli statunitensi e gli indicatori del rischio-paese, che raggiunsero un'impennata nell'ultima parte del 2001, aumentarono la sfiducia circa la condizione in cui versava lo Stato argentino, che si estese sempre di più in modo globale.

I mercati, infatti, analizzando tali dati e, considerando ormai inevitabile la crisi valutaria, diedero il via a un deflusso massiccio di capitali il quale vanificò ogni sforzo attuato dal Governo.

Nel mese di Dicembre del 2001, gli stessi cittadini argentini scesero per le strade per manifestare la loro collera contro le riforme attuate e la situazione economica catastrofica in cui versavano. Infatti, non solo la condizione di forte limitazione all'accesso ai depositi bancari a cui era sottoposta la popolazione era ormai divenuta insostenibile, ma si doveva, inoltre, fare i conti con una tassazione esagerata. Queste proteste a Buenos Aires provocarono uno stato di emergenza e di disordini sociali a seguito dei quali più di 22 persone morirono per le strade.

In questo modo si assistette, nell'arco di pochi giorni, alla dichiarazione di default sul debito pubblico e all'abbandono del regime di convertibilità tra il Peso e il Dollaro.

Il 2002 vide un cambio di rotta nella situazione economica e politica: il Currency Board venne abbandonato e lo Stato adottò un regime di cambi flessibile, mentre

i policy makers decisero per la “Pesificazione” del sistema economico trattando in modo asimmetrico i debiti e i crediti del sistema finanziario.

Tutto questo causò un marcato deprezzamento del Peso sul mercato dei cambi e ci fu, nella prima parte dell’anno, un forte incremento del livello dei prezzi.

Nel corso del 2003 ci fu, però, un netto miglioramento delle condizioni monetarie e finanziarie che portò alla normalizzazione del contesto macroeconomico domestico. Questo processo fu possibile grazie alla progressiva rimozione dei vincoli imposti al mercato dei cambi e sui depositi bloccati nel sistema bancario, al rilancio del dialogo con il Fondo Monetario Internazionale e all’elezione di Nestor Kirchner alla carica di Presidente della Repubblica, ponendo fine alla lunga fase d’emergenza istituzionale che perdurava dai tempi turbolenti della crisi.

Il processo di stabilizzazione generò un aumento di fiducia da parte dei mercati nei riguardi della condizione finanziaria ed economica dell’Argentina, consentendo una netta diminuzione degli indicatori di Rischio-Paese e di un altrettanto marcata riduzione dei tassi di interesse.

Inoltre, per il rilancio dell’economia argentina, ebbe un ruolo importante il tasso di cambio competitivo; la debolezza del Peso difatti favorì l’incremento delle esportazioni (dal momento che i beni prodotti in Argentina si rivelarono concorrenziali sui mercati esteri), ma anche un rallentamento delle importazioni (poiché le merci locali erano anche più concorrenziali sul proprio territorio). Questo miglioramento consentì un rilancio dell’attività industriale nel 2003, dopo che la recessione e la crisi fecero crollare il livello di attività minando il tessuto produttivo. La ripresa dell’economia Argentina fu ulteriormente favorita da un rallentamento dei tassi di interesse che permise un incremento del livello di investimenti.

Questa ripresa permise un incremento del reddito nazionale e di conseguenza il rilancio della domanda domestica, consentendo di alimentare ulteriormente la crescita economica argentina.

Per raggiungere questo fine lo Stato impose, durante la crisi, dei controlli molto severi sui capitali, permettendo così al PIL di crescere in maniera consistente, fino

a superare i 600 punti percentuali, mentre contestualmente il tasso di disoccupazione diminuì in modo significativo fino al 2013.

Questa politica espansiva incontrò una fase di rallentamento nel 2014, poiché questa crescita generò un'alta inflazione, un apprezzamento reale del Peso e un conseguente deterioramento delle riserve. Vedendo quindi che l'economia si stava incanalando verso un'altra recessione, le autorità furono obbligate a svalutare il peso del 15% e in un secondo momento dichiarare un secondo default dell'Argentina dopo soli 13 anni dal precedente.

Capitolo 1: La crisi finanziaria dell'Argentina del 2001

1.1 L'evoluzione economica dell'Argentina 1800-1989

La storia economica dell'Argentina è caratterizzata da periodi di sconvolgimenti, iperinflazione e instabilità monetaria. Fino al 1862 l'Argentina fu divisa in diverse regioni parzialmente autonome l'una dall'altra, di cui la provincia attorno alla Capitale Buenos Aires fu da sempre la più ricca. Fin dalla propria indipendenza dalla Spagna, avvenuta nel 1816, l'Argentina dovette fare i conti, però, con l'inflazione persistente poiché il Governo Nazionale e di conseguenza le singole Province, usarono finanziare i propri deficit di bilancio stampando nuova Moneta per quasi mezzo secolo.

Alla fine del 1800 l'Argentina sperimentò un importante boom economico, grazie alle nuove tecnologie, tra cui ferrovie e navi, che permisero le esportazioni di semola di grano e di carne bovina in tutta l'Europa. Il risultato di queste esportazione fu un aumento del PIL procapite del 2,5 percento all'anno dal 1870 al 1913. Si verificò solamente una piccola interruzione durante la breve crisi finanziaria che avvenne nel 1980-1981, che durò solamente due anni. Dopo questo periodo il Paese si riprese velocemente grazie ai tanti investimenti che arrivarono dagli Stati esteri, in particolare dalla Gran Bretagna, così come alla manodopera straniera proveniente soprattutto dalla Spagna e dall'Italia.

Grazie a questo boom economico l'Argentina divenne uno dei Paesi più ricchi del mondo.

Più tardi dal 1902 fino allo scoppio della Prima Guerra Mondiale, l'Argentina provò già una volta ad attuare un sistema di "Currency Board", in cui fissava il Peso al prezzo dell'oro con un tasso di cambio costante. Questo esperimento ebbe, però, la durata di soli dodici anni perché in seguito all'inizio della Grande Guerra e alle difficoltà dell'economia nazionale causate dal collasso dei mercati finanziari mondiali, l'Argentina fu obbligata ad abbandonare tale sistema nel 1914.

Tuttavia, due anni dopo la fine della Prima Guerra Mondiale, l'economia Argentina riprese subito a crescere e un nuovo Currency Board fu realizzato nel 1927, il quale venne successivamente abbandonato durante la Grande Depressione nel 1929.

Nel corso del 1930 importanti partner commerciali dell'Argentina boicottarono le esportazioni argentine e il Governo fu obbligato, come reazione a questo attacco esterno, ad imporre alti dazi ed attuando un protezionismo forte, rendendo l'economia sostanzialmente chiusa e autosufficiente.

Il risultato di questa decisione fu una bassa influenza della Grande Depressione, che colpì in quegli anni soprattutto gli Stati Uniti d'America, ma successivamente provocò un duro colpo all'Argentina, che si ritrovò a sostenere un'importante riduzione della crescita economica a causa delle importazioni.

Dal 1945 in poi l'elevata inflazione diventò un problema importante per lo Stato. Le questioni politiche portarono a una spesa pubblica sempre più elevata e non sostenibile attraverso le entrate fiscali o la richiesta di prestiti ai mercati finanziari internazionali. Così, il Governo si ritrovò a dover stampare Moneta per finanziare il proprio Deficit.

Il risultato di questa abitudine finanziaria dello Stato fu quello di far fluttuare l'inflazione annuale del Paese, la quale variava dallo zero fino anche a migliaia di punti percentuali tra il 1950 – 2002, il tutto mentre la crescita del PIL pro capite era meno dell'1%.

Più tardi, nel 1960, contestualmente ad un'economia mondiale in forte espansione, l'Argentina riuscì a mantenere l'inflazione al di sotto del 100%, e ciò consentì una crescita accelerata dell'economia.

Durante il governo di Isabel Martinez de Peron l'inflazione tornò a crescere raggiungendo un'inflazione annua del 335 per cento nel 1975.

Un anno dopo una giunta militare prese il sopravvento, ma neanche questa dittatura fu in grado di attuare delle buone riforme economiche ed inoltre, entrambe le guerre, una contro i gruppi di guerriglieri nazionali ("Dirty War") e l'altra per la conquista delle isole Falkland contro la Gran Bretagna, contribuirono allo scarso sviluppo economico dell'Argentina di quel periodo.

Nel 1983 il governo fu trasferito a un Presidente eletto dal popolo, Raul Alfonsin, membro del partito Unione Civica Radicale, che però non portò il Paese a conoscere momenti migliori. Con questo Presidente l'inflazione annuale arrivò a toccare il 4.923 per cento, portando periodi di grandissima difficoltà e di conseguenza le dimissioni di Raul Alfonsin nel 1989.

Arrivò, così, a guidare lo Stato, nello stesso anno, Carlos Menem del Partito Giustizialista (Peronista).

Per comprendere meglio quale fosse la situazione dell'Argentina si vuole sottolineare come il valore del PIL variò molto nel corso degli anni.

Nel 1913 il PIL Procapite era superiore a quello di molti altri paesi europei, come la Francia, la Germania e la Svezia e rappresentava il 72 per cento rispetto al livello degli Stati Uniti.

Più tardi, dopo la Seconda Guerra Mondiale, nel 1950 il PIL pro capite raggiunse il 52 per cento del livello degli U.S., ma era comunque superiore a quello della Germania, che stava soffrendo le conseguenze della sconfitta patita durante la Seconda Guerra Mondiale.

Nonostante un trend che sembrava essere positivo rispetto ad altri Stati, nel 1990 l'Argentina sperimentò una forte battuta di arresto e il PIL pro capite precipitò molto indietro rispetto a tutti i paesi dell'Europa occidentale, arrivando a rappresentare solamente il 28 per cento del PIL degli Stati Uniti d'America.

Per riassumere, dal 1913 al 1990 il PIL pro capite aumentò solo dello 0.7 per cento ogni anno, mentre quello degli altri paesi Sud-Americani crebbe a un tasso di quasi l'1.6 per cento e quasi l'1.9 per cento negli Stati Uniti.

1.2 Il "Piano di Convertibilità"

Quando Carlos S. Menem assunse la presidenza nel luglio 1989, l'Argentina era un'economia chiusa con un'inflazione annuale del 3.611%. Per tale ragione ci fu un grande sostegno politico per l'attuazione di nuove riforme in ottica di diminuire l'inflazione.

Pertanto, il Presidente trasformò l'economia da piuttosto chiusa ad un approccio di libero mercato con l'adozione di piani per la stabilizzazione economica e la liberalizzazione.

Durante la presidenza di Menem sono avvenute tre importanti riforme. La prima riforma è stata l'apertura dell'economia al commercio internazionale. La seconda riforma fu la privatizzazione delle imprese nazionali che presentavano disavanzi significativi. I proventi della privatizzazione furono utilizzati per finanziare il deficit fiscale e di conseguenza hanno trasformato i disavanzi delle imprese nazionali in entrate fiscali delle imprese private. Due delle industrie privatizzate comprendevano le telecomunicazioni e la compagnia aerea statale. Tra le altre riforme, Menem eliminò le barriere alle importazioni e i controlli sui capitali, modificò il sistema pensionistico e riformò lo Stato, diminuendo in modo significativo l'austerità fiscale e deregolamentando totalmente l'economia.

Diverse istituzioni, come il Fondo Monetario Internazionale e Wall Street, accolsero con favore l'attuazione di tali riforme.

Nel 1991 Menem nominò l'economista Domingo Cavallo come Ministro dell'Economia, il quale divenne poi famoso per aver attuato il Piano di Convertibilità.

Questa fu la terza riforma il cui fine era quella di far crescere la fiducia nel Peso Argentino attraverso una riforma monetaria e mettere fine per sempre alla tradizione inflattiva del paese. Per raggiungere l'obiettivo, Cavallo fece resuscitare un sistema monetario che era stato quasi dimenticato nel mondo moderno: il currency board. Il currency board era tipico dei possedimenti coloniali europei, che avevano normalmente il permesso di stampare la propria moneta; ma quest'ultima doveva essere strettamente ancorata al valore della moneta del paese colonizzatore; la solvibilità veniva assicurata da una legge secondo la quale l'emissione di valuta nazionale doveva essere completamente garantita da valute forti. La gente aveva dunque diritto a convertire la valuta locale in sterline o in franchi a tassi stabiliti per legge, e la banca era obbligata a conservare una quantità di denaro del paese colonizzatore sufficiente a cambiare tutto il denaro espresso

in valuta locale. Negli anni del dopoguerra, con il declino degli imperi coloniali e la nascita di un'attiva gestione dell'economia, il currency board venne abbandonato. Il bisogno di credibilità dell'Argentina era tuttavia disperato, e così Cavallo tornò al passato. Il vecchio Austral (moneta introdotta da Alfonsín per raggiungere lo stesso obiettivo meno di un decennio prima) fu sostituito da un nuovo Peso, e per quest'ultimo fu stabilito un tasso di scambio fisso (dollaro e peso in rapporto 1:1), e ogni dollaro in circolazione era garantito da un dollaro di riserve. Dopo decenni in cui aveva abusato della propria valuta, con una legge l'Argentina rinunciò completamente alla possibilità di stampare una nuova moneta, a meno che qualcuno volesse cambiare un dollaro per un peso. Il ruolo del Banco Central della Repubblica Argentina (BCRA) fu dunque fortemente ridimensionato. Essa doveva detenere riserve in dollari per un ammontare pari al 100% della base monetaria, fungendo dunque da "cassa di cambio".

Mémen, per conseguire il suo obiettivo di recuperare la fiducia di investitori e cittadini, decise, come detto in precedenza, di rendere più forte il peso argentino agganciandolo al dollaro in rapporto 1:1, per attrarre capitali dall'estero e per ridurre l'inflazione. Molti economisti sono oggi d'accordo nel ritenere che questa decisione costituisca la causa principale della grande crisi finanziaria del 2001-02 e rimproverano a Mémen di non aver adottato politiche ortodosse. Infatti simili crisi economiche avvenute prima di quella argentina furono risolte grazie a decisioni più prudenti, incentrate sulla svalutazione della propria moneta e finalizzate all'incremento delle esportazioni. Nonostante queste critiche, affermate con forza già all'epoca, le istituzioni internazionali erano d'accordo con l'aggancio del peso al dollaro perché FMI e Banca Mondiale affermavano che soluzioni di questo tipo erano già state sperimentate in altri paesi come Gran Bretagna, Cile e alcuni paesi del sud-est asiatico.

Nell'anno dell'attuazione del Piano di Convertibilità, come si può vedere nella seguente Tabella [1] che riporta l'inflazione annuale dal 1986 al 2001, l'inflazione crollò da 1.344% dell'anno precedente al 84%. Tre anni dopo, nel 1994, l'inflazione

scese sotto il 4 per cento e continuò a diminuire per tutti gli anni conseguenti del Currency Board.

Tabella [1] Variazione dei tasso di inflazione nel corso degli anni

Anno	Tasso di inflazione	Anno	Tasso di inflazione
1986	82%	1994	4%
1987	175%	1995	2%
1988	388%	1996	0%
1989	4924%	1997	0%
1990	1344%	1998	1%
1991	84%	1999	-2%
1992	18%	2000	-1%
1993	7%	2001	-2%

Fonte: Istituto Nazionale di Statistica e Censimento (INDEC)

In questo modo emerse un sistema “bimonetario”, che permise agli Argentini di usare liberamente e convertire senza difficoltà sia il Peso che i Dollari e divenne comune richiedere prestiti in Dollari e depositare gli stessi in conti bancari.

A seguito del Piano di Convertibilità il PIL Procapite salì di oltre il 10% nel 1991-1992, prima di raggiungere un tasso di crescita costante, intorno al 4%, nel 1993 e 1994.

In quegli stessi anni, tramite importanti investimenti dei Paesi esteri fu possibile modernizzare i servizi pubblici, di porti, ferrovie e altri settori.

Tuttavia, il tasso di disoccupazione rimaneva un grave problema che affliggeva lo Stato argentino, dal momento che il numero di persone che richiedeva un lavoro era superiore rispetto all’effettiva offerta di posti di lavoro disponibili nel decennio tra il 1989 e 1999. Inoltre, le severe leggi sull’occupazione e le alte tasse portarono a una situazione occupazionale insoddisfacente e ostacolarono la creazione di

nuovi posti di lavoro, spingendo così le persone a ricercare un impiego in quello che era più flessibile, ma anche più precario, “mercato nero”.

1.3 Le cause della crisi

Nell’analisi dettagliata dei motivi che hanno condotto l’Argentina alla crisi vi è sicuramente l’adozione del Currency Board da parte delle autorità economiche argentine nell’aprile del 1991.

Un Currency Board, come studiato in precedenza, è un’autorità monetaria che prevede l’aggancio della valuta nazionale a una valuta estera (in questo caso si riferisce al Dollaro) e in cui la creazione di base monetaria è coperta da un’analogia crescita delle riserve in valuta straniera. Le riserve di un currency board sono costituite da valute, titoli e altre attività espressi nella moneta di riserva e coprono generalmente il 105% e il 110% della moneta nazionale emessa. Se queste regole rigide per l’offerta di moneta sono rispettate, i poteri di politica monetaria del Governo sono molto ristretti, se non annullati. La base monetaria del Paese aumenta solo quando il settore privato vende valuta estera al board al tasso di cambio fisso per avere moneta nazionale e diminuisce solo quando il settore privato consegna moneta nazionale in cambio di valuta estera. Un currency board ortodosso non accetta depositi, ha il monopolio dell’emissione di moneta nazionale, non può condurre una politica monetaria discrezionale variando la base monetaria con i tradizionali strumenti di politica monetaria (p.e. operazioni di mercato aperto, credito di seconda istanza alle banche ecc.), non può finanziare con la moneta il deficit di bilancio del Governo. Solo le forze del mercato determinano l’offerta di moneta.

Come descritto in precedenza, il Piano di Convertibilità inizialmente generò dei miglioramenti nelle condizioni macroeconomiche, portando a una ripresa delle variabili monetarie e finanziarie che favorirono un importante deflusso di capitali dall’estero. A tal proposito un ruolo importante lo ricoprì l’abbattimento del tasso di inflazione, che fu raggiunto tramite l’attuazione di tale ordine monetario.

Fino al 1998 l'Argentina ebbe l'opportunità di vivere una fase di crescita dell'attività economica, favorita dall'espansione della domanda interna e da un incremento del livello dei consumi e degli investimenti.

A metà del 1998 incominciarono a sorgere dei latenti squilibri che caratterizzavano l'economia Argentina, accompagnati da una maggior incertezza degli investitori stranieri a continuare a finanziare le politiche argentine vedendo come la situazione economica e politica di molti Paesi stesse crollando.

I principali eventi che contribuirono a questa incertezza furono: la crisi dei Paesi del Sud-est asiatico, il default della Russia sul proprio debito sovrano e la svalutazione del Real Brasiliano.

Per queste ragioni i mercati finanziari iniziarono ad essere sempre meno fiduciosi nei confronti della situazione Argentina per il timore che questi eventi critici che colpirono altri stati potessero insorgere anche nell'economia del Paese che si sta analizzando.

A maggior ragione erano sempre meno fiduciosi sulla tenuta dell'intero sistema basato sul Piano di Convertibilità. La principale conseguenza delle crisi finanziarie fu l'innalzamento del tasso di Rischio-Paese associato all'Argentina, fatto che portò un sensibile aumento dei tassi di interesse.

Con il peggioramento delle aspettative derivò un rallentamento dell'afflusso dei capitali dall'estero che condizionò l'economia domestica al punto di farla piombare in una depressione che avrebbe assunto sempre di più, nel corso degli anni che vanno dal 1998 al 2001, i toni di una drammatica recessione.

A partire dal terzo trimestre del 1998 anche il livello di produzione interna crollò, arrivando a perdere cumulativamente, a fine 2001, oltre il 17% rispetto i valori ottenuti nell'ultimo periodo della fase espansiva.

Stante questo quadro economico precedentemente descritto, si giunse ad un forte tasso di disoccupazione, e contestualmente ad un' importante contrazione del livello di retribuzioni.

Nonostante i performanti livelli di inflazione che l'Argentina raggiunse nei primi anni del Piano di Convertibilità, in quell'ultimo periodo riprese a crescere.

Inizialmente le autorità dichiararono che non fosse un campanello d'allarme poiché era perfettamente inquadrata nell'ambito del meccanismo di aggiustamento automatico previsto dalla legge di Convertibilità. Tale meccanismo, infatti, prevedeva che questi squilibri della bilancia corrente avrebbero generato delle riduzioni di riserve internazionali le quali, a loro volta, avrebbero generato la diminuzione dei prezzi e dei salari interni, arrivando così a un deprezzamento reale del Peso. Quest'ultimo avrebbe così concesso una rinnovata competitività delle merci argentine all'estero e, quindi, un ritrovato equilibrio della bilancia corrente. In conclusione, a posteriori, possiamo dire che tutte queste supposizioni furono del tutto confutate.

Inizialmente le autorità economiche imposero un rilevante aumento della pressione fiscale al fine di rallentare i crescenti deficit del settore pubblico e affiancarono a questa decisione significativi tagli della spesa pubblica. Questa disposizione non fece altro che avere un effetto negativo sulla domanda, sul consumo e sugli investimenti accentuando così la depressione economica.

Lo stesso Fondo Monetario Internazionale appoggiò in modo forte le scelte fatte dalle autorità governative attraverso l'erogazione di fondi, i quali si rivelarono utili solamente al prolungamento della depressione in cui cadde lo Stato argentino.

Tramite questi fondi, infatti, non fu possibile sanare gli squilibri strutturali di tale crisi in cui l'Argentina si trovò intrappolata dagli stessi vincoli imposti dal Currency Board, gli stessi che paradossalmente dovevano garantire l'affidabilità del Paese e quindi una forte crescita.

Tra gli squilibri strutturali precedentemente citati possiamo annoverare l'incremento dei tassi di interesse e il decisivo rallentamento dell'afflusso dei capitali dall'estero che influenzarono in modo negativo il saldo delle Partite Correnti e l'equilibrio del settore pubblico.

Uno dei fattori che ebbe un forte impatto sul saldo delle Partite Correnti fu la sopravvalutazione del tasso di cambio reale che interessò il Peso Argentino. Questo accadde innanzitutto perché il Peso era ancorato a una delle valute che possedeva la maggior forza sul mercato dei cambi. Oltre a questa condizione, la

situazione peggiorò ulteriormente con la svalutazione del Real brasiliano seguita alla crisi del Paese carioca del 1999. Tale apprezzamento reale della valuta locale comportò un importante incremento del prezzo di beni e servizi prodotti in Argentina, generando così una perdita di competitività sui principali mercati di riferimento, in particolar modo nel mercato del Brasile e dell'Europa.

Questa situazione portò, così, a una forte riduzione del livello delle esportazioni che causò a sua volta una riduzione di investimenti diretti a tale settore e a una caduta della produttività. Tale mancata espansione del settore dei beni commerciabili trascinò con sé l'intera economia verso un forte peggioramento delle proprie condizioni, accompagnata dalla comparsa di una disoccupazione di tipo strutturale. Contestualmente fu registrato un forte incremento delle importazioni, poiché l'elevato valore reale del Peso non rese più competitivi i beni locali neanche sul proprio territorio.

Un altro fattore che influenzò in modo negativo il comportamento dei saldi di Bilancia corrente fu la remunerazione netta dello stock del Debito Estero. Questo ebbe un effetto importante perché il debito dell'Argentina passò da un disavanzo di 2.470 milioni di Dollari nel 1992 a 8.300 milioni nel 2001.

Oltre alla remunerazione del capitale estero netto, costituita da interessi, utili e dividendi netti corrisposti ai portatori di capitali stranieri investiti in Argentina, è importante considerare anche la variabile costituita dagli interessi passivi corrisposti ai fornitori stranieri di risorse. Di conseguenza gli interessi pagati passarono gradualmente dai 3.500 milioni di Dollari nel 1992 a 12.200 milioni nel 2001 con un incremento di 248%. Questo aumento degli interessi è anche inficiabile alle turbolenze, descritte precedentemente, verificatesi nel 1998, che fecero impennare il Rischio del Cambio e, conseguentemente, il Rischio-Paese relativi all'Argentina trasladosi sui tassi di interesse.

Il drammatico indebitamento, le avverse condizioni finanziarie internazionali e la recessione interna condussero il Paese in una trappola debitoria dalla quale non riuscì più a uscirne.

