

ANGELO MICHELE PIEDIMONTE
UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PARMA¹

L'ARGENTINA: DALLA CRISI FINANZIARIA ALLA SITUAZIONE ATTUALE

Abstract

Il presente lavoro analizza l'evoluzione recente dell'economia argentina con l'obiettivo di studiare le dinamiche che hanno condotto il Paese latino-americano dalla crisi finanziaria e reale del 2001 all'attuale fase di crescita economica. Innanzitutto viene proposta un'analisi della crisi volta a studiare gli sviluppi macroeconomici che hanno costretto l'Argentina ad abbandonare la parità di cambio con il Dollaro ed a dichiarare il default sul debito pubblico in un contesto di marcata recessione. L'elaborato quindi studia il processo di espansione economica analizzando i fattori che hanno contribuito all'attuale fase di sviluppo. A tale proposito viene sottolineata l'importanza della decisione assunta dalle autorità economiche di adottare un regime di cambio flessibile, fatto questo che ha restituito competitività alla valuta locale consentendo un marcato miglioramento del saldo delle Partite Correnti. Viene rimarcato nel lavoro il ruolo determinante giocato dalla stabilizzazione del quadro politico-istituzionale e dalla normalizzazione del sistema monetario e finanziario ottenuta nel 2002-2003 tramite la rimozione dei vincoli, imposti durante la crisi, sui depositi bancari e sulle operazioni in valuta estera. Il miglioramento del contesto macroeconomico ha portato ad un graduale ritorno della fiducia dei mercati nei riguardi dell'Argentina, ad un miglioramento delle aspettative ed a una diminuzione dei tassi di interesse; questa discesa dei tassi ha favorito gli investimenti che, a loro volta, hanno contribuito alla ripresa ed al rilancio del livello di attività economica. L'incremento del reddito nazionale ha stimolato la domanda interna ed i consumi privati. Nell'elaborato viene inoltre analizzata la questione della ristrutturazione del debito sovrano sottoposto a default sottolineando come questa problematica potrebbe incidere in modo determinante sull'evoluzione futura dello sviluppo argentino.

¹ Estratto della Tesi di Laurea di Angelo Michele Piedimonte presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Parma, Corso di Laurea in Economia e Commercio, relatore Prof. Giovanni Verga. E-mail angelomichele.piedimonte@studenti.unipr.it

INTRODUZIONE

L'Argentina ha riscontrato nel corso del 2003 un deciso miglioramento delle proprie condizioni macroeconomiche evidenziando un'evoluzione positiva delle variabili reali e finanziarie. Il Paese latino-americano ha fatto registrare livelli di crescita notevoli realizzati in un contesto di progressiva stabilizzazione del sistema monetario e finanziario.

Il quadro economico attuale stride in modo netto con la situazione che il Paese oggetto di studio ha vissuto nel corso degli anni recenti, caratterizzati prima dalla recessione iniziata alla metà del 1998 quindi dalla drammatica crisi del 2001-2002, quando si è registrato un marcato peggioramento del livello di attività economica accompagnato dal totale dissesto del sistema finanziario.

L'obiettivo del presente lavoro è quello di illustrare le dinamiche che hanno condotto l'Argentina all'attuale fase di ripresa economica, ponendo particolare attenzione al processo di normalizzazione degli aggregati monetari e finanziari ed a quello di stabilizzazione generale delle condizioni ambientali. Risulta d'importanza fondamentale per la comprensione dell'attuale stato dell'economia argentina l'analisi della profonda crisi che ha colpito recentemente il Paese e lo studio degli specifici squilibri che hanno indotto le autorità economiche, nel Dicembre del 2001, ad imporre stringenti limiti al sistema creditizio e ad annunciare la sospensione dei pagamenti sul debito pubblico, dichiarando così il default più grande della storia.

Il presente lavoro inizia proponendo un'analisi della crisi. Ha contribuito in modo determinante alla formazione degli squilibri che hanno condotto alla crisi la decisione delle autorità economiche argentine di adottare, nell'Aprile del 1991, un Currency Board che fissava rigidamente il tasso di cambio tra il Peso, la valuta locale, ed il Dollaro. I disequilibri indotti da tale scelta sono rimasti in incubazione fino al 1998 quando lo scenario argentino, segnato da un'apparente stabilità macroeconomica, ha subito gli shock delle crisi finanziarie registrate nel sud-est asiatico ed in Russia; questi eventi hanno provocato un deflusso di capitali ed un deciso incremento dei tassi di interesse. Ciò si è ripercosso sull'equilibrio della bilancia dei pagamenti e su quello del settore pubblico. Per quanto concerne il primo aspetto dobbiamo sottolineare che la parità tra Peso e Dollaro, adottata a dispetto dei marginali rapporti commerciali intrattenuti con gli Stati Uniti, aveva indotto una sopravvalutazione reale della valuta argentina che rendeva le merci domestiche troppo costose in termini relativi sui mercati esteri; questa tendenza si è accentuata in seguito alla crisi finanziaria del Brasile, principale partner dell'Argentina. La svalutazione del Peso ha portato alla manifestazione di disavanzi delle partite correnti che, con il passare dei mesi, divenivano sempre più consistenti a causa dei saldi negativi associati alla corresponsione degli interessi sui capitali esteri investiti in Argentina; ciò era dovuto sia all'incremento dei tassi d'interesse che all'espansione del debito estero.

Il settore pubblico, da parte sua, era caduto in una spirale debitoria che lo costringeva, pur di corrispondere gli oneri associati al debito pregresso in assenza di entrate fiscali adeguate, ad indebitarsi ulteriormente ed a tassi di interesse sempre maggiori, indotti dal contesto internazionale e dalla volontà del governo di attirare potenziali creditori.

Il deciso incremento dei tassi di interesse ed il deflusso dei capitali hanno causato una profonda recessione economica che si sarebbe rivelata una concausa di fondamentale importanza per lo sviluppo e la degenerazione degli squilibri di carattere fiscale e di bilancia corrente. Le autorità politiche, invece di prendere atto della natura strutturale dei problemi causati dall'adozione del regime di cambio fisso, hanno attuato una politica fiscale restrittiva che ha inevitabilmente propagato la recessione. Questo approccio di politica economica era sostenuto anche dal Fondo Monetario Internazionale che ha continuato ad appoggiarlo attraverso l'erogazione di fondi, i quali non si sono rivelati utili per il riassetto dell'economia bensì hanno esclusivamente prolungato l'agonia del sistema.

Il quadro macroeconomico argentino si è progressivamente deteriorato sino a giungere al collasso del sistema finanziario registrato nell'ultima parte del 2001, durante la fase acuta della crisi. Il governo argentino, nonostante l'attuazione di uno swap sul debito pubblico finalizzato a

procrastinare gli esborsi relativi allo stesso, continuava a presentare gravi problemi fiscali. La situazione peggiorò in seguito alla decisione del FMI di sospendere il finanziamento all'Argentina a causa del palese inadempimento, da parte del governo di Buenos Aires, degli obiettivi di politica fiscale concordati; in precedenza il governo aveva imposto il *Corralito* applicando dei limiti stringenti alla disponibilità dei depositi bancari da parte dei risparmiatori. Questa situazione ha deteriorato ulteriormente le aspettative; la spirale di sfiducia in cui era caduta l'Argentina appariva chiara dall'analisi dei differenziali tra i tassi d'interesse domestici e quelli statunitensi, indicatori del rischio-paese, che avevano registrato un'impennata nell'ultima parte del 2001. I mercati, vedendo ormai come inevitabile la crisi valutaria, anche alla luce della radicata dollarizzazione del sistema finanziario, hanno indotto le aspettative stesse ad autorealizzarsi attraverso massicci deflussi di capitali che hanno vanificato ogni possibilità di ripresa. In questo modo si è assistito, nell'arco di pochi giorni, alla dichiarazione di default sul debito pubblico ed all'abbandono del regime di convertibilità tra il Peso ed il Dollaro. Tutto ciò nel contesto di una grave crisi sociale e politica.

Il lavoro studia quindi l'attuale fase di ripresa economica che ha consentito all'economia argentina di riportare un considerevole incremento del livello di attività nel corso del 2003. Risulta di importanza rilevante per lo studio della fase attuale di crescita l'analisi dei cambiamenti di carattere strutturale che le autorità hanno attuato nel corso del 2002. Nel corso dell'anno difatti l'assetto macroeconomico argentino è radicalmente cambiato rispetto agli anni precedenti. Le autorità economiche, difatti, accantonato definitivamente il currency board, adottarono un regime di cambi perfettamente flessibile; contestualmente i policy makers decisero la pesificazione del sistema economico trattando in modo asimmetrico i debiti ed i crediti del sistema finanziario. Nell'elaborato viene evidenziato il marcato deprezzamento subito dal Peso sul mercato dei cambi e l'incremento del livello dei prezzi riscontrati nella prima parte dell'anno; questa risultava la conseguenza dell'instabilità finanziaria e della forte domanda di Dollari che la Banca Centrale, tornata ad un ruolo attivo, era tenuta a soddisfare sacrificando riserve internazionali.

Nel corso del 2003 è stato riscontrato un netto miglioramento degli aggregati monetari e finanziari che ha portato alla normalizzazione del contesto macroeconomico domestico. Questo processo di consolidamento è stato attuato attraverso la progressiva rimozione dei vincoli imposti al mercato dei cambi e tramite la liberazione dei depositi bloccati nel sistema bancario. Ha giocato inoltre un ruolo importante nel processo di normalizzazione del sistema finanziario argentino il consolidamento del quadro politico-istituzionale; tale consolidamento è stato ottenuto grazie al rilancio del dialogo con il Fondo Monetario Internazionale ed in virtù dell'elezione di Nestor Kirchner alla carica di Presidente della Repubblica, fatto questo che ha consentito all'Argentina di porre fine alla lunga fase d'emergenza istituzionale che perdurava dai tempi turbolenti della crisi. Il processo di stabilizzazione ha portato ad una maggiore fiducia da parte dei mercati nei riguardi dell'Argentina inducendo così il graduale miglioramento delle aspettative dei mercati nei confronti del sistema finanziario. Ciò si è tradotto in una netta diminuzione degli indicatori di Rischio-Paese ed in una altrettanto marcata discesa dei tassi di interesse. Il graduale ritorno della fiducia nei confronti dell'economia argentina ha indotto alla risoluzione dello scompenso verificatosi sul mercato monetario nel corso dei primi mesi del 2002 il quale aveva causato il violento deprezzamento del Peso. Difatti, a partire dalla fine del 2002, gli agenti economici, persuasi dell'affidabilità del Banco Central, hanno iniziato ad esprimere una crescente domanda di attività denominate in valuta locale riequilibrando lo scompenso monetario prima sottolineato. Questo fenomeno ha inoltre condotto all'eliminazione del problema dell'inflazione che si era ripresentato nei mesi immediatamente successivi allo scoppio della crisi.

Come si evince dall'analisi svolta il tasso di cambio competitivo si è rivelato un fattore di importanza primaria nel processo di rilancio dell'economia argentina. La debolezza del Peso difatti da una parte ha favorito l'incremento del livello delle esportazioni, dato che le merci di produzione locale si rivelavano concorrenziali sui mercati esteri, dall'altra ha rallentato le importazioni. I buoni risultati del settore estero hanno fornito un impulso importante alla ripresa dell'attività industriale la quale ha conosciuto nel 2003 un deciso rilancio dopo che la recessione e la crisi avevano indotto una caduta del livello di attività minando il tessuto produttivo.

Un ulteriore motore della crescita dell'economia argentina riscontrata nel 2003 è stato l'incremento del livello degli investimenti, fenomeno questo favorito dalla discesa dei tassi di interesse. Il miglioramento della situazione macroeconomica ha prodotto un incremento del reddito nazionale e, con esso, il rilancio della domanda domestica; questo elemento si è rivelato, a sua volta, un fattore capace di alimentare la crescita economica argentina.

1 La crisi finanziaria argentina

1.1 Le Cause della crisi

L'Argentina sta attualmente vivendo una fase di ripresa economica dopo aver conosciuto con la crisi finanziaria del 2001-2002 uno dei momenti più difficili della sua pur tormentata storia; difatti la profonda crisi economica combinata con le altrettanto drammatiche problematiche politiche e difficoltà sociali ha condotto il Paese ad una situazione insostenibile portando gran parte della popolazione a vivere in condizioni raccapriccianti. Tutto ciò in una delle nazioni al mondo più ricche di risorse. Lo studio dell'attuale stato dell'economia argentina deve senz'altro partire dall'analisi della crisi che ha colpito il Paese sudamericano nel 2001.

La crisi che ha colpito l'Argentina è riconducibile ad una serie complessa di motivazioni. Ha giocato un ruolo centrale nella vicenda la decisione delle autorità economiche argentine di adottare, nell'Aprile del 1991, un Currency Board che fissava rigidamente il tasso di cambio tra il Peso, la valuta locale, ed il Dollaro secondo il rapporto di uno ad uno. L'adozione del Currency Board ha infatti contribuito in modo determinante alla formazione degli squilibri che hanno condotto alla crisi.

Sotto questo regime infatti l'autorità monetaria si impegnava a coprire l'intera base monetaria con riserve internazionali e a convertire in qualsiasi momento Pesos in Dollari al tasso prefissato. In tal modo la Banca Centrale perdeva il controllo sulla politica monetaria, l'offerta di moneta diventava una variabile endogena legata alle variazioni delle riserve ufficiali (e quindi al saldo della bilancia dei pagamenti); in tale contesto ogni tentativo da parte della BC di espandere il credito domestico si sarebbe tradotto in perdite di riserve stesse.

L'adozione del Piano di Convertibilità si rivelò un successo per quanto riguarda gli anni che vanno dal 1991 al 1998, visto il marcato miglioramento delle condizioni macroeconomiche dell'Argentina. In tale periodo, difatti, si è riscontrato un rapido miglioramento delle variabili monetarie e finanziarie che ha favorito un deciso afflusso di capitali dall'estero. A tal proposito un ruolo chiave è stato giocato dall'abbattimento del tasso di inflazione, risultato questo ottenuto grazie al rinnovato ordine monetario.

Al notevole miglioramento delle variabili monetarie e finanziarie si accostò un altrettanto importante sviluppo degli aggregati reali; difatti fino al 1998 l'Argentina ha conosciuto una fase di crescita dell'attività economica caratterizzata dall'espansione della domanda interna, accompagnata dall'incremento del livello dei consumi e degli investimenti.

La fase di espansione si esaurì a metà del 1998 quando i latenti squilibri che caratterizzavano l'economia argentina si combinarono con una serie di shock di natura internazionale capaci di coinvolgere sia la sfera finanziaria che quella reale.

Analizzando gli shock di natura finanziaria che colpirono l'Argentina osserviamo che questi si incasellarono nel generale contesto di estesa volatilità che aveva affetto i mercati emergenti nell'ultima parte degli anni '90 in seguito alle diverse crisi valutarie e bancarie. Gli eventi che nello specifico contribuirono a mutare gli orientamenti degli investitori furono: la crisi dei Paesi del sud-est asiatico, il default della Russia sul proprio debito sovrano e la svalutazione del Real brasiliano.

I turbolenti eventi di carattere finanziario portarono ad un radicale cambiamento dell'atteggiamento dei mercati internazionali dei capitali nei riguardi dell'economia oggetto di studio che, a differenza degli anni intercorrenti tra il 1991 ed il 1998, appariva meno affidabile; la possibilità che gli eventi critici, che avevano man mano coinvolto i Paesi Asiatici, la Russia ed il Brasile, potessero insorgere anche nell'economia soggetta ad analisi scuoteva gli osservatori internazionali destando dubbi sulla tenuta dell'intero sistema plasmato dal Piano di Convertibilità.² La principale conseguenza delle crisi finanziarie fu l'innalzamento del rischio-Paese associato all'Argentina, fatto questo che ha implicato un sensibile aumento del livello dei tassi di interesse.

Il peggioramento delle aspettative portò ad un'altra importantissima conseguenza: il rallentamento dell'afflusso di capitali dall'estero. Nel corso del decennio dei novanta, fino alla metà del 1998, l'Argentina aveva registrato un progressivo e massiccio afflusso di capitali dall'estero che avevano preso la forma di investimenti di portafoglio oppure di investimenti diretti esteri intesi come impieghi in attività strutturali e produttive a medio-lunga scadenza.

Tale apporto di capitali frenò in concomitanza dell'insorgere della crisi russa inaugurando una marcata fase discendente. Difatti gli operatori internazionali, preoccupati dalla crescente incertezza, cominciarono a reffreddare la loro fiducia nei riguardi dell'Argentina riducendo in modo considerevole l'afflusso di investimenti ed invertendo, così, il trend positivo ottenuto dall'inizio della Convertibilità.

L'incremento dei tassi di interesse e la fuga di capitali condizionò l'economia domestica al punto di farla piombare in una depressione che avrebbe assunto sempre più, nel corso degli anni che vanno dal 1998 al 2001, i toni di una drammatica recessione la quale si sarebbe rivelata fatalmente decisiva sia nell'ambito dell'accentuazione degli imbarazzi di politica fiscale che nell'insorgere di pesanti difficoltà inerenti agli oneri relativi alla gestione della bilancia commerciale, dei pagamenti e, conseguentemente, al controllo del livello delle riserve internazionali.

A partire dal terzo trimestre del 1998 difatti il livello di produzione è marcatamente diminuito perdendo cumulativamente, a fine 2001, oltre il 17% rispetto ad i valori riscontrati nell'ultimo trimestre della fase espansiva. Alla caduta del livello di attività economica si è accompagnata la contrazione della domanda interna, una considerevole diminuzione degli investimenti ed una netta contrazione dei consumi. Sul mercato del lavoro si è riscontrato un incremento del tasso di disoccupazione e, contestualmente, una contrazione del livello delle retribuzioni.

La recessione, innescata dagli shock internazionali, è stata accompagnata dal fenomeno della deflazione la quale si sarebbe rivelata una concausa di fondamentale importanza per lo sviluppo e la degenerazione degli squilibri di carattere fiscale e di bilancia corrente. La deflazione era causata dalla diminuzione dell'offerta di moneta indotta dal meccanismo di creazione monetaria operativo nel Currency Board. Tale meccanismo prevedeva, difatti, che la quantità di moneta emessa in un determinato periodo di tempo dovesse essere fisiologicamente legata ai risultati del canale estero inteso come la combinazione della Bilancia Corrente e l'afflusso netto di capitali dall'estero.

Nell'ottica dei fautori del Currency Board argentino la deflazione non era da ritenere uno stato tale da generare allarme. Questa, difatti, era perfettamente inquadrata nell'ambito del meccanismo di aggiustamento automatico previsto dalla Legge di Convertibilità; tale meccanismo prevedeva che squilibri di bilancia corrente avrebbero condotto a diminuzioni di riserve internazionali le quali, a loro volta, avrebbero causato la diminuzione dei prezzi e dei salari interni; tale diminuzione avrebbe indotto un deprezzamento reale del Peso. Il processo si sarebbe dovuto concludere con la rinnovata competitività delle merci argentine all'estero e, quindi, con un ritrovato equilibrio della bilancia corrente³. Queste aspettative sono state fatalmente smentite.

La recessione è stata alimentata, oltre che dalla dinamica delle variabili monetarie, dalla politica fiscale restrittiva adottata dal governo. Le autorità economiche, difatti, preoccupate per i crescenti deficit del settore pubblico, hanno adottato misure che hanno comportato un rilevante aumento della pressione fiscale; a queste misure sono stati affiancati significativi tagli alla spesa pubblica.

² G.A.Calvo , A.Izquierdo , E.Talvi (June 2002)

³ Kregel, Jan (2002) "The Argentine crisis"

La maggiore pressione fiscale incise in modo negativo sulla domanda, sul consumo e gli investimenti accentuando così la depressione economica; ciò conseguentemente portò ad un deterioramento delle entrate tributarie con un generale peggioramento della fiscalità nazionale.

Quest'approccio di politica economica era sostenuto anche dal Fondo Monetario Internazionale che ha continuato ad appoggiarlo attraverso l'erogazione di fondi, i quali non si sono rivelati utili per il riassetto dell'economia bensì hanno esclusivamente prolungato l'agonia del sistema. Il programma di sostegno della Banca Mondiale e del FMI si rivelava in pratica solo un supporto ai fini del miglioramento della situazione fiscale non riuscendo, in ogni modo, ad incidere sugli squilibri strutturali che affliggevano il sistema il quale risultava intrappolato dai lacci imposti dal Currency Board, schiacciato dai vincoli che paradossalmente dovevano garantire l'affidabilità dello stesso.

In seguito alle crisi finanziarie di fine anni novanta gli squilibri strutturali che affliggevano l'economia argentina derivanti dall'adozione del tasso di cambio fisso tra il Peso ed il Dollaro, dopo essere rimasti in incubazione nel corso degli anni di espansione del ciclo della Convertibilità, sono affiorati in modo netto. Nello specifico l'incremento dei tassi di interesse ed il deciso rallentamento dell'afflusso di capitali dall'estero si è ripercosso negativamente sul saldo delle Partite Correnti e sull'equilibrio del settore pubblico. E proprio le difficoltà del settore estero, derivanti sia dai saldi negativi della Bilancia Commerciale che dagli esborsi relativi al servizio del crescente Debito Estero, combinate con i problemi di finanza pubblica relative alla sostenibilità del Debito Sovrano argentino avrebbero condotto alla drammatica crisi del 2001.

Partiamo dall'analisi degli squilibri che hanno colpito il canale estero determinando ingenti problemi di carattere strutturale, problemi questi che hanno generato pesanti passivi della Bilancia Corrente. Uno dei fattori che maggiormente ha influito al determinarsi degli squilibri delle Partite Correnti è costituito dalla sopravvalutazione del tasso di cambio reale che ha interessato il Peso Argentino. Difatti, nel corso degli anni novanta, in seguito all'adozione del Currency Board, la divisa del Paese in analisi si è notevolmente apprezzata nei confronti delle principali valute di riferimento a livello internazionale. Ha contribuito al determinarsi di questo fenomeno, oltre alla forza del Dollaro sul mercato dei cambi palesatasi nel decennio scorso, la svalutazione del Real brasiliano seguita alla crisi del 1999.

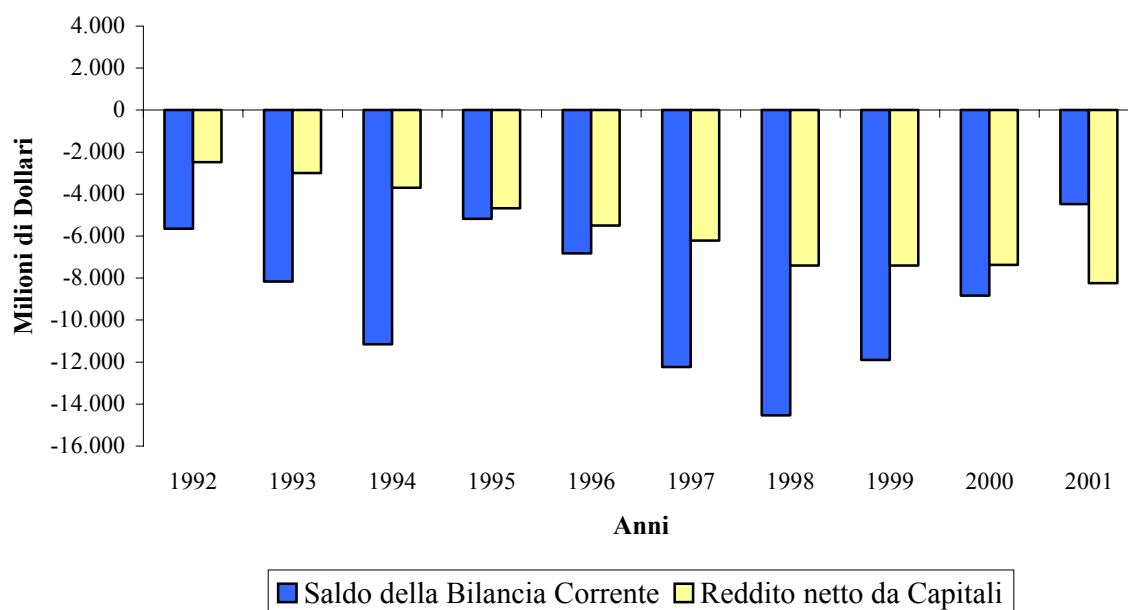
In quest'ottica la parità tra Peso e Dollaro, adottata a dispetto dei marginali rapporti commerciali intrattenuti con gli Stati Uniti, producendo un apprezzamento reale della valuta locale, ha comportato un innalzamento del prezzo relativo dei beni e dei servizi prodotti dall'economia domestica rispetto a quelli forniti dal resto dell'economia mondiale portando ad una perdita di competitività delle merci argentine sui principali mercati di riferimento, nella fattispecie il Brasile e l'Europa. Ciò si è tradotto in una diminuzione del livello delle esportazioni. Questa perdita di competitività delle merci argentine sul mercato mondiale, troppo costose se raffrontate a quelle offerte sui mercati di destinazione, ha implicato la caduta della redditività associata al settore dei beni commerciabili internazionalmente producendo, di conseguenza, una diminuzione nel livello di investimenti diretti a tale settore ed una caduta della produttività. Tale mancata espansione del settore dei beni commerciabili, a sua volta, si è trascinata all'intera economia producendo una caduta del livello generale di crescita accompagnata dalla comparsa della disoccupazione di tipo strutturale. Contestualmente veniva registrato un notevole incremento delle importazioni le quali giovavano dell'elevato valore reale del Peso.

In questo modo si sono registrati dei pesanti passivi dei saldi della Bilancia Commerciale che inevitabilmente si sono ripercossi sulle Partite Correnti.

Un ulteriore fattore che ha inciso in modo decisivo nel decennio della Convertibilità sul comportamento dei saldi di Bilancia corrente è stata la remunerazione netta dello stock del Debito Estero. Difatti il peso di tale fattore nell'ambito dei conti con l'estero è progressivamente aumentato passando da un disavanzo di 2470 milioni di Dollari nel 1992 agli 8300 del 2001; questo come conseguenza dell'aumento deciso del Debito Estero riscontrato nel corso del decennio di vita del

Currency Board argentino. Possiamo analizzare l'andamento di tale variabile osservando il Grafico 1.

Grafico 1
Saldo delle Partite Correnti e del Reddito netto da capitali



Fonte dati : Ministero dell'Economia della Repubblica Argentina

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 osservare anche la singola variabile costituita dagli interessi passivi corrisposti ai fornitori stranieri di risorse. Gli interessi pagati sono gradualmente passati dai 3500 milioni di Dollari del 1992 ai \$ 12200 milioni del 2001 con un incremento del 248% riscontrando una consistente accelerazione in seguito alle turbolenze focalizzate nel 1998. Ciò è dovuto al generalizzato aumento dei tassi di interesse gravanti sulle passività argentine, i quali hanno risentito degli shock finanziari internazionali; tali traumi, inducendo una revisione delle aspettative inerenti alla solvibilità finanziaria degli agenti operanti nelle economie emergenti, hanno fatto impennare il Rischio di Cambio e, conseguentemente, il Rischio-Paese relativi all'Argentina traslandosi sui tassi di interesse. Ha inoltre contribuito all'incremento degli interessi corrisposti ai fornitori stranieri di capitali la dinamica del Debito Estero; tale aggregato difatti nel corso del decennio della Convertibilità ha mostrato saldi crescenti passando dai 61337 milioni di Dollari del 1991 ai 146575 milioni del Dicembre del 2000.

Così i risultati negativi della Bilancia Commerciale combinati con la fuoriuscita di risorse destinate a remunerare i capitali esteri investiti in Argentina hanno determinato Saldi passivi delle Partite Correnti che, negli anni di espansione economica guidata dall'indebitamento, sono progressivamente peggiorati passando dai -5650 milioni di Dollari del 1992 ai -14500 del 1998. Come osserviamo dal Grafico 1 i saldi della Bilancia Corrente sono migliorati permanendo comunque negativi, nel 2001 l'aggregato in analisi riscontrava un passivo di 4500 milioni di Dollari. La recessione innescatasi nel 1998, colpendo il reddito disponibile degli operatori economici argentini, aveva indotto la riduzione della domanda aggregata; questo, a sua volta, si era inevitabilmente tradotto in una progressiva riduzione delle importazioni.

Analizziamo adesso le problematiche inerenti agli squilibri di carattere strutturale che affliggevano il settore pubblico. Il drammatico indebitamento, le avverse condizioni finanziarie internazionali e la recessione interna hanno condotto il Paese in una trappola debitoria dalla quale non è più uscito.

Il governo argentino era difatti tenuto a adempiere gli oneri relativi al Debito Pubblico; a causa della recessione innescatasi nel giugno del 1998 si è riscontrata una diminuzione considerevole del reddito provocando, a dispetto della politica fiscale restrittiva attuata dall'Amministrazione centrale tramite l'aumento della pressione fiscale, un deterioramento nel livello delle entrate. Nell'ottica del servizio del debito sovrano questo deterioramento costringeva il governo, in mancanza di risorse proprie, a finanziarsi tramite l'emissione di nuovi titoli del debito oppure sollecitando aiuti da parte delle istituzioni finanziarie internazionali; in pratica l'Argentina per corrispondere gli interessi sul debito pubblico preesistente era costretta ad indebitarsi ulteriormente. In sostanza il governo pur di riuscire ad onorare a rispettare i pagamenti relativi al debito pregresso, era costretto a contrarre ulteriori finanziamenti poiché le entrate fiscali risultavano insufficienti a coprire i fabbisogni. In questo modo, però, l'Argentina vedeva salire l'ammontare totale del debito pubblico complicando il servizio dello stesso per i periodi successivi.

Il quadro era ulteriormente complicato dal fatto che, dopo le crisi finanziarie che avevano colpito rispettivamente i Paesi del sud-est asiatico, la Russia ed il Brasile, si era registrato un irrigidimento dei mercati finanziari internazionali nei riguardi delle economie emergenti che aveva provocato l'impennata degli spread sui tassi di interesse associati alle entità operanti nelle economie in via di sviluppo. Ovviamente il debito argentino non sfuggiva a tale logica. Il governo, pur di ottenere risorse finanziarie atte a tamponare le difficoltà fiscali, si vedeva costretto ad emettere passività seguendo cadenze serranti e garantendo tassi di interesse sempre più alti con il fine di rendere appetibili i propri Buoni; ciò però non faceva altro che impennare il fabbisogno futuro di liquidità complicando il servizio del debito per i periodi successivi.

In questo modo si era innescato il circolo vizioso dell'indebitamento, implementato dalla strategia economica del governo fatta di pratiche di finanziamento prettamente estero e di strette fiscali miranti alla riduzione della spesa ma che comportavano nel medio periodo un ulteriore peggioramento della recessione in atto.

Il processo analizzato ha portato ad un notevole aumento dello stock del debito pubblico che ha raggiunto i 144500 milioni di Dollari nel dicembre del 2001. Di questo il 98% aveva un orizzonte temporale di scadenza 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 Mondiale e la Banca Inter-Americana di Sviluppo (IADB).

Paradossalmente la maggior parte del debito domestico era denominata in Dollari per garantire ai creditori locali, principalmente banche e fondi pensione, una garanzia rispetto ad un'eventuale svalutazione del Peso. Ciò era possibile data la natura bi-monetaria del sistema finanziario stabilita dal Currency Board. In tale modo il governo, emettendo titoli in Dollari, riceveva Pesos con i quali avrebbe cancellato le proprie obbligazioni locali; gli stessi però sarebbero stati depositati in depositi bancari espressi in valuta statunitense oppure utilizzati per comprare titoli del debito espressi ugualmente in Dollari. Questo meccanismo di creazione virtuale di Dollari si sarebbe rivelato un fattore fatale nella fase nevralgica della crisi⁴.