In seguito alla recessione che travolse l'Argentina nel giugno del 1998 si osservò una significativa diminuzione del reddito ed una conseguente riduzione del livello delle entrate, nonostante la restrittiva politica fiscale posta in essere dall'Amministrazione Centrale che aumentò la pressione fiscale.

In assenza di proprie risorse e in una condizione di tale deterioramento, il Governo era stato costretto a finanziarsi tramite l'emissione di nuovi titoli del debito o attraverso l'ausilio di eventuali istituti finanziari internazionali. Ne derivò che per poter pagare gli interessi sul debito pubblico pregresso l'Argentina si era vista costretta ad indebitarsi nuovamente poiché le entrate fiscali non risultarono sufficienti a soddisfare i fabbisogni comportando così un aumento del debito pubblico totale.

Tale situazione fortemente pregiudicata fu ulteriormente aggravata dalle precedentemente citate crisi finanziarie che avevano colpito l'area del sud-est asiatico, ma in particolar modo la Russia e il Brasile, che avevano cagionato l'aumento degli spread sui tassi di interesse relativi alle entità operanti nelle economie in via di sviluppo. Si osservi che neppure il debito argentino sfuggì a tale logica. Per tentare di tamponare le difficoltà finanziarie in cui versava l'Argentina, il Governo si era visto costretto ad emettere Buoni garantiti da tassi di interesse sempre più alti affinché risultassero maggiormente appetibili. Ciò comportò un aumento del fabbisogno futuro di liquidità.

Tale situazione provocò un aumento dell'indebitamento determinato da un lato, dalla politica economica del Governo, costituita da modalità di finanziamento provenienti principalmente dall'estero e dall'altro da strette fiscali destinate a ridurre la spesa pubblica, ma che al contrario comportarono un aggravamento della recessione esistente.

Il processo analizzato ha condotto ad un considerevole aumento dello stock del debito pubblico che ha raggiunto i 144.500 milioni di Dollari nel dicembre 2001 di cui il 98% aveva una scadenza temporale medio-lunga; il debito era composto per il 68% da titoli ed oltre il 30% da prestiti concessi da creditori ufficiali bilaterali,

quali il Club di Parigi, e da istituzioni internazionali quali il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Inter-Americana di Sviluppo (IADB).

Il fatto che il 90% del debito fosse denominato in Dollari e che due terzi dello stesso appartenesse a stranieri costituiva certamente una rilevante difficoltà per la sostenibilità del Debito Pubblico argentino. Infatti l'Argentina si vedeva costretta da una parte a persuadere i creditori di essere in grado di soddisfare i debiti contratti con gli stessi riuscendo a reperire sufficienti risorse finanziarie, dall'altra ad essere in grado di onorare tali debiti potendo convertire tali risorse fiscali in valuta estera secondo il tasso di cambio previsto dal Currency Board.

Inoltre anche il settore privato aveva contratto un ingente debito in Dollari che poteva essere soddisfatto solamente attraverso attivi della Bilancia dei Pagamenti o attingendo alle riserve ufficiali.

Ad ogni modo, a partire dal 1993 e fino al 1998 si ravvisò una sostanziale apertura commerciale dell'Argentina che consentì di mantenere la relazione tra il livello del debito e le esportazioni, che ripresero ad aumentare, in una direzione maggiormente sostenibile. Successivamente, però, tale rapporto peggiorò considerevolmente, raggiungendo livelli vicino al 400% che provocarono il rischio di un tracollo del finanziamento estero a causa del forte indebitamento.

A ciò si aggiunse il fatto che, a partire dal 1993 e fino al 1998, il PIL salì cumulativamente di circa il 25% sebbene nel computo delle entrate fossero comunque compresi oltre 3.100 milioni di Dollari provenienti dalla privatizzazione di enti ed aziende di proprietà pubblica che non riuscirono, allo stesso modo, a garantire al Governo il miglioramento del saldo fiscale.

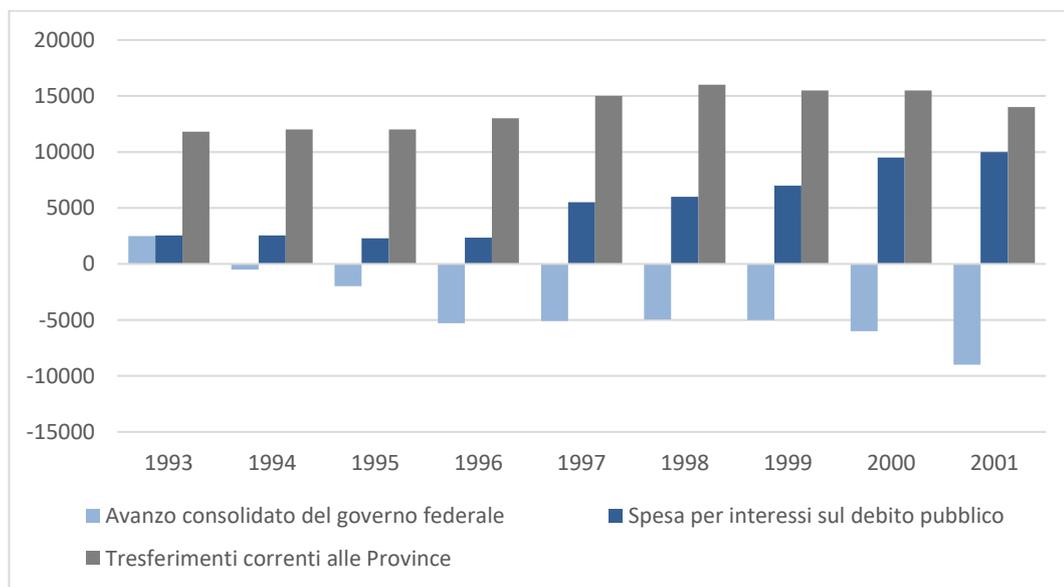
Nondimeno, la maggior parte delle difficoltà fiscali dell'Argentina furono cagionati da un'inadeguata regolamentazione fiscale delle Province. Infatti, le Amministrazioni Provinciali erano caratterizzate da ingenti deficit fiscali che si riversavano sul Governo centrale.

Si osservi che le entrate provenienti dalla riscossione dei tributi provinciali venivano destinati alla spesa mentre gli oneri del servizio del debito restavano a

carico del Governo centrale che doveva così stanziare ulteriori risorse per il finanziamento delle amministrazioni periferiche.

Nel seguente grafico [1], è possibile notare l'alto valore assunto dal finanziamento delle province che negli anni successivi al 1993 non fu mai inferiore agli 11.800 milioni di Dollari, arrivando a toccare in determinati anni alcuni picchi di quasi 16.000 milioni. Un'altra componente che è riportata nella figura rappresenta la spesa relativa alla remunerazione degli interessi associati al Debito pubblico, il cui peso sul bilancio aumentò passando dai 2.941 milioni di Dollari del 1993 ai 10.175 di Dollari nel 2001, aumentando del 250% secondo il percorso progressivo descritto dall'istogramma. Infatti è possibile notare che arrivò a toccare il picco massimo con il valore attorno ai 15.000 milioni di Dollari, per poi riprendere a decrescere.

Grafico [1]: spesa per gli interessi e finanziamento alle province



L'Argentina essendo ormai caduta in questo meccanismo di accumulazione del debito, con il quale si ripagavano gli interessi sul debito preesistente, divenne la causa principale dell'incremento della spesa per interessi. Infatti, i tassi di interesse aumentarono sempre di più a causa del maggior rischio che venne associato al Paese, provocando un aumento del fabbisogno relativo al debito.

Il Governo, per le motivazioni descritte in precedenza, si ritrovò a cercar di coprire il proprio Debito Pubblico attraverso politiche fiscali molto rigide, che in un primo momento si tradussero in una maggiore pressione fiscale e successivamente in pesanti tagli alla spesa pubblica. Tutto questo si rivelò assolutamente inutile, se non un peggioramento della situazione poiché mortificò ancora di più la domanda, già indebolita dalla recessione, e contribuì alla diffusione di un profondo malcontento sociale.

1.4 La situazione politica

Negli ultimi anni della presidenza di Menem, si diffuse una forte opposizione a molte sue riforme. Agli occhi di molti L'argentina doveva cambiare strategia ricorrendo anch'essa alla svalutazione del Peso prima che fosse troppo tardi. La situazione politica era molto critica, però, perché gli Argentini si trovarono a dovere votare il nuovo Presidente della Repubblica e il tema più ricorrente nella campagna elettorale era proprio la questione di mantenere una stabilità cambiaria condivisa da entrambi gli schieramenti.

Nel Dicembre 1999 vinse le elezioni Fernando De La Rúa, membro del partito Unione Civica Radicale. Quest'ultimo ottenne il consenso dei cittadini Argentini grazie alla sua campagna politica contro la corruzione in atto in quegli anni nel Paese ed alla volontà di porre fine alla recessione economica.

La preoccupazione principale del governo di De La Rúa fu quello di ridurre l'elevato deficit del bilancio federale del 2,5 per cento del PIL, con la finalità di aumentare la fiducia nelle finanze statali per ridurre i tassi di interesse e per alimentare l'economia nazionale. In questo modo, però, si trovò in difficoltà nel trovare una soluzione, poiché non volle tagliare le spese pubbliche, dal momento che era difficile da attuare da un punto di vista politico, ma neanche abbandonare il Convertibility Plan, mantenendo l'impegno elettorale, e stampare moneta non era considerata un'opzione possibile perché dubitavano che i mercati finanziari sarebbero ancora stati disposti a finanziare un maggior debito, sebbene

l'Argentina avesse appena ricevuto un prestito dal Fondo Monetario Internazionale. Le autorità del FMI dimostrarono, infatti, di aver fiducia nel Presidente De La Rúa e decisero di concedere una linea di credito di 7,2 miliardi di Dollari il 10 Febbraio 2000.

L'unica opzione che rimase fu quella di aumentare le tasse.

Nonostante le imposte in Argentina fossero già molto elevate, in confronto ad esempio alle tasse degli U.S., il Congresso Argentino approvò tre leggi, tra il gennaio 2000 e l'agosto del 2001, nelle quali si definì un aumento delle imposte per equilibrare il bilancio federale. Ad esempio il tasso più elevato dell'imposta sul reddito delle persone fisiche divenne simile a quelli degli Stati Uniti, con quasi il 35%. Con l'unica differenza che il reddito relativo a quel gruppo di persone sottoposte a quel tasso d'imposta era di circa 50-60.000 Dollari (102.300 Pesos) in Argentina, mentre negli Stati Uniti era richiesto a coloro che possedevano un reddito attorno ai 300.000 Dollari. Per quanto riguarda altre aliquote fiscali divennero più elevate dei tassi in America: ad esempio le imposte sulle vendite negli Stati Uniti variavano da 0% a 11%, mentre in Argentina il tasso normale di Imposta sul valore aggiunto (IVA) fu portato a 21%.

Le stesse esportazioni, su cui il Governo faceva tanto affidamento per una ripartenza della crescita, erano sottoposte a delle tassazioni che in America non esistevano. Queste elevate aliquote fiscali provocarono un'impennata dell'evasione fiscale, la quale arrivò ad aumentare a dismisura; fu stimato in quegli anni che dal 30 al 50% di tutte le transazioni venissero portate a termine evitando di pagare le tasse.

La situazione peggiorò sotto tutti i punti di vista poiché aumentò il tasso di disoccupazione, ci fu una forte riduzione dei profitti delle imprese e un conseguente calo degli investimenti, il tutto unito alla contrazione dei consumi e alla permanente crescita dell'inflazione.

Inoltre il FMI andò in aiuto al governo concedendo altri 40 miliardi di Dollari nel dicembre del 2000. Nonostante questo contributo, il pessimismo dilagò sempre di più causando un aumento dei tassi di interesse che aggravarono l'economia.

Nel giro di pochi mesi, così, le soluzioni che molti avrebbero messo in atto tempo addietro, divenne improvvisamente un pericolo da evitare. Giunti a questo punto la svalutazione del Peso avrebbe avuto l'effetto di raddoppiare l'entità del debito estero (espresso in Dollari).

Poiché il ministro José Luis Machinea non riuscì a trovare delle soluzioni possibili a diversi problemi politici, si dimise il 9 marzo 2001 a favore del suo successore, Ricardo Lopez Murphy. Quest'ultimo propose immediatamente di tagliare la Spesa Pubblica di oltre 4,5 miliardi di Pesos, al fine di ridurre il deficit di Bilancio Federale. Questo fu il taglio più importante mai presentato dal governo di De La Rúa.

Di conseguenza, tale annuncio scatenò proteste pubbliche da parte dei gruppi di persone interessati dai seguenti tagli. Alcuni ministri arrivarono a presentare le loro dimissioni per dimostrare il loro disaccordo con quanto deciso.

Diverse proteste e la forte opposizione alla sua politica, rese inevitabile per Murphy lasciare il proprio incarico il 18 Marzo 2001, solo dopo nove giorni da quando venne nominato Ministro dell'Economia.

A seguito delle dimissioni presentate da Murphy, venne nominato dal Presidente De La Rúa il terzo Ministro dell'Economia nell'arco di sole tre settimane, riconfermò ministro Domingo Cavallo, ora leader di un partito conservatore minore.

In compenso Cavallo lanciò il 28 Marzo il "Piano di Competitività" che prevedeva: l'aumento dei dazi sull'importazione di beni di consumo, la riduzione di quelli sull'importazione di capitali, la riforma del lavoro, la creazione di più di 2 milioni di posti di lavoro entro il 2005 e la riduzione della Spesa Pubblica.

Nonostante le nuove norme attuate, gli investitori continuarono a dubitare sulla capacità dello Stato di ripagare il debito estero (arrivato a più di 150 miliardi di Dollari) e in aggiunta si verificò una prima silenziosa "Corsa agli Sportelli": infatti i depositanti iniziarono a prelevare i propri depositi dalle banche, a convertirli in Dollari e investirli all'estero. Ne derivò una contrazione delle riserve internazionali del 40% alla fine del luglio 2001.

Molte agenzie di rating, analizzando tale condizione dell'Argentina, declassarono il debito pubblico passando da un livello di rating B3 a Caa1 nel periodo tra l'11 e il 26 luglio del 2001.

Le autorità economiche, intanto, attuarono all'inizio dell'estate un ampio swap sul debito pubblico, il cosiddetto Megacanje, che consentiva (in modo del tutto volontario) ai creditori del governo argentino un cambio dei loro preesistenti titoli con una serie di cinque differenti Buoni del Tesoro. Questi ultimi erano caratterizzati da una scadenza più a lungo termine rispetto agli altri titoli e consentivano di dilazionare il pagamento degli interessi.

La finalità di questa proposta fu quella di posticipare il più possibile i pagamenti relativi al servizio del debito corrente, in modo tale da non dover richiedere ulteriori finanziamenti nel breve periodo, sperando in una ripresa dell'economia a tassi sostenuti che attirasse nuovi flussi di capitali dall'estero.

Nella seconda parte dell'anno venne annunciata da parte del governo l'adozione di una nuova e drammatica politica fiscale chiamata Zero Deficit, la quale prevedeva che il governo, attraverso un meccanismo automatico, riuscisse a mantenere sullo stesso livello le spese pubbliche con le entrate correnti, in modo tale da ostacolare la formazione di ulteriori disavanzi di bilancio.

Con l'emanazione di questa legge, il Senato approvò anche la decisione di tagliare il 13% delle pensioni e dei salari degli impiegati del pubblico impiego. In questo modo il Governo stimò un significativo abbattimento della spesa per gli anni 2001 e 2002.

Tale politica fiscale fu caldamente appoggiata dal Fondo Monetario Internazionale, che per mostrare il proprio consenso, erogò 21.600 milioni di Dollari, stanziando due pacchetti di finanziamento supplementari in Gennaio e in Settembre. Questi aiuti, però, non agevolarono il riassetto dell'economia, ma prolungarono esclusivamente l'agonia del Paese.

Nell'ultima parte del 2001 la situazione precipitò definitivamente. Le autorità si trovarono a dover adottare dei provvedimenti sempre più impopolari e rigidi, quali la restrizione al prelievo dai depositi bancari, la sospensione del pagamento degli

oneri relativi al debito pubblico e il definitivo abbandono del tasso fisso tra il Dollaro e Peso. Sicuramente non migliorò tale condizione l'esito delle elezioni congressuali del 14 Ottobre dalle quali uscì sconfitta la maggioranza che allora era al governo, alimentando in questo modo i dubbi dei mercati finanziari sull'affidabilità delle politiche messe in atto dall'amministrazione di De La Rúa.

Il Primo Novembre venne, così, attuato un ulteriore piano di ristrutturazione del debito Pubblico: 95.000 milioni di titoli in Dollari furono convertiti in Prestamos Garantizados oppure Bonos Garantizados; titoli che avevano la medesima finalità vista in precedenza, cioè di prolungare la loro scadenza con la speranza di un nuovo finanziamento da parte del Fondo Monetario Internazionale e di un ritorno della crescita economica che consentisse al Governo di onorare gli impegni con i detentori dei titoli argentini.

Tale ristrutturazione del debito costituì tecnicamente un default, poiché ridusse il valore attuale netto dei Titoli detenuti in precedenza dai creditori.

Le maggiori agenzie di rating, analizzando il comportamento delle autorità argentine, giudicarono al ribasso la valutazione relativa al debito sovrano argentino; la società Standard and Poor's assegnò all'Argentina un rating SD (Selective Default), dopo aver riportato nel periodo precedente un non certo rassicurante CC.

In seguito a tali valutazioni, i mercati finanziari lasciarono emergere segnali sempre più evidenti di mancata fiducia, anticipando la possibilità di un peggioramento considerevole della situazione del debito argentino.

Come risultato della crescente preoccupazione tra le persone che vivevano in Argentina su una possibile svalutazione del Peso e un congelamento dei depositi bancari, si verificò la più grande corsa agli sportelli.

I depositi totali alla fine di Settembre ammontavano a 74.240 milioni di Dollari, alla fine di Ottobre la totalità dei depositi ammontava a 72.000 milioni di Dollari, per poi arrivare a 67.100 milioni di Dollari in Novembre. Il 30 Novembre 2001 rappresentò un giorno storico in senso assolutamente negativo, in quanto in sole

24 ore il deflusso delle risorse del sistema bancario raggiunse i 1.500 milioni di Dollari.

Dopo questi avvenimenti, il ministro dell'economia Cavallo decise di limitare la possibilità da parte di qualsiasi soggetto economico di ritirare denaro dai conti bancari. L'obiettivo delle restrizioni del sistema creditizio, conosciuto come il Corralito, fu quello di impedire alle persone di ritirare ingenti quantità di dollari dai propri conti e di inviarle all'estero. In tal modo i prelievi furono limitati a 250 Dollari (oppure Pesos) a settimana per titolare, a prescindere dal tipo di deposito; in seguito fu consentito il ritiro di ulteriori 500 Dollari al mese solo per i conti di salario.

Alle banche fu inoltre vietato di emettere dei prestiti in Pesos, poiché le autorità decisero di consentire agli istituti di credito l'esclusiva concessione di elargire prestiti denominati in Dollari a tassi più bassi.

Il Governo proibì, inoltre, parte dei trasferimenti di risorse indirizzate all'estero irrigidendo anche la disciplina relativa alla remunerazione di dividendi a profitti destinati a stranieri. Per quanto riguarda i trasferimenti cash furono consentiti solamente quelli che non superavano i 1.000 Dollari.

Subito dopo aver attuato queste restrizioni, a inizio Dicembre, ci fu una piccola ripresa del livello dei conti bancari che fu immediatamente sostituita da un diminuzione di 1.520 milioni di Dollari nel corso del mese.

A peggiorare la situazione fu la decisione da parte del Fondo Monetario Internazionale di interrompere gli aiuti finanziari all'Argentina, poiché quest'ultima era inadempiente nei riguardi degli obiettivi di politica fiscali che furono concordati con le istituzioni finanziarie sopranazionali. Questa decisione da parte del Fondo Monetario Internazionale segnò del tutto la credibilità finanziaria della politica economica del Governo argentino nei confronti del mondo intero.

Il peggioramento delle variabili fiscali causato dalla depressione economica, che rese impossibili da raggiungere gli obblighi assunti dal Governo, e l'imposizione delle restrizioni sui prelievi dai depositi bancari, spinse il Fondo Monetario a non

elargire più il finanziamento di 1.240 milioni di Dollari concordati per il mese di Dicembre.

Questo fu sicuramente un colpo fatale per il Governo, che vide venire meno una ingente somma di denaro che sarebbe servita per onorare gli impegni relativi ai pagamenti associati al debito pregresso che ammontava a 2.800 milioni di Dollari, da corrispondere entro la fine dell'anno.

Stante la situazione che si era venuta a creare, vennero meno le finanze necessarie a sostenere le politiche del Paese, per cui lo stesso continuò ad indebitarsi con la finalità di mantenere la parità Peso-Dollaro.

Dopo questi avvenimenti, le aspettative dei mercati internazionali peggiorarono inesorabilmente e ne è testimonianza il fatto che l'indicatore Rischio-Paese aumentò di ben 805 punti-base tra il 30 Novembre e il 7 Dicembre e sempre in queste date lo spread raggiunse i 4.149 p.b., il più alto al mondo, il quale collocò la qualità del debito argentino al di sotto di quella della Nigeria e dell'Ecuador ai quali corrispondeva rispettivamente un differenziale di 1.612 e 1.396 punti-base.

Moody's e Fitch, a differenza di Standard and Poor's che rivide il rating associato al debito sovrano argentino già il mese precedente, solo in seguito alla decisione del Fondo Monetario Internazionale di non concedere ulteriori finanziamenti collocò il rating in stato di default (Caa3 per Moody's e DDD per Fitch)

Un fattore che non portò sicuramente beneficio alla fiducia dei mercati fu la dollarizzazione del sistema finanziario.

Fino a Novembre il currency Board pareva ancora tecnicamente credibile visto che la Banca Centrale deteneva uno stock di riserve ufficiali di 18.500 milioni di dollari che consentivano di coprire le passività emesse dall'istituzione monetaria.

Facendo, però, un'analisi più approfondita si può vedere che già a Novembre, i depositi denominati in Dollari ammontavano a 49.000 milioni mentre quelli in Pesos ammontavano a 21.000 milioni di Dollari. È chiaro che tale sistema finanziario che si basava sulla parità tra il Pesos e il Dollaro fosse ormai a un punto critico, poiché l'ammontare delle riserve ufficiali era tale che poteva coprire la base monetaria, ma non anche le passività del sistema creditizio.

Questa analisi della situazione portò ad aumentare il Currency Risk dell' Argentina, confermando le aspettative dei mercati finanziari di un abbandono del Currency Board. Tali aspettative aiutarono a velocizzare il percorso dell'Argentina verso il default, poiché i mercati, ormai sicuri dell'avvenire della dichiarazione di fallimento del Paese sul debito pubblico e di conseguenza del crollo del Piano di Convertibilità, innescarono un violento deflusso di capitali. Venne, così, registrato nel quarto trimestre del 2001 un deficit di 5.279 milioni di Dollari, il risultato peggiore che si verificò nell'intera durata del Piano di Convertibilità.

Per la prima volta nell'ultima parte del 2001 si verificò uno squilibrio della Bilancia dei Pagamenti, dopo che dal principio del Currency Board gli attivi registrati dai saldi dei movimenti di capitale avevano sempre coperto le passività delle Partite Correnti, mentre a questo punto fu necessario un ricorso alle riserve ufficiali internazionali. Questo avvenimento minò i principi del Currency Board e anticipò un imminente svalutazione visto che la riduzione delle riserve complicava la difesa del cambio fisso Peso-Dollari.

Le riserve internazionali della Banca Centrale ammontarono alla fine di Novembre, come accennato, a 18.500 milioni di Dollari, registrando una perdita di 2.600 milioni rispetto al valore di fine Settembre, tenendo conto del fatto che, al termine dell'anno 2000, le riserve ammontavano a 26.500 milioni di Dollari. Tale deflusso dei capitali e la conseguente riduzione delle riserve implicò una distruzione della base monetaria; questa situazione andò solamente a peggiorare l'economia Argentina, che già si trovava in una drammatica recessione senza possibilità di ripresa.

L'economia in recessione e l'incremento delle spese derivanti dall'aumento degli oneri sul debito da pagare (causati a loro volta da un aumento dei tassi di interesse), resero chiara l'incapacità del governo di poter ancora onorare le incombenze relative al debito.