Costituiva un rilevante punto di criticità per la sostenibilità del Debito Pubblico argentino il fatto che il 90% del debito sovrano fosse denominato in Dollari e che i due terzi era detenuto da stranieri; in questo modo l'Argentina doveva affrontare un doppio impegno. Da una parte, difatti, doveva convincere i creditori di essere capace di ottenere entrate fiscali sufficienti, tali da consentire al governo di onorare gli oneri relativi al servizio del debito stesso; inoltre era necessario convincere i creditori del fatto che l'amministrazione governativa sarebbe riuscita a convertire tali risorse fiscali in valuta estera secondo il tasso di cambio fisso previsto dal meccanismo del Currency Board. A complicare il compito contribuiva il fatto che anche il settore privato presentasse un consistente debito in Dollari il cui servizio esigeva valuta estera ottenibile solo tramite attivi della Bilancia dei Pagamenti oppure tramite l'erosione delle riserve ufficiali. Ricordiamo difatti che il debito estero

⁴ Bernardo Lischinsky (2003)

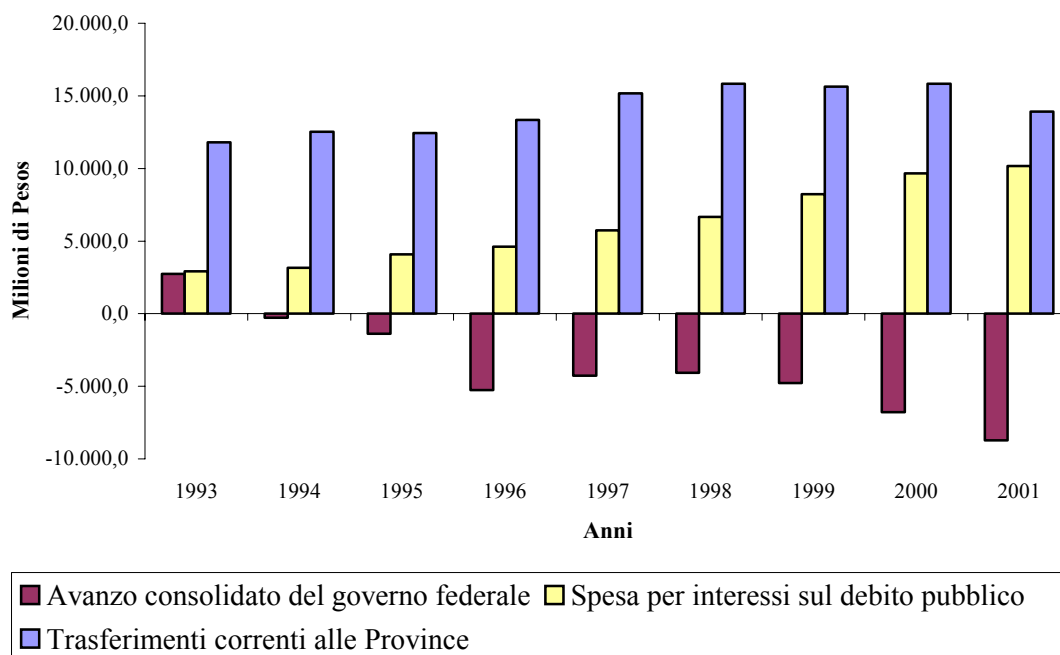
totale è cresciuto sensibilmente passando dai 62000 milioni di Dollari della fine del 1992 ai 142000 milioni di Dollari della fine del 1998 registrando così un incremento ben maggiore di quello del PIL cresciuto nella misura di un quarto⁵.

Tradizionalmente il livello di valuta straniera ottenuta dalle esportazioni costituisce un indicatore valido della capacità di un'economia di far fronte al servizio del debito estero. Conseguentemente all'apertura commerciale dell'Argentina di inizio decennio le esportazioni aumentarono considerevolmente dal 1993 al 1998 riuscendo così a mantenere il rapporto tra debito ed esportazioni su di un sentiero sostenibile. In seguito, però, tale rapporto è progressivamente peggiorato raggiungendo livelli prossimi al 400% e facendo trapelare il rischio di una crisi di finanziamento estero provocata dai timori relativi all'alto livello d'indebitamento.

Analizzando le prestazioni del settore pubblico nel corso della Convertibilità osserviamo che il risultato globale risultante dalla comparazione delle entrate e delle spese nel bilancio consolidato del governo federale è progressivamente peggiorato passando da un avanzo di 2750 milioni di Dollari nel 1993 ad un disavanzo di 8720 milioni nel 2001.

Grafico 2

Bilancio del settore pubblico Avanzo del Governo federale, spesa per interessi e trasferimenti alle Province



Fonte dati : Ministero dell'Economia della Repubblica Argentina

Quest'esito assume una valenza negativa tenendo in considerazione il fatto che gli anni dal 1993 al 1998 sono stati caratterizzati da un marcato aumento del PIL il quale è salito cumulativamente di circa il 25%. La situazione risultava aggravata dalla consapevolezza che, nel periodo citato, nel computo delle entrate fossero compresi anche gli oltre 3100 milioni di Dollari ottenuti dalla privatizzazione di enti ed aziende di proprietà pubblica. Nonostante l'ingresso di questa cospicua quantità di risorse generate da una fonte straordinaria, il governo centrale non ha conosciuto un miglioramento del saldo fiscale.

Comunque gran parte dei problemi fiscali argentini sono derivati da un'inadeguata disciplina fiscale delle Province. Le Amministrazioni provinciali argentine presentavano perennemente deficit fiscali

⁵ Mussa, Michael (2002)

caricando così il governo centrale delle responsabilità relative ai loro debiti. Infatti secondo le consolidate e poco oculate pratiche fiscali dei governi locali, gli introiti dei tributi provinciali venivano destinati alla spesa demandando gli oneri del servizio del debito al governo nazionale che si vedeva costretto, inoltre, a destinare cospicue risorse ad un fondo stanziato per il finanziamento delle amministrazioni periferiche⁶.

Il Grafico 2, presentando il comportamento della spesa relativa ai trasferimenti governativi alle Province, evidenzia l'alto valore assunto nel corso degli anni successivi al 1993 da questa componente il cui ammontare non è mai stato inferiore ai 11800 milioni di Dollari toccando in alcuni anni picchi di quasi 16000 milioni.

Un'altra componente critica nella formazione delle difficoltà fiscali in Argentina fu la spesa relativa alla remunerazione degli interessi associati al Debito Pubblico.

Il peso di questo fattore sul bilancio pubblico è costantemente aumentato passando dai 2914 milioni di Dollari del 1993 ai 10175 milioni di Dollari del 2001 aumentando del 250% secondo il percorso progressivo descritto nella figura.

La causa principale dell'incremento della spesa per interessi è indubbiamente rintracciabile nel fatto che il Paese era caduto nel meccanismo di accumulazione del debito capace di autoalimentarsi, in base a questo i tassi d'interesse aumentano gradualmente in conseguenza del crescente premio al rischio associato all'Argentina provocando un aumento del fabbisogno relativo al debito e quindi del debito stesso⁷.

Un altro elemento capace di spiegare l'andamento degli interessi pagati sullo stock del Debito Pubblico può essere rintracciato nel fatto che il Piano Brady, il programma di ristrutturazione del debito attuato nel 1992, ha comportato un sostanziale differimento del pagamento degli interessi i quali finirono per gravare sui bilanci della seconda parte degli anni novanta. Essenzialmente il piano stesso si era rivelato un celato procedimento di finanziamento da parte del governo.

Lo sviluppo dei deficit fiscali negli anni della Convertibilità risultò quindi una fisiologica conseguenza dell'aumento delle spese relative agli interessi e dei consistenti trasferimenti alle Province. Il governo vanamente tentò di arginare i disavanzi tramite politiche fiscali sempre più rigide attuate prima tramite l'aumento della pressione fiscale, quindi attraverso pesanti tagli alla spesa pubblica. Gli unici effetti sortiti da tale politica furono l'ulteriore mortificazione della domanda, già indebolita dalla recessione, e l'insorgere di un profondo malcontento sociale.

1.2 Il collasso del sistema finanziario argentino: l'abbandono del regime di Convertibilità ed il Default sul Debito Pubblico

Nel corso del 2001 il quadro macroeconomico argentino si è ulteriormente complicato, questo peggioramento è stato accompagnato dall'insorgere di turbolenze nell'ambito politico-istituzionale capaci di destare preoccupazioni agli operatori finanziari internazionali.

Il Presidente De La Rúa cercò di tamponare l'incipiente crisi nominando, a fine Marzo, Ministro dell'Economia Domingo Cavallo, artefice del Piano di Convertibilità adottato nel 1991. Il neo-ministro, presa coscienza della drammaticità della situazione, adottò una serie di provvedimenti sempre più radicali miranti alla diminuzione dei deficit di bilancio pubblico; ciò al fine di arginare la crescente sfiducia alimentata dai mercati finanziari e di ottenere risorse dagli organismi internazionali di credito.

In questo modo le autorità economiche hanno attuato all'inizio dell'estate un ampio swap sul del debito pubblico, il cosiddetto *Megacanje*, che offriva ai creditori del governo argentino un cambio volontario dei loro preesistenti titoli con una serie di cinque differenti Buoni del Tesoro caratterizzati da una scadenza più lunga rispetto ai precedenti e che garantivano il pagamento degli

⁶ Mussa, Michael (2002)

⁷ Weisbrot, Mark ; Cibilis, Alan B. (2002)

interessi in modo dilazionato. L'obiettivo era di differire i pagamenti relativi al servizio del debito corrente nel futuro in modo da eliminare il bisogno di nuovi finanziamenti nel breve periodo, nell'attesa che l'economia recuperasse standard di crescita sostenuti capaci di attrarre nuovi flussi di capitali volontari dall'estero.

Nel tentativo di diminuire il fabbisogno associato agli oneri di finanza pubblica il governo annunciò per la seconda parte dell'anno l'adozione di una nuova e drastica politica fiscale denominata *Zero Deficit* la quale, in base ad un meccanismo automatico, prevedeva che il governo dovesse adeguare il livello mensile delle spese alle entrate correnti con l'obiettivo di inibire la formazione di disavanzi di bilancio. In questo modo il governo, monitorate le entrate mensili, avrebbe dovuto bilanciare la condotta fiscale con tagli o incrementi di spesa. La nuova Legge, approvata dal Senato il 30 Luglio, prevedeva collateralmente il taglio del 13% delle pensioni e dei salari degli impiegati del pubblico impiego. Si prevedeva, grazie al nuovo regime a Deficit Zero, un significativo abbattimento della spesa per il 2001 ed il 2002.

La politica economica adottata dal governo è stata sostenuta dal Fondo Monetario Internazionale; difatti i funzionari dell'istituzione internazionale invitavano le autorità argentine ad attuare politiche fiscali restrittive e promuovevano l'implementazione di questa condotta attraverso l'erogazione di fondi. Nel 2001, difatti, il FMI ha concesso all'Argentina ben 21600 milioni di Dollari stanziando due pacchetti di finanziamento supplementari in Gennaio ed in Settembre. Tali finanziamenti non si sono rivelati utili per il riassetto dell'economia bensì hanno esclusivamente prolungato l'agonia del sistema.

La situazione è definitivamente precipitata nell'ultima parte del 2001. Difatti appariva sempre più chiaro agli occhi degli osservatori che gli squilibri strutturali precedentemente analizzati che affliggevano l'Argentina risultassero irrimediabili. Gli squilibri del canale estero e di finanza pubblica procedevano verso una criticità tale da indurre le autorità ad adottare in progressione provvedimenti quali la restrizione al prelievo dai depositi bancari, la sospensione del pagamento degli oneri relativi al debito pubblico e l'abbandono del tasso fisso tra Peso e Dollaro.

Contribuiva al peggioramento della situazione l'esito delle elezioni congressuali del 14 Ottobre che, vedendo la sconfitta della maggioranza di governo, alimentava i dubbi dei mercati finanziari circa l'affidabilità e la continuità delle politiche messe in atto dall'amministrazione De La Rúa.

Al fine di consolidare le finanze federali il governo annunciò il Primo Novembre un ulteriore piano di ristrutturazione del Debito Pubblico rivolto sia a procrastinare la scadenza dei titoli del debito che a ridurre gli oneri per interessi per i periodi futuri.

La ristrutturazione, articolata in due fasi, avrebbe dovuto portare alla conversione di 95000 milioni di Dollari di titoli pubblici, emessi sia del governo federale che delle amministrazioni provinciali, in *Prestamos Garantizados* oppure *Bonos Garantizados*; titoli questi meno remunerativi di quelli emessi in precedenza i quali però avrebbero allungato la vita media del Debito argentino. In questo modo i policy makers argentini cercavano di allontanare gli esborsi futuri relativi al debito sovrano nella speranza che un nuovo finanziamento del Fondo Monetario Internazionale ed il ritorno della crescita economica avessero risolto i problemi fiscali consentendo così al governo di onorare gli impegni con i detentori dei titoli argentini.

A dispetto del fatto che lo swap fosse stato presentato come un'operazione volontaria di conversione dei vecchi titoli nelle nuove obbligazioni, la ristrutturazione del debito costituiva tecnicamente un default visto che la stessa riduceva implicitamente il valore attuale netto dei Buoni detenuti dai creditori. A questo proposito le maggiori agenzie di rating avevano rivisto al ribasso la valutazione relativa al debito sovrano argentino, Standard and Poor's aveva corretto il proprio giudizio passando ad assegnare all'Argentina un rating SD (Selective Default) dopo aver riportato nel periodo precedente un non certo rassicurante CC. I mercati finanziari, anticipando la possibilità di un peggioramento considerevole della situazione del debito argentino, lasciavano emergere segnali sempre più evidenti di sfiducia.

La situazione finanziaria si stava irrimediabilmente deteriorando. La drammaticità della situazione è testimoniata dall'andamento dei depositi bancari nell'ultimo trimestre del 2001. I depositi totali alla fine di Settembre ammontavano a \$ 74240 milioni, alla fine di Ottobre la totalità dei depositi

ammontava a 72000 milioni di Dollari, dei 2420 milioni persi nel corso del mese \$ 2000 milioni corrispondevano a depositi in Pesos mentre i restanti \$ 420 milioni erano denominati in Dollari; questi ultimi arrivarono a costituire alla fine di Ottobre il 69% dei depositi totali accentuando così la tendenza alla dollarizzazione degli stessi, ciò a testimoniare la crescente sfiducia nei confronti della valuta domestica espressa dagli operatori economici. Il quadro è peggiorato nel mese successivo; alla fine di Novembre i depositi totali ammontavano a 67100 milioni di Dollari, registrando una caduta di \$ 16800 milioni rispetto alla fine di Dicembre del 2000; nel corso del mese i depositi del settore privato diminuirono di 4950 milioni di Dollari. Soltanto negli ultimi due giorni di Novembre questi ultimi diminuirono del 40% rispetto alla fine di Ottobre; il 30 Novembre, in particolare, risultò un giorno drammatico per il sistema finanziario argentino dato che, in tale data, il deflusso di risorse dal sistema bancario raggiunse i 1500 milioni di Dollari.

I tassi di interesse, sempre nello stesso periodo di alta turbolenza finanziaria, mostrarono un andamento decisamente crescente dovuto sia alle diminuite potenzialità del sistema bancario rispetto alla concessione dei prestiti, potenzialità minate dal drenaggio di fondi indotto dal massiccio ritiro dei depositi, sia alla scarsa propensione delle banche stesse all'erogazione del credito. Il saggio di interesse sui depositi in Pesos con scadenza fissata tra i 30 ed i 60 giorni passò dall'8,66 di Gennaio al 31,94 di Novembre; anche i tassi sui prestiti interbancari aumentarono bruscamente, il tasso Call ad un giorno in Pesos passò dal 49,8% di inizio Novembre ad un considerevole 114% di fine mese toccando il giorno 30 il valore di 285%⁸.

In questo modo, tenendo conto del fatto che una massiccia fuga agli sportelli avrebbe prodotto una profonda crisi del sistema bancario, il Governo, adottando il Decreto 1570/01, decise di limitare la possibilità da parte di qualsiasi soggetto economico di ritirare fondi dal sistema creditizio. Questo provvedimento era il *Corralito Financiero* destinato a caratterizzare per diversi mesi l'assetto finanziario del Paese.

Inizialmente la norma permetteva di ritirare mensilmente fino a 1000 Dollari (oppure Pesos) per titolare a prescindere dal tipo di deposito, in seguito fu consentito il ritiro di altri 500 Dollari solo per i conti di salario. Ricordiamo che i depositanti godevano della totale libertà di movimentare le proprie risorse tra diversi conti all'interno del sistema.

Alle banche fu inoltre proibita la concessione di prestiti in Pesos dato che le autorità decisero di consentire agli istituti di credito l'esclusiva concessione di prestiti denominati in Dollari dai tassi di interesse più bassi; inoltre i crediti esistenti potevano essere convertiti in prestiti in valuta statunitense. Contestualmente, mentre era concessa la facoltà ai detentori di depositi denominati in valuta nazionale di mantenere gli stessi nella valuta originaria, le banche erano tenute a non concedere tassi di interesse sugli stessi superiori a quelli accordati ai depositi in Dollari obbligando altresì le stesse a convertire i depositi in Pesos in depositi in Dollari senza spese a carico dei depositanti che avrebbero optato per questa operazione.

Al tempo stesso il governo, intendendo limitare in modo netto il deflusso di capitali, proibì parte dei trasferimenti finanziari di risorse indirizzate all'estero irrigidendo anche la disciplina relativa alla remunerazione di dividendi e profitti destinati a stranieri; a tale disciplina sfuggivano i pagamenti associati a debiti e crediti commerciali e quelli relativi alla regolazione di debiti pregressi. I trasferimenti *cash* erano consentiti purchè non superassero i 1000 Dollari.

A dispetto delle restrizioni imposte i depositi continuarono a cadere. Difatti, dopo una ripresa riscontrata nei primi giorni di Dicembre, il livello dei depositi bancari tornò a scendere registrando nell'intero mese una diminuzione di 1520 milioni di Dollari.

In seguito all'adozione del *Corralito Financiero* gli agenti economici si posizionarono in posizione più liquida, rendendo così difficile il fatto che le restrizioni imposte ad inizio Dicembre potessero effettivamente rivelarsi transitorie (così come annunciato originariamente) visto che sembrava sempre più probabile un ritiro di massa dei depositi bancari allo scadere dei 90 giorni di *Corralito* previsti dal Decreto N 1570/01. Risultava palese l'enorme pressione sul sistema cambiario e monetario vigente, a dispetto dello swap sul debito pubblico promosso in Novembre sembrava

⁸ Ministero dell'Economia (IV2001) "Informe economico 40 "

sempre più prossima la dichiarazione della cessazione dei pagamenti relativi al debito pubblico e la svalutazione del Peso.

A complicare ulteriormente il quadro contribuì in modo decisivo la decisione da parte del Fondo Monetario Internazionale di sospendere gli aiuti finanziari all'Argentina a fronte della palese inadempienza del Paese sud-americano nei riguardi degli obiettivi di politica fiscale concordati nell'ambito degli accordi stipulati con le istituzioni finanziarie sopranazionali. Questa decisione da parte del FMI costituiva un colpo fatale per la flebile credibilità della politica economica del governo locale indirizzata dalla ferma ma illusoria volontà di preservare il Currency Board e l'intero sistema finanziario rispettando al contempo gli obblighi assunti nei confronti dei creditori esteri.

Tali obiettivi apparivano però irraggiungibili, il governo De La Rúa doveva prendere coscienza dell'impossibilità di adempiere gli impegni assunti con il FMI visto che il disavanzo di bilancio pubblico di 6500 milioni di Dollari (il 2,4% del PIL) previsto dallo Stand-by Agreement si discostava dall'effettivo deficit ammontante a 7800 milioni di Dollari (il 2,8% del PIL). In Novembre la raccolta fiscale totale diminuì per l'ottava volta dall'inizio dell'anno scendendo dell'11,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente⁹.

Il marcato peggioramento delle variabili fiscali causato dalla depressione economica, che ha reso irraggiungibili gli obblighi assunti dal governo, e l'imposizione delle restrizioni imposte per mezzo del *Corralito* ha quindi spinto il FMI a negare il finanziamento di 1240 milioni di Dollari concordati per il mese di Dicembre sottraendo preziose risorse che risultavano di fondamentale importanza per il governo al fine di onorare gli impegni relativi ai pagamenti associati al debito pregresso che ammontavano a 2800 milioni di Dollari, da corrispondere entro la fine dell'anno. In questo modo l'amministrazione federale si trovava in palese difficoltà ad assicurare il pagamento degli interessi da pagare entro il mese di Dicembre. Si stava drammaticamente interrompendo la spirale debitoria che aveva consentito all'Argentina di mantenere la parità Peso-Dollaro per un intero decennio a scapito delle casse pubbliche, si stavano cioè spezzando i canali di finanziamento estero i cui flussi attivi per lunghi anni avevano mascherato i disavanzi delle Partite Correnti.

Questa situazione ha contribuito in modo determinante al peggioramento delle aspettative dei mercati internazionali circa lo scoppio della crisi valutaria e finanziaria. Ciò è riscontrabile dal deciso incremento del Rischio Sovrano associato all'Argentina, come è illustrato dal Grafico 3 che mostra il Rischio-Paese relativo all'economia argentina confrontandolo con quello delle altre Nazioni latino-americane.

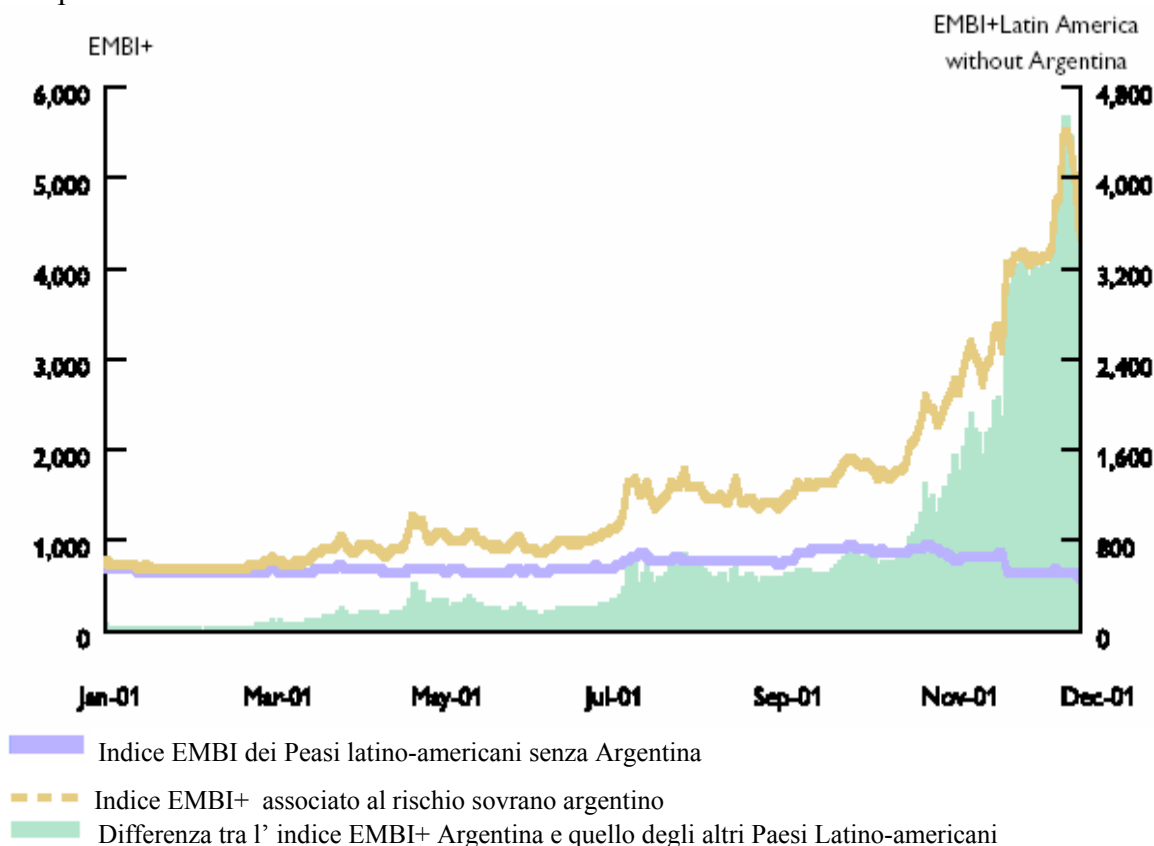
Assumiamo come indicatore del Rischio-Paese lo spread tra i tassi di interesse corrisposti dai titoli del Debito argentino e quelli assicurati da titoli del Tesoro statunitense dalle medesime caratteristiche tecniche e dalla medesima scansione temporale, tale variabile è misurata dall'indice EMBI+ associato all'Argentina elaborato da J.P.Morgan. Osservando il grafico riscontriamo che il Premio al Rischio incorporato nei tassi riconosciuti dai titoli del Governo Argentino, dopo essere rimasto al disotto dei 1000 punti-base per la prima parte del 2001, a partire da Luglio ha inaugurato una fase di crescita. Questa tendenza si è accentuata in modo netto dall'inizio di Ottobre; difatti il differenziale di rischio ha superato i 3000 p.b. in Novembre incorporando gli esiti dello swap sul Debito Pubblico, il quale ha inciso in modo deciso riducendo il grado di liquidità di molti bond considerati nel computo dell'indice elaborato da J.P.Morgan. La drastica riduzione della fiducia nei confronti dell'Argentina in seguito alla sospensione del finanziamento del Fondo Monetario può essere riscontrata nel fatto che l'indicatore di Rischio-Paese è aumentato di ben 805 punti-base tra il 30 di Novembre ed il 7 Dicembre; sempre in tale data, inoltre, lo spread raggiunse i 4149 p.b., il più alto al mondo, il quale collocò la qualità del Debito argentino al disotto di quella della Nigeria e dell'Ecuador rispetto ai quali pagava rispettivamente un differenziale di 1612 e 1396 punti-base.

⁹ Latin Focus (Nov 2001)

Grafico 3

Il Rischio Sovrano argentino nel 2001

Spread sui tassi di interesse tra il debito sovrano argentino e quelli del Tesoro statunitense in punti-base



Fonte: Banco Central de la Republica Argentina

Assumiamo come indicatore del Rischio-Paese lo spread tra i tassi di interesse corrisposti dai titoli del Debito argentino e quelli assicurati da titoli del Tesoro statunitense dalle medesime caratteristiche tecniche e dalla medesima scansione temporale, tale variabile è misurata dall'indice EMBI+ associato all'Argentina elaborato da J.P.Morgan. Osservando il grafico riscontriamo che il Premio al Rischio incorporato nei tassi riconosciuti dai titoli del Governo Argentino, dopo essere rimasto al disotto dei 1000 punti-base per la prima parte del 2001, a partire da Luglio ha inaugurato una fase di crescita. Questa tendenza si è accentuata in modo netto dall'inizio di Ottobre; difatti il differenziale di rischio ha superato i 3000 p.b. in Novembre incorporando gli esiti dello swap sul Debito Pubblico, il quale ha inciso in modo deciso riducendo il grado di liquidità di molti bond considerati nel computo dell'indice elaborato da J.P.Morgan.

La drastica riduzione della fiducia nei confronti dell'Argentina in seguito alla sospensione del finanziamento del Fondo Monetario può essere riscontrata nel fatto che l'indicatore di Rischio-Paese è aumentato di ben 805 punti-base tra il 30 di Novembre ed il 7 Dicembre; sempre in tale data, inoltre, lo spread raggiunse i 4149 p.b., il più alto al mondo, il quale collocò la qualità del Debito argentino al disotto di quella della Nigeria e dell'Ecuador rispetto ai quali pagava rispettivamente un differenziale di 1612 e 1396 punti-base.

In seguito alla decisione del FMI di non concedere ulteriori finanziamenti all'Argentina anche Moody's e Fitch, seguendo la scelta di Standard and Poor's del mese precedente, hanno deciso di rivedere il rating associato al Debito sovrano argentino collocando sostanzialmente lo stesso in stato di default (Caa3 per Moody's e DDD per Fitch). A questo punto possiamo sottolineare che i prezzi di mercato delle attività argentine incorporassero già le aspettative circa un nuovo peggioramento

delle condizioni economico-finanziarie e politiche dato l'enorme spread che si era creato tra i tassi argentini e quelli statunitensi espresso dall'indicatore EMBI+.

Un fattore che ha contribuito a deteriorare la fiducia dei mercati nei confronti dell'Argentina è stata la dollarizzazione del sistema finanziario. Il Currency Board argentino risultava tecnicamente credibile e solido anche a fine Novembre visto che il Banco Central deteneva uno stock di riserve ufficiali di 18500 milioni di Dollari che risultavano sufficienti a coprire tutte le passività emesse dall'istituzione monetaria. Al fine di valutare l'affidabilità del sistema comunque occorre confrontare il livello delle riserve ufficiali anche con le passività del sistema bancario oltre che con la base monetaria. Tenendo presente che, sempre in Novembre, i depositi denominati in Dollari ammontavano a 49000 milioni e quelli denominati in Pesos ammontavano a 21000 milioni di Dollari comprendiamo come il sistema finanziario argentino basato sulla parità tra il Peso ed il Dollaro fosse giunto ad un punto critico visto che lo stock di riserve risultava inadeguato a garantire le passività del sistema creditizio. Minava ulteriormente la credibilità del Currency Board argentino la quota rilevante di attività finanziarie denominate in Dollari all'interno del sistema economico, difatti in caso di svalutazione diversi agenti economici sarebbero andati incontro ad enormi difficoltà.

Questa situazione ha contribuito ad elevare il Currency Risk associato all'Argentina alimentando così le aspettative di un abbandono della parità tra il Peso ed il Dollaro.

Il netto peggioramento delle aspettative nutrite dai mercati circa il sistema finanziario argentino ha giocato un ruolo determinante nello scoppio della crisi valutaria. Il mercato difatti, ritenendo pressoché inevitabile il collasso del sistema finanziario basato sulla parità tra Peso e Dollaro, ha indotto le aspettative stesse ad autorelaizzarsi ponendo fine alla spirale di sfiducia in cui era acclata l'economia argentina

In questo modo gli operatori economici, convinti dell'approssimarsi della dichiarazione di default sul Debito pubblico accompagnata dal crollo del regime valutario modellato dal Currency Board, hanno innescato un violento deflusso di capitali. Le Partite Finanziarie, infatti, registrarono nel quarto trimestre del 2001 un deficit di 5729 milioni di Dollari riscontrando il risultato peggiore dell'intero ciclo della Convertibilità; il settore privato non finanziario registrò un deflusso di 7012 milioni di Dollari, il settore pubblico non finanziario e il BCRA una perdita di 383 milioni ed il settore bancario un ingresso netto di 1666 milioni. Il forte saldo negativo riscontrato dal settore privato non finanziario rispose ai profondi cambiamenti di portafoglio osservati nel quarto trimestre; si notò una flessione dei depositi domestici a favore della formazione di attività esterne, inoltre contribuì al peggioramento di questa variabile il flusso in uscita di investimenti esteri diretti condizionati dai risultati negativi contabilizzati nel periodo.

Il risultato positivo registrato dal settore bancario fu il riflesso della costituzione interna di requisiti di liquidità, tale operazione è da mettere in relazione con la corsa agli sportelli di fine Novembre.

La fuga di capitali ha messo in crisi l'equilibrio della Bilancia dei Pagamenti; il risultato negativo del Conto Finanziario si combinava, infatti, con le difficoltà espresse dal saldo delle Partite Correnti, difficoltà queste determinate soprattutto dal flusso di risorse in uscita destinate al servizio del Debito Estero. Il conto associato alla rendita da investimenti registrò un saldo negativo di 1720 milioni di Dollari nell'ultimo trimestre dell'anno; questo risultato fu condizionato profondamente dalla corresponsione degli interessi sul debito argentino dovuto ad investitori stranieri.

Lo squilibrio della Bilancia dei Pagamenti, verificatosi nell'ultima parte del 2001, dopo che per l'intero corso della Convertibilità gli attivi registrati dai saldi dei movimenti di capitale avevano coperto le passività delle Partite Correnti, ha reso necessario il ricorso alle riserve ufficiali internazionali; questo minava le basi del Currency Board e lasciava trasparire un'imminente svalutazione visto che l'assottigliarsi delle riserve complicava la difesa del cambio fisso Peso-Dollaro. Le riserve internazionali del Banco Central ammontavano alla fine di Novembre, come accennato, a 18500 milioni di Dollari, registrando una perdita di ben 2600 milioni rispetto al valore di fine Settembre, a fine 2000 le riserve ammontavano a 26500 milioni di Dollari. In base al meccanismo di creazione di base monetaria operativo nei sistemi di Currency Board il deflusso di capitali e la conseguente diminuzione di riserve ufficiali implicava una distruzione di base

monetaria; questa situazione acuiva ulteriormente le difficoltà in cui versava l'economia argentina, alle prese con una drammatica recessione, vanificando di fatto ogni possibilità di ripresa.

Il quadro della finanza pubblica appariva chiaramente insostenibile, facendo intravedere in modo sempre più percepibile lo spettro del default. Infatti, alle difficoltà registrate nell'ambito della raccolta causate dalla recessione economica, si sommavano incontestabilmente i problemi sul piano delle spese derivanti dall'incremento degli oneri associati al servizio del Debito Pubblico reso sempre più gravoso dall'aumento dei tassi di interesse. In questo contesto appariva altamente improbabile che il governo si dimostrasse capace di onorare le incombenze relative al debito.

In Dicembre la situazione appariva sempre più grave; l'economia versava in una tragica condizione, affetta com'era dalla recessione, dalla deflazione, dagli enormi squilibri fiscali, dagli insormontabili problemi di Bilancia dei Pagamenti e dalle ristrettezze finanziarie imposte dal *Corralito*. Gli osservatori internazionali ritenevano la crisi talmente radicata da risultare irrimediabile e si attendevano da un momento all'altro la sospensione dei pagamenti sul debito e l'abbandono del cambio fisso tra Peso e Dollaro.

I fenomeni congiunturali appena elencati deteriorarono nettamente le condizioni di vita della popolazione che, esasperata dalla recessione e dalle limitazioni imposte dal *Corralito* si abbandonò a disperate manifestazioni di dissenso contro il potere politico e gli indirizzi di politica economica assunti da questo nel tentativo di risollevare l'esanime economia del Paese. Il malcontento sociale raggiunse livelli enormi prendendo forme sempre più radicali; oltre a cortei e manifestazioni di protesta da parte di lavoratori e di studenti si verificarono assalti e saccheggi a negozi e supermercati, picchetti a presidio delle attività produttive, occupazioni di fabbriche ed opifici parte dei quali proseguirono la consueta attività sotto la gestione dei movimenti occupanti.