In Dicembre la situazione peggiorò ulteriormente a causa dei seguenti motivi: recessione, deflazione, enormi squilibri fiscali e della Bilancia dei Pagamenti e il Corallito. Questi fenomeni fecero inferocire molti Argentini, le cui condizioni di vita

diventarono sempre più insostenibili, arrivando a scendere in strada per esprimere il proprio disaccordo.

In principio le proteste furono semplicemente rumorose (le persone, infatti, protestarono con pentole e padelle), ma ben presto le proteste divennero sempre più aggressive con veri e propri conflitti tra la polizia e i dimostranti, soprattutto nella capitale Buenos Aires.

Infine, il presidente De La Rúa dichiarò lo stato di emergenza, ma la situazione tra le forze dell'ordine e coloro che protestavano peggiorò e divenne sempre più violenta. Più di 22 persone persero la vita a Buenos Aires il 20 e il 21 Dicembre 2001.

In seguito alle tragiche proteste, sia il ministro dell'economia Cavallo che il presidente dell'Argentina De La Rúa, si dimisero rispettivamente il 19 e il 20 Dicembre.

Il 23 Dicembre 2001 venne eletto Presidente della Repubblica Adolfo Rodríguez Saa, fortemente appoggiato dal Partito Peronista. Con l'intenzione di far ripartire l'economia ma senza abbandonare il Currency Board, attuò una serie di iniziative politico-economiche tra cui, la più importante, fu la dichiarazione che l'Argentina non avrebbe rispettato gli oneri relativi al debito pubblico estero nei successivi periodi. Vennero così confermate le aspettative degli investitori finanziari di un default sul debito. Queste affermazioni scatenarono furienti polemiche politiche e proteste sociali poiché vennero considerate inadeguate e controproducenti, al punto che obbligarono il presidente a dimettersi il 30 Dicembre, solo dopo una settimana di incarico.

A succedergli arrivò Eduardo Alberto Duhalde, il quale fu vicepresidente dell'amministrazione Menem oltre ad aver ricoperto per due volte l'incarico di Governatore di Buenos Aires. Anche la sua posizione non fu per niente semplice, perché oltre a dichiarare il mancato pagamento del Debito Estero, annunciò anche l'abbandono del cambio fisso tra Peso e Dollaro, ponendo così fine al regime di Convertibilità dopo dieci anni.

Successivamente, il 3 Gennaio 2002 l'Argentina non pagò 28 milioni di Dollari su una parte bond emessi in Lire italiane.

Per quanto riguarda la tematica dei cambi, nello stesso mese fu istituito un nuovo regime diviso in un Mercato ufficiale dei cambi, utilizzato per regolare le transazioni con l'estero, nel quale sarebbe stato attuato un tasso di 1,40 Pesos per ogni Dollaro, e un Mercato valutario Libero, per le transazioni turistiche e altri tipi di scambi, in cui il tasso di cambio era liberamente fluttuante. A queste condizioni il Peso si vide svalutato del 28%. L'intenzione finale delle autorità economiche era quella di arrivare ad attuare un regime di perfetta e libera fluttuazione del cambio, una volta che le condizioni macroeconomiche lo avessero concesso. L'obiettivo iniziale di questa svalutazione fu quella di ridurre la domanda di Dollari e stimolare invece una maggiore offerta.

Capitolo 2: La ripresa dell' Argentina e l'evoluzione del Sistema Finanziario dal 2002

2.1 L'adozione di un nuovo tasso di cambio flessibile

Per lo Stato argentino il 2002 fu un anno di profondi cambiamenti attuati dalle autorità economiche e politiche al fine di dare inizio ad una ripresa dalla crisi terminata con il default del 2001.

Il primo passo importante fu quello di riconquistare la fiducia dei mercati finanziari internazionali, i quali dopo aver visto realizzarsi nel 2001 i loro timori circa la dichiarazione del default sul Debito Pubblico e l'abbandono del Currency Board, continuavano ad essere molto scettici.

Il governo di Duhalde il 3 Febbraio 2002 attuò un nuovo Piano Economico che sanciva la fine del vecchio regime cambiario, a favore di un nuovo regime di cambio il cui valore del Peso sarebbe stato determinato dalle dinamiche del mercato.

Questa disposizione consentì così alla Banca Centrale di avere un ruolo attivo (a differenza di quanto previsto dal Piano di Convertibilità che prevedeva quale funzione della BCRA unicamente quella di garantire la vigenza del tasso di cambio fisso tra Peso e Dollaro) attraverso la possibilità di poter intervenire qualora avesse ritenuto necessario modificare il tasso di cambio in base alle esigenze del settore reale e finanziario attraverso una maggiore o minore offerta di moneta.

Inoltre la Banca Centrale tornò a ricoprire il ruolo di prestatore di ultima istanza per i soggetti economici, ruolo di cui fu privata durante il regime del Currency Board che lo assegnò invece alle organizzazioni finanziarie internazionali.

Il Piano Economico attuò anche la "Pesificazione" dell'economia, convertendo in Pesos tutte le obbligazioni e i contratti vigenti nell'intero sistema economico al fine di tornare ad avere il Peso quale valuta principale del sistema.

La "Pesificazione" aveva come fine il rilancio dell'economia, facilitando la regolazione dei debiti da parte dei soggetti esposti, tutelando allo stesso tempo il

potere di acquisto dei risparmiatori i cui depositi erano ancora intrappolati nel sistema finanziario e le imprese coinvolte dalla crisi.

Tale provvedimento prevedeva che tutti i debiti espressi in Dollari dovessero essere convertiti in Peso, secondo un tasso di cambio di 1 Peso per ogni unità della valuta statunitense, invece i depositi in Dollari venissero “Pesificati” secondo un tasso di 1,40 Pesos per ogni Dollaro.

La volontà fu quella di salvaguardare, anche se in minima parte, il potere di acquisto dei fondi detenuti dai risparmiatori che furono congelati all’interno del Sistema Bancario a causa del Corallito; fu inoltre deciso che la Banca Centrale avrebbe dovuto corrispondere un interesse sui depositi congelati, erogato ogni mese.

Secondo questo piano fu anche concessa la possibilità per tutti i risparmiatori Argentini che avessero depositi inferiori a 30.000 Dollari, i quali rappresentavano circa il 93% di tutta la popolazione, di convertire il deposito stesso in un titolo pubblico denominato in valuta Statunitense per un valore nominale pari all’ammontare del deposito.

Dal momento che vennero attuati due differenti regimi distinguendo il mercato dei prestiti bancari da quello dei depositi, si creò un disequilibrio che venne finanziato attraverso la conversione volontaria in Pesos dei Prestamos Garantizados emessi dal governo federale nel Novembre 2001. Tale conversione di 50.000 milioni di Dollari di titoli pubblici emessi l’anno precedente avrebbero generato un eccesso di risorse finanziarie con le quali sarebbe stato possibile coprire le incombenze imposte dalla “Pesificazione”.

Con l’emissione di un nuovo Buono da parte del governo federale sarebbe stata possibile coprire la restante parte del fabbisogno.

Per quanto riguardò invece i nuovi depositi e i nuovi prestiti, l’amministrazione di Duhalde impose anche qui un differente regime.

I nuovi depositi sarebbero stati caratterizzati da tassi liberi e pertanto i risparmiatori avrebbero potuto muoverli senza restrizioni. Per quanto riguardava invece i tassi dei prestiti erogati da lì in poi, gli stessi sarebbero stati determinati

indipendentemente dai vincoli a cui erano stati sottoposti quelli precedenti su richiesta del Corralito.

Queste disposizioni vennero attuate al fine di restaurare la fiducia da parte dei mercati finanziari.

2.2 L'attuazione di una Ri.Programmazione dei depositi al fine di rimuovere i vincoli del Corralito

L'obiettivo primario delle riforme normative ed istituzionali poste in essere nel 2002 da parte del Governo argentino era certamente quello di ridare credibilità al sistema finanziario argentino in modo tale da attrarre investimenti dall'estero che consentissero la ripresa economica del Paese.

Tali riforme erano volte al tentativo di attenuare le difficoltà della popolazione dettate dall'impossibilità di accedere liberamente ai propri risparmi. Infatti, le autorità economiche argentine fissarono un calendario volto a scandire la riprogrammazione dei depositi intrappolati nel sistema finanziario in modo tale da renderli disponibili e accessibili da parte dei risparmiatori alle condizioni e nelle date fissate, previa conversione in Pesos dei depositi in Dollari.

Tale schema venne chiamato Corralon e aveva come fine quello di ridurre le limitazioni al ritiro dei risparmi dal sistema. Grazie a tali riforme veniva concessa la conversione in Pesos di parte dei risparmi depositati in dollari mentre la restante parte restava soggetta al regime di ri-programmazione.

Tra le riforme introdotte nel 2002 che hanno destato maggiori polemiche, è da ricordare quella volta a garantire maggiori livelli di stabilità del sistema finanziario e alla salvaguardia dei diritti dei risparmiatori sui fondi congelati denominata Canje.

Tale riforma era articolata in due fasi.

La prima che entrò in vigore nel mese di Luglio 2002 denominata Canje I aveva come obiettivo di rendere possibile per i titolari di depositi ri-programmati la conversione di tali depositi che venivano così estinti, in Buoni del Governo

argentino, denominati Boden. Al fine di incentivare l'acquisto del nuovo titolo veniva concessa la possibilità di impiegarlo per l'acquisto di specifici beni oppure per la cancellazione di prestiti.

Nell'ipotesi in cui taluni avessero scelto di non procedere alla suddetta conversione, restava in piedi il piano di ri-programmazione per cui veniva rilasciato un Certificato di Deposito Riprogrammato (Cedro), riepilogativo dello stato del deposito.

Questa operazione fu resa obbligatoria alla luce della specifica situazione che si stava delineando: si stava, infatti, attuando un incremento delle ordinanze dei tribunali che imponevano la liberazione dei fondi dal blocco imposto dal Corralito. Ciò avrebbe richiesto un maggior fabbisogno di liquidità, fornita dal BCRA, ostacolando il raggiungimento degli obiettivi delineati nel Programma Monetario. Non diversamente da quanto stabilito per la prima fase, La Canje II, come viene chiamata la seconda fase della riforma in oggetto, entrata in vigore nel mese di Settembre 2002, prevedeva che le stesse disposizioni introdotte per i Boden 2013 e 2006 emessi dal Governo venissero estesi anche ai Buoni in Pesos emessi dalle banche. In tal modo, grazie al Canje II, anche i soggetti che avevano aderito alla precedente conversione poterono partecipare all'acquisto di questi nuovi titoli.

Ed è proprio a partire dal mese di luglio 2002 che, grazie alle riforme poste in essere, si iniziò ad intravedere un graduale miglioramento dei principali aggregati monetari e finanziari che dopo gli anni di recessione e i costi patiti dalla svalutazione monetaria dimostravano una sensibile ripresa.

Tale considerevole miglioramento coinvolgeva anche l'attività delle autorità economiche argentine, che cominciarono così a porre in essere nuovi provvedimenti finalizzati ad accrescere la fiducia nel sistema finanziario locale e ad attirare capitali dall'estero.

Ed è proprio in questa fase che si verificò una graduale rimozione dei vincoli precedentemente imposti da Corralito.

A tal proposito il Governo emanò un nuovo decreto volto a permettere, a decorrere dal mese di ottobre 2002 e per la validità di trenta giorni, a coloro che

detenevano depositi bancari ri-programmati il cui ammontare non eccedesse i 7000 Pesos, di trasferire dette somme in un fondo che non fosse sottoposto ad alcun vincolo. Secondo le statistiche del Ministero dell'Economia la relativa riduzione dei vincoli imposti dal Corralito avrebbe comportato una significativa uscita dal sistema stimabile in circa 1700 milioni di Pesos (all'incirca 450 milioni di Dollari).

Si osservi che tale previsione non si realizzò. Infatti, la rinnovata stabilità dei tassi di cambio sui mercati internazionali e i tassi d'interesse più alti sui depositi indicizzati all'inflazione, spinsero i risparmiatori a decidere di mantenere le proprie risorse presso gli istituti bancari.

Non meno significativo fu il secondo intervento volto a ridurre i vincoli imposti dal Corralito che consentì di liberare circa 23.200 milioni di Pesos di depositi a termine, risparmi e conti attraverso la concessione ai risparmiatori di ritirare le somme fino all'ammontare dei 10.000 Pesos.

Per quanto concerneva i depositi che oltrepassavano tale soglia, gli stessi restavano sottoposti al piano di ri-programmazione precedentemente attuato.

2.3 Le difficoltà di un accordo con il FMI

Non può non essere citato il mancato raggiungimento dell'accordo con il Fondo Monetario Internazionale del 2002 per spiegare il percorso che ha affrontato l'Argentina per uscire dalla crisi che l'aveva travolta.

Infatti, il raggiungimento di un accordo con FMI avrebbe concesso al Governo argentino di disporre di finanziamenti da destinare alle contingenti difficoltà del sistema economico che doveva fare i conti con altissimi livelli di disoccupazione e con la relativa diminuzione del reddito pro capite, che impediva un idoneo soddisfacimento dei bisogni primari di una fetta della popolazione.

Inoltre, il conseguimento di un accordo con il FMI avrebbe permesso all'Argentina di ottenere una maggiore credibilità agli occhi degli investitori esteri circa la

solidità delle manovre economiche poste in essere consentendo così l'ingresso di capitali esteri necessari per il rilancio degli investimenti.

Purtroppo, nonostante le numerose interlocuzioni e negoziazioni con gli operatori del FMI e le autorità economiche argentine avvenute nel corso del 2002, l'accordo venne ufficializzato solamente nel gennaio del 2003.

Infatti, i negoziatori del Fondo Monetario Internazionale continuavano a manifestare forti resistenze in relazione alla solidità del sistema finanziario argentino, poiché considerato ancora troppo incerto e pertanto inaffidabile nonostante gli sforzi del Governo di incentrare la propria manovra economica sull'austerità fiscale, malgrado la forte recessione che aveva investito l'Argentina. Ma era proprio la condizione di forte instabilità in cui versava il Paese, determinata inoltre dalle difficoltà riscontrate dal Governo di procedere a riforme radicali del sistema economico e del settore pubblico, che costituiva ancora oggetto di forte preoccupazione per le casse dello Stato, ad allarmare gli operatori del FMI.

Il perdurare di una costante situazione di incertezza politico - economica ha certamente influito nell'irrigidire i rapporti tra l'Argentina e le controparti internazionali.

2.4 La progressiva riduzione delle limitazioni al mercato dei cambi e l'elezione di Kirchner

A partire dal 2003 si assistette alla ripresa economica dell'Argentina consentita da una progressiva riduzione dei vincoli e delle limitazioni precedentemente imposte nel corso della crisi al sistema creditizio dell'Argentina, che permise una rinnovata stabilità del mercato finanziario.

Certamente tale ripresa è riconducibile ad un fondamentale provvedimento rivolto, come precedentemente anticipato, alla "Flessibilizzazione" del mercato dei cambi attraverso l'attenuazione degli stringenti vincoli imposti alle transazioni tra i soggetti economici argentini e quelli stranieri.

Nello stesso periodo venne permesso alle Banche di detenere una percentuale superiore di riserve in valuta estera che passò così dal 5% all'8%; nonché venne ampliata la possibilità di procedere all'acquisto di divisa estera senza autorizzazione del Banco Central concedendo l'acquisto fino all'ammontare di 150.000\$ rispetto ai precedenti 100.000\$.

Tra gli altri provvedimenti da richiamare, rientra senz'altro, la decisione delle autorità economiche argentine di rendere flessibile il pagamento anticipato delle esportazioni (in un primo momento con i beni di capitale, in seguito con le restanti tipologie merceologiche); infatti si impose agli esportatori di depositare i ricavi in valuta estera, ottenuti da operazioni con l'estero, solo nell'ipotesi in cui l'importo degli stessi avesse raggiunto il Milione di dollari, mentre in precedenza l'importo era quello decisamente inferiore di €200.000.

Un ulteriore importante contributo alla ripresa economica argentina fu determinato dal ritrovato dialogo con le organizzazioni di credito internazionali ed in particolare con il Fondo Monetario Internazionale.

Si osservi, che nel 2003 la distensione dei rinnovati rapporti tra l'Argentina e le istituzioni finanziarie internazionali sfociarono nella concessione di due pacchetti di finanziamento, rispettivamente il 24 gennaio 2003 e il 10 settembre 2003.

È evidente che tali stanziamenti consentirono all'Argentina di far fronte alle incombenze finanziarie che gravavano sul Governo.

L'appoggio del Fondo Monetario si rivelò un elemento prezioso, poiché i mercati finanziari, vedendo in questo aiuto un segnale di implicita approvazione da parte del FMI delle politiche attuate al fine di favorire una ripresa, rivalutarono la situazione Argentina. Ne derivò così, nel 2003, un rilancio degli investimenti e dell'attività economica.

Il 23 Gennaio il Fondo Monetario Internazionale concesse all'Argentina il credito *stand-by* (la forma più onerosa di prestito, nella quale gli esborsi sono vincolati a obiettivi stringenti in termini di deficit, riserve e inflazione) di 2.980 milioni di Dollari e contestualmente concesse al Paese di rinviare i pagamenti, ammontanti a 3.800 milioni di Dollari, con scadenza entro l'agosto del 2003. Tale accordo

permise al governo di utilizzare le proprie finanze per cancellare tutti gli arretrati con le altre istituzioni di credito multilaterali e nello specifico con la Banca Mondiale e con il Banco Inter-americano de Desarrollo (IADB).

Inoltre il Fondo Monetario invitò la Banca Centrale ad usare la crescita monetaria per contrastare le pressioni inflazionarie e quest'ultima si impegnò a mantenere l'offerta di base monetaria allo stesso livello che si raggiunse alla fine del 2002. Un ulteriore obiettivo del governo fu quello di raggiungere un avanzo primario del 2,5% del PIL entro la fine del 2003 e per fare questo, l'esecutivo si impegnò a tagliare la spesa pubblica e a promuovere delle politiche volte all'aumento della raccolta fiscale.

Quest'ultima fu molto difficile da attuare dal momento che le autorità economiche non vollero rialzare i prezzi e le tariffe di beni e servizi pubblici per la paura che tali incrementi potessero provocare un ulteriore aumento dei prezzi di tutti i beni, considerato il momento particolarmente delicato che stava affrontando il Paese. Vennero invece attuate delle riforme orientate alla ridefinizione dei rapporti bilaterali tra il Governo Centrale e le Amministrazioni Provinciali, in modo da ottenere una maggiore responsabilizzazione fiscale delle amministrazioni locali che favorisse un maggior controllo della spesa pubblica.

Ulteriori impegni che si prese il Paese per la ripresa furono quelli di attuare alcune riforme per rinforzare il sistema bancario e garantire l'autonomia monetaria della Banca Centrale.

Un altro passo importante fu la rimozione dei vincoli previsti dal Corralito, sancendo così la liberazione dei depositi ri-programmati detenuti dagli istituti di credito. Tutti i detentori di questi depositi ri-programmati, il cui ammontare non superasse i 42.000 Pesos avevano la libertà di poter ritirare totalmente o parzialmente i propri fondi dal sistema bancario.

Per quanto riguarda invece i depositi in Dollari, fu deciso che la differenza tra l'ammontare del deposito pesificato secondo il tasso di cambio 1,4 Pesos per Dollaro e il saldo originale del deposito pesificato secondo il tasso di cambio

corrente il 1° Aprile, cioè 2,979 Pesos per Dollaro, sarebbe stata rimborsata ai risparmiatori.

Le autorità economiche decisero di rimborsare tale differenza con l'emissione del titolo BODEN 2013 denominato in Dollari, da assegnare a coloro che detenessero questi depositi da rimborsare.

Per tutti i depositi maggiori di 42.000 Pesos, si decise, invece, di sbloccare i fondi il cui ammontare era compreso tra 42.000 e i 100.000 Pesos, 90 giorni dopo la data di attuazione del decreto (cioè il 30 Giugno), e per quelli il cui saldo superava i 100.000 Pesos, la previsione era quella di sblocarli dal 31 Luglio ossia 120 giorni dopo il decreto.

Dopo l'attuazione di queste disposizioni si notò che buona parte di questi fondi liberati furono reinvestiti dai risparmiatori; se si prendono in considerazione, ad esempio, i fondi fino a 42.000 Pesos, sbloccati ad inizio Aprile, il 93% di questi furono reinvestiti in depositi a termine.

A luglio, quando terminò il processo di liberazione dei depositi bloccati per ordine del Corralito, i depositi privati registrarono un livello di 66 miliardi di Pesos, segnando un netto miglioramento rispetto al saldo registrato alla fine del 2002, e questo valore fu più alto anche di quello registrato nel marzo 2003 quando i depositi erano ancora bloccati. Tale comportamento dimostrò quindi un miglioramento della fiducia da parte dei cittadini per il sistema finanziario, che registrò una netta ricrescita grazie al ribasso dei tassi di interesse e all'assenza di vincoli e protezioni capaci di condizionare la domanda di depositi.

Il miglioramento del livello dei depositi del settore privato proseguì nel corso dei mesi che, a parte una piccola riduzione registrata in agosto e settembre a causa della maggior incidenza dell'imposta sui debiti e crediti bancari, giunsero a registrare un livello pari a 68.050 milioni di Pesos nel Novembre 2003.

Lo stock di depositi che, nel Settembre del 2003, dovevano ancora essere rimborsati ammontavano a 6.200 milioni di Pesos; il governo decise, pertanto, di suddividere questa somma in 1.080 milioni alla fine del 2003, 3.340 milioni nel 2004 e 1.780 milioni entro la fine del 2005. Gli analisti, analizzando la situazione

dell'Argentina in quel periodo, affermarono che non ci sarebbero state alcune ripercussioni sulla variazione dei tassi di interesse dal momento che il Paese stava mostrando un livello di liquidità sufficiente a coprire tali spese.

Ed è proprio nella fase in cui l'Argentina stava vivendo un miglioramento economico e il quadro politico si stava consolidando che il 27 aprile, Nestor Kirchner vinse le elezioni per la carica di Presidente della Repubblica.

Fin dalla sua campagna elettorale Kirchner non nascose la sua volontà di portare avanti alcune politiche attuate da Duhalde e un segnale inequivocabile fu la sua decisione di mantenere come Ministro dell'Economia, Roberto Lavagna.

Quest'ultimo sottolineò l'importanza di mantenere un Peso debole che avrebbe incentivato le esportazioni argentine favorendo un miglioramento della situazione economica. Per raggiungere tale obiettivo, incoraggiò gli stessi responsabili della Banca Centrale a mettere in atto politiche che evitassero un esagerato apprezzamento della valuta locale.

Contestualmente dichiarò l'importanza di conciliare la necessità di ridurre il verificarsi di importanti disavanzi economici con il bisogno di continuare a incentivare, tramite la spesa pubblica, la crescita dell'economia.

Infine Kirchner volle incrementare la dotazione infrastrutturale del Paese, finanziando la realizzazione di una serie di opere pubbliche.

2.5 Un ritrovato accordo con il Fondo Monetario Internazionale

Il Fondo Monetario Internazionale, dopo aver pattuito all'inizio del 2003 che l'Argentina dovesse raggiungere un avanzo del 2,5% del valore del PIL, continuò, nel corso dell'anno, a sollecitare il governo affinché attuasse una politica fiscale capace di generare un tale risultato.

Le autorità economiche argentine non erano, però, dello stesso parere, poiché, come già anticipato, avevano il timore che un aumento dei prezzi dei servizi di pubblica utilità avrebbero comportato degli effetti negativi sul livello dei prezzi dell'intero sistema economico che avrebbe così conosciuto una forte inflazione.

Inoltre, ritenevano che l'inasprimento della politica fiscale avrebbe peggiorato ulteriormente le condizioni di vita dei cittadini argentini già provati da anni di recessione e di conseguenza avrebbe avuto un forte impatto anche sull'economia che si stava pian piano riprendendo.

Tuttavia, si stava avvicinando la scadenza entro la quale l'Argentina doveva rimborsare una parte consistente del proprio debito nei confronti degli organismi internazionali di credito ma, essendo a corto di riserve, divenne sempre più forte l'esigenza di raggiungere un accordo con il Fondo Monetario Internazionale.

Se non fosse stato trovato un accordo, l'Argentina avrebbe dovuto pagare un ammontare pari al 21,4% delle proprie riserve internazionali oppure dichiarare default sul proprio debito con gli organismi multilaterali di credito.