La situazione precipitò nei giorni 19, 20 e 21 di Dicembre; in queste date, a fronte del progressivo ed inarrestabile peggioramento delle condizioni economiche del Paese, le manifestazioni di protesta della popolazione si moltiplicarono e raggiunsero forme sempre più esasperate. La tensione arrivò fino a livelli esasperati nella capitale Buenos Aires dove il dissenso si manifestò con oceanici cortei che vedevano coinvolti lavoratori pubblici e privati, studenti, commercianti, politici e sindacalisti.

Il 20 Dicembre il Presidente De La Rúa, prendendo atto della drammatica situazione e registrando l'enorme malcontento della popolazione nei riguardi dello stato dell'economia e delle politiche del governo, decise di dare le dimissioni e di abbandonare la sede dell'esecutivo in elicottero. Il Capo dello Stato era stato preceduto il giorno antecedente dal Ministro dell'economia Domingo Cavallo.

Il 23 Dicembre Adolfo Rodríguez Saa divenne il nuovo presidente della Repubblica Argentina in seguito all'esito di un'Assemblea Nazionale speciale votato dalla maggioranza del partito peronista, movimento questo che era relegato all'opposizione durante la permanenza al potere di De La Rúa. Il nuovo Presidente, animato dall'intenzione di rilanciare l'economia senza abbandonare il Currency Board, annunciò una serie di iniziative e decisioni politico-economiche tra le quali quella di maggiore importanza riguardava il destino del Debito Pubblico argentino. Rodríguez Saa dichiarò, difatti, che il governo non avrebbe rispettato gli oneri relativi al debito pubblico estero dovuti per i periodi successivi. Il governo aveva praticamente dichiarato default sul proprio debito confermando le aspettative degli operatori e degli investitori internazionali che ormai da mesi ritenevano inevitabile una sospensione dei pagamenti relativi al rimborso del debito stesso ed alla corresponsione degli interessi ad esso associato.

L'esperienza di Adolfo Rodríguez Saa alla guida del Paese si concluse il 30 Dicembre, ad appena una settimana dalla sua elezione, spinto alle dimissioni dalle furenti polemiche politiche e dalle violente proteste sociali innescate dalle misure economiche da lui adottate, le quali venivano giudicate inadeguate e controproducenti.

Alla presidenza della Repubblica Argentina arrivò Eduardo Alberto Duhalde, il quale era stato vicepresidente dell'amministrazione Menem oltre ad aver ricoperto per due volte la carica di Governatore di Buenos Aires. Il nuovo presidente rappresentava l'ala più populista del Partito Peronista e nel passato era stato fra i fautori di una revisione radicale del debito estero e dei rapporti con i detentori stranieri dei titoli del debito pubblico.

Duhalde nel suo discorso inaugurale del 2 Gennaio 2002, dopo aver insignito Jorge Remes Lenicov della carica di Ministro dell'economia, ha ribadito l'intenzione di cessare il pagamento del Debito Estero ed ha annunciato che l'Argentina avrebbe abbandonato il cambio fisso tra Peso e Dollaro ponendo fine dopo dieci anni al regime di Convertibilità. Fattivamente il default ebbe luogo a partire dal 3 di Gennaio quando l'Argentina non effettuò i pagamenti relativi a 28 milioni di Dollari su dei bond emessi in Lire Italiane.

Nell'ambito della svalutazione e dell'abbandono del Currency Board il governo, viste le distorsioni presenti sul mercato finanziario locale caratterizzato dalle restrizioni imposte dal *Corralito*, dai controlli dei cambi e dalla dollarizzazione del sistema stesso, decise di creare un regime di cambio doppio in reazione al Dollaro. Fu istituito, difatti, 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; per le transazioni turistiche e gli altri tipi di scambi si sarebbe avuto un tasso di cambio flessibile nell'ambito del Mercato Libero. In base all'adozione del tasso di cambio ufficiale il Peso si vedeva svalutato del 28,6%. Le autorità economiche avevano espresso, inoltre, l'intenzione di confluire ad un regime di perfetta e libera fluttuazione del cambio una volta che le condizioni macroeconomiche lo avessero consentito.

L'obiettivo iniziale di questa svalutazione era quello di diminuire la domanda di Dollari e stimolarne una maggiore offerta. D'altra parte l'istituzione dei controlli sui cambi rese inevitabile l'apertura dei mercati. Bisogna sottolineare che la modifica del regime cambiario fu realizzata nell'ambito della *Ley 25 561 de Emergencia Publica y de Reforma de Regimen Cambiario* che fu promulgata dal *Congreso de la Nacion* in appena 48 ore¹⁰.

2 L'evoluzione del sistema monetario e finanziario argentino nel corso del 2002

2.1 L'adozione di un tasso di cambio perfettamente flessibile, la pesificazione dell'economia e l'inaugurazione di una politica monetaria attiva da parte della Banca Centrale

Nel corso del 2002 il sistema finanziario argentino è stato investito da una serie importante di cambiamenti coerenti con la volontà delle autorità economiche e politiche di risolvere la gravissima crisi che stava colpendo il Paese. Nel periodo in analisi difatti sono state adottate riforme nell'ambito normativo, politico, finanziario e monetario aventi come obiettivo la radicale ristrutturazione dell'assetto macroeconomico argentino dopo oltre un decennio segnato dalla Legge di Convertibilità e dalle rigidità connesse agli assiomi di politica economica connaturati alla stessa. Il processo di riassetto doveva consentire al Paese di superare innanzitutto le difficoltà congiunturali e, quindi, definire l'intelaiatura economica e normativa per un processo di crescita di medio-lungo periodo.

Risultava di centrale importanza riconquistare la fiducia dei mercati finanziari internazionali che, avendo osservato la drammatica successione degli eventi di fine 2001, restavano scettici circa le prospettive economiche argentine.

Il 2001 si era chiuso con la dichiarazione di default sul debito pubblico e con l'abbandono del Currency Board, ciò implicava una decisa svalutazione del tasso di cambio e conduceva il Paese all'adozione di un regime di cambio sezionato in due mercati. Questi radicali cambiamenti, sanciti dalla Legge di Emergenza Nazionale promossa dal neo-presidente Duhalde, seguivano la decisione di imporre dei limiti stringenti al ritiro di depositi regolati dal *Corralito Financiero*, entrato in vigore ad inizio Dicembre, che intrappolava all'interno del sistema finanziario i fondi, per lo più di piccole dimensioni, di quegli Argentini che non avevano liquidato le proprie attività bancarie nel corso del 2001.

¹⁰ Ministero dell'Economia (I 2002) "Informe economico 41"

L'adozione di queste misure di politica economica non hanno condotto nel corso del mese di Gennaio ad un miglioramento delle condizioni macroeconomiche le quali risentivano delle conseguenze indotte dalle restrizioni cambiarie e finanziarie; ciò, combinato alla permanenza di un clima sociale e politico marcatamente turbolento, ha indotto il governo a promuovere un nuovo Piano Economico adottato per decreto il 3 di Febbraio.

Questi provvedimenti prevedevano l'abbandono del regime cambiario adottato ad inizio Gennaio regime questo diviso in un Mercato Ufficiale, in cui veniva attuato un tasso di cambio di 1,40 Pesos per Dollaro, ed un Mercato valutario Libero in cui il tasso di cambio era liberamente fluttuante. Contestualmente le autorità adottarono un nuovo regime di cambio in cui il valore del Peso sarebbe stato determinato dalle dinamiche di mercato.

In questo contesto era prevista la possibilità da parte della Banca Centrale di intervenire quando avesse ritenuto opportuno aggiustare il tasso di cambio alle esigenze del settore reale e finanziario attraverso una maggiore o minore offerta di moneta. Tale possibilità risultava una novità per il sistema finanziario argentino dato che, nel corso del decennio della Convertibilità, non era riconosciuto un ruolo attivo al Banco Central il quale aveva come finalità istituzionale quella di garantire la vigenza del tasso di cambio fisso tra il Peso ed il Dollaro.

La Legge 25 562, che modificava la *Carta Organica* del Banco Central de la Republica Argentina, investiva l'autorità monetaria del potere di implementare una politica indipendente che poteva articolarsi con interventi sul mercato dei cambi; era inoltre concessa all'istituzione la possibilità di fornire assistenza ai soggetti economici che presentavano problemi di liquidità operando con anticipazioni e risconti. Il Banco Central era a sua volta tenuto a comunicare il proprio programma monetario.

In seguito all'adozione di tale norma la Banca Centrale argentina tornava a ricoprire un ruolo di prestatore di ultima istanza per i soggetti economici i quali potevano contare sull'appoggio della stessa nel caso di difficoltà transitorie. Ciò segnava un netto cambiamento rispetto agli anni precedenti visto che il Currency Board non consentiva all'Istituto di esercitare questo ruolo, assegnandolo all'arbitrio delle organizzazioni finanziarie internazionali.

Il Piano Economico adottato il 3 di Febbraio prevedeva la conversione in Pesos di tutte le obbligazioni ed i contratti vigenti nell'intero sistema economico; si procedeva così alla sostanziale pesificazione dell'economia. Le autorità economiche intrapresero tale progetto con l'intento di ripristinare il Peso quale valuta centrale del sistema, destinata a detenere tutte le funzioni proprie della moneta; ciò implicava che la valuta locale, negli intenti dei promotori della riforma, assumesse anche il ruolo di riserva di valore, ruolo che negli anni della Convertibilità e (in modo più marcato) durante la fase acuta della crisi finanziaria, era stato assolto dal Dollaro, oltre a quelli di unità di conto e di mezzo di scambio. La pesificazione voleva essere un significativo passo nell'ambito del processo di normalizzazione e rilancio dell'economia, la sua applicazione doveva facilitare la regolazione dei debiti da parte dei soggetti esposti tutelando al contempo il potere di acquisto dei risparmiatori i cui depositi erano intrappolati nel sistema finanziario e cercando di scongiurare la chiusura delle imprese coinvolte dalla crisi.

Il provvedimento prevedeva che tutti i debiti contratti con il sistema finanziario espressi in Dollari, prescindendo dall'ammontare totale e dalla natura degli stessi (ricadevano in questa categoria quindi tutti i prestiti sottoscritti con gli istituti di credito dagli operatori economici argentini), presenti all'interno del sistema economico sarebbero stati convertiti in Pesos secondo un tasso di cambio di 1 Peso per ogni unità della valuta statunitense. Si stabilì inoltre che il capitale sarebbe stato indicizzato alle variazioni di un indice calcolato dalla Banca Centrale, il *Coefficiente de Estabilizacion de Referencia* (CER), il quale si basava a sua volta sull'Indice dei Prezzi al Consumo; le autorità decisero di fissare il valore di tale indicatore al 4% applicandolo per i primi tempi di vigenza del nuovo regime.

Per quanto concerne i depositi espressi in Dollari questi sarebbero stati pesificati secondo un tasso di 1,40 Pesos per ogni Dollaro; il capitale dei depositi sarebbe stato indicizzato per lo stesso coefficiente (CER) applicato ai prestiti. Tali disposizioni miravano a salvaguardare, in minima parte, il potere d'acquisto dei fondi detenuti dai risparmiatori presso il sistema bancario intrappolati

dal *Corralito*. Era previsto, inoltre, che la Banca Centrale sarebbe stata responsabile per la corresponsione di un interesse sui depositi congelati il quale doveva essere erogato mensilmente. Ai risparmiatori con depositi il cui ammontare non eccedeva i 30000 Dollari, i quali rappresentavano circa il 93% del totale, era concessa la possibilità di convertire il deposito stesso in un titolo pubblico denominato in valuta statunitense per un valore nominale pari all'importo del deposito¹¹.

Lo squilibrio creato dalla pesificazione, che si rivelava un sistema di conversione asimmetrico perché come abbiamo visto applicava due difforni regimi distinguendo il mercato dei prestiti bancari da quello dei depositi, sarebbe stata finanziata attraverso la conversione volontaria in Pesos dei *Prestamos Garantizados* emessi dal governo federale in occasione del canje sul debito pubblico del Novembre del 2001. La conversione in Pesos dei 50000 milioni di Dollari di titoli pubblici emessi l'anno precedente avrebbe prodotto delle risorse finanziarie eccedenti permettendo al governo di assolvere parte delle incombenze imposte dalla pesificazione. La restante parte del fabbisogno sarebbe stata coperta dall'emissione di un nuovo Buono emesso dal governo federale.

Le misure economiche attuate dall'amministrazione Duhalde ad inizio Febbraio, mirando a restaurare la fiducia nel sistema finanziario, prevedevano una disciplina distinta per i prestiti ed i depositi di nuova accensione. I nuovi depositi avrebbero avuto tassi liberi ed i risparmiatori avrebbero avuto la possibilità di movimentarli in modo autonomo, anche i tassi sui nuovi prestiti sarebbero stati determinati indipendentemente dalle dinamiche degli altri aggregati coinvolti dal *Corralito*.

2.2 Il Regime di Ri-programmazione dei depositi, il doppio canje sui depositi a termine e la rimozione dei vincoli imposti dal Corralito

Altri cambiamenti rilevanti riscontrati nel sistema finanziario argentino nel corso del 2002 furono quelli inerenti al trattamento delle risorse intrappolate dal *Corralito* Financiero; nel corso dell'anno furono difatti adottati vari provvedimenti riguardanti il trattamento dei depositi bancari. Questo risultava un punto di centrale importanza per le autorità economiche argentine le quali si erano imposte di tutelare il sistema bancario domestico nel tentativo di scongiurare una drammatica crisi bancaria; difatti tale evento si sarebbe verificato se non fossero state adottate le restrizioni al ritiro dei depositi di fine 2001.

Un ulteriore obiettivo delle riforme normative ed istituzionali adottate nel 2002 era quello di restituire credibilità al sistema finanziario domestico, rendere il Paese attraente agli occhi degli investitori internazionali ed ottenere così un rilancio economico sostenuto da investimenti strutturali.

Le riforme intraprese costituivano un elemento capace di alleviare lievemente le difficoltà vissute dalla popolazione, la quale soffriva dell'impossibilità di accedere liberamente ai propri risparmi.

Il 6 di Febbraio le autorità decisero di stabilire un calendario destinato a scandire la ri-programmazione dei depositi intrappolati nel sistema finanziario affinché potessero essere liberamente disponibili per i risparmiatori nelle date ad alle condizioni previste, dopo aver sancito la conversione in Pesos dei depositi espressi in Dollari; questo schema, che nel gergo colloquiale prese il nome di *Corralon*, mirava ad una riduzione progressiva delle restrizioni al ritiro delle risorse dal sistema. Si concedeva la possibilità ai titolari di conti correnti o depositi in casse di risparmio espressi in Dollari di convertire in Pesos una parte determinata di questi, lasciando l'ammontare residuo soggetto al regime di ri-programmazione. Era concessa, inoltre, la possibilità di operare un trasferimento facoltativo di 7000 Pesos in casse di risparmio e conti correnti espressi in valuta locale, senza modificare il calendario definito delle scadenze proposte dal piano di ristrutturazione.

Una delle riforme più dibattute nel corso del 2002, finalizzata all'incremento del livello di solidità del sistema finanziario ed alla salvaguardia dei diritti dei risparmiatori sui fondi congelati, fu il

¹¹ Ministero dell'Economia (I 2002) "Informe Economico 41"

canje facoltativo tra i depositi ri-programmati, bloccati all'interno del sistema, e titoli pubblici. L'operazione, sviluppatasi e definitasi nei dettagli nel corso di alcuni mesi, risultava articolata in due fasi.

La prima fase, denominata *Canje I*, delineata alla fine di Maggio e divenuta operativa nel mese di Luglio, consentiva ad i detentori di depositi ri-programmati di ricevere, tramite le entità finanziarie, dei Buoni del Governo Nazionale denominati BODEN in luogo del deposito che sarebbe stato così cancellato. Al fine di rendere attraente sul mercato il nuovo titolo si decise di consentirne l'utilizzo per l'acquisto di determinati beni, per la cancellazione di alcuni prestiti, per la regolazione delle incombenze relative alle imposte nazionali. Inoltre il capitale dei BODEN espressi in Pesos veniva indicizzato secondo il CER.

Nello specifico, il canje prevedeva un *bono compensacion* (BODEN 2007 in Pesos ed un BODEN 2012 in Dollari), per contrastare gli effetti della pesificazione asimmetrica degli attivi e dei passivi, ed un *bono cobertura* che doveva tenere in conto la posizione netta passiva in moneta straniera risultante dalla conversione in valuta domestica.