Il 9 Settembre il governo Argentino fu obbligato a dichiarare la propria insolvenza sul debito di 2,9 miliardi di Dollari con il Fondo Monetario Internazionale ottenuto nel Gennaio del 2003. In tal modo, il 10 Settembre, le autorità Argentine raggiunsero il tanto atteso accordo con il FMI che prevedeva la concessione di 12,6 Miliardi di Dollari, destinati alla solvibilità dei pagamenti all'organismo internazionale previsti tra il Settembre 2003 e l'Agosto del 2006.

In cambio di questo prestito, il Governo si doveva impegnare ad attuare le politiche volte a raggiungere un avanzo fiscale del 2,5% nel 2003 e del 3% nel 2004. Per quanto riguardava gli anni del 2005 e del 2006 non vennero definiti degli obiettivi precisi, ma semplicemente che il Governo si adoperasse per ottenere un surplus che gli permettesse di ripagare gli oneri associati a tale debito. I rappresentanti del Governo si impegnarono anche ad attuare riforme entro il 2015 riguardanti il sistema tributario.

2.3 Miglioramento di tutti gli aggregati economici

2.3.1 Tasso di cambio

Per merito delle politiche attuate dalla Banca Centrale e della riacquistata fiducia dei Mercati Finanziari Internazionali, nel corso del 2003 ci fu un miglioramento di tutti gli aggregati economici.

Dal seguente grafico [2] possiamo notare come il tasso di cambio resta costante fino al Dicembre 2001, mese in cui venne abbandonato il Currency Board. Dopo tale abbandono si susseguono due momenti importanti: Il primo, che durò dal Gennaio 2002 e si concluse nell'autunno dello stesso anno, in cui avvenne un forte deprezzamento del Peso in seguito alla decisione di porre fine al Contingency Plan; successivamente la seconda fase, che si manifestò per tutto il 2003, fu caratterizzata da un apprezzamento della moneta argentina in favore del Dollaro e delle principali valute internazionali.

Dopo una prima svalutazione del Peso a Gennaio, come detto in precedenza causata dall'abbandono del regime del tasso di cambio fisso, nel febbraio 2002 l'economia argentina adottò un tasso di cambio flessibile in cui il valore del Peso sarebbe stato determinato solamente dalle dinamiche commerciali internazionali, dalla politica monetaria attuata dalla Banca Centrale e dal sistema di operazioni di mercato effettuate dagli investitori e dai risparmiatori locali ed esteri.

Nei primi mesi in cui venne attuato questo regime il tasso di cambio incrementò dalle 1,40 unità di moneta locale per 1 Dollaro, definito dalla Legge di Emergenza Nazionale ad inizio 2002, alle 3,605 del mese di Maggio. Nei mesi successivi il valore del Tasso di Cambio si conservò attorno a questo valore fino a raggiungere il suo valore massimo nell'Ottobre 2002 toccando 3,606. Un così forte deprezzamento rispetto al Dollaro fu causato dall'incertezza che provavano gli operatori economici internazionali riguardo alla possibile politica monetaria che avrebbe messo in atto la Banca Centrale. Il loro più grande timore fu quello che la Banca Centrale, non essendo più vincolata dalle regole rigide imposte dal Contingency Plan in materia di Politica Monetaria, potesse riprendere a stampare moneta innescando di nuovo i già conosciuti meccanismi inflazionistici. Questa

sfiducia si diffuse anche tra i risparmiatori Argentini, i quali iniziarono a prelevare dai propri depositi il più possibile in base alle strette limitazioni imposte dai provvedimenti di restrizione alla disponibilità dei fondi depositati.

Questo accadde perché, sia gli operatori economici che gli stessi risparmiatori, temevano in una loro diminuzione del potere di acquisto, la quale avrebbe significato detenere Pesos al posto dei Dollari; così questa dinamica causò un'eccessiva offerta di attività denominata in Pesos, traducendosi in un forte deprezzamento del Peso.

Il tasso di cambio, dopo aver raggiunto il suo valore massimo nell'ottobre del 2002, conobbe un periodo di miglioramento.

Nel corso del 2003 la moneta locale si apprezzò grazie al fatto che la Banca Centrale adottò una politica monetaria attenta con lo scopo finale di evitare una forte inflazione e di preservare il potere di acquisto della valuta Argentina.

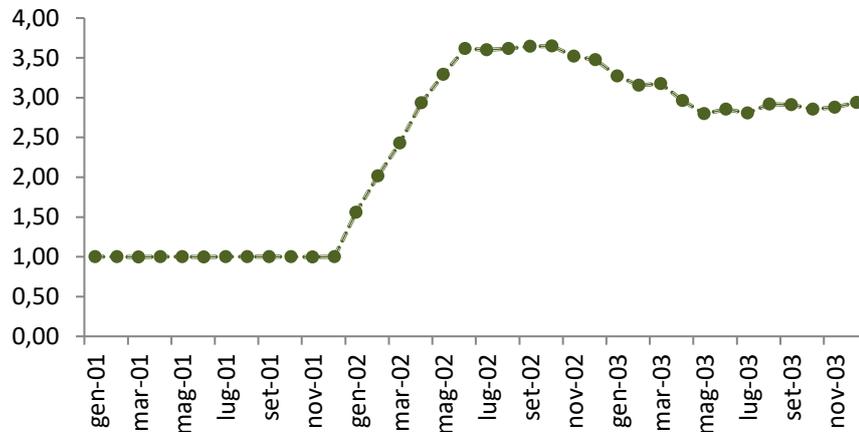
La BCRA riuscì, con l'attuazione di questa politica, a confutare le preoccupazioni dei Mercati Internazionali che tornarono a credere nella causa dell'Argentina.

Il Banco Central agevolò gli istituti di credito che furono fortemente provate dalla crisi finanziaria, fornendo loro della liquidità. Il ritorno di fiducia nei mercati finanziari fu anche condivisa dai risparmiatori, i quali non prelevarono più i propri fondi dal sistema creditizio con le stesse modalità che attuarono nell'ultima parte del 2001.

Dopo aver aperto l'anno con un valore del Tasso di cambio pari a 3,491, a luglio si raggiunse il minimo livello ottenuto dall'inizio della fluttuazione con 2,753, per poi stabilizzarsi attorno al 2,868 fino alla fine dell'anno.

Grafico [2]

Tasso di cambio tra il Peso e il Dollaro



2.3.2 Inflazione

L'andamento del tasso di cambio influenzò molto il livello dei prezzi i quali, dopo anni di stabilità, mostrarono tendenze inflazionistiche che si dissolsero nel corso del 2003. Negli ultimi mesi del Piano di Convertibilità i prezzi avevano mostrato una chiara tendenza deflattiva, la quale cambiò rotta nel momento in cui venne abbandonato il tasso di cambio fisso. Il tasso annuale di inflazione, adottando l'Indice dei Prezzi Combinati che considera sia l'andamento dei prezzi dell'ingrosso che quelli al consumo, passò dallo 0,9% di Gennaio 2002 al 76% del Dicembre dello stesso anno. Questo aumento fu causato dal crollo del livello di fiducia nel sistema finanziario, dal default dichiarato sul debito pubblico e dalle limitazioni sui depositi impostate dal Corallito.

Nella seconda fase ci fu di nuovo una tendenza deflattiva, grazie alle migliori condizioni monetarie e finanziarie che caratterizzarono l'Argentina in quel periodo, le quali permisero una riduzione del livello dei prezzi dal 70,1% di gennaio fino ad arrivare al 2,2% in agosto e assestandosi attorno al 2,8% alla chiusura dell'anno.

Fu proprio il miglioramento delle condizioni economiche e finanziarie nel corso del 2003 che permise la riduzione del tasso di inflazione.

Il progressivo apprezzamento del Peso nel corso del 2003 permise una forte riduzione del tasso di inflazione, dimostrando che l'aumento di quest'ultimo, nel periodo più recente, fosse causato da fattori transitori inerenti alla crisi finanziaria e non ai ben conosciuti problemi strutturali che caratterizzarono l'Argentina degli anni Ottanta provocando numerosi episodi di iperinflazione.

2.3.3 Conseguenze del deprezzamento del Peso Argentino sulle Partite Correnti, Importazioni ed Esportazioni

Sicuramente il deprezzamento Reale del Peso nei riguardi di Dollaro, Euro, Real Brasiliano e molte altre valute estere, favorì la ripresa economica del 2003, consentendo il rilancio della competitività delle merci prodotte sul suolo Argentino nei mercati Internazionali. Per merito della svalutazione del Peso ci fu un miglioramento sia nelle esportazioni, poiché le merci Argentine erano meno costose rispetto a quelle prodotte nei Paesi di destinazione, ma anche nelle importazioni, dal momento che i prodotti esteri erano più cari a causa del tasso di cambio Argentino sottovalutato.

I mercati che furono maggiormente colpiti da questa dinamica furono il Brasile e l'Unione Europea che assorbivano rispettivamente il 35% e il 19% delle esportazioni Argentine.

Finché fu attuato il Piano di Convertibilità, il Peso, ancorato al Dollaro, venne sopravvalutato causando profondi squilibri delle Partite Correnti che portarono al crollo dell'Argentina.

Una volta che fu abbandonato il tasso di cambio fisso, si registrò un'importante crescita delle esportazioni a partire dalla metà del 2002; più precisamente nel primo trimestre del 2002 la quantità di merci esportate fu minore di 6 miliardi di Dollari, mentre nel secondo trimestre del 2003 toccò il picco di 8 miliardi di Dollari. Nei primi nove mesi del 2003 le esportazioni ammontarono a 22,1 miliardi di

Dollari, registrando un incremento del 15% rispetto al valore ottenuto nello stesso periodo del 2002.

A causa della profonda crisi economica e finanziaria appena terminata, durante la quale molte imprese Argentine fallirono o comunque furono segnate profondamente, tale incremento delle esportazioni incentivò una ripresa economica.

Le aziende locali iniziarono a soddisfare al massimo della loro capacità la domanda esterna dal momento che quella interna faticò di più a riprendersi a causa della recessione.

Anche l'andamento delle importazioni fu decisamente influenzato dalla situazione finanziaria.

Durante il periodo di recessione la riduzione del reddito a disposizione degli agenti economici comportò una forte riduzione del numero di scambi. Nel primo semestre del 2002 si raggiunse il valore minimo mai raggiunto delle importazioni (1.950 milioni di Dollari), con una differenza di 3.400 milioni di Dollari in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

La riduzione del PIL e la svalutazione del Peso resero, infatti, troppo care le merci estere per i risparmiatori Argentini.

Alla fine della recessione, quando la domanda interna diede le prime parvenze di ripresa, ci fu una maggior richiesta delle merci prodotte localmente rispetto a quelle estere a causa della consistente differenza dei prezzi. Questo agevolò la ripresa economica, poiché non ci fu soltanto un incremento delle esportazioni, ma anche quello della domanda interna meno interessata ai prodotti esteri.

Nel 2003, in seguito ad un importante accrescimento del livello di produzione e reddito nazionale, l'ammontare delle importazioni manifestò un incremento del 47% rispetto al 2002 e contestualmente il PIL crebbe del 7,7% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Tale periodo, perciò, fu caratterizzato da un'importante crescita dell'esportazioni e di un incremento delle importazioni, senza però raggiungere gli alti valori precedenti poiché c'era una maggior tendenza dei cittadini argentini a comprare

prodotti locali più convenienti. Questa situazione permise all'Argentina di avere per tutto il corso del 2002 e del 2003 saldi positivi della Bilancia Corrente, dimostrando una ritrovata competitività dell'economia in analisi a differenza del periodo della Convertibilità, in cui i pesanti disavanzi della Partite Correnti manifestarono una maggior propensione ad acquistare beni e servizi all'estero piuttosto che produrli internamente a causa della sopravvalutazione del Peso che derivò dal tasso di cambio fisso.

Dal quarto trimestre del 2001, le Partite Correnti registrarono sempre saldi positivi, arrivando a raggiungere il valore massimo nel secondo trimestre del 2003 con un + 2.888 milioni di Dollari. Nel terzo trimestre del 2003 si registrò un avanzo di 1.460 milioni di Dollari.

Tali condizioni migliori permisero all'Argentina, nei primi nove mesi del 2003, di corrispondere 5,7 miliardi di Dollari ai propri fornitori esteri di capitali per la remunerazione di interessi, utili e dividendi.

2.3.4 Il mercato azionario Argentino

Fin dai primi mesi del 2003 la Borsa Argentina mostrò i primi segnali di un recupero grazie alla riduzione dei tassi d'interesse, dalla stabilità del cambio e dal complessivo periodo di crescita economica che si stava attuando all'interno di un contesto di stabilità dei prezzi. La Borsa recuperò terreno già nel Dicembre del 2002 quando l'indice Merval aveva superato i 150 punti.

Merval è l'indice più importante nella Borsa di Buenos Aires ed è la media ponderata dei prezzi di un paniere di titoli azionari. Questo significa che ogni titolo considerato all'interno del paniere ha un suo peso e la variazione del suo prezzo influenzerà l'indice a seconda della misura di questo peso. In particolare il Merval esprime una media di prezzi riferiti alle 26 società argentine più rappresentative del mercato. Questo indice viene rielaborato ogni 3 mesi, selezionando in ogni scadenza le imprese a capitalizzazione maggiore (la capitalizzazione definisce il peso).

Nella prima metà del 2003 questo indice continuò a salire fino a toccare la quota di 280 punti in Giugno; nei mesi dell'estate fu però caratterizzato da una leggera caduta per poi riprendere la propria crescita da Settembre. A Dicembre il Merval superò i 350 punti.

Perciò, dopo aver raggiunto il suo valore minimo nel Giugno del 2002 quando l'indice scese a 92 punti, ci fu una continua ripresa che portò a una crescita del 130% nel corso di tutto il 2003. Quest'ultimo valore, però, non bastò per recuperare la pesante caduta registrata nel 2001 e nella prima metà del 2002.

2.3.5 I tassi di interesse

Il ritorno della fiducia da parte dei Mercati Internazionali nei riguardi dell'economia dell'Argentina influenzò l'andamento del livello dei tassi di interesse.

Il 2002 fu caratterizzato da due fasi importanti: durante la prima fase i tassi di interesse continuarono a crescere molto velocemente a causa dell'aumento dell'inflazione e dei problemi legati alle limitazioni imposte al sistema bancario.

Le banche, infatti, per arginare i massicci prelievi di liquidità, applicarono ai depositi alti tassi, in modo da ostacolare i prelievi delle risorse dal sistema. Il tasso Call raggiunse nell'Aprile del 2002 il 91,9%, mentre il tasso applicato ai depositi con scadenza fino ai 60 giorni salì fino al 76,7% in Luglio.

Nella seconda fase, per merito di un'accorta politica monetaria della Banca Centrale, che generò una minor richiesta di prelievi da parte dei risparmiatori Argentini preoccupati, e di un miglioramento delle condizioni ambientali, che consentirono una riduzione dell'inflazione, avvenne un'importante riduzione dei tassi di interesse.

Il tasso Call passò dal 67,60% di Luglio al 18,99% di Ottobre per concludere il 2002 al 6,11%; il tasso sui depositi in Peso con scadenza entro i 60 giorni calò passando dal 65,05% di Agosto al 34,13% di Ottobre e, infine, al 20,72% di Dicembre.

Il 2003 fu un anno leggermente altalenante poiché si aprì l'anno con valori in discesa sia per il tasso Call che quello sui Depositi in Pesos, ma il mese successivo tendenza cambiò direzione a causa delle aspettative pessimistiche che ebbero i Mercati riguardanti le capacità della Banca Centrale di rispettare gli obiettivi monetari sanciti negli accordi con il Fondo Monetario Internazionale, così facendo causarono un incremento del rendimento delle LEBAC.

A tale incremento dei tassi di interesse contribuì anche il timore delle banche di vedersi prelevare parte dei depositi ri-programmati (CEDRO) bloccati all'interno del sistema creditizio, che sarebbero stati sbloccati da lì a poco e per ostacolare tale drenaggio di risorse aumentarono i tassi. Nel mese di marzo, per le precedenti ragioni, ci fu un ulteriore aumento portando alla fine del mese il tasso Call a 8,34% e il tasso sui depositi oltre il 20%.

Nel mese di aprile le condizioni economiche migliorarono e si verificò di nuovo una riduzione dei tassi, poiché i risparmiatori in seguito alla liberazione di fondi dai CEDRO li reinvestirono all'interno del sistema, smentendo i timori delle banche. Superata questa fase di criticità, i tassi di interesse ripresero a diminuire per poi stabilizzarsi da agosto fino alla fine dell'anno attorno all' 1,5% per il tasso Call e 3,8% per il tasso sui depositi in Pesos, la cui scadenza era compresa tra i 30 e i 59 giorni.

Dopo aver parlato dell'andamento dei tassi di interesse sulle attività di breve termine possiamo dichiarare che anche l'evoluzione dei tassi associati ai titoli di lungo termine riportarono una decrescita nel corso del 2003 e 2004.

Prendendo in analisi il BODEN 2005 e il BODEN 2012, due titoli denominati in Dollari emessi dal Governo Argentino nel corso del 2002, si può dire che per il primo i tassi scesero progressivamente passando dal 56,3% di Settembre del 2002 al 9,9% di Febbraio del 2004. Gli alti tassi del 2002 furono causati dall'incertezza associata all'abbandono del tasso di cambio fisso. Analizzando invece il BODEN 2012 si notò come i tassi scesero in modo molto più graduale rispetto ai primi analizzati, passando dal 22,9% di Settembre del 2002 al 15,3% di Febbraio del

2004. La maggior stabilità mostrata dai tassi sui BODEN 2012 dimostrò che la variabilità espressa dai BODEN 2005 era legata solamente a fattori temporanei, i quali i mercati prevedevano che si sarebbero risolti nel breve periodo e che in un arco temporale maggiore si sarebbe raggiunto l'equilibrio.

2.3.6 L'andamento degli investimenti

La riduzione dei tassi di interesse e la complessiva stabilizzazione del sistema economico-finanziario generò un ambiente più disteso, in cui gli investitori si sentirono di nuovo più sicuri a fare pianificazioni a lungo termine. Questo causò un incremento del livello di investimenti.

Negli anni della recessione il livello di investimenti passò da 62,9 miliardi di Dollari nel terzo trimestre del 1998 a 22,7 miliardi nel primo trimestre del 2002 (il valore più basso che fu mai raggiunto). In seguito a questo momento, le condizioni migliorarono e gli investimenti aumentarono gradualmente fino a raggiungere i 38 miliardi nel terzo trimestre del 2003, generando un incremento del 33,1% rispetto all'anno precedente e un ulteriore aumento di 5% rispetto al trimestre precedente.

2.4 L'economia dopo la Ripresa

In seguito a questa fase di ripresa da una profonda recessione, tra il 2003 e il 2007, sotto la presidenza di Nestor Kirchner, il PIL dell'Argentina crebbe dell'8%-9% all'anno e la disoccupazione scese dal 16% del 2003 all' 8,5% del 2007. Inoltre, in questo stesso periodo, il tasso di cambio rimase al di sotto di 3,36 ARS per USD, lo stock delle riserve estere conobbe un periodo di crescita e le Partite Correnti rimasero sempre in positivo.

Tuttavia, sebbene l'economia Argentina abbia mostrato segnali di forte ripresa tra il 2003 e il 2007, il quadro dei futuri squilibri economici era già in atto.

Gli squilibri macroeconomici si manifestarono nel 2007.

A partire dal 2007, le stime private dell'inflazione annuale mostrarono valori molto più elevati rispetto alle stime ufficiali dell'inflazione fornite dal Governo Argentino. Nel 2007 le autorità governative registrarono un valore dell'inflazione pari all'8,5% mentre le stime private e altre misure ufficiali come quelle calcolate dalle province dichiararono che l'inflazione fosse pari al 25,7%.

Tale differenza di stime fu motivata dalla necessità di mostrare al popolo argentino tassi di inflazione inferiori al tasso reale poiché in quell'anno si sarebbero tenute le elezioni presidenziali alle quali Cristina Fernandez de Kirchner, la moglie di Nestor Kirchner, era in corsa per la carica di Presidente della Nazione.

Questo intervento di manipolazione dei dati coinvolse anche il valore del PIL, il quale fu sottoposto a una sovrastima del 12,2%.

2.4.1 La politica fiscale

La politica fiscale sotto la presidenza di C. F. Kirchner è consistita in aumenti fiscali espliciti e impliciti.

Dalla crisi del 2001, il Congresso estese la "Legge di Emergenza Economica" che permetteva al potere esecutivo di effettuare aggiustamenti di politica economica senza la necessità di inviare una legge al Congresso. Il tentativo più noto del ramo esecutivo di aumentare le tasse fu il "Resolucion 125" del 2008, che comportò un significativo aumento delle tariffe imposte sull'esportazione di beni del settore agricolo.

Questa modifica fiscale modificò le tariffe di esportazione da fisse a regolabili per i prodotti agricoli come la soia e il girasole. L'iniziativa implicava anche che per i prezzi superiori a 600 USD, l'aliquota fiscale fosse di circa il 90%.

In seguito a questa riforma fiscale, le quattro principali organizzazioni rappresentative del settore agricolo protestarono per 129 giorni.

A causa di questo conflitto, il Presidente C. Kirchner inviò al Congresso l'iniziativa "Resolucion 125" sperando che un'approvazione legislativa avrebbe costretto il

settore agricolo ad accantonare le sue proteste. Il voto del Senato arrivò a un pareggio e il Vicepresidente Julio C. Cobos (che ricopre anche la carica di Presidente del Senato e ha la funzionalità di votare solo in caso di parità) votò contro la riforma del Presidente.

Inoltre la caratteristica distintiva della politica fiscale di entrambi i governi Kirchner fu la tendenza di aumentare la Spesa Pubblica al di là delle risorse disponibili generando consistenti aumenti di deficit fiscali.

Le tre componenti principali del reddito nazionale sono le entrate fiscali, i contributi previdenziali e gli affitti immobiliari, mentre le tre principali componenti di Spesa sono le spese di funzionamento, la previdenza sociale e i trasferimenti.

La seguente tabella [2] mostra come, in termini reali, la maggior fonte di reddito per il Governo fosse rappresentata dagli affitti immobiliari, soprattutto nel 2006, mentre le entrate fiscali diminuirono in termini reali dal 2011, segnalando un rallentamento economico.

Tabella [2] Fonti di reddito

Anno	Ent rate fiscali	Sicurezza sociale	Proprietà Affitti	Altri	Totale Ricavi	Operativo costi	Sicurezza sociale	Trasferimenti	Altri	spese	Totale	Al netto del conto capitale	Eccedenza o deficit	Eccedenza o deficit senza proprietà Affitti
2003	60,738	11,689	709	3,987	77,123	11,571	19,464	34,010	7,173		72,219	-3,099	1,805	1,096
2004	78,582	13,605	1,320	4,809	98,317	12,120	21,562	42,910	5,619		82,212	-5,617	10,488	9,168
2005	85,621	15,596	624	4,071	105,913	13,447	20,897	46,650	8,791		89,785	-9,802	6,325	5,702
2006	94,899	19,561	2,485	3,919	120,865	14,656	24,591	51,177	9,221		99,645	-16,155	5,065	2,580
2007	66,472	27,181	2,596	3,308	99,557	15,240	30,670	25,155	10,911		81,976	-19,630	-2,049	-4,645
2008	73,414	27,028	4,094	3,421	107,957	16,189	31,900	30,486	10,822		89,397	-22,903	-4,343	-8,437
2009	64,659	33,169	6,779	7,318	111,926	19,474	35,827	31,901	12,372		99,575	-35,826	-23,476	-30,254
2010	70,838	34,676	11,037	3,761	120,312	21,787	36,773	35,031	10,058		103,649	-45,447	-28,784	-39,821
2011	73,853	37,396	6,543	3,836	121,628	22,908	41,146	28,977	22,223		115,253	-53,450	-47,076	-53,619
2012	73,589	38,941	6,421	3,906	122,857	23,269	45,691	34,831	17,725		121,515	-61,572	-60,230	-66,652
2013	70,340	39,980	10,306	4,216	124,843	23,902	47,315	34,496	14,572		120,284	-90,688	-86,130	-96,436
2014	70,836	37,830	15,181	4,745	128,591	24,456	45,687	38,049	17,744		125,936	-130,842	-128,187	-143,368
Equivalente annuale crescita	1.4%	11.3%	32.1%	1.6%	4.8%	7.0%	8.1%	1.0%	8.6%		5.2%	-	-	-

(I valori reali sono calcolati con le stime private dell'inflazione riportate dal Congresso con il 2003 come anno base)

Una variabile che contribuì all'aumento del deficit fu legata ai sussidi alle imprese dei servizi pubblici. Con la finalità di mitigare l'impatto della crisi sulle famiglie e sulle imprese, il governo decise di congelare i costi dei servizi di pubblica utilità

come l'acqua, l'elettricità e il gas. Avendo congelato i prezzi al di sotto dell'equilibrio, il governo decise di aumentare i sussidi concessi alle imprese di servizi pubblici per compensare le loro perdite. Questo causò un forte incremento dei trasferimenti al settore privato che passarono dal 10% delle spese correnti nel 2000 al 23% nel 2015. In totale, l'assistenza sociale più i trasferimenti al settore privato rappresentavano il 61 per cento della spesa totale.