Per tutti coloro che avessero deciso di non aderire alla conversione dei depositi sarebbe rimasto valido il piano di ri-programmazione analizzato in precedenza, in favore di questi ultimi sarebbe stato emesso un certificato di deposito riprogrammato (CEDRO) attestante lo stato del deposito sottoposto alle restrizioni.

Questa operazione assumeva una importanza particolare alla luce della specifica situazione dell'economia in quel determinato momento; si stava difatti osservando un incremento sostenuto delle esecuzioni degli *amparos*, le ordinanze dei tribunali che disponevano la liberazione dei fondi dal blocco imposto dal *Corralito* su ricorso dei risparmiatori che giovarono dell'azione giudiziale. Ciò incrementava il fabbisogno di liquidità, fornita dal BCRA, rivelandosi un freno al raggiungimento degli obiettivi sanciti dal Programma Monetario.

La seconda fase dell'operazione, denominata *Canje II*, attuata nel mese di Settembre, coinvolgeva non solo titoli del governo nazionale, BODEN 2013 e 2006 in Dollari ma anche Buoni in Pesos emessi dalle banche, con un'opzione, emessa dallo Stato Nazionale, di conversione in moneta originale. A questo nuovo stadio potevano partecipare anche i soggetti che avevano aderito alla conversione precedente.

A partire dal mese di Luglio si è osservato un progressivo miglioramento dei principali aggregati monetari e finanziari che, dopo avere sofferto per gli squilibri imposti dal Currency Board nel corso degli anni dalla recessione e dopo aver pagato il costo della svalutazione, lasciavano intravedere una inversione di tendenza. Del mutato contesto congiunturale, che verrà analizzato di seguito, hanno preso atto anche le autorità economiche argentine che, vedendo allontanarsi il pericolo della crisi bancaria, temuta al punto da adottare misure che avevano messo in ginocchio il Paese, progettavano provvedimenti capaci di rilanciare la fiducia nel sistema finanziario locale e di attirare capitali dall'estero.

Per perseguire questi obiettivi risultava di primaria importanza rimuovere gradualmente i vari vincoli con cui era stato protetto il sistema finanziario fino ad allora. In questo contesto di relativa stabilità si osservò, nell'arco di alcuni mesi, la progressiva liberazione dai vincoli imposti dal *Corralito*.

Un primo significativo passo in questa direzione è rappresentato dalla decisione presa dal governo, sancita dal Decreto n. 1836/02, di consentire, a partire da Ottobre, ai titolari di depositi bancari ri-programmati il cui ammontare non avesse superato (al 31 di Maggio) i 7000 Pesos, al netto dell'aggiustamento del CER, di trasferire i suddetti fondi in un conto non sottoposto ad alcuna limitazione. L'esercizio di questo diritto era consentito per i trenta giorni successivi all'entrata in vigore del provvedimento.

Secondo le previsioni degli analisti del Ministero dell'Economia l'apertura parziale dei limiti imposti dal *Corralito* avrebbero causato una fuoriuscita dal sistema di circa 1700 milioni di Pesos (circa 450 milioni di Dollari). Comunque la temuta corsa agli sportelli di massa non si è verificata. Infatti la raggiunta stabilità del tasso di cambio sui mercati internazionali, i tassi decisamente alti sui depositi e l'indicizzazione all'inflazione degli stessi ha spinto la maggior parte dei risparmiatori a

mantenere le proprie risorse presso il sistema bancario piuttosto che prelevarle¹²; al contrario si è verificato un lieve incremento dei depositi nell'ultima parte dell'anno, nonostante la progressiva rimozione dei vincoli vigenti nel settore bancario.

Il Due Dicembre e' stata riscontrata un'ulteriore rimozione delle limitazioni al ritiro dei depositi imposti dal *Corralito*. Veniva difatti riconosciuta la possibilità di ritirare dal sistema creditizio tutti i depositi il cui ammontare non avesse superato i 10000 Pesos. In questo modo, con il consenso della Banca Centrale circa 23200 milioni di Pesos di depositi a termine, risparmi e conti venivano liberati dal sistema bancario.

Permaneva comunque il divieto di poter disporre dei propri fondi da parte dei risparmiatori i cui depositi eccedessero i 10000 Pesos; tali depositi rimanevano difatti sottoposti alle scadenze del Regime di Ri-programmazione messo a punto in primavera.

2.3 Le turbolenze di natura politico-istituzionale ed i difficili rapporti con il Fondo Monetario Internazionale

Un altro fattore che ha inciso in modo decisivo sullo sviluppo dell'economia argentina nel corso del 2002 è stato il mancato raggiungimento di un accordo con il Fondo Monetario Internazionale e gli altri organismi finanziari sopranazionali. Un eventuale accordo con il FMI avrebbe, infatti, consentito alle autorità argentine di disporre di risorse che si sarebbero rivelate utilissime a tamponare la drammatica situazione congiunturale, caratterizzata da un malessere dilagante della popolazione colpita da altissimi livelli di disoccupazione e da una marcata diminuzione del reddito disponibile che inibiva un adeguato soddisfacimento dei bisogni primari ad una parte crescente del popolo argentino. L'eventuale raggiungimento di un accordo nel 2002 avrebbe quindi consentito di rilanciare i consumi ed il livello del Reddito Nazionale.

L'intesa con il FMI, diminuendo il fabbisogno di finanziamento del governo federale, avrebbe inoltre consentito una maggiore credibilità delle politiche implementate dalle autorità economiche locali; il che, a sua volta, avrebbe condotto ad una rinnovata fiducia dei mercati internazionali permettendo così un ritorno di capitali esteri utili a rilanciare il livello degli investimenti.

Questo scenario purtroppo non si concretizzò e l'Argentina ha dovuto aspettare il Gennaio del 2003 per ottenere dei fondi di finanziamento da parte degli organismi internazionali di credito. Tutto ciò nonostante nel corso del 2002 fossero avvenuti diversi contatti e negoziazioni tra gli incaricati del Fondo e le autorità economiche argentine. Queste ultime, da parte loro, avevano manifestato la ferma volontà di riattivare i rapporti con il FMI promovendo una politica economica improntata all'austerità fiscale, implementata a dispetto della grave recessione nella quale stava versando il Paese da oltre quattro anni.

Nonostante gli sforzi messi in atto dalle autorità di Buenos Aires gli analisti ed i responsabili del Fondo continuavano ad esprimere perplessità circa la solidità del sistema finanziario; il sistema, infatti, continuava a manifestare chiari segnali di debolezza e di carenza d'affidabilità.

In particolare destava preoccupazione l'andamento del tasso di cambio e del tasso di inflazione che, nei mesi immediatamente successivi alla decisione di rendere il Peso liberamente fluttuante, si erano incamminati su di un sentiero decisamente negativo. Venivano sottolineate inoltre le difficoltà incontrate dal governo argentino nell'intraprendere un processo radicale di riforma del sistema economico ed in particolare del settore pubblico che, agli occhi degli osservatori, appariva ancora una fonte di disavanzi destabilizzanti.

In questa ottica i funzionari del FMI erano preoccupati del fatto che i fondi eventualmente assegnati sarebbero stati impiegati per esigenze congiunturali e non per tamponare le difficoltà del sistema finanziario. A tale proposito proponevano una radicale modifica dei rapporti economici con le province nel quadro dell'implementazione di politiche fiscali improntate all'austerità.

La permanenza di uno stato politico-istituzionale instabile ha sicuramente ostacolato l'instaurarsi di un clima sereno e costruttivo tra l'Argentina ed i suoi interlocutori. Questa situazione è testimoniata

¹² Latin Focus (Oct 2002)

dai numerosi avvicendamenti alla guida delle massime cariche istituzionali (quali la presidenza della Banca Centrale oppure la guida del Ministero dell'Economia) riscontrate nella prima parte del 2002.

3 La stabilizzazione del sistema monetario e finanziario e l'evoluzione del quadro politico-istituzionale nel 2003

3.1 La progressiva riduzione delle limitazioni al mercato dei cambi, la liberazione dei depositi ri-programmati ed i rapporti con le organizzazioni internazionali di credito

Nel 2003 i vincoli e le limitazioni imposte al sistema creditizio argentino nel corso della crisi del 2001-2002 sono stati gradualmente rimossi, conducendo alla progressiva normalizzazione del sistema stesso. Il progressivo ritorno alla stabilità del sistema finanziario si è rivelato uno degli elementi che ha condotto alla ripresa economica argentina riscontrata nel 2003.

Un provvedimento importante attuato nell'ambito del generale processo di stabilizzazione osservato, è costituito dalla flessibilizzazione del mercato dei cambi, conseguito attraverso il graduale allentamento dei vincoli e dei controlli vigenti sulle transazioni che coinvolgevano soggetti economici argentini ed interlocutori commerciali esteri.

Nei primi mesi del 2003 furono adottate le prime misure destinate ad alleggerire le restrizioni presenti sul mercato dei cambi. In questo contesto il Banco Central decise di rendere flessibile la disciplina relativa al servizio di pagamento di capitali ed interessi finanziari all'estero, comprendendo tra questi anche gli utili ed i dividendi. Fu contestualmente deciso di consentire alle banche di detenere un quantitativo maggiore di riserve in valuta estera che, a livello percentuale, passò progressivamente dal 5% al 6% per poi essere ancora aumentato all'8%; un altro provvedimento fu quello di consentire l'acquisto di divisa estera senza la preventiva autorizzazione della Banca Centrale fino ad un ammontare di 150000 di Dollari, a dispetto dei \$ 100000 consentiti in precedenza¹³.

Le autorità economiche decisero inoltre di rendere flessibile il pagamento anticipato delle esportazioni (inizialmente con i beni capitale, quindi con le restanti tipologie merceologiche); si dispose che gli esportatori dovessero depositare i proventi in valuta straniera derivanti da operazioni con l'estero soltanto se l'importo di queste ultime avesse superato i 1000000 Dollari, in precedenza tale limite era fissato a 200000 Dollari. Il Banco Central, infine, aumentò i propri sforzi per cercare di evitare i problemi causati agli operatori economici dalla mancanza di linee di credito.

Un altro fattore che ha contribuito al rilancio dell'economia argentina è stato il rinnovato dialogo con il Fondo Monetario Internazionale e le altre organizzazioni di credito sovranazionali. Difatti, dopo che nel corso del 2002 gli sforzi delle autorità economiche argentine non erano stati coronati dalla concessione di alcun supporto da parte del FMI a dispetto delle drammatiche difficoltà che stava affrontando il Paese colpito dalla crisi reale e finanziaria, nel 2003 è stato riscontrato un rilancio dei rapporti tra Argentina ed istituzioni finanziarie internazionali destinato a concludersi con la concessione di due pacchetti di finanziamento; il primo di questi sarebbe stato accordato il 24 Gennaio ed il secondo il 10 Settembre.

Questi sviluppi si sono rivelati positivi per l'economia argentina dato che da una parte le autorità locali hanno potuto contare su risorse importanti, utili a fronteggiare le incombenze finanziarie del governo di Buenos Aires; dall'altra l'appoggio del Fondo Monetario Internazionale si rivelava un elemento prezioso, capace di rilanciare la fiducia nei confronti dell'Argentina da parte degli

¹³Latin Focus (Jan 2003)

investitori i quali vedevano nel supporto del Fondo un segnale di implicita approvazione nei riguardi delle politiche attuate dalle autorità locali al fine di ristabilire la solidità del sistema. Ciò si è tradotto in un miglioramento delle aspettative nutrite dagli operatori economici le quali hanno condotto nel 2003 al rilancio degli investimenti e dell'attività economica.

Il 23 Gennaio il Consiglio esecutivo del Fondo Monetario Internazionale ha approvato la concessione all'Argentina di credito Stand-by per l'ammontare di 2980 milioni di Dollari finalizzato a fornire al Paese le risorse necessarie ad assolvere le incombenze con l'istituzione finanziaria stessa relative ad i primi otto mesi dell'anno. Contestualmente il Fondo ha concesso all'Argentina di rinviare i pagamenti, ammontanti a 3800 milioni di Dollari, che il governo avrebbe dovuto effettuare entro l'Agosto del 2003.

L'accordo ha consentito all'Amministrazione federale di cancellare le incombenze arretrate con le altre istituzioni di credito multilaterali, nello specifico la Banca Mondiale ed il Banco Interamericano de Desarrollo (IADB).

Accettando il finanziamento le autorità argentine si sono impegnate ad adempiere determinati obiettivi di carattere monetario e fiscale. Il Fondo Monetario ha sottolineato l'importanza della disciplina monetaria, invitando la Banca Centrale ad usare la crescita monetaria come un'ancora nominale utile a contrastare ed arginare le pressioni inflazionarie¹⁴. In forza dell'accordo il Banco Central si impegnava a mantenere l'offerta di base monetaria allo stesso livello di quella di fine 2002.

Per quanto concerne gli aspetti di carattere fiscale il governo doveva promuovere una politica capace di generare a fine 2003 un avanzo primario del 2,5% del PIL; per ottenere quest'obiettivo l'esecutivo doveva operare dei tagli alla spesa pubblica oltre che promuovere delle misure capaci di far aumentare la raccolta fiscale. Il compimento di questo scopo risultava particolarmente difficile vista la ferma volontà delle autorità politiche di non rivedere al rialzo i prezzi e le tariffe di beni e servizi pubblici, scelta motivata dalla preoccupazione che questi rialzi avrebbero indotto un incremento del livello dei prezzi; tutto ciò si sarebbe rivelato un enorme pericolo visto il momento particolarmente delicato che stava attraversando l'economia. I responsabili del FMI avevano inoltre sollecitato i rappresentanti del governo affinché fosse approvato in tempi serrati un pacchetto di riforme amministrative capaci di ridefinire i rapporti bilaterali tra il governo centrale e le Amministrazioni provinciali; queste riforme avrebbero dovuto condurre ad una responsabilizzazione fiscale delle amministrazioni locali in modo da veder realizzato un efficiente sistema di controllo della spesa pubblica.

Gli accordi prevedevano inoltre che il governo si facesse carico di intraprendere alcune riforme istituzionali di carattere strutturale che avrebbero dovuto rinforzare il sistema bancario, riordinare la fiscalità e garantire l'autonomia monetaria del Banco Central.

In seguito la Banca Centrale annunciò di avere intenzione di adottare dal 2004 un sistema esplicito di inflation targeting, seguendo così l'esempio di Brasile, Cile e Messico, capace di indirizzare la politica monetaria verso il raggiungimento della stabilità dei prezzi.

Un altro passo importante verso la definitiva normalizzazione del sistema finanziario argentino e la stabilizzazione degli aggregati monetari fu la rimozione dei vincoli sui depositi bloccati all'interno del sistema bancario dai provvedimenti straordinari adottati durante la crisi finanziaria, provvedimenti questi che prendevano il nome di *Corralon*. Questo processo prese il via dall'emanazione, da parte dell'Amministrazione Duhalde, del Decreto 739/2003 il quale sanciva in pratica la liberazione dei depositi ri-programmati detenuti dagli istituti di credito.

In questo modo veniva concessa la possibilità a tutti i detentori di depositi ri-programmati, il cui ammontare non avesse superato i 42000 Pesos, di poter disporre in modo totale ed immediato delle

¹⁴ Latin Focus (Feb 2003)

somme depositate e quindi congelate nell'ultima parte del 2001; i risparmiatori che rientravano in questa fascia potevano quindi ritirare totalmente o parzialmente i propri fondi dal sistema bancario¹⁵. Per quanto concerne i depositi denominati in Dollari intrappolati nel sistema, il decreto disponeva inoltre che la differenza tra il saldo del deposito pesificato secondo il tasso di cambio di 1,4 Pesos per Dollaro, cui veniva addizionata la quota di adeguamento calcolata tramite l'applicazione del CER, ed il saldo originale del deposito in Dollari valutato secondo il cambio corrente il Primo di Aprile, cioè 2,979 Pesos per Dollaro, sarebbe stata rimborsata ad i risparmiatori. Le autorità economiche avevano disposto difatti che questa differenza sarebbe stata corrisposta dal Governo Nazionale tramite l'emissione di un titolo, il BODEN 2013 denominato in Dollari, da assegnare ad i detentori dei depositi rimborsati.

Il provvedimento del Governo disponeva inoltre l'accelerazione della liberazione per i depositi di ammontare superiore ad i 42000 Pesos; i fondi bloccati in depositi il cui ammontare era compreso tra i 42000 ed i 100000 Pesos sarebbero tornati a disposizione dei risparmiatori 90 giorni dopo la data d'inizio di applicazione del decreto (cioè dal 30 di Giugno) anticipandone il rimborso rispetto al termine del 30 Settembre precedentemente previsto. Infine i depositi eccedenti i 100000 Pesos sarebbero divenuti disponibili dal 31 Luglio, 120 giorni dopo l'applicazione del decreto¹⁶.