Questa struttura dei costi del governo centrale argentino rese molto difficile la possibilità di ridurre la spesa senza riforme fiscali, istituzionali e politiche.

2.4.2 Il Fondo Monetario Internazionale

Dopo il Default del 2001, l'Argentina continuò a pagare il proprio debito nei confronti di organizzazioni internazionali come il FMI. Tuttavia, per ragioni politiche, l'Argentina decise nel 2006 di pagare per intero il debito residuo di 9,6 miliardi di Dollari al FMI, anche se la scadenza finale era prevista per il 2008. La ragione di questa decisione, come riferito da diverse fonti, fu quella di evitare le regolari visite di controllo; inoltre N. Kirchner affrettò tale decisione dopo che il Presidente del Brasile, Lula da Silva, pagò l'intero debito del proprio Stato al Fondo Monetario Internazionale prima dell'Argentina. L'intero ammontare da restituire derivò da accordi di stand-by approvati nel 2000 e nel 2003 e da un piccolo importo che fu prorogato dal 1992.

In questo stesso periodo l'Argentina ottenne anche un accordo su una serie di pagamenti futuri sul proprio Debito con il Club di Parigi.

Dopo tale risarcimento, l'Argentina non ebbe più contatti con FMI fino al 2010, quando decise di permettere al FMI di controllare e partecipare alla raccolta e formulazione dei dati economici. Tuttavia, nonostante questa decisione, l'Argentina continuò a condividere dati non veritieri. Dopo un severo avvertimento nel 2001, il FMI decise di "censurare" l'Argentina nel febbraio 2013 a causa dell'incapacità del Paese di fornire calcoli accurati del deflatore del PIL e dell'IPC.

Entrambi gli indicatori offrono informazioni sul livello generale dei prezzi dell'economia con la differenza che il primo misura il livello dei prezzi di tutti i beni e servizi prodotti, mentre il secondo considera solo quelli acquistati dai consumatori; il PIL comprende solamente i beni e servizi prodotti all'interno dei confini nazionali, invece l'IPC considera anche i beni importati dall'estero; infine il primo fa variare il paniere dei beni presi in studio in funzione della variazione della composizione del PIL, mentre il secondo è calcolato sulla base di un paniere fisso di beni.

Questa fu la prima censura in assoluto di un Paese da parte del FMI. Quest'ultimo dichiarò che l'Argentina aveva violato i propri obblighi nei confronti del Fondo ai sensi dello "Statuto" e che l'Argentina era tenuta a riallineare accuratamente i dati del PIL e dell'IPC con le stime private Internazionali entro il 29 Settembre del 2013, che fu poi posticipato alla fine di Marzo del 2014.

2.4.3 La perdita di riserve da parte della Banca Centrale

Nel 2006 si registrò una riduzione di 10.000 milioni di Dollari a causa della solvibilità del credito residuo con il FMI; per merito di un drenaggio costante delle riserve, però, in soli due anni il livello tornò allo stesso valore che anticipò il saldo del debito.

A seguito della crisi finanziaria globale del 2007-2008, la Bilancia Corrente dell'Argentina registrò un deficit che non migliorò fino al 2010, incoraggiando l'attuazione dei controlli sul capitale nel 2011. Tuttavia, si noti che, prima della crisi globale, l'Argentina registrò un deflusso di capitali nel 2003 e nel 2004 a causa del default del 2001. L'unica eccezione fu il 2005, in cui l'utile netto del Capitale fu positivo, per poi tornare ad assistere a un deflusso di capitali nel 2006, 2007 e 2008 di rispettivamente 2.900, 9.300 e 23.400 milioni di Dollari. Quest'ultimo valore è la prova che le crisi finanziarie del 2008 aggravò il deflusso dei capitali.

Perciò a partire dalla fine del 2011, dopo che l'Argentina implementò i controlli sui capitali per l'acquisto di Dollari, la Banca Centrale iniziò a perdere rapidamente le

riserve. Tali controlli imposero alle persone fisiche di chiedere l'autorizzazione all'Agenzia delle Entrate (AFIP) per tale acquisto, la quale avrebbe definito l'ammontare di Dollari che il firmatario avrebbe potuto acquistare in base al proprio reddito denunciato nella Dichiarazione dei Redditi. Allo stesso modo, gli importatori dovevano chiedere il permesso al Ministro del Commercio attraverso il DJAI (Affidavit Advance Import). Se la proposta veniva approvata, il BCRA consentiva il trasferimento di USD per il pagamento delle importazioni.

Durante questo periodo, in cui venne attuato il controllo sui capitali, la Banca Centrale perse un maggior quantitativo di riserve rispetto alla crisi del 2001.

Nel 2014 ci fu una breve ripresa dovuta semplicemente ad un accordo di swap con la Bank of China e non a un cambiamento delle condizioni economiche.

Contrariamente al loro scopo, i controlli sui capitali aggravarono la situazione. Questi ultimi, infatti, insieme agli alti tassi di inflazione, aumentarono la domanda di Dollari nel "Mercato Nero" (chiamato "Dólar Blue" in Argentina). Tali controlli infatti furono inefficaci perché il problema dell'Argentina non era la quantità di Dollari che lasciava il Paese, ma la mancanza di Dollari in entrata; poiché gli investitori all'estero erano meno disposti ad investire in Argentina dal momento che il rimpatrio dei loro fondi non era permesso senza uno speciale permesso del Governo.

Tali fattori, aggravati dal fatto che il tasso di cambio nominale fosse inferiore al tasso di inflazione, contribuirono alla perdita di riserve estere da parte della Banca Centrale.

2.5 Il default del 2014

Sebbene i controlli e la regolamentazione dei prezzi Argentini avessero già rallentato la ripresa economica e prodotto una perdita di riserve, nel 2014 la situazione peggiorò.

La sentenza di Griesa di quell'anno, costrinse l'Argentina a decidere se pagare i propri obbligazionisti oppure cadere in mora.

Facciamo però un passo indietro per capire meglio quale fosse la situazione.

Le obbligazioni inadempienti nel 2001 erano sotto la giurisdizione legale di New York. Nel 2005 l'Argentina offrì di scambiare le obbligazioni in default con nuove obbligazioni per un valore di circa 30 centesimi per Dollaro. Il paese motivò una riduzione di valore delle obbligazioni così significativa con la giustificazione che il nuovo debito doveva essere sostenibile per le condizioni macroeconomiche del Paese.

Dopo molti negoziati, il 75% del Debito fu ristrutturato (questo fu uno dei tassi concordati più bassi nella ristrutturazione del Debito). Nel 2010 l'Argentina propose una seconda ristrutturazione del Debito, aumentando il numero di accordi che arrivarono a coprire il 93% delle sue obbligazioni in circolazione. Gli obbligazionisti che accettarono l'offerta Argentina erano denominati Holdins (93% in totale) e quelli che si opposero Holdouts (rappresentarono il 7% in totale).

Dal 2001, però, l'Argentina aveva messo in atto la politica di pagare gli interessi solo agli obbligazionisti ristrutturati, mentre si rifiutava di remunerare coloro che si erano opposti.

Per questa ragione, quest'ultimi fecero causa all'Argentina per aver violato la clausola di Pari Passu, secondo la quale vengono garantiti a tutti gli obbligazionisti condizioni omogenee. Questo vuol dire che tutti hanno lo stesso grado di prelazione, per cui non è lecito che alcuni vengano privilegiati in caso di insolvenza. Il comportamento dell'Argentina dal 2001 portò, così, i querelanti a sostenere che l'Argentina stesse violando la clausola di Pari Passu poiché le obbligazioni inadempienti non avevano una Clausola di Azione Collettiva (CAC), la quale stabilisce che se un numero minimo di creditori decide di accettare una ristrutturazione del Debito, le obbligazioni inadempienti devono aderire allo swap del Debito e che in assenza di questa clausola, i querelanti avevano il pieno diritto di rifiutare le offerte di scambio a 30 centesimi per un Dollaro.

Dopo la ristrutturazione del 2005, il Congresso Argentino emanò la legge 26.017 che vietò al Governo di riaprire in un secondo momento la ristrutturazione oppure di negoziare nuove condizioni per gli Holdouts. Tale legge fu poi sospesa in vista

della nuova ristrutturazione del 2010, in occasione della quale vennero persino cancellati dai registri ufficiali i debiti residui di coloro che non accettarono di convertire le proprie obbligazioni.

Perciò, una volta che gli Holdouts decisero di fare causa all'Argentina, questo caso della controversia Pari Passu fu, assegnata al Tribunale del Giudice Griesa presso la South District Court of New York.

Il 7 Dicembre 2011, il Giudice Griesa ritenne che la clausola tanto discussa fosse stata violata in quanto le obbligazioni non ristrutturate erano classificate come non pagate. Pertanto, come rimedio, il 23 Febbraio 2012 il Giudice Griesa ordinò che gli Holdouts venissero pagati entro e non oltre la seguente rata di rimborso degli Holdins.

L'Argentina fece ricorso in appello spiegando che se il Governo avesse rimborsato questo debito di 1,33 miliardi di dollari agli hedge funds, in contanti e in una sola tranche, si sarebbe aperto il baratro di un'immediata richiesta per 15 miliardi di Dollari da parte di altri creditori che non avevano accettato le offerte del Governo Argentino. Quest'ultima era un'eventualità assolutamente da evitare poiché la Nazione non aveva abbastanza riserve per poter rimborsare tutti.

Il 5 Marzo 2012 Griesa dovette sospendere momentaneamente il suo ordine del 23 Febbraio, ma il 26 Ottobre 2012 la Corte d'Appello confermò all'unanimità l'ordine di Griesa e quando l'Argentina provò ancora a portare il proprio caso alla Corte Suprema, quest'ultima si rifiutò di ascoltarlo.

Con la decisione della Corte Suprema, l'Argentina non ebbe altra scelta se non quella di rimborsare i dovuti Debiti.

Tuttavia, in chiara opposizione alla sentenza della Corte, l'Argentina decise di continuare a pagare solo coloro che detenessero Obbligazioni Ristrutturate.

L'Argentina era usuale a depositare i pagamenti obbligazionari in un conto BONY (Bank of New York Mellon), e in seguito quest'ultima distribuiva i fondi agli intermediari fino al compimento del pagamento del debito. A causa della decisione di Griesa, il BONY non fu autorizzato a trasferire il deposito agli Holdins senza che venisse effettuato precedentemente il pagamento obbligatorio di 1,33

miliardi di Dollari agli Holdouts. L'Argentina depositò 539 milioni di Dollari nel BONY con l'intenzione di pagare solo gli obbligazionisti ristrutturati, ma quando la banca non fu in grado di effettuare legalmente alcun risarcimento a causa dell'ordine del Giudice, fu concesso all'Argentina un periodo di grazia di 30 giorni prima dell'inadempienza.

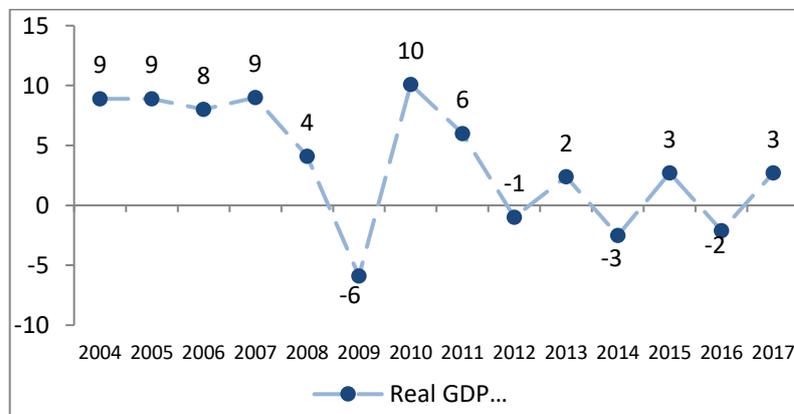
L'Argentina cercò, senza successo, di evitare il vecchio conto per le rate future aprendo un fondo presso il Banco de la Nación Argentina nel quale i creditori ristrutturati furono incoraggiati ad aprire un deposito sul quale il Governo avrebbe depositato i pagamenti del debito residuo. Tutte queste manovre fecero sì che il Paese venisse dichiarato colpevole di oltraggio alla Corte.

Quando, infine, terminarono i 30 giorni messi a disposizione alla Nazione per rimborsare il Debito, il 18 Luglio 2014 l'Argentina aveva due opzioni: ripagare gli obbligazionisti non ristrutturati oppure dichiararsi inadempiente. Il 31 Luglio 2014 l'Argentina annunciò la propria inadempienza per un totale di 29 miliardi di Dollari.

2.6 La situazione economica

L'anno 2014, come è riportato nel grafico [3], si chiuse così con una forte contrazione dell'economia (-2,5%), in contrasto con gli anni precedenti durante i quali la produzione crebbe in media del 2,9% all'anno, raggiunge

Grafico [3]: crescita economica 2004-2017



L'inflazione elevata, le finanze pubbliche fragili e un'alta volatilità dei prezzi delle materie prime erano i principali problemi dell'Argentina di quell'anno.

In seguito alla presunta manipolazione delle statistiche d'inflazione, nei primi mesi del 2014 venne calcolato un nuovo indice dei prezzi al consumo, ma tale dato sull'inflazione ufficiale rimase al di sotto delle stime del settore privato.

Le previsioni non erano rosee poiché, a causa della svalutazione della moneta locale e dell'imposizione di barriere alle importazioni sempre più alte, fu più difficile e costoso per il settore manifatturiero locale ottenere i beni intermediari necessari per espandere la produzione. Inoltre i consumi delle famiglie calarono durante il corso del 2014 a causa dell'aumento dei prezzi al consumo mentre i livelli salariali rimasero costanti.

A causa di una tale riduzione della produzione, c'era un forte timore di un ulteriore incremento del tasso di disoccupazione.

Nel 2014 questo tasso incrementò di pochi punti percentuali arrivando al 7,3%, ma il timore fu quello che nel 2015 potesse aumentare ulteriormente con la possibilità di arrivare a sfiorare il 9%.

Inoltre il Governo dichiarò una guerra contro i contratti non registrati, attraverso i quali i dipendenti lavoravano a tempo pieno, ma senza alcun beneficio come l'assicurazione sanitaria oppure i contributi previdenziali. L'assunzione di dipendenti non a norma era sempre più diffusa poiché permetteva di mantenere bassi i costi di produzione soprattutto in tempi di debole attività economica e alti tassi di disoccupazione.

Stante le condizioni di insolvenza, di crollo dell'indice di crescita economica del Paese e la conseguente crescita della disoccupazione, l'Argentina stava nuovamente versando in una condizione socio-economica catastrofica, capace di farla precipitare nuovamente nel baratro di una profonda crisi come accaduto nel 2001.

Capitolo 3: La situazione economica e finanziaria in seguito alla crisi del 2014 fino ai giorni nostri

Il 10 Dicembre 2015 Mauricio Macri vinse le elezioni Presidenziali in Argentina. Gli organismi internazionali e i mercati finanziari considerarono il candidato di centro-destra la persona adatta a indirizzare il Paese sulla strada della disciplina fiscale.

Nel suo programma di campagna elettorale promise di sanare alcuni dei mali che affiggevano il Paese da decenni come il tasso di povertà e l'inflazione.

Per alcuni, la sua vittoria segnò una svolta dopo quello che era successo nel 2001, quando il Paese fu protagonista del più grande default della storia sul Debito Sovrano, in seguito al cosiddetto "*Corralito*" e nel bel mezzo di una crisi economica.

Da quella data l'Argentina si trascinò dietro degli squilibri che le misure attuate dai Governi che si susseguirono non riuscirono a risolvere.

Quando prese l'incarico, Macri dovette fare i conti con i controlli sul cambio che il Governo di Cristina Fernandez de Kirchner impose nel 2011 per impedire la fuga dei Dollari dal Paese. A causa delle conseguenze del catastrofico default del 2001, in Argentina fu attuata una quasi totale ristrutturazione del debito che determinò una forte riduzione della possibilità di emettere titoli di Stato e finanziarsi sui mercati internazionali per l'intera durata dei Governi Kirchneristi; questo compromise l'accesso dello Stato al credito per far fronte alle spese pubbliche. Di fronte a questa situazione, le autorità non ebbero altre soluzioni se non quella di dare il via al pagamento dei propri debiti con l'utilizzo delle riserve della Banca Centrale.

Quando Cristina Kirchner passò il testimone a Macri, quest'ultimo si trovò a fare i conti con il livello delle riserve molto basso e tentare di sanare questa situazione. L'ex Presidente dovette anche gestire le ingenti sovvenzioni che vennero attuate dal governo di Kirchner sui trasporti pubblici, carburante, gas ed elettricità e il congelamento delle tariffe di questi servizi rendendoli tra i più economici

dell'America Latina, sebbene il loro costo reale in Dollari fosse diventato molto più elevato nel corso dei mesi.

Il Governo Kirchner lasciò un tasso di inflazione di quasi il 27% nel 2015, ma in calo rispetto all'anno precedente.

Il primo passo mosso da Macri, quando divenne Presidente, fu quello di riaprire di nuovo l'Argentina al mondo esterno, in contrapposizione con quanto venne fatto precedentemente. Questo portò a una svalutazione del 40% del Peso rispetto al Dollaro, ma l'impatto non fu così grave perché molti prezzi erano già basati su un cambio parallelo non ufficiale che veniva chiamato "*Dolar Paralelo*" o "*Dòlar Blue*", il cui valore era di circa il 30% superiore rispetto al cambio ufficiale.

3.1 L'analisi dei principali indicatori economici in essere all'atto dell'elezione di Mauricio Macri

Secondo i dati ufficiali alla fine dell'Ottobre del 2015, pochi mesi prima che Macri salì alla Presidenza, l'Argentina dichiarò uno stato di recessione ufficiale in seguito a due trimestri consecutivi di contrazione del Prodotto Interno Lordo.

3.1.1 Il PIL

Macri ereditò il Paese nel 2015 quando presentava una crescita del PIL del 2,7%, dopo un lungo periodo in cui si alternavano momenti di un andamento positivo di tale indicatore a momenti di forte riduzione. Quando avvennero le Elezioni Presidenziali a fine 2015 il PIL era in forte calo e inoltre le stime del Fondo Monetario Internazionale di quel periodo prevedevano che la crescita dell'Argentina sarebbe scesa a -3,1% entro la fine dell'anno.

Basandosi su queste informazioni, Macri incaricò immediatamente il Ministro dell'Energia di risolvere la questione delle tariffe, il Presidente della Banca Centrale di pensare alla questione dell'inflazione e il Ministro delle Finanze di gestire la questione fiscale.

Ma la verità era che tutte queste questioni macroeconomiche erano fortemente intrecciate tra loro e per questa ragione il Governo di Macri ricevette molte critiche su come avesse gestito ogni problema dell'economia come un compartimento stagno piuttosto che come un insieme.

Infatti l'applicazione di un aumento sulle tariffe dei servizi di base avrebbe avuto un impatto sull'inflazione e per tale motivo il Governo precedente aveva deciso di utilizzare i sussidi in modo che le tasche dei cittadini non soffrissero troppo per l'aumento dei prezzi, generando però un deterioramento del bilancio fiscale.

3.1.2 L'Inflazione

Per l'Argentina è molto difficile avere una serie storica dei suoi principali indicatori poichè l'INDEC, l'Istituto responsabile della Statistica, fu coinvolto tra il 2007 e il 2015 a una parziale manomissione dei dati economici.

All'epoca, quando era in carica Cristina Fernández de Kirchner, diverse organizzazioni indipendenti ricalcolarono l'inflazione riportando una stima molto più alta rispetto a quella condivisa dal Governo.

Una delle prime azioni che attuò Macri fu quella di restituire credibilità alle statistiche; quest'ultime vennero ricalcolate con metodi che non furono più messi in discussione, ma che evidenziarono quanto lo Stato argentino non fosse in una buona posizione.

La situazione era talmente grave che, in quei mesi, il Fondo Monetario Internazionale prevede che l'Argentina avrebbe chiuso il 2019 come Terzo Paese al mondo con l'inflazione più alta, solo dopo il Venezuela e lo Zimbabwe.

Questi livelli di inflazione soffocarono le famiglie argentine le quali, vedendo venire meno il proprio potere di acquisto, non ebbero altra scelta se non ridurre i propri consumi; questa situazione causò, inoltre, un forte rallentamento della crescita produttiva.

Quando il Presidente Argentino Mauricio Macri ottenne la carica, promise di ridurre l'inflazione e di portare la povertà a "zero", ma nel corso del suo incarico non riuscì a mantenere nessuna delle due promesse.

Se nel 2015 l'inflazione era del 30%, la squadra di Macri non solo non riuscì a contenerla, ma addirittura la portò al punto di raddoppiare.

L'origine di tale crescita esponenziale può essere fatta risalire a quando Macri decise di porre fine ai sussidi messi in atto dal Kirchnerismo. La decisione di aumentare il prezzo delle tariffe dei servizi pubblici e di interrompere l'utilizzo dei sussidi non ebbe effetti solo sull'inflazione ma si rifletté anche sulla povertà, la quale passò dal 30% della popolazione urbana nel 2016 al 35,4% secondo i dati ufficiali del primo trimestre del 2019.

3.1.3 La Disoccupazione

Uno dei settori in cui l'Argentina ha presentato maggiori squilibri nel corso del decennio è il Mercato del Lavoro.

Il tasso di disoccupazione, secondo diverse organizzazioni internazionali come il FMI, era attorno al 9% quando Macri salì al governo.

Il mercato del lavoro argentino era altamente precario e il problema più grande del Paese rimaneva la sottoccupazione. Quasi la metà dei lavoratori dipendenti lavorava in settori dell'economia con impieghi di qualità molto bassa, il 15% ricopriva una mansione nel settore pubblico e la restante parte era rappresentata da impiegati nel settore privato formale.

Il tasso di disoccupazione però peggiorò nel corso degli anni, arrivando a toccare il picco nel 2019 con un valore pari al 10,6% a causa del rallentamento delle attività delle imprese derivato da una riduzione dei consumi interni.

3.1.4 Le Riserve di Dollari

Le riserve di Dollari sono estremamente importanti per un'economia come quella argentina poiché sono uno strumento di politica monetaria vitale per il Governo al fine di evitare o fermare la svalutazione della propria moneta.

Sono inoltre l'indicatore più affidabile della solvibilità di un Paese e della capacità dello Stato di far fronte ai propri impegni di pagamento.

Macri ereditò una situazione molto difficile poiché le riserve erano estremamente basse, i deficit fiscali in forte crescita e, infine, la condizione finanziaria a seguito del Default del 2014 non consentiva la creazione di ulteriore debito per coprire le spese dello Stato. Non vi erano altre soluzioni al di fuori dell'emissione di nuova moneta da parte della Banca centrale al fine di coprire le spese pubbliche. Tale intervento della BCRA, però, generò un ulteriore incremento dell'inflazione. Il Presidente prese il testimone dell'economia quando le riserve erano pari a 24 miliardi di Dollari, ma nel corso del suo mandato salirono a oltre 77 miliardi di Dollari.

3.1.5 Tasso di cambio Peso-Dollaro

Al termine della presidenza di Cristina Kirchner il tasso di cambio fu pari a 9.8 Pesos per 1 Dollaro. Questo risultato fu raggiunto grazie alle restrizioni imposte precedentemente con lo scopo di frenare le fughe di capitali e porre un limite all'evasione fiscale. Secondo tali limitazioni, i cittadini argentini che desideravano cambiare Pesos in Dollari avevano l'obbligo di documentare la provenienza del denaro e potevano acquistare solo piccole quantità di valuta Usa, la quale venne considerata dai cittadini argentini l'unico bene di rifugio.

Questi vincoli diedero, però, origine a un florido mercato nero dei Dollari, dove il tasso di cambio risultava pari a 15 Pesos per Dollaro contro il cambio ufficiale di 9,8 Pesos per Dollaro.

Mauricio Macri, una volta eletto, abolì immediatamente queste restrizioni ai tassi di cambio, generando una immediata perdita di valore maggiore del 30%.

Come si può notare dal seguente grafico [4], in seguito all'attuazione della liberalizzazione sul mercato dei cambi, il tasso si impennò da 9,8 a 13,4 Pesos per 1 Dollaro.



La liberalizzazione dell'acquisto di valuta sul mercato ufficiale e la conseguente svalutazione del Pesos permisero al tasso di cambio ufficiale di riallinearsi con il tasso del mercato nero, sortendone come effetto una forte riduzione di quest'ultimo.

Macri decise di mettere in atto questa politica con la finalità di incentivare le esportazioni e di frenare l'emorragia delle riserve di valuta estera, che scesero sotto la quota di 5 miliardi di Dollari per via degli sforzi del Governo Kirchner di mantenere a galla il cambio ufficiale Peso/Dollari. La decisione di attuare tale liberalizzazione fu, però, molto criticata per via dei timori che l'inflazione, già superiore al 25%, potesse schizzare al 35% nel corso del 2016.

Inoltre Macri, nei suoi primi giorni di Governo, attuò importanti riforme sulle esportazioni, riducendo la tassa sulla soia e abolando quelle sui prodotti industriali e sul grano. Queste imposte erano state introdotte da Kirchner per finanziare il welfare, ma in quell'occasione Macri assicurò che i tagli alle tasse non avrebbero generato tagli alla spesa sociale.

3.2 Anni che anticipano un nuova crisi finanziaria

Questo paragrafo è incentrato sull'analisi del sistema economico argentino negli anni precedenti l'avvento dell'ultima crisi finanziaria che ha travolto il paese ed in particolare del triennio che va dal 2015 al 2018.

Prima di addentrarci nello studio delle vicende politiche e finanziarie che hanno caratterizzato quegli anni è doveroso fare una brevissima premessa della condizione finanziaria del paese negli anni successivi il primo default risalente al 2001.

Come già descritto precedentemente, infatti, gli effetti della devastante crisi avevano reso pressoché impraticabile per il paese la strada di emettere titoli di stato con cui ottenere finanziamenti dall'estero e tale condizione aveva, pertanto, provocato una sorta di immobilizzazione del conto capitale e finanziario dell'Argentina. Il debito pubblico del Paese si era mantenuto a livelli bassi, attorno al 46% del PIL nel mese di Dicembre ed era quasi interamente denominato in Pesos.

Inoltre le sovvenzioni ai servizi pubblici e il controllo sui prezzi che furono imposti per volere del Governo di Kirchner generarono problemi di finanziamento, il quale era principalmente coperto dalla tassazione delle esportazioni agricole, le cosiddette *retenciones*. La successiva caduta del prezzo delle materie prime agricole generò una crescente scarsità di Dollari. Al fine di risolvere questa problematica furono introdotte delle restrizioni sul mercato valutario, che portarono le riserve Argentine a un livello bassissimo e a un mercato illegale della valuta.

Con la comparsa sulla scena politica del nuovo presidente Mauricio Macri il paese assistette ad una rilevante svolta concernente le riforme in campo economico poste in essere dal governo e destinate alla liberalizzazione del conto dei movimenti di capitale e finanziari della bilancia dei pagamenti.

Innanzitutto non si può non citare l'ottenimento dell'accordo datato 23 aprile 2016 con quelli che vennero definiti i fondi avvoltoi (*vulture funds*) della LML di

Paul Singer che possedevano il 7% del debito pubblico e che permise all'Argentina di procedere ad una nuova emissione di titoli volti ad ottenere finanziamenti esteri.

Seguirono poi altre importanti riforme tra cui quella che eliminò qualunque vincolo all'acquisto di valuta straniera per imprese e cittadini argentini e quella volta a cancellare il limite del 10% di titoli e obbligazioni denominate in dollari nel portfolio delle banche.

Certamente, l'obiettivo che si era prefissato il nuovo governo attraverso l'eliminazione delle limitazioni al mercato valutario era quello di garantire una rinnovata distensione nei rapporti con gli investitori internazionali in modo da incentivare gli investimenti esteri.

Tali riforme, inoltre, erano rivolte a porre in essere un'epocale ristrutturazione dell'economia Argentina e per poterla effettuare il settore finanziario ricopriva un ruolo importante per l'approvvigionamento di valuta internazionale di riserva, attraendo i capitali stranieri attraverso un aumento dei tassi d'interesse.

Ciononostante il governo si trovava ancora ad affrontare importanti problemi quali una rilevante inflazione e la fuoriuscita di capitali.

Infatti, pochi giorni dopo essersi insediato il nuovo governo, venne stabilita una forte svalutazione del peso argentino che portò il tasso di cambio con il dollaro da 9,5 a 13,4 pesos. Tale manovra era finalizzata ad agevolare le importazioni per i consumatori e le imprese e a consentire una nuova redistribuzione del reddito per quanto concerneva il settore agricolo ed esportatore. In particolare per quest'ultimo caso la questione era che i proventi in dollari derivati dalla vendita di prodotti all'estero dovevano essere obbligatoriamente depositati entro sei mesi in un apposito deposito della Banca Centrale, la quale aveva la funzione di liquidare Pesos agli esportatori agricoli. Era dunque inequivocabile che un'eventuale svalutazione della moneta locale nel periodo intercorso tra la riscossione del pagamento in dollari e il loro deposito presso la BCRA avrebbe garantito un guadagno extra a favore dei soggetti in questione. Perciò, scegliendo

di svalutare il Peso al suo valore reale, si sarebbero evitati ulteriori svalutazioni, mettendo fine a questi profitti extra di cui potevano godere gli esportatori.

Inoltre, le imprese privatizzate dei servizi pubblici ottennero la liberazione delle tariffe e la parziale eliminazione dei sussidi alle utenze di acqua, luce e gas, generando un aumento dei prezzi di rispettivamente 300%, 200% e 203% nel 2016, che si tradussero in forti guadagni per le imprese.

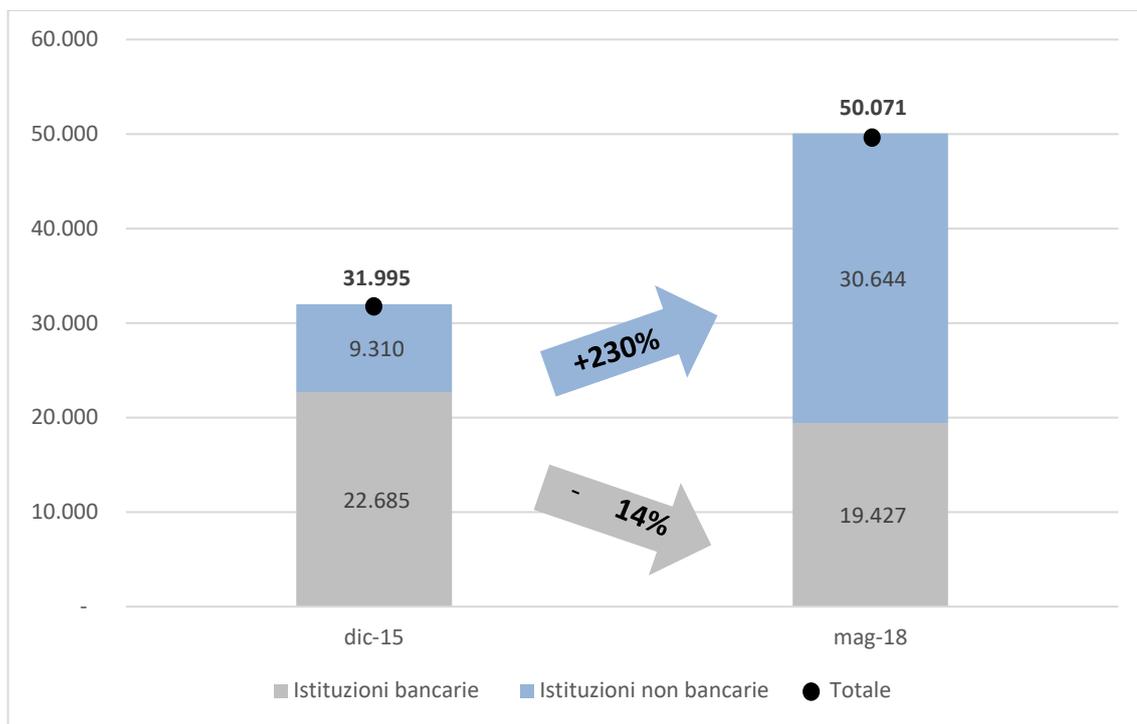
Chiaramente entrambe le misure comportarono importanti riflessi sull'inflazione poiché nel giro di pochi mesi quest'ultima passò dal 27% alla fine del 2015 al 40,3% nel 2017.

Il governo di Macri decise di fronteggiare il problema dell'inflazione con l'adozione del carry trade. Tale misura consiste nell'ottenere un prestito in una data valuta di un paese i cui tassi d'interesse sono bassi, quali possono essere quelli dell'emisfero nord, e convertirla in una valuta di un paese che viceversa abbia stabilito tassi d'interesse più alti, quali per esempio i paesi latino-americani, ove depositarla o investirla in asset denominati nella valuta locale. Il profitto che si ottiene è pari alla differenza tra il rendimento dell'investimento meno il costo del finanziamento.

Il Banco Central utilizzò lo strumento finanziario definito LEBAC (Letra del Banco Central) per porre in essere il carry trade raggiungendo nel 2016 un guadagno netto in dollari pari al 12,4% ben superiore a quanto ottenuto da paesi quali il Brasile che si assestò sul 4,2% e l'Uruguay sul 5,1%.

A causa della scelta di adottare lo strumento delle LEBAC il governo dovette procedere ad una forte emissione di debito dovuta principalmente alla necessità di supplire ad una consistente fuoriuscita di dollari dovuti al carry trade ed inoltre per tentare di aumentare le limitate riserve del Banco Central così da renderla più affidabile agli occhi dei possessori delle LEBAC. Nel seguente grafico [5] è riportato il forte incremento dei titoli LEBAC nei periodi che precedettero la crisi di Maggio del 2018.

Grafico [5] – Impatto del Carry Trade in Argentina (Dicembre 2015 – Maggio 2018)



Basato su dati ricavati dalla Banca Centrale

E fu così che nel periodo che precede la crisi, l'Argentina si trasformò nel principale paese emittore del debito tra i paesi emergenti con un totale di 77,83 miliardi di dollari di debito.

Come si vede dalla seguente tabella [3], non solo l'ammontare di questi titoli crebbe del 56% raggiungendo 50 miliardi di Dollari, ma cambiò anche la struttura dei detentori di questi titoli.

Tabella [3] – Identificazione dei detentori dei titoli LEBAC nel 2018

Banche	39%
Settore Pubblico non finanziario	17%
Fondi comuni di investimento	16%
Imprese	14%
investitori privati	9%
Investitori esteri	5%
Non Banche	61%
Totale	100%

Basato su dati ricavati dalla Banca Centrale

I soggetti istituzionali bancari che ora detengono il 39% dei titoli, diminuirono del 14% rispetto ai valori precedenti, mentre gli altri soggetti sono incrementati del 230%, arrivando a coprire il 61% di detenzione.

Questa modifica nella composizione dei detentori dei titoli apportò un ulteriore elemento di rischio alla già rischiosa operazione attuata dalla Banca Centrale, data la minor prevedibilità degli investitori non bancari.

Inoltre con la *Resolucion 3/2015* del 18 Dicembre 2015 vennero modificate alcune regole tra cui quella dei 365 giorni di periodo minimo di permanenza dei capitali in entrata in Argentina, riducendoli solo più a 120 giorni e inoltre venne eliminata del tutto la penale del 30% in caso questo lasso di tempo non venisse rispettato. In questo modo si perse del tutto un effetto contenitivo sui movimenti speculativi di brevissimo periodo, aumentando ulteriormente il rischio.

Il governo Macri per far fronte alla necessità di onorare il forte debito in dollari proveniente da pagamenti delle LEBAC e per rinvigorire le riserve della Banca Centrale in modo da infondere negli acquirenti dei titoli LEBAC una maggiore affidabilità decise di indebitarsi in dollari attraverso l'emissione di bond. In tale maniera, il Paese, invece di rinforzare la propria economia si incanalava verso una pericolosa incerta instabilità finanziaria che portò al verificarsi di una nuova crisi.

3.2.1 La fuga dei capitali

Il problema legato all'aumento dell'inflazione non era l'unica difficoltà con cui doveva fare i conti l'Argentina, infatti l'altra rilevante criticità consisteva nell'ingente fuga di capitali.

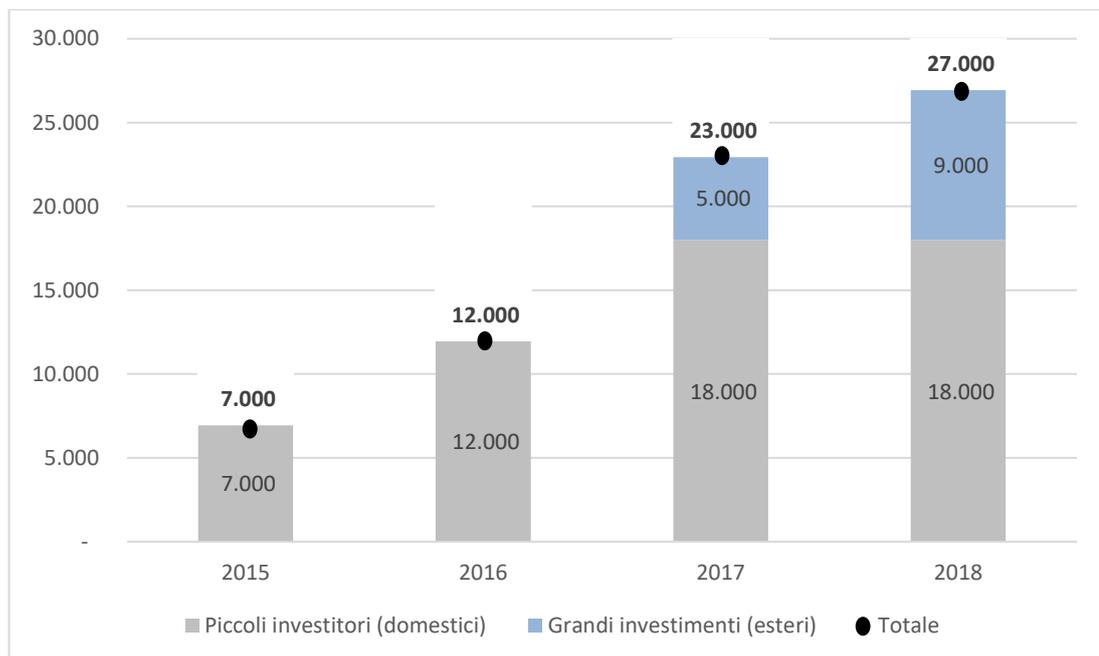
Il Paese era fortemente condizionato dai flussi di capitale in ingresso. Infatti, l'adozione di procedure che condussero l'Argentina alla liberalizzazione commerciale e finanziaria provocò inoltre un deficit delle partite correnti associato ad un afflusso di capitali. In questo modo, se da un lato si garantisce al Paese di riuscire così a mantenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti, dall'altra lo si espone al rischio di una crisi dovuta dal fatto di dover dipendere da fattori esterni non gestibili dalle autorità economiche e finanziarie. Infatti, nell'ipotesi in cui per ragioni dovute, per esempio, ad improvvisi cambi di scenario a livello internazionale oppure a una riduzione della fiducia dei creditori per la situazione Argentina, tali flussi di capitale dovessero arrestarsi si verificherebbe ciò che viene definito "sudden stop". Tale interruzione improvvisa di afflusso di capitali comporta chiaramente il venir meno dei finanziamenti esteri poiché non sarebbe possibile emettere ulteriori debiti sui mercati internazionali a causa del pericolo di insolvenza derivante dai deficit delle partite correnti. L'unico modo per arginare tale brusca frenata di finanziamenti dall'esterno sarebbe quella di ricorrere alle proprie riserve e se le stesse non fossero sufficienti di invocare l'ausilio di finanziatori quali il Fondo Monetario Internazionale.

Come abbiamo già analizzato, fin dal 1976 l'indebitamento e la fuga dei capitali hanno rappresentato due aspetti fortemente legati l'uno all'altro all'interno del modello di accumulazione Argentino. L'Argentina, però, divenne il Paese Latinoamericano con la maggior fuga dei capitali, tanto che lo stock di ricchezza detenuto all'estero dagli Argentini equiparava il valore dell'intero PIL del Paese. Questo fenomeno era così importante che perfino nel decennio Kirchnerista, nonostante il Paese non avesse del tutto accesso ai mercati finanziari, la fuga dei capitali fu intensa e continua, raggiungendo gli 87 miliardi di Dollari tra il 2003 e 2011.

Tale fuga fu, però, riequilibrata con ingenti surplus delle partite correnti e successivamente con l'implementazione di stringenti controlli nel mercato del cambio.

Il Grafico [6] descrive la situazione relativa alla formazione di attivi nel corso del governo di Macri.

Grafico [6] – Formazione degli attivi esteri sottoforma di depositi, investimenti o prestiti detenuti da soggetti esteri



Basato su dati ricavati dalla Banca Centrale

Ciò che viene evidenziato è che, in seguito alla liberalizzazione del tasso di cambio disposto dal governo nel dicembre 2015 e del relativo indebitamento estero che ne è conseguito, il problema relativo alla fuga dei capitali ha avuto un esponenziale incremento. Infatti, l'adozione del carry trade ha comportato un aumento degli investitori stranieri tra i soggetti che si resero artefici della fuoriuscita di capitali e non di minore importanza fu la scelta dei risparmiatori argentini dell'acquisto di dollari per la tesorerizzazione.

Tale crescente fuga dei capitali fu indirettamente all'origine del *sudden stop* del Maggio 2018. A fine del 2017 si registrò un deficit delle partite correnti pari al 5%

del Pil e una fuga dei capitali pari a 30 Miliardi di Dollari; per queste ragioni si considerò fondamentale attuare un cambiamento della strategia. Il 28 Dicembre del 2017 la Banca Centrale e il Ministero delle Finanze annunciarono che per il 2018 l'inflazione sarebbe aumentata di 5 punti percentuali, ci sarebbe stata una riduzione dei tassi di interesse dei titoli LEBAC, che sarebbero passati da 38% a 26,5% annuale a marzo del 2018 e l'introduzione di una nuova imposta sulle rendite finanziarie.

Queste modifiche vennero interpretate dai mercati finanziari come la fine dell'euforia finanziaria che derivò con l'emissione dei titoli LEBAC e, per tale ragione, quest'ultimi non vennero più rinnovati nelle aste settimanali in cui erano assegnati. La scelta di non rinnovare più questi titoli da parte degli investitori causò, di conseguenza, un'automatica dollarizzazione del proprio portfolio. La banca Centrale fu, così, obbligata ad intervenire, vendendo riserve, per cercare di ridurre la tendenza al rialzo del tasso di cambio. Arrivò a perdere 6,8 miliardi di Dollari in solo quattro mesi, perciò il 4 Maggio 2018 decise di abbandonare questa tattica di vendere riserve e lasciò fluttuare il tasso di cambio, il quale arrivò a raggiungere 26 Pesos per 1 Dollaro.

L'8 Maggio 2018 l'Argentina, non avendo più altre soluzioni dal momento che fu privata del flusso di capitali speculativi LEBAC e non poteva più emettere altri bond a causa degli eccessivi tassi di interesse richiesti dai mercati, riallacciò i rapporti con il Fondo Monetario Internazionale.

3.3 il Fondo Monetario Internazionale

L'Argentina è stata caratterizzata da ben sette default che hanno inevitabilmente richiesto l'intervento del Fondo Monetario Internazionale. Ad ogni modo non è possibile non affermare che i rapporti tra gli interlocutori del FMI e dell'Argentina non siano sempre stati in egual misura distesi e collaborativi in tutti i periodi storici.

A partire dal 1957 il Paese si impegnò a promuovere sei accordi di tipo stand by con il FMI, accordi che hanno la caratteristica di essere particolarmente gravosi in quanto prevedono che il prestito sia ancorato al raggiungimento di particolari obiettivi in termini di deficit, inflazione e riserve. Negli anni '70 l'Argentina concluse altri due accordi con il FMI mentre era al governo il regime militare. Neppure l'intervento del FMI riuscì ad evitare il default.

Ed è proprio per questa ragione che l'accordo stipulato con il FMI in data 20 giugno 2018 attraverso il quale sono stati liquidati 14,916 miliardi di dollari non sia stato in grado di tranquillizzare i mercati. Si osservi che la volatilità del cambio si è mantenuto a livelli molto alti nei mesi successivi a causa della richiesta effettuata dal FMI che ha decretato che il sistema delle LEBAC dovesse essere abbattuto. Lo smantellamento del sistema delle LEBAC comportava però importanti conseguenze sul mercato dei cambi in quanto gli investitori avrebbero deciso di rifugiarsi nel dollaro, bene certamente più sicuro in un momento di crisi del cambio.

La risposta del governo fu quella tentare di tenere sotto controllo la situazione attraverso l'introduzione di un nuovo titolo indicizzato in dollari denominato LETES nonché attraverso l'introduzione di un limite massimo di dollari alla composizione del portfolio delle banche e scegliendo di mettere all'asta circa 100 milioni di dollari al giorno. Nonostante tali decisioni, il primo agosto del 2018 il governo decise di ridurre del 50% l'importo delle aste giornaliere che sommato alle difficoltà già esistenti sullo scenario internazionale legate alla crisi della lira turca aumentarono la volatilità e fu in quel periodo che il dollaro raggiunse i 30 pesos.

A partire dal 13 agosto dello stesso anno, le autorità monetarie, allo scopo di invogliare i risparmiatori ad indirizzarsi verso forme di investimento più consuete quali i pronti contro termine, chiamati plazos fijos, denominati in pesos, fissarono un aumento del tasso di sconto dell'45% annuo. I rendimenti che ne potevano conseguire dalla scelta di tali investimenti non possedevano, però, il carattere della stabilità in quanto facevano riferimento a depositi in pesos che potevano ridursi considerevolmente in caso di una svalutazione della moneta.

Un'ulteriore difficoltà da superare fu quella legata all'impossibilità di concludere l'accordo con FMI a causa del mancato raggiungimento degli obiettivi imposti dallo stesso al governo, fatta eccezione per quello relativo al deficit. Tale condizione impose al governo di tentare una nuova rinegoziazione dell'accordo con il FMI che fu certamente un motivo di maggiore insicurezza per gli investitori. Ed è proprio per questa ragione che nelle due settimane che seguirono il tasso di cambio continuò ad aumentare e si regolò ai 31,5 pesos per dollaro nonostante le considerevoli risorse investite dal governo per far fronte a tale svalutazione.

Ma l'aumento del tasso di cambio non era destinato ad arrestarsi. Infatti, a seguito della dichiarazione del Presidente Macri secondo cui il FMI aveva accettato la bozza di rinegoziazione poi successivamente smentita dallo stesso organismo internazionale, il 30 agosto 2018 il dollaro subì un'impennata e raggiunse i 42 pesos. La Banca Centrale dovette così impiegare ben 500 milioni di riserve e portare lo sconto al 60% per fronteggiare il caos che si era venuto a creare nei mercati.

Bisognerà attendere il 30 ottobre 2018 per vedere finalmente concluso l'accordo con il FMI che stanziò al governo argentino 5,631 miliardi di dollari.

La tabella [4] riassume i cambiamenti che sono stati introdotti tra la prima versione dell'accordo e quella effettivamente accolta.