A testimonianza della progressiva stabilizzazione del quadro macroeconomico e finanziario argentino possiamo sottolineare il fatto che, sin dalla fine di Gennaio, alcuni istituti di credito avessero deciso volontariamente di rendere disponibili, entro limiti predeterminati, ad i risparmiatori interessati i depositi ri-programmati detenuti dagli istituti in questione.

A dispetto del fatto che le condizioni offerte ad i risparmiatori fossero allettanti, l'adesione da parte degli stessi alle opzioni di uscita dal sistema bancario risultarono minori di quelle attese. Alla fine di Maggio la de-programmazione dei depositi interessò appena il 51% dei CEDRO (certificato di deposito ri-programmato) privati; permanevano nel sistema circa 8000 milioni di Pesos di depositi ri-programmati (cifra che comprendeva anche l'adeguamento effettuato per il CER). Fu riscontrato un alto grado di reinvestimento nel sistema dei fondi liberati, se si considerano i depositi fino a 42000 Pesos sbloccati ad inizio Aprile riscontriamo che il 93% degli stessi è stato collocato in depositi a termine.

A Luglio, una volta terminato il processo di de-programmazione dei CEDRO, i depositi privati facevano registrare un livello di 66325 milioni di Pesos segnando un netto miglioramento rispetto all'ammontare registrato alla fine del 2002; l'ammontare totale dei depositi risultava maggiore anche rispetto a quello di 60020 milioni di Pesos registrato nel Marzo 2003, quando il processo di liberazione dei fondi dal sistema bancario ancora non era iniziato. Tale comportamento indicava un progressivo miglioramento del livello di fiducia nei confronti del sistema finanziario, situazione questa che assumeva una valenza maggiore se teniamo in considerazione il fatto che il sistema fosse caratterizzato dalla tendenza al ribasso dei tassi d'interesse e dall'assenza di vincoli e protezioni capaci di condizionare la domanda di depositi.

In questo modo i depositi del settore privato, dopo aver riscontrato una flessione nei mesi di Agosto e Settembre causata dalla maggiore incidenza dell'imposta sui debiti e crediti bancari, sono tornati a crescere nell'ultima parte dell'anno raggiungendo nel Novembre del 2003 l'ammontare di 68050 milioni di Pesos.

Lo stock di depositi che, nel Settembre del 2003, dovevano ancora essere rimborsati ammontavano a 6200 milioni di Pesos comprensivi dell'adeguamento effettuato per il CER. Di questi, 1080 milioni di Pesos sarebbero dovuti essere rimborsati entro la fine del 2003, 3450 milioni nel 2004 e 1780 milioni entro la fine del 2005¹⁷. Gli analisti prevedono che queste operazioni di liberazione di

¹⁵ Ministero dell'Economia (I 2003)

¹⁶ Latin Focus (Apr 2003)

¹⁷ Ministero dell'Economia (III 2003)

risorse non avrebbero dovuto causare variazioni rilevanti dei tassi di interesse visto che il livello di liquidità del sistema bancario dovrebbe rivelarsi adeguato ad assorbire tali eventi.

3.2 La vittoria di Nestor Kirchner alle elezioni presidenziali del 27 Aprile 2003

La ripresa dell'economia argentina riscontrata nel 2003 è stata indubbiamente favorita dal miglioramento del clima politico-istituzionale riscontrato nel Paese latino-americano nell'anno passato.

L'evento che ha assunto maggiore rilevanza in questo contesto è stato sicuramente l'elezione di Nestor Kirchner alla carica di Presidente della Repubblica avvenuta in seguito alle consultazioni elettorali indette per il 27 Aprile. Con l'elezione di Kirchner il quadro politico argentino trovava un netto consolidamento ponendo fine alle turbolenze istituzionali che avevano accompagnato il Paese nel corso della crisi. Le inquietudini politiche, inaugurate nell'autunno del 2000 dalle dimissioni del Ministro dell'Economia del governo De La Rúa, sono man mano aumentate nel corso del 2001 fino a sfociare nella crisi politica di Dicembre che ha tristemente accompagnato la crisi economica e finanziaria argentina. Gli ultimi giorni del 2001, caratterizzati dal malcontento e dalle proteste manifestati dalla popolazione, hanno registrato le dimissioni di De La Rúa e del suo Ministro Domingo Cavallo e l'elezione di Adolfo Rodríguez Saa alla carica di Presidente; questi, dopo solo sette giorni, fu costretto a rassegnare le dimissioni. Il Primo Gennaio del 2002 divenne presidente il peronista Eduardo Duhalde che guidò il Paese nel corso della crisi fino alla primavera del 2003.

Superata la fase di emergenza si poneva il problema di integrare in modo armonico la crescita economica con il rinvigorismento organico dei poteri istituzionali.

Alla consultazione di fine Aprile i candidati alla presidenza erano, oltre al peronista Nestor Kirchner, il due volte presidente e membro del Partito peronista (ufficialmente *Partido Justicialista*) Carlos Menem, Adolfo Rodríguez Saa (anche egli peronista), Elisa Carrió, rappresentante del partito di sinistra *Argentina por una República de Iguales*, ed infine Ricardo López Murphy, ex ministro dell'economia, candidato indipendente del *Movimiento Federal Recrear* e concorrente favorito dagli investitori internazionali.

Dopo il primo turno delle consultazioni l'ex presidente Carlos Menem risultava in testa alle preferenze con il 24,4% dei consensi, questi era seguito da Nestor Kirchner che aveva ottenuto il 22% dei voti. Questo risultato sanciva che il secondo turno, che si sarebbe svolto il 18 Maggio, avrebbe deciso chi, tra Menem e Kirchner, sarebbe divenuto il nuovo Presidente della Repubblica Argentina; i cittadini argentini avrebbero dovuto scegliere tra due candidati del Partito peronista.

Prima del ballottaggio però Carlos Menem, a dispetto della vittoria al primo turno, decise di ritirarsi dalla competizione giacché le proiezioni lo davano nettamente per sconfitto. Conseguentemente a quest'avvenimento Nestor Kirchner risultò vincitore delle elezioni e divenne quindi il nuovo Presidente insediandosi il 25 Maggio.

Il neo presidente aveva dichiarato in campagna elettorale di voler confermare gran parte degli indirizzi di politica economica adottati in precedenza dall'amministrazione Duhalde; un segnale inequivocabile di continuità con il recente passato fu fornito da Kirchner confermando nella sua compagine governativa colui che era stato il Ministro dell'Economia nel precedente esecutivo: Roberto Lavagna.

Per quanto riguarda la politica del tasso di cambio il Ministro era convinto che un Peso debole avrebbe sicuramente favorito le esportazioni argentine generando così effetti benefici su tutti i comparti economici; date queste premesse Lavagna incoraggiava i responsabili della Banca Centrale, negli ambiti dei rapporti istituzionali intrattenuti con essi, ad adottare una politica monetaria e valutaria che favorisse quest'approccio, in questo senso il Ministro sollecitava gli interventi dell'istituzione monetaria sul mercato dei cambi al fine di evitare un eccessivo apprezzamento del Peso. Analizzando l'approccio alla politica fiscale, Lavagna sosteneva che bisognasse conciliare la necessità di non incorrere in disavanzi pubblici deleteri con l'esigenza di sostenere, attraverso la spesa pubblica, il rilancio del livello di attività economica che si stava riscontrando nel 2003 dopo anni di recessione.

Rientrava tra i progetti dell'amministrazione Kirchner quello di promuovere la realizzazione di una serie di opere pubbliche capaci di incrementare la dotazione infrastrutturale del Paese e di rilanciare l'attività economica domestica con positive implicazioni anche sul mercato del lavoro. A questo scopo era stato investito alla soprintendenza del progetto il Ministro per la Pianificazione Federale, gli Investimenti Pubblici ed i Servizi, Miguel De Vido, anch'egli confermato dalla compagine di governo precedente.

Di là delle specifiche misure economiche attuate, l'elezione di Kirchner ha rappresentato un ulteriore momento di stabilizzazione e normalizzazione del contesto argentino. L'attuale Presidente, essendo stato eletto in seguito ad una consultazione elettorale, gode della piena legittimazione politica; questa situazione si discosta in modo deciso da quella vissuta dal suo predecessore dato che quest'ultimo era stato eletto dagli organi rappresentativi in un momento in cui la rappresentatività politica dell'Assemblea argentina era messa seriamente in discussione dallo sviluppo convulso dai drammatici eventi sociali ed economici.

L'elezione di Kirchner, quindi, poneva fine alla situazione di incertezza appena descritta e si affermava come un elemento importante, capace di far guadagnare fiducia all'intero sistema economico. La stabilizzazione politica si è rivelata importante inoltre al rilancio del dialogo con le istituzioni finanziarie internazionali, finalizzato al raggiungimento di un accordo mirante alla revisione di aspetti strutturali dell'economia argentina. E' sicuramente inquadrabile in quest'ottica il finanziamento concesso dal Fondo Monetario Internazionale alla metà di Settembre.

3.3 Il nuovo accordo con il Fondo Monetario Internazionale

Nel corso della seconda metà dell'anno è proseguito il processo di normalizzazione e stabilizzazione del sistema finanziario attraverso l'attuazione di disposizioni miranti alla progressiva liberazione dei fondi dai depositi bancari congelati dalle misure prudenziali adottate durante la crisi.

Assieme alla rimozione dei vincoli imposti al sistema creditizio, le autorità economiche hanno adottato anche misure finalizzate alla graduale regolarizzazione e liberalizzazione del mercato dei cambi, integrando così le disposizioni adottate ad inizio anno. In questo modo ad Agosto la Banca Centrale decise di innalzare il limite consentito di acquisto di valuta estera da parte degli agenti economici portandolo da 500000 Dollari a 40 milioni di Dollari. Nonostante il processo di liberalizzazione dai controlli sul mercato dei cambi permanessero, all'interno dell'apparato normativo e regolamentare, indirizzi di condotta e linee guida finalizzate a promuovere un ordinato ritorno alla normale transazione di valuta. In quest'ottica è giustificabile la permanenza di norme quali quella che imponeva, ad i soggetti economici che avessero acquistato valuta per onorare incombenze relative al servizio del debito, di completare le operazioni in moneta straniera entro 180 giorni dall'acquisto della stessa; si disponeva inoltre che i soggetti interessati alle suddette operazioni non potessero acquistare valuta per un valore eccedente il 15% dell'ammontare del pagamento da effettuare.

Durante l'estate furono promosse una serie di misure destinate a compensare le perdite subite dal sistema bancario nel corso della crisi del 2002 a causa, soprattutto, della pesificazione asimmetrica delle attività e delle passività; inoltre erano state apportate delle modifiche sostanziali alla Carta del Banco Central che assegnavano una maggiore autonomia all'istituzione monetaria. Approvando questa serie di riforme le autorità si erano mostrate attente alle istanze poste dai rappresentanti degli organismi internazionali di credito.

Permanevano comunque delle marcate distanze tra le istituzioni internazionali ed il Governo argentino su alcune tematiche centrali. Il Fondo Monetario Internazionale aveva sollecitato a più riprese l'adozione di una politica fiscale attenta, capace di generare avanzi che superassero il 3% del valore del PIL; inoltre era vista come necessaria la revisione dei contratti dei servizi pubblici, al fine di produrre un incremento deciso dei prezzi relativi ad i servizi stessi che erano rimasti pressoché immutati per tutto il periodo della crisi. Il governo si mostrava riluttante a queste proposte perché sosteneva che un incremento repentino dei prezzi dei servizi di pubblica utilità avrebbe provocato

degli effetti dirompenti sul livello dei prezzi dell'intero sistema economico, i quali avrebbero conosciuto un'impennata inflazionistica. Le autorità economiche ritenevano inoltre che l'inasprimento della politica fiscale avrebbe penalizzato l'incipiente ripresa causando, al tempo stesso, un sensibile peggioramento per il tenore di vita degli Argentini già provati da anni di recessione.

Si avvicinava comunque per l'Argentina il momento di saldare una parte consistente del proprio debito nei confronti degli organismi internazionali di credito ed emergeva in modo sempre più chiaro l'esigenza da parte del Paese latino-americano di raggiungere un accordo con il Fondo Monetario Internazionale che permettesse al governo di Buenos Aires di ri-finanziare i pagamenti dovuti alle organizzazioni multilaterali.

Nel caso in cui non fosse riuscita a concludere un accordo con il FMI, l'Argentina avrebbe dovuto o sborsare un ammontare pari al 21,4% delle proprie riserve internazionali oppure optare per la dichiarazione di default sul proprio debito con gli organismi multilaterali di credito.

Il 9 Settembre il governo doveva onorare il proprio debito di 2900 milioni di Dollari con il Fondo Monetario Internazionale nell'ambito dell'accordo di credito Stand-by siglato con il Fondo stesso nel Gennaio del 2003; le autorità decisero di dichiarare default sul prestito.

Il giorno seguente, il 10 Settembre, i rappresentanti del Governo argentino hanno raggiunto il sospirato accordo con il Fondo Monetario Internazionale; l'accordo prevedeva la concessione di un credito Stand-by per tre anni ammontante a 12600 milioni di Dollari, destinati al pagamento dei capitali che il Paese è tenuto a corrispondere all'organismo internazionale tra il Settembre del 2003 e l'Agosto del 2006. In base al nuovo accordo il Governo argentino si impegna ad implementare una politica fiscale capace di generare un avanzo fiscale primario del 2,5% nel 2003 e del 3% nel 2004; nei termini dell'intesa non sono indicati gli obiettivi fiscali specifici per il 2005 ed il 2006, si dispone solamente che il governo dovrà ottenere un surplus tale da poter assicurare la copertura degli oneri associati al debito presumibilmente rinegoziato¹⁸. Le autorità economiche si sono inoltre impegnate a compiere entro il 2005 riforme riguardanti il sistema tributario.

E' inoltre prevista la transizione entro la fine del 2004 ad un sistema di esplicita *inflation targeting*, abbandonando l'impostazione della politica monetaria mirante al controllo della crescita della base monetaria. Per quanto concerne gli obiettivi di politica monetaria relativa al 2004 non erano previste modifiche sostanziali all'offerta di base monetaria già preventivata dal Banco Central; veniva confermato così il processo di monetizzazione dell'economia con un incremento revisionale del 17% della quantità nominale di moneta. Nell'ambito dell'accordo era previsto che le autorità argentine si impegnassero a realizzare degli obiettivi quantitativi finalizzati a scandire la politica monetaria; difatti i responsabili del Fondo avrebbero controllato periodicamente l'andamento delle riserve internazionali, delle attività interne nette e l'evoluzione della base monetaria affinché si collocassero entro i valori programmati previsti dall'accordo¹⁹.

L'accordo prevedeva inoltre che fosse rinforzato il sistema finanziario attraverso l'implementazione di riforme del sistema bancario; erano inoltre previste a favore dello stesso, ulteriori indennizzi per le perdite occorse in seguito alla pesificazione ed all'indicizzazione asimmetrica imposte durante la crisi finanziaria. I termini del finanziamento prevedevano che le autorità economiche argentine operassero aggiustamenti nell'ambito dei prezzi dei servizi pubblici rivedendoli al rialzo.