Tabella [4]: differenze tra la prima e la seconda versione dell'accordo con il Fondo Monetario

Internazionale

	Unità di misura	Prima versione	Revisione	
		Jun-19	Ott-18	Lug-19
Somma totale dell'accordo	mld ARS	50.000	56.000	56.000
<u>Anni</u>		<u>2018-2023</u>	<u>2018-2023</u>	<u>2018-2023</u>
Pagamenti trimestrali: media 2018-2019 (senza la quota iniziale)	mld USD	2.723	7.311	
Pagamenti trimestrali: media 2020-2021 (senza la quota iniziale)	mld USD	2.723	987	987
Obiettivi fiscali				
Avanzo primario del governo nazionale (livello minimo)	mld ARS	-256	20	20
Emissione di nuovo debito esterno del governo nazionale (massimo)	mld ARS	0	0	0
Debito denominato in valuta nazionale (massimo)	mld ARS	14,9	45	45
Spesa sociale (livello minimo)		131	132	223
Obiettivo di inflazione		32%	<u>Accantonato</u>	<u>Accantonato</u>
Politica del cambio		Aste	Bande di non intervento	Intervento libero
Obiettivi monetari				
Variazione dello stock di riserve (minimo)	mld USD	5,5	9	13,1
Variazione dello stock di <i>futures</i> in dollari (massimo)	mld USD	0	-1,2	0
Variazione del canale del tesoro (massimo)	mld USD	0	0	0
Variazione negli attivi domestici netti della Banca Centrale (massimo)	mld USD	-46,2	-208,5	-101,5
Variazioni nella base monetaria (massimo)	mld USD	<i>senza monitoraggio</i>	0	-33
Proiezioni FMI (scenario avverso)		2018	2019	Attualità
Inflazione	var. %	31,7	20,8	57,3
Crescita del PIL	var. %	-1,3	0	-5,4
Tasso di sconto	var. %	43	26,8	65,4
Svalutazione del tasso di cambio reale	var. %	24	-2,2	32
Svalutazione del tasso di cambio nominale	var. %	55,7	18,6	89,3

Basato su dati ricavati dalla Banca Centrale

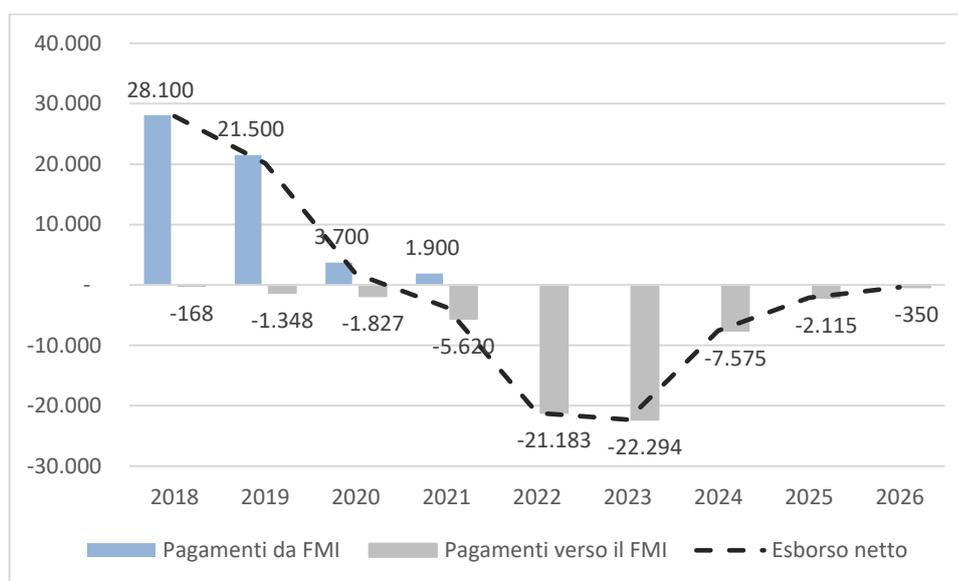
Dall'analisi della tabella si può osservare che la prima versione dell'accordo prevedeva obiettivi fiscali, di inflazione e una banda d'oscillazione massima e minima per il tasso di cambio. Attraverso la concessione di un prestito-ponte veniva garantita la liquidità sufficiente per far fronte alle necessità del paese tra la fase i) dell'austerità di bilancio/riordino dei conti e la fase ii) del ritorno all'emissione del debito e il termine dell'aiuto del Fondo.

Ben diversa è la situazione espressa dalla seconda versione dell'accordo ove si scelse di inasprire l'obiettivo fiscale e sparirono gli obiettivi legati all'inflazione e alla banda d'oscillazione massima e minima per il tasso di cambio. Con l'adozione di tale ultima versione dell'accordo venne, inoltre, autorizzata la Banca Centrale a vendere le proprie riserve quale strumento per tentare di contenere il tasso di cambio, eludendo la disposizione prevista all'articolo VI della Statuto del FMI che impedisce di finanziare la fuga di capitali dei paesi assistiti dal Fondo. In ultimo, è

stato aumentato l'importo dell'aiuto stanziato dal Fondo che è stato aumentato a 6 miliardi di dollari apportando alcune modifiche al calendario dei pagamenti. Infatti, i versamenti stabiliti per il 2020 sono stati anticipati al 2019, mettendo a disposizione del governo di Macri la maggior parte dei pagamenti provenienti dal Fondo.

Ciò che ne deriva è l'esplicita volontà di salvaguardare l'amministrazione di Macri nelle elezioni presidenziali dell'ottobre 2019. Il problema è che, come evidenziato nella figura [7], il contributo del Fondo nell'anno 2020 sarà quasi inesistente e nel 2021, l'Argentina dovrà iniziare a restituire le somme ricevute, somme che tra il 2022 e il 2023 si aggireranno intorno ai 43,5 miliardi di dollari.

Grafico [7]: esborso netto annuale dell'Argentina nei confronti del FMI



Basato su dati ricavati dalla Banca Centrale

Non si può non evidenziare che il Paese dovrà far fronte a questa situazione in una condizione di già forte indebitamento pubblico. Al fine di valutare il livello di indebitamento del paese e la sua sostenibilità è necessario soffermarsi su un indicatore che è diverso da quello classico relativo al rapporto tra debito estero (in dollari) e Pil. Il limite di tale indicatore è che il numeratore (il Debito estero) non risente di possibili svalutazioni del Peso, quando invece il denominatore ne è sensibile, essendo il PIL un risultato delle transazioni denominate in Pesos e poi

trasformate in Dollari. Pertanto, una possibile svalutazione della moneta locale potrebbe generare un aumento di tale indicatore, dovuto alla caduta del PIL argentino in dollari, senza che in realtà si siano contratti nuovi debiti in dollari, dando così un'informazione errata. Per rimediare a questo limite, è utile analizzare il rapporto debito estero/esportazioni, in modo che sia il numeratore che il denominatore siano aggregati che rappresentano transazioni in dollari. È favorevole mantenere tale rapporto inferiore a 1 poiché significa che un anno di esportazioni consente di ripagare il debito in dollari del paese; se invece fosse superiore a 1 indica che non è sufficiente.

Il rapporto tra il debito e le esportazioni è passato da 1 a oltre 3 durante l'amministrazione di Macri, comportando il fatto che oggi siano necessari oltre tre anni di esportazioni per poter provvedere alla copertura dello stock del debito in dollari. Dall'altro lato appare difficilmente realizzabile la possibilità di ripagare il debito con il Fondo con gli attivi delle partite correnti considerati anche i lunghi tempi previsti per lo sfruttamento delle riserve petrolifere di Vaca Muerta.

Le difficoltà in cui versa l'Argentina sono riscontrate anche dalla dichiarazione di default selettivo sui titoli di debito a breve scadenza del 29 agosto 2018 seguita dalla richiesta di ristrutturazione del debito restante denominato in dollari a più lunga scadenza. Tale scenario non può che portare l'Argentina di fronte ad una importante scelta che potranno solamente essere quella di rivolgersi per l'ennesima volta al Fondo Monetario Internazionale e trasformare l'accordo di stand by in un extended fund facility prolungando le scadenze dei pagamenti dietro l'adozione di significative riforme oppure dichiarare per l'ottava volta il default con la sospensione del pagamento dei debiti.

3.4 conseguenze dell'accordo con il FMI

Come già detto precedentemente, nel Maggio del 2018 il Peso raggiunse un tasso di cambio pari a 23,08 per 1 Dollaro contro i 15 dell'anno precedente. In seguito al fallimento dei tre tentativi di alzare i tassi di interesse (che portarono ad un

aumento totale del 40%) volti a ridurre il tasso di cambio, il Presidente Macri decise di fare appello al Fondo Monetario Internazionale per ottenere una nuova linea di credito che avrebbe dovuto aggirarsi intorno ai 30 milioni di Dollari. In tale occasione Macri annunciò di voler “lavorare per garantire un maggior sostegno al fine di affrontare il nuovo scenario internazionale ed evitare una crisi”, in quanto, secondo il Presidente, questo sarebbe stato l’unico modo per poter mettere fine ai periodi di stagnazione ereditati dal precedente Governo.

L’accordo con il FMI venne raggiunto nel giugno del 2018, ma la liquidazione di una parte del prestito (pari a 14,916 miliardi di Dollari) non si rivelò, però, sufficiente a rassicurare i mercati finanziari. Infatti, erano ormai troppe le volte in cui l’Argentina aveva chiesto un supporto al FMI senza che questo evitasse il verificarsi del default. Ne derivò, così, che la volatilità del cambio si mantenne su livelli molto alti nei mesi a seguire.

La situazione cambiò in seguito alle primarie presidenziali che si tennero l’11 agosto del 2019. Da questa votazione uscì vittorioso il candidato peronista di centrosinistra ed ex Primo Ministro Alberto Fernandez che si candidò accompagnato dall’ ex Presidente Cristina Kirchner.

In seguito a questo esito, ci fu un’immediata reazione da parte dei mercati finanziari che causò un aumento del tasso di interesse sui bond denominati in Dollari dal 10 al 13,5% e una riduzione dei prezzi dei titoli con scadenza nel 2028 da 77 a 62 centesimi. Ma non solo, poiché il tasso di cambio salì da 45 a 60 Pesos per 1 Dollaro, la Borsa di Buenos Aires registrò un crollo del 9% per poi precipitare a -37,93% e le probabilità di un default dell’Argentina nel giro di 5 anni salirono dal 49% al 75%. Tale situazione dimostrò quanto i mercati finanziari temessero un ritorno ad un controllo dei capitali e della valuta come avvenne con l’allora presidente Kirchner, mettendo così fine alle politiche messe in atto da Macri basate principalmente sul libero mercato economico e finanziario sotto il controllo del Fondo Monetario Internazionale.

In seguito alle primarie, inoltre, l’Agenzia Fitch abbassò il rating del debito sovrano dell’Argentina da B a CCC, mentre l’Agenzia Standard & Poor’s da B a B-, a causa

del timore crescente di un possibile default che si stava diffondendo nel Paese e all'estero.

L'allora Presidente Macri, vedendo come la situazione peggiorò per la minaccia di un ritorno dei peronisti, tentò di usare i mercati a suo favore sperando in un miglior risultato nelle elezioni che si sarebbero tenute in Ottobre. Non considerò però il fatto che avesse ormai perso la fiducia di molti Argentini, in particolar modo della classe media. Macri, infatti, fu eletto nel 2015 grazie alla sua campagna elettorale che puntava sul ridurre l'inflazione e la povertà, poiché in quel periodo l'inflazione toccava il 23,9% ed erodeva risparmi e salari. A causa della manomissione dell'indice di inflazione per mano del Governo precedente, non si possono avere delle stime precise per l'anno 2015 e 2016, ma nel 2017, sotto la presidenza di Macri, i prezzi salirono del 24,8% e nel 2018, l'anno in cui si verificò la crisi monetaria per la quale venne richiesto l'intervento del Fondo Monetario Internazionale, l'inflazione arrivò a toccare il 47,6%.

Inoltre il PIL continuò a crescere al ritmo medio annuo dello 0,1%, ma l'aspetto più grave furono i conti pubblici: l'Argentina alla fine del 2018 deteneva un debito pari all'86% del PIL contro il 52,6% del 2015.

Il report pubblicato dal Fondo Monetario Internazionale nel luglio 2019 mostrò come l'unico vero successo della sua presidenza fu quello di ridurre l'indebitamento a breve termine, mentre tutti gli altri valori erano al di sopra dei livelli di "allarme elevato".

Alcuni esempi furono: lo spread sui titoli sovrani rispetto ai Treasuries fu attorno ai 728 punti base (quando una prima soglia di allarme è a 200 e la seconda a 600); il fabbisogno di finanziamento esterno dell'intera economia era pari al 22% del PIL (quando le due soglie sono di 5 e 15%); la quota di debito pubblico detenuta da stranieri era attorno al 49% (contro le soglie che sono al 15% e 45%) ed infine il debito pubblico in valuta era pari al 76%, un valore che avrebbe generato ingenti perdite per una anche minima svalutazione del Peso.

In seguito a questa sconfitta il Ministro delle finanze Argentino, Hernan Lacunza, annunciò che il Governo avrebbe ristrutturato il proprio debito estero a corto,

medio e lungo termine. La loro proposta non fu quella di tagliare il capitale e gli interessi, ma semplicemente di posticipare i pagamenti in modo da avere il tempo per dare una maggiore stabilità all'economia, ridurre l'inflazione e attuare una riforma di controllo sul tasso di cambio. Le fonti ministeriali stimarono di rinviare un ammontare di titoli di circa 13 miliardi di Dollari, in modo che il Governo potesse poi disporre di Dollari in una quantità necessaria per portare il tasso di cambio a 1 Dollaro per 60 Pesos.

Questa proposta venne interpretata malamente dai mercati, i quali la considerarono già un preannuncio di crisi; infatti lo stesso giorno che venne resa pubblica tale ristrutturazione del debito, l'indice Merval della Borsa di Buenos Aires perse il 4,52% e il "rischio Paese" raggiunse il livello più alto dopo la ristrutturazione che venne fatta nel 2005 con un valore maggiore di 2.200 punti.

I 110 miliardi di Dollari che caddero in "Selective Default" appartenevano a tre categorie differenti di possessori: 57 miliardi di Dollari comprendevano titoli quali "Lete, Lecap, Lecer, Lelink" con scadenza 2020 (molto simili ai nostri Bot) e bonds emessi da Macri; 44 miliardi di Dollari si riferivano ai Debiti da restituire al FMI e, infine, 9 miliardi di Dollari erano quelli che il Fondo Monetario Internazionale doveva ancora erogare nei giorni seguenti.

In seguito alla riprogrammazione del debito, venne attuato un altro provvedimento d'urgenza al fine di fermare l'uscita di dollari dal Paese e l'interminabile svalutazione del Peso, il quale perse il 36% sul Dollaro in un solo mese. Vennero, così, attuati controlli molto severi sui cambi, quali ad esempio imporre alle imprese esportatrici di cambiare entro cinque giorni lavorativi oppure entro 180 giorni dall'esportazione del bene i Dollari incassati in Peso argentini. Inoltre, venne vietato alle persone fisiche di trasferire all'estero più di 10.000 Dollari senza una particolare autorizzazione da parte della Banca Centrale. Nonostante l'adozione di queste misure, si delinea una situazione assai diversa da quella del 2001 dato che non venne attuato nessun limite di prelievo dai depositi bancari dei risparmiatori Argentini e non venne introdotta nessuna restrizione sui viaggi all'estero che avrebbe potuto intaccare il normale funzionamento del

commercio estero. Questa scelta di Macri di imporre dei controlli sui cambi aveva come finalità quella di ridurre il più possibile l'utilizzo delle riserve della Banca Centrale, tentando di migliorare la situazione in vista delle elezioni del 27 Ottobre. Questa decisione fu però molto criticata, poiché fu chiaro a molti che l'Argentina in quel momento avesse bisogno di provvedimenti di più ampio respiro e non misure temporanee. Allora Macri aveva la possibilità di percorrere tre strade differenti: imporre controlli sui cambi, svalutare il Peso oppure sacrificare le riserve della BCRA. Lui scelse di attuare la strada che potesse dare i propri frutti nel breve termine, sancendo così la sua mancata riconferma nelle elezioni successive.

Quando giunse il mese delle elezioni, la situazione fu molto difficile poiché, come descritto precedentemente, 110 miliardi in Dollari di titoli furono appena dichiarati in "Selective Default", l'inflazione aveva raggiunto il 55%, si registrò una delle recessioni più gravi della storia del Paese. Inoltre, per tali ragioni, il Fondo Monetario Internazionale era già intervenuto al fine di evitare una crisi come quella del 2001 e le continue manifestazioni portarono a ben 35 morti nelle piazze. Mentre il Paese versava in queste condizioni, si presentarono alle elezioni due candidati con idee molto differenti: da una parte c'era l'attuale Presidente Mauricio Macri e dall'altra Alberto Fernandez, il quale ricoprì la posizione da capo di Gabinetto durante il governo di Cristina Kirchner. Quest'ultima infatti, anche se in modo defilato partecipò a tali elezioni in supporto di Fernandez, con il quale ottenne molti voti favorevoli durante le primarie. Gli Argentini dimostrarono, in quell'occasione, di aver un forte bisogno di cambiare, a causa della loro forte delusione del governo di Macri che non rispettò nessuna delle promesse fatte in fase di campagna elettorale. Egli, infatti, promise di ridurre l'inflazione e la povertà, ma quando lasciò il testimone al nuovo governo l'inflazione raggiunse il 55%, raddoppiando rispetto a quando salì al governo e la povertà triplicò raggiungendo un tasso pari al 35.4% della popolazione. La cosa più grave che molti cittadini argentini non riuscirono a perdonare al vecchio Presidente fu quella che l'Argentina, molto ricca di risorse, produceva cibo per 400 milioni di persone, però

non riusciva a sfamare un terzo della sua popolazione pari a 45 milioni di abitanti. L'economia era in recessione e venne stimato dal Fondo Monetario Internazionale che la caduta del Pil era pari al 3,1% nel 2019, stimando invece un -1,3% nel 2020. A causa della continua svalutazione del Peso, il mercato nero del cambio ebbe terreno fertile per aumentare le proprie dimensioni. Quando Macri vinse le elezioni nel 2015 per acquistare un Dollaro ci volevano 9 Pesos, ora invece erano richiesti più di 60 Pesos; questo, infatti, permise un aumento di scambi di valute su mercati illegali che erano riconosciute da tutti gli argentini e praticate in modo frequente.

La situazione era così grave che tutti i risparmiatori argentini avevano l'abitudine di scambiare immediatamente i propri soldi guadagnati in Dollari, l'unica moneta di cui si potevano fidare. Il peso arrivava a svalutarsi di settimana in settimana, se non di giorno in giorno in alcuni casi, perciò l'unica soluzione per i cittadini fu quella di detenere in Pesos solamente il necessario per l'acquisto di beni di prima necessità poiché si poteva svalutare velocemente e mantenere invece il resto del denaro in Dollari per avere una maggiore tranquillità. Questo portò ad avere attivi fuori dal sistema finanziario pari a 300 miliardi di Dollari, una somma di denaro che rappresentava l'85% del Pil, stimato attorno ai 350 miliardi di Dollari.

Questa fu la situazione che si delineò il 27 Ottobre del 2019, quando avvennero le elezioni. Come fu già anticipato dal risultato delle primarie, Alberto Fernandez vinse con il 48% dei voti e riportò il Peronismo a capo dell'Argentina. Alberto Fernandez fu il Primo Ministro sotto la presidenza di Nestor Kirchner dal 2003 al 2007 e continuò a ricoprire tale posizione anche durante la successiva presidenza di Cristina Kirchner, la quale lo aiutò durante la campagna elettorale. Dopo soli sette mesi, durante i quali il rapporto tra i due fu molto turbolento, Alberto Fernandez decise di abbandonare il proprio incarico e diventò uno dei maggior critici del movimento che lui stesso aveva contribuito a fondare. In quegli anni criticò in particolar modo le riforme e la politica economica che fu attuata dall'allora Governo. Inoltre, Fernandez criticò il meccanismo delle restrizioni sul cambio tra il Peso e il Dollaro e accusò il Presidente di negare l'esistenza della

povertà, quando in realtà quest'ultima era in continuo aumento; arrivando ad accusare il Governo di Cristina Kirchner di "avvalersi continuamente della logica della magia, nascondendo la realtà dei fatti" [come riportato in editoriale per il quotidiano "La Nación"].

Per tutti questi fatti, l'intera Argentina rimase colpita quando, nel Maggio del 2019, Cristina Kirchner presentò come candidato della coalizione peronista-kirchnerista Alberto Fernandez. Nonostante questa tanto discussa alleanza, i cittadini argentini, così delusi dalle mancate promesse del Presidente Macri che portarono il Paese ad una recessione che perdurava da due anni (con un tasso di inflazione pari al 55% e un tasso di povertà al 35%), preferirono affidarsi ad un ritorno dei Peronisti. La moneta argentina scivolò a quota 65 Pesos per un Dollaro e la Banca Centrale, da metà agosto, aveva bruciato 22 miliardi di Dollari per tentare di frenare questa svalutazione.

Il 29 Ottobre 2019, intervenne innanzitutto la stessa Banca Centrale, la quale varò i primi provvedimenti restrittivi abbassando drasticamente il limite per gli acquisti in Dollari. Tale misura venne attuata poiché l'Argentina è un Paese centrato sul Dollaro, dove con quel poco che i cittadini riescono a mettere da parte acquistano Dollari e li tengono "sotto il materasso" per evitare possibili svalutazioni. Il Dollaro, infatti, è l'unica moneta affidabile, perciò si guadagna in Pesos, ma si risparmia in Dollari. Per ostacolare questa propensione dei risparmiatori argentini, la BCRA impose un limite di acquisto di 200 Dollari al mese nel caso in cui si possedesse un conto bancario e di 100 Dollari se invece li si vuole acquistare in contanti. Tale provvedimento venne emanato con scadenza a metà dicembre del 2019.

L'Argentina rimane nel corso degli anni un Paese bi-monetario: tutti i beni di prima di necessità vengono comprati con la propria valuta locale, mentre l'acquisto di macchine, case o altri beni che comportano un alto esborso di denaro, avviene tutto in Dollari. Questo è da sempre uno delle più grandi difficoltà dell'Argentina con cui hanno dovuto fare i conti i Governi che si sono succeduti a partire dai peronisti per finire ai liberisti. Tutti hanno sempre avuto l'illusione di potersi indebitare in Dollari e di poter poi restituire il dovuto in Pesos. Questa convinzione

ha sempre portato il Paese in grandi difficoltà, raggiungendo in alcuni casi default di grandi dimensioni.

Il 10 Dicembre 2019 entrò in vigore, in modo definitivo, il nuovo Governo di Fernandez. Egli ereditò un Paese in recessione, ostacolato dalla mancanza di fondi per onorare il debito sovrano, da strettissimi controlli valutari e da un'alta inflazione. Le possibilità di successo di Fernandez dipendono fortemente dalla sua capacità di ristrutturare il debito con il Fondo Monetario Internazionale e con i creditori privati. Quando l'attuale presidente ricoprì la sua posizione, dichiarò subito che le sue più grandi sfide erano principalmente tre: l'inflazione, le riserve della Banca Centrale e il già nominato Debito con il FMI. A Dicembre del 2019 il tasso di aumento dei prezzi dei beni al consumo toccò il 55%, un valore che non fu mai raggiunto nella storia dell'Argentina e che rappresentò la più grande sconfitta del Governo dell'ex Presidente Mauricio Macri. L'inflazione fu già un tasto molto dolente per Cristina Kirchner, la quale durante il proprio incarico arrivò a manomettere i dati pubblicati dal Governo per nascondere le reali stime. Paradossalmente il 25% di inflazione raggiunto dall'allora Kirchner venne reputato, in un secondo momento, un successo rispetto agli altissimi valori raggiunti con la gestione di Macri. Inoltre, con Macri, non solo l'inflazione crebbe a dismisura ma i salari non vennero adeguati ai prezzi crescenti e in questo modo il tasso di povertà schizzò al 33%.

Per quanto riguarda invece il Peso, quest'ultimo fu caratterizzato da una svalutazione del 70% da inizio 2018. Per tali ragioni la Banca Centrale non ebbe altra scelta se non attuare un limite di 200 Dollari per l'acquisto di tale valuta estera e per chi avesse voluto oltrepassare tale limite, il "prezzo" della moneta sarebbe diventato più alto. Tali misure di controllo, attuate per sostenere la valuta locale, richiesero una spesa pari a 30 miliardi di Dollari da parte della Banca Centrale, determinando una forte riduzione delle riserve.

Infine, la terza grande sfida riguarda il debito e il Fondo Monetario Internazionale: il debito subì un fortissimo incremento durante la presidenza di Macri arrivando a rappresentare l'81% del PIL, a differenza del 2015 quando era pari al 53%.

All'interno di questa percentuale è anche da considerare il prestito pattuito dal FMI pari a 57 miliardi di Dollari nel 2018, dei quali vi era un'ultima tranche di 11 milioni ancora da versare alla fine del 2019. Una delle più grandi prove di Alberto Fernández è stata ed è ancora tuttora quella di rinegoziare un accordo per questi 57 miliardi, cercando di prolungare la scadenza del debito e di allentare gli obiettivi fiscali. Un accordo con il FMI sarà fondamentale per il successo o il fallimento della nuova amministrazione di Fernández. Tuttavia, l'austerità che fu pattuita dal precedente Presidente e il Fondo, non sarebbe attuabile da Fernandez poiché è fortemente contrastata dai movimenti sindacali e sociali. Una possibile decisione di opporsi a tali movimenti a favore dell'austerità aumenterebbe troppo il rischio di disordini sociali.

Fernandez, per evitare proteste, raggiunse un accordo con i sindacati e il settore privato, chiedendo a tutti i settori di fare dei sacrifici per affrontare e superare la crisi. I sindacati accettarono in linea il principio di controllo dei salari e il congelamento temporaneo delle retribuzioni, riducendo così il rischio di proteste e scioperi nei primi sei mesi della nuova amministrazione.

Tuttavia, Fernandez deve ancora presentare un piano economico che permetta di condurre negoziati significativi con i creditori, anche se dai primi commenti potrebbe sembrare che i rappresentanti del FMI possano essere d'accordo con le prime misure che ha annunciato. Tra queste misure possiamo annoverare l'aumento delle tasse sui beni personali e sulle principali esportazioni che coinvolsero diversi settori (fino al 33% sulla soia, 15% sul mais, 8% sugli idrocarburi e minerali e il 5% su alcuni prodotti finiti) e una tassa del 30% sugli acquisti dei Dollari, nel tentativo di raccogliere ulteriori entrate per controllare il deficit fiscale. Il Governo si impegnò ad utilizzare il 70% di tale incremento dei proventi per i programmi sociali e il rimanente per le infrastrutture e gli alloggi.

Inoltre per contenere l'inflazione ci fu un ritorno al controllo dei prezzi, in particolare per i beni di base, e un congelamento delle tariffe dei servizi pubblici, dopo che erano state revocate dal Governo filo-imprenditoriale dell'ex Presidente Mauricio Macri nel 2016. Fernández, infatti, dichiarò fin dal principio del suo

incarico che avrebbe dato priorità alla riduzione della povertà e allo stimolo fiscale che, invece, al rimborso del Debito.

Attuò, per tale ragione, un pagamento delle pensioni più elevato per le persone povere e crediti diretti per le piccole e medie imprese. La situazione occupazionale era talmente grave che il Governo dovette dichiarare attraverso un decreto “l'emergenza occupazionale”, come conseguenza al fatto che il tasso di disoccupazione raggiunse nel secondo trimestre del 2019 il 10,6%, con un aumento dell' 1% rispetto all'anno precedente. Incentivarono, infatti, l'attuazione di riforme con l'obiettivo di “generare occupazione regolare nel settore privato”, come ad esempio il raddoppiamento dell'indennità prevista dalla legislazione vigente, nel caso di licenziamento senza giusta causa.

Poichè il debito che ereditò nei confronti del Fondo Monetario Internazionale e dei creditori privati era pari a 100 miliardi di Dollari, il 20 Dicembre 2020 il Governo rinviò al 31 Agosto 2020 il pagamento di tutti i titoli detenuti in Dollari per un valore totale di 9 miliardi, escludendo da tale provvedimento i cittadini privati e le provincie. In seguito a tale decisione, le Agenzie di Rating declassarono l'Argentina: l'Agenzia Fitch optò per un downgrade a “default ristretto”, mentre Standard&Poor's “default selettivo”.

Come si è visto più volte nella storia, questi provvedimenti di solito hanno portato a una ristrutturazione del debito argentino, che in quel momento ammontava a 330 miliardi di Dollari.

L'austerità sarà comunque necessaria se il Governo vuole garantire le condizioni per negoziati significativi con il FMI e i creditori privati. Fernández ha dimostrato più volte di essere disposto a mantenere l'accordo, ma richiedendo però una scadenza prolungata.

In caso contrario, il mancato raggiungimento di un accordo e l'impossibilità di accesso dell'Argentina ai mercati dei capitali significherebbe un altro default per lo Stato. Tuttavia, l'adozione di misure di austerità, quando il Paese è in recessione e la povertà è arrivata al 40% della popolazione, sarebbero controproducenti da un punto di vista politico. Fernandez, infatti, dichiarò durante il suo discorso di

insediamento che non sarebbe disposto a rischiare di imporre un'austerità estesa a scapito dei cittadini argentini e ammonì che l'Argentina "vuole pagare il suo debito ma non ha le risorse per farlo", sostenendo che se l'economia non ricomincia a crescere, sarà impossibile onorare gli obblighi di debito esistenti.

Conclusioni

Da quando Fernandez è diventato Presidente nel Dicembre del 2019 ha attuato una serie di riforme d'emergenza in ambito fiscale e monetario quali l' aumento delle entrate fiscali pari all'1,5-2,0% del Pil e l'introduzione di controlli sui capitali e sui prezzi per ridurre l'inflazione e il tasso di cambio. Queste sono delle soluzioni di breve termine che sono state varate con il fine di migliorare temporaneamente le condizioni economiche e finanziarie dell'Argentina per poter poi attuare una ristrutturazione del debito pubblico che ormai si assestava al 94% del PIL.

In questi primi mesi del 2020, si vedono stabilizzarsi i dati economici di fine 2019 dopo che si è verificata una profonda recessione di due anni, la quale causò una contrazione del PIL pari al 6%. Attualmente le stime registrano una lieve recessione nel 2020, ma possono ancora cambiare a causa del deterioramento del quadro macro-economico mondiale generato dal diffondersi di una potente epidemia da coronavirus.

Anche le aspettative d'inflazione sono in forte calo, passando dal 54% annuo del 2019 al 40%.

A inizio Febbraio sono stati avviati i contatti tra il governo argentino e i dirigenti del Fondo Monetario Internazionale con il fine di trovare una soluzione alla situazione finanziaria in cui versa il paese.

Il debito argentino appare sempre meno sostenibile dal momento che per poterlo ripagare lo stato dovrebbe riuscire ad ottenere degli avanzi primari troppo alti e intollerabili sul piano politico ed economico.

Fino ad adesso i creditori internazionali hanno sempre creduto che la ristrutturazione del debito che Fernandez vorrebbe attuare alla fine di Marzo consista solamente nell'allungare le scadenze dei bond. Molto probabilmente questo non basterebbe e sarebbe necessaria una profonda revisione delle condizioni contrattuali, compresa la riduzione del valore nominale dei bond e quello delle cedole.

Questo rischia di mettere a dura prova molti creditori privati, i quali si vedono ridurre il valore nominale dei bond detenuti. Il Fondo Monetario Internazionale

aveva stanziato 57 miliardi di Dollari nella primavera di due anni prima come era stato pattuito con il governo di Macri e questo fu il prestito più grande che sia mai stato varato per un solo paese. Poichè 13 miliardi di Dollari non erano ancora stati versati dal FMI, il Presidente Fernandez ha richiesto che non venissero erogati mantenendo così l'obbligo di restituzione dei restanti 44 miliardi.

A differenza degli investitori privati che rischiano di assistere ad una riduzione del valore nominale dei titoli detenuti, il Fondo Monetario Internazionale sarà obbligato a posticipare le scadenze per il rimborso del prestito, nonché al taglio delle cedole se non addirittura alla loro definitiva sospensione.

Si osservi che entro Marzo 2020, l'Argentina sarà costretta a rimborsare 34,3 miliardi di Dollari. Considerato che solo 4,2 miliardi sono stati erogati sotto le leggi internazionali, è possibile che il Paese valuti l'opzione di rimborsare in prima istanza le obbligazioni detenute da creditori stranieri e solo successivamente quelle detenute dai cittadini argentini emesse sotto le leggi locali.

È inevitabile, però, che senza una ripresa economica del Paese non sarà possibile circoscrivere le perdite ai soli investitori argentini, ma le stesse si ripercuoteranno anche sugli investitori stranieri e sul Fondo Monetario Internazionale.

Inoltre, ora c'è un altro gravissimo problema da valutare: l'impatto del Coronavirus.

Questo, infatti, aggraverà la recessione in cui l'economia argentina è sprofondata dall'inizio del 2018, portando a quella che inizialmente era stata prevista una contrazione del PIL dell'1,5% ad un calo del 2%, secondo quanto è stato riportato dalla società di consulenza Ecolatina e l'economista Orlando Ferreres. Questo calo, per un PIL di circa 450 miliardi di dollari, significa una perdita di produzione di beni e servizi di poco più di 2 miliardi di dollari in termini di valore aggiunto.

Un primo effetto sarà il calo del settore agricolo, sia per l'effetto prezzo (prezzi più bassi delle materie prime agricole) sia per le minori quantità, a causa di una forte riduzione della domanda mondiale. Questo a sua volta avrà un impatto sul valore delle esportazioni e sulle entrate fiscali.

Secondo le stime della società di consulenza Abeceb, il calo delle esportazioni è ora stimato di circa 3,5 miliardi di dollari.

Ci sono settori in cui l'impatto sarà decisivo e quasi interamente attribuibile a questa pandemia. Il settore turistico ne risentirà molto sia per lo spostamento interno dei viaggiatori locali sia per il turismo da paesi esteri. Le prospettive di turismo invernale sono molto pessimistiche, aggravate dal fatto che uno dei principali paesi di provenienza dei visitatori stranieri in inverno, il Brasile, ha appena subito una forte svalutazione della propria moneta e quindi ha reso l'Argentina relativamente più costosa come destinazione.

Oltre al turismo, ci sono da considerare anche gli effetti sul commercio e sul resto delle attività economiche, perché un maggior grado di isolamento implica minori livelli di consumo, che causa a sua volta una forte riduzione della produzione. Tenendo sempre in considerazione il fatto che la produzione ne aveva già risentito quando il virus colpì solamente la Cina, poiché l'approvvigionamento delle materie prime, dei ricambi e prodotti intermedi cinesi fu limitata drasticamente. Come già annunciato in precedenza, quello che era già stato previsto come un calo dell'1,5% del PIL, è peggiorato secondo le previsioni più recenti salendo al 2%. Tanti fattori come il calcio che si gioca senza spettatori, una riduzione delle persone che escono al ristorante oppure al cinema, portano un effetto pari a quell'ulteriore contrazione dello 0,5%. Si prevede il verificarsi di una situazione molto simile a quella che avvenne nel 2008, con la crisi del credito "subprime" negli Stati Uniti, che si era estesa all'Europa e al mondo intero.

L'indicatore rischio paese sottolinea ancora una volta quanto lo Stato Argentino sia in forte difficoltà, poiché mentre tale indicatore calcolato da J.P. Morgan per l'Argentina è salito da 2.420 punti lunedì 6 marzo, e ha chiuso la settimana a 3.100 punti dopo aver sfiorato i 3.200 punti (un aumento di quasi 700 punti), il rischio paese del Brasile è aumentato di 105 punti, quello della Colombia di 139 punti e quello dell'Uruguay è aumentato di 53 punti appena.

Dei 20 mercati emergenti per i quali Morgan calcola l'EMBI (Emerging Market Bond Index), l'incremento di rischio più vicino a quello dell'Argentina è stato quello

dell'Ucraina (altro paese che è stato protagonista di una forte ristrutturazione del proprio debito), che è salito di 319 punti, meno della metà di quello argentino.

Sebbene l'economia cinese stia lentamente tornando alla normalità, la situazione in Occidente sta peggiorando pericolosamente e comincia a incidere sul normale sviluppo sociale, politico ed economico. La chiusura delle frontiere, la cancellazione dei voli, la sospensione di eventi di massa fanno parte di un'agenda politica che ha preso una svolta violenta ed è oggi incentrata quasi esclusivamente sul controllo della pandemia; a livello economico, c'è un forte deterioramento nel commercio internazionale e una paralisi dei consumi e della produzione in quei Paesi dove una parte rilevante della popolazione è in quarantena.

L'impatto che avrà questa pandemia sull'attività economica sarà significativo. Dal punto di vista commerciale, anche se l'Argentina è uno dei Paesi con la minore apertura commerciale al mondo, c'è da considerare che una parte rilevante della sua produzione è destinata alla Cina, agli Stati Uniti e all'Europa, il che spiega circa il 30% delle loro esportazioni. Lo shock della domanda che questi Paesi stanno avendo influirà sicuramente sul volume delle vendite argentine; allo stesso tempo, il prezzo delle materie prime è sceso nelle ultime settimane e non è chiaro se si riprenderà nel breve termine.

Anche le importazioni diminuiranno, ma meno delle esportazioni.

L'unica nota positiva che si può intuire in questo scenario è che il calo dei prezzi internazionali e le svalutazioni di partner commerciali come il Brasile contribuiranno a ridurre l'inflazione locale finché non ci sarà una nuova ripresa del dollaro ufficiale. Allo stesso modo, anche se il crollo del prezzo del petrolio paralizza l'attività locale nel settore, si può affermare che lo stesso, nel contempo, aiuti a contenere la pressione degli aumenti delle tariffe e del carburante. Analizzando questa situazione è stata prevista una riduzione del tasso di inflazione dal 37,5% al 35%.

In conclusione, l'Argentina si trova attualmente in una situazione economico-finanziaria di forte difficoltà che impone al governo di porre in essere delle misure cautelative volte a fronteggiare il rischio di un possibile default derivante

dall'attuale impossibilità del Paese di remunerare il debito pubblico senza il raggiungimento di accordi con gli investitori e il Fondo Monetario Internazionale.

Il Governo di Fernandez si auspica di riuscire a contenere la diffusione del coronavirus attuando misure di prevenzione quali la sospensione delle scuole, la chiusura delle frontiere, modifiche nei trasporti pubblici, isolamento forzato, smart-working per i lavoratori e il divieto di qualsiasi assembramento di persone, in modo tale da ridurre ulteriori esborsi e ripercussioni sull'economia già fortemente indebolita del Paese.

Bibliografia

- Calvo, G., A. Izquierdo and E. Talvi (2002): "Sudden Stops, the Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons," IADB, mimeo.
- De la Torre, A., Levy Yeyati E. and S. L. Schmukler (2003): "Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board," The World Bank, mimeo.
- Galiani, S. (2001): "Labor Market Reform in Argentina: Where Do We Stand?," Stanford University, mimeo.
- Fiess, N. (2002): "Capital Flows, Country Risk and Contagion," The World Bank, mimeo.
- Powell A. (2002): "Argentina's Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economist, Bad Politics, Bad Advice," Paper Prepared for Brookings Trade Conference, Washington DC.
- Sachs, J. (2002): "Understanding and Responding to Argentina's Economic Crisis," Center for International Development – Harvard University, mimeo.
- World Bank (1998): Argentina: Financial Sector Review, Report n. 17864-AR, September, p. 39-61, and Appendix A.
- Fondo Monetario Internacional: Informe País del FMI N° 16/69 – Argentina, Evolución Económica, April 2015.
- K Abts, S Rummens. Populism versus Democracy. Political Studies, volume 55, issue 2, p. 405 – 424, pubblicato nel 2007
- D Acemoglu, J A Robinson, Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty, pubblicato nel 2012
- N Cachanosky, Reflexiones Sobre la Economía Argentina, posted in 2017
- Nicolas Cachanosky, Adrian O. Ravier, A Proposal of Monetary Reform for Argentina: Flexible Dollarization and Free Banking, Vol. 19, No. 3, pp. 397-426
- Cortés Conde, R, The Political Economy of Argentina in the Twentieth Century, pubblicato nel 2008

- P Guido, G Lazzari, Apuntes Sobre la Caída de la Economía Argentina: Se Puede Evitar todo Menos las Consecuencias, Libertas, volume 38, p. 107 – 170, publicado nel 2003
- Giampaolo Galli, Pietro Mistura, Lezioni dall'Argentina, 18 Settembre 2019
- Statement of Osvaldo Guglielmino, Procurador del Tesoro de la Nación Argentina, American University, 24 October 2007
- Business Monitor, Argentina Business Forecast Report, 12 Settembre 2015
- ResearchGate, Andres Wainer, Economía y política en la Argentina kirchnerista (2003-2015), April 2018
- Alfredo Eric Calcagno, Journal of Economic Literature, La situación económica de la Argentina, 2015
- A Coremberg, Measuring Argentina's GDP Growth: Myths and Facts, World Economics, volume 15, issue 1, p. 1 – 31, 2014
- P Guido, G Lazzari
- Apuntes Sobre la Caída de la Economía Argentina: Se Puede Evitar todo Menos las Consecuencias, Libertas, volume 38, p. 107 – 170, 2003
- S H Hanke, Why Argentina Did Not Have a Currency Board?, Central Banking Journal, volume 18, issue 3, p. 56 – 58, 2008
- International Monetary Fund, Statement by the IMF Executive Board on Argentina, Febbraio 2013
- K Kulkarni, B James
- Critique and Analysis of Currency Crisis in Argentina, Journal of Applied Business and Economics, volume 9, issue 3, p. 11 – 23, 2009
- G Sandleris, M L J Wright
- The costs of financial crises: Resource misallocation, productivity, and welfare in the 2001 Argentine crisis, Scandinavian Journal of Economics, volume 116, issue 1, p. 87 – 127, 2014
- Roberto Lampa, Nicolas H. Zeolla, Dalla crisi del cambio al salvataggio del FMI: cronaca del naufragio Argentine, vol. 72 n. 287, Settembre 2019

- Claudia J. Daniel, Cecilia T. Lanata Briones, Battles over numbers the case of the Argentina consumer price index 2007-2015, 2019
- IMF Country Report N° 19/99, Third Review under the stand-by arrangement, request for waivers of applicability and modification of performance criteria, and financing assurances review – press release; International Monetary Fund, Aprile 2019
- IMF Country Report N° 19/232, Fourth Review under the stand-by arrangement, request for waivers of applicability and modification of performance criteria, and financing assurances review – press release; International Monetary Fund, Luglio 2019
- Gabriele Ciminelli, Davide Furceri, Jun Ge, Jonathan D. Ostry, Chris Papageorgiou, The political Costs of reforms: Fear or Reality?, Ottobre 2019
- Mark Allen, Onno de Beaufort Wijnholds, José María Fanelli, Ricardo Ffrench-Davis, Bernardo Lischinsky, José Antonio Ocampo, Dani Rodrik, Rogerio Studart, the Crisis that was not Prevented, edited by Jan Joost Teunissen and Age Akkerman, Gennaio 2003
- Agénor, P. (1990). Parallel currency markets in developing countries: Theory, evidence, and policy implications. Evidence, and Policy Implications (December 1990). IMF Working Paper, 1-52.
- Ares, C. (2002, January 16). El 'corralito' asfixia la economía argentina. [the "corralito" suffocates the Argentine economy]. El País.
- Comunicación "A" 4864. mercado único y libre de cambios. operaciones de compra y venta de valores. Banco central de la república argentina. [communication "A" 4864. single and free-floating foreign exchange market. operations in the security market. Argentine central bank], (2008).
- Bermúdez, I. (2003, March 30). El 40% de los argentinos vive con menos de un dólar diario. [40% of Argentines live with less than 1 dollar a day]. Clarín
- Binici, M., Hutchison, M. M., & Schindler, M. M. (2009). Controlling capital? legal restrictions and the asset composition of international financial flows. International Monetary Fund.

- Burke, H. (2012b, August 8). Argentina repays \$2.2 bln debt, part goes to dollar-hungry locals. Reuters.
- Cardarelli, R., Elekdag, S., & Kose, M. A. (2009). Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses. International Monetary Fund
- Congressional Research Service. (2013). Argentina's defaulted sovereign debt: Dealing with the "Holdouts". (CRS Report for Congress No. R41029). Washington DC: Hornbeck, J. F.
- Damill, M., Frenkel, R., & Rapetti, M. (2006). The argentinian debt: History, default, and restructuring.
- De Gregorio, J., Edwards, S., & Valdes, R. O. (2000). Controls on capital inflows: Do they work? *Journal of Development Economics*, 63(1), 59-83.
- Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines, J. R. (2006). Capital controls, liberalizations, and foreign direct investment. *Review of Financial Studies*, 19(4), 1433-1464.
- Edwards, S. (2015). Sovereign default, debt restructuring, and recovery rates: Was the argentinean "Haircut" excessive? *Open Economies Review*, 1-29.
- Eichengreen, B. (2001). Capital account liberalization: What do Cross Country studies tell us? *The World Bank Economic Review*, 15(3), 341-365.
-

Ringraziamenti

Vorrei ringraziare il prof. Franco Varetto, relatore di questa tesi di laurea, oltre che per la professionalità e la serietà dimostratami, per la totale collaborazione e disponibilità del proprio tempo durante il periodo di redazione del presente elaborato. Senza il Suo aiuto questo percorso non sarebbe stato possibile.

Un ringraziamento speciale a mia madre e mio padre che, con il loro dolce e instancabile sostegno, sia morale che economico, mi hanno permesso di superare gli ostacoli ed arrivare qui, oggi, a questo importante e fondamentale traguardo della mia vita, il quale sono fiera di poter condividere con loro.

Desidero ringraziare in modo profondo le mie sorelle, le quali hanno condiviso con me parte di questo percorso, fatto di momenti difficili come di gioia irrefrenabile, sempre pronte a spronarmi e ad accompagnarmi verso i miei traguardi. Non ci sono parole per descrivere quello che voi siete per me e il legame fortissimo che ci lega. Siete tutto: le mie sorelle maggiori, le mie amiche e anche le mie mamme quando sbaglio. Vi devo tutto quanto!

Un grandissimo grazie alla mia numerosissima famiglia, che ha sempre saputo restare unita di fronte a qualsiasi difficoltà. Con l' esempio di ognuno di voi mi avete insegnato tantissimo e per me siete un grande orgoglio.

Vorrei ringraziare Marisa, la nostra sorella maggiore acquisita che ha contribuito per la nostra crescita. Il tuo fare amorevole alternato con atteggiamenti da "carabiniere" hanno aiutato il lavoro di mamma e papà nella nostra educazione. Sei entrata nelle nostre vite fin quando noi eravamo piccoline e da lì hai conquistato il nostro cuore e la nostra fiducia. Quando penso alla famiglia e a casa, penso anche a te.

Un caloroso grazie alle mie amiche di sempre Beatrice, Erika, Carola, Giulia, Giulia, Camilla e Angelica che rendono semplicemente meravigliosa la mia vita. Amiche che sono sempre presenti sia nei momenti difficili che in quelli belli e grazie a loro ho sempre avuto la fortuna di vivere appieno ogni momento fin dalle superiori. La nostra forza è l'unione che ci lega, che non si è mai dissolta anche quando ognuna di noi ha scelto percorsi differenti.

Ringrazio Rossi e Lollo, che da quando ho avuto la possibilità di legarmi così tanto a voi siete diventati una costante nella mia vita. Non può passare una settimana

senza che non ci sentiamo e il vostro supporto è stato fondamentale in questo percorso. I vostri consigli e i bei momenti passati insieme mi hanno sempre dato la forza di affrontare ogni ostacolo.

Un ringraziamento speciale va ai miei compagni di corso Andrea, Giacomo, Giovanni, Monica, Giorgia, Peppe, Alessandro, Federico, ormai diventati veri e propri amici, i quali mi hanno fatto compagnia durante questi anni di Università e che hanno reso questo percorso meno faticoso e anche... divertente

Un ringraziamento a tutte le persone che con un proprio sorriso, abbraccio, consiglio e anche rimprovero mi hanno permesso di arrivare qui. È solo per merito di tutti quanti voi se sono riuscita a raggiungere questo traguardo ed è per me un grandissimo onore poterlo condividere insieme.

Infine, l'ultimo ringraziamento va a una delle persone più importanti della mia vita, Michele. È anche per merito tuo se sono qui. Tu mi hai incontrato il primo anno di università quando mi sembrava impossibile raggiungere questa laurea e prendendomi per mano non ti sei mai stancato di darmi l'appoggio e il supporto di cui avevo bisogno per proseguire. Non hai mai smesso di credere in me e questo mi ha dato la forza di proseguire e superare ogni esame che veniva dovutamente festeggiato insieme come se lo avessi sostenuto anche tu. Per tutto l'aiuto che mi hai dato, continuerò a ribadire che dovrebbero dare una laurea in Ingegneria Gestionale anche a te.

Grazie di cuore a tutti!