4 La ripresa dell'economia argentina nel corso del 2003: il ruolo assunto dalle dinamiche del tasso di cambio sul saldo delle Partite Correnti

4.1 La stabilizzazione dell'inflazione e del tasso di cambio nominale tra il Peso ed il Dollaro

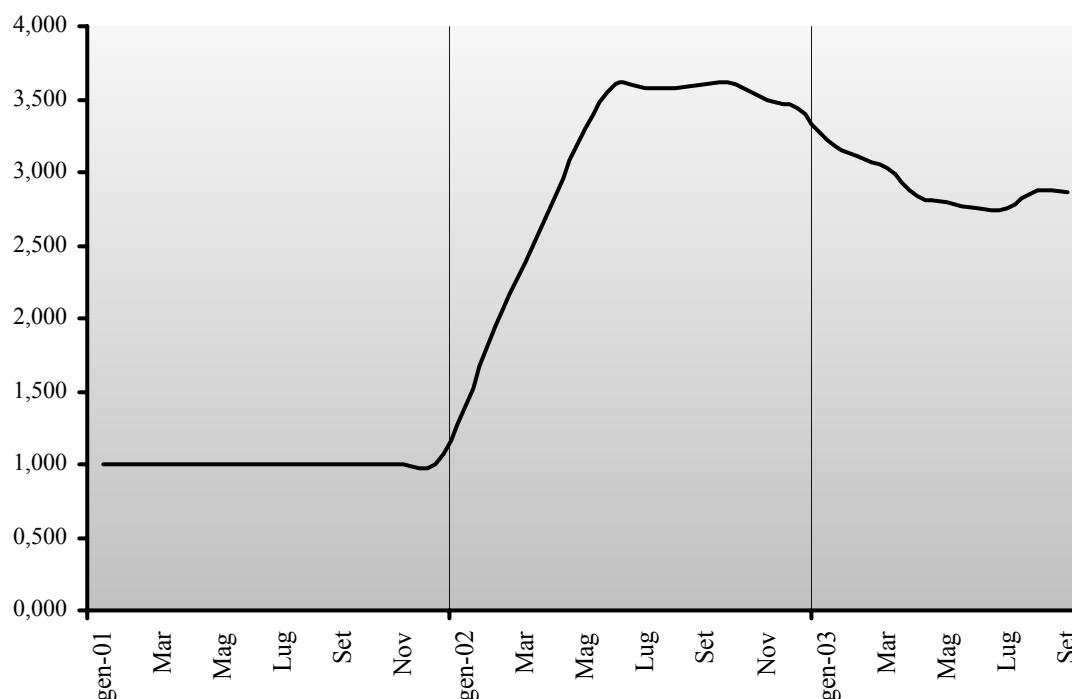
¹⁸ Economist (11 Sept. 2003)

¹⁹ Ministero dell'Economia (III 2003) Dinero y Bancos

La progressiva normalizzazione del sistema finanziario argentino nel corso del 2003, ottenuta grazie alle politiche della Banca Centrale ed alla rinnovata fiducia degli operatori economici locali, ha condotto al miglioramento di tutti gli aggregati economici. In questo contesto di progressiva stabilizzazione risulta importante l'analisi del tasso di cambio nominale e del livello dei prezzi, aggregati questi che nel corso della recessione di fine anni novanta e della profonda crisi degli anni 2001 e 2002 avevano assunto una valenza centrale.

Lo sviluppo del tasso di cambio nominale tra il Peso argentino ed il Dollaro ha manifestato, a partire dal momento dell'abbandono del Currency Board, dapprima un violento deprezzamento seguito nei mesi successivi da una graduale diminuzione del valore assoluto del saggio il quale tende ad assestarsi su valori compatibili con quelli strutturali di medio-lungo periodo. Questa iper-reazione del tasso di cambio alla sostanziale modifica del regime valutario è nota come effetto di *overshooting*.

Grafico 4
Tasso di cambio nominale tra il Peso ed il Dollaro



Fonte dati: Banco Central de la Republica Argentina

Analizzando l'andamento del tasso di cambio nominale tra il Peso ed il Dollaro nei mesi recenti osserviamo che tale aggregato ha seguito una condotta distinguibile in due fasi distinte; la prima fase, inaugurata nel Gennaio 2002 e conclusasi nell'autunno dello stesso anno, è quella immediatamente successiva alla decisione delle autorità economiche argentine di abbandonare il regime di tasso di cambio fisso tra la valuta locale ed il Dollaro statunitense. In questo periodo il Peso si è marcatamente deprezzato nei riguardi del Dollaro; infatti, dopo la prima svalutazione di Gennaio, a partire da Febbraio 2002 l'economia argentina adottò definitivamente un tasso di cambio flessibile, da questo momento in poi il valore del Peso sarebbe stato determinato dalle dinamiche commerciali internazionali, dalla politica monetaria adottata dal Banco Central de la Republica Argentina e dal complesso sistema di operazioni di mercato compiute dagli investitori e dai risparmiatori locali ed esteri.

Nei primi mesi di libera e completa fluttuazione della valuta argentina sul mercato valutario, il tasso di cambio tra Peso e Dollaro è cresciuto velocissimamente passando dalle 1,40 unità di moneta locale per ogni unità di valuta USA, rispondenti alla svalutazione disposta ad inizio 2002 dalla Legge di Emergenza Nazionale, alle 3,605 di Maggio. Nel periodo immediatamente successivo il

tasso di cambio si è mantenuto su valori decisamente alti fino ad Ottobre, mese in cui si è attestato sui 3,606 , per inaugurare quindi una lenta fase discendente.

Questa prima fase contraddistinta da un deciso deprezzamento della valuta locale nei confronti delle valute di riferimento del panorama finanziario internazionale è stata causata dall'incertezza che in quel momento caratterizzava l'ambiente economico argentino. Nelle settimane immediatamente successive all'adozione del regime di cambio flessibile gli operatori economici internazionali manifestavano, difatti, profonde perplessità circa la politica monetaria che avrebbe adottato la Banca Centrale. Gli investitori temevano, nella fattispecie, che il BCRA, non essendo più vincolato ad emettere moneta secondo i parametri stringenti che vigevano nel periodo della Convertibilità, si sarebbe abbandonato ad una politica monetaria espansiva la quale avrebbe innescato degli inarrestabili meccanismi inflazionistici i quali, a loro volta, avrebbero trascinato l'Argentina nel più totale disordine economico. Si sarebbero così riproposte le drammatiche situazioni che il Paese latino-americano aveva già vissuto nel corso degli anni ottanta.

Questo pessimismo degli investitori internazionali si aggiungeva alla diffusa sfiducia dei soggetti economici che detenevano attività all'interno del sistema finanziario i quali, secondo le strette limitazioni imposte dai provvedimenti di restrizione alla disponibilità dei fondi depositati nel sistema bancario, drenavano in modo inarrestabile le risorse dal sistema stesso.

In questo modo la sfiducia degli operatori si è tradotta in un profondo scopenso sul mercato monetario. Difatti il drenaggio di risorse da parte dei risparmiatori, unito alle oggettive difficoltà incontrate sul mercato dei cambi nel definire un tasso di equilibrio strutturale, avevano condotto ad un eccesso di offerta di attività denominate in Pesos rispetto alla domanda di base monetaria espressa dal sistema; in sostanza tutti i soggetti economici volevano evitare la diminuzione di potere di acquisto che avrebbe comportato detenere Pesos piuttosto che Dollari. Ciò si è tradotto nel marcato deprezzamento del Peso.

La seconda fase del processo di *overshooting* del tasso di cambio è stata inaugurata nell'autunno del 2002 e si è manifestata per tutto il 2003. Questa seconda fase è stata caratterizzata dal progressivo apprezzamento della moneta argentina nei riguardi del Dollaro e delle principali valute internazionali.

L'andamento del tasso di cambio nominale nel corso del 2003 ha difatti dimostrato il mutato atteggiamento dei mercati nei riguardi del Peso argentino e del Banco Central; la Banca Centrale, adottando una politica monetaria attenta e prefiggendosi come scopo principale quello di evitare una devastante iperinflazione, ha dimostrato la ferma intenzione di difendere il cambio e di preservare il valore di acquisto della moneta. L'istituzione monetaria si era dimostrata attenta all'andamento del tasso di cambio, promuovendo una politica attiva che l'aveva condotta a sacrificare una parte sostanziale delle riserve internazionali. Il Banco Central al tempo stesso aveva fornito liquidità agli istituti di credito messi in difficoltà dalla crisi finanziaria preoccupandosi di sterilizzare l'eccesso di offerta di moneta onde evitare conseguenze negative sul mercato monetario e quindi sul livello del cambio. Il ritorno della fiducia nei confronti del sistema finanziario argentino, emersa in modo palese nel corso del 2003, ha condotto ad effetti benefici anche sul mercato interno vista la propensione dei risparmiatori e dei depositanti a non drenare i propri fondi dal sistema creditizio secondo le modalità convulse osservate negli ultimi mesi del 2001.

In questo modo il tasso di cambio è progressivamente sceso, apprezzandosi nel corso del 2003; così, mentre nel Novembre del 2002 per ottenere un'unità di valuta statunitense erano necessari 3,491 Pesos, nel Gennaio del 2003 ne erano sufficienti 3,214. Il tasso di cambio sarebbe sceso poi in Luglio a 2,753 (raggiungendo il limite minimo dall'inizio della fluttuazione) per poi stabilizzarsi a Settembre sui 2,868 e concludere l'anno su valori simili. Difatti nel Dicembre del 2003 il tasso di cambio tra Peso e Dollaro si sarebbe assestato sulle 2,924 unità di valuta locale per un'unità di valuta statunitense.

Possiamo osservare inoltre che, a dispetto del periodo acuto della crisi finanziaria, nel 2003 il Banco Central ha accumulato riserve ufficiali invertendo la tendenza precedente a dimostrazione del fatto che nel corso dell'ultimo anno l'istituzione monetaria non sia dovuta intervenire in modo

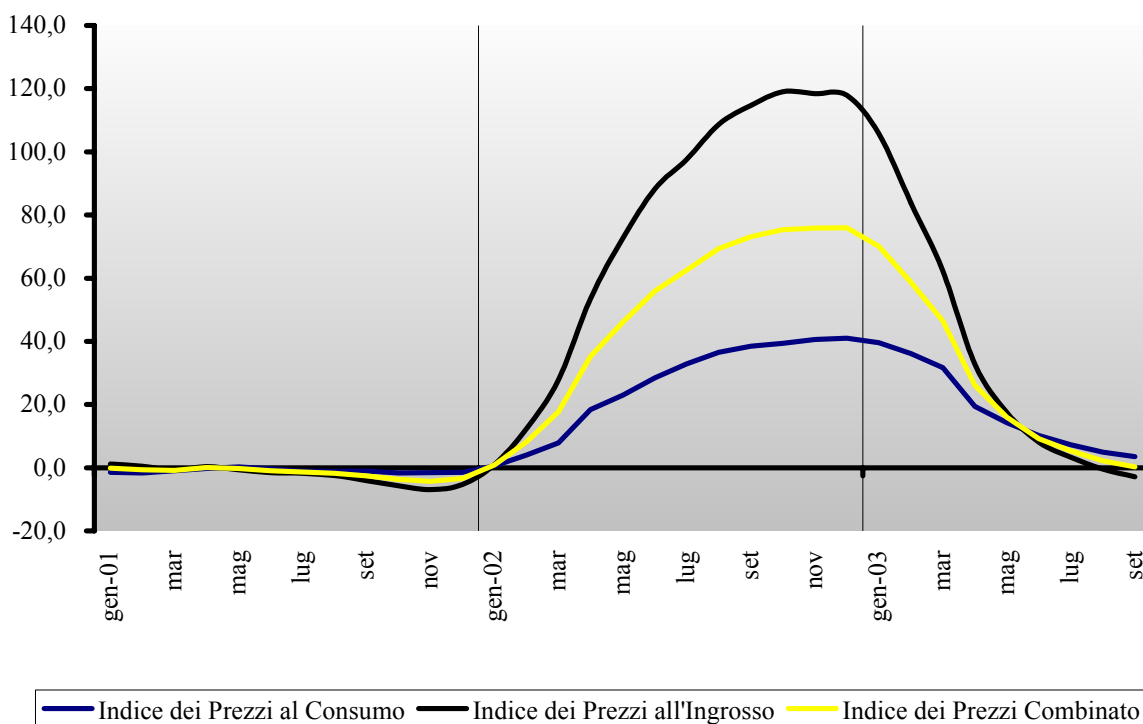
massiccio a difendere il Peso; al contrario sono stati riscontrati episodici interventi del BCRA sul mercato dei cambi finalizzati a frenare il marcato apprezzamento della moneta argentina.

Il comportamento del tasso di cambio nominale si è inevitabilmente ripercosso sul livello dei prezzi i quali, dopo un decennio di generale stabilità, hanno manifestato delle tendenze inflazionistiche che si sono dissolte completamente nel 2003.

Grafico 5

Tasso annuale d'inflazione

Variazione percentuale rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente



Nota : l'Indice dei Prezzi Combinato è risultante dalla media dell'Indice dei Prezzi al Consumo con l'Indice dei Prezzi all'Ingresso

Fonte dati : Ministero dell'Economia della Repubblica Argentina

Nel corso degli ultimi anni di vigenza del regime di cambio fisso, caratterizzati da una recessione profonda, i prezzi avevano mostrato una chiara tendenza deflativa indotta dal meccanismo di offerta di moneta connaturato al regime di Currency Board; in tale contesto difatti l'insorgere della deflazione era l'esito inevitabile del fatto che la circolazione monetaria fosse fortemente limitata dai cattivi risultati del canale estero che, registrando perdite del saldo delle Partite Correnti e conseguenti riduzioni di riserve estere, producevano politiche monetarie restrittive.

Il contesto di marcata incertezza verificatosi in concomitanza della fase acuta della crisi finanziaria ha fatto in modo che l'andamento del livello dei prezzi s'invertisse e manifestasse nel corso del 2002 un andamento decisamente inflattivo. Difatti la caduta del livello di fiducia nel sistema finanziario provocata dall'abbandono della parità con il Dollaro, dal default dichiarato sul debito pubblico e dall'imposizione dei limiti delineati dal *Corralito*, fu rinforzata dalle perplessità circa le intenzioni della Banca Centrale di adottare una politica monetaria oculata, provocando un'impennata del livello dei prezzi. In questo modo il tasso annuale di inflazione, adottando l'Indice dei Prezzi Combinati che considera l'andamento sia dei prezzi al consumo che di quelli all'ingrosso, è passato inesorabilmente dallo 0,9% in termini annuali del Gennaio del 2002 al 76% del Dicembre dello stesso anno.

Nel 2003 l'inflazione è progressivamente scesa: l'Indice dei Prezzi Combinati è passato dal 70,1% di Gennaio al 26,1 di Aprile arrivando al 2,2% di Agosto per poi assestarsi nel resto dell'anno su valori stabili simili a quelli riscontrati nel periodo della Convertibilità, periodo questo in cui la stabilità dei prezzi era garantita dalla rinuncia alla politica monetaria, implicitamente delegata alla Federal Reserve.

Nel mese di Dicembre del 2003, difatti, il tasso d'inflazione misurato secondo l'Indice dei Prezzi Combinati si è assestato sul 2,8% dopo che nei mesi di Settembre, Ottobre e Novembre si era registrata una tendenza alla deflazione indotta dal mercato dei beni all'ingrosso.

Questa riduzione del tasso di inflazione è dovuta principalmente al miglioramento dell'ambiente monetario e finanziario maturato nel corso del 2003. La stabilizzazione del livello dei prezzi è imputabile soprattutto all'interruzione della tendenza al deprezzamento manifestata dal Peso; nel corso della crisi, difatti, la debolezza della valuta domestica ha innescato l'impennata inflattiva attraverso l'effetto *Pass Through*. Il progressivo apprezzamento del Peso nel 2003 è stato capace di ridurre il livello dell'inflazione confermando che l'incremento del livello dei prezzi era imputabile a fattori transitori inerenti alla crisi finanziaria e non problemi strutturali quali quelli che avevano afflitto l'Argentina durante i numerosi episodi di iperinflazione degli anni ottanta.

L'indice dei Prezzi all'Ingrosso, raggiungendo il tasso di inflazione massimo del 118% nel Dicembre del 2002, ha manifestato un incremento maggiore rispetto all'Indice dei Prezzi al consumo, che nello stesso mese era aumentato del 41% rispetto all'anno precedente; ciò è dovuto in gran parte alla decisione del governo di tenere sotto controllo il livello delle tariffe relative all'erogazione di diversi servizi pubblici.

4.2 Il deprezzamento reale del Peso argentino

Un elemento che ha contribuito in modo decisivo alla ripresa dell'economia argentina riscontrata nel corso del 2003 è stato sicuramente il deprezzamento reale del Peso argentino rispetto alle valute di riferimento per l'economia del Paese latino-americano.

Ricordiamo che il tasso di cambio reale tra due valute è l'indice ottenuto dalla comparazione tra i prezzi interni, espressi in valuta straniera, ed il livello dei prezzi del Paese estero considerato. Il tasso di cambio reale è dato, quindi, dalla ponderazione del tasso di cambio nominale con il rapporto tra i prezzi esteri e quelli interni; in questo modo si riesce a determinare il veritiero valore della moneta nel tempo eliminando gli effetti distorsivi associati ai distinti livelli di inflazione relativi alle economie in analisi. Il tasso di cambio reale costituisce, quindi, un ampio indicatore dei prezzi di beni e servizi in un Paese raffrontandoli a quelli relativi ad un altro.

Gli indici dei prezzi utilizzato deve comprendere tanto i beni commerciabili internazionalmente quanto quelli non commerciabili dato che sono appunto le differenze riscontrate tra questi ultimi a determinare le principali variazioni del tasso di cambio reale tra le due economie.

Il tasso di cambio reale costituisce uno degli indicatori di maggiore importanza nel determinare il livello di competitività commerciale di un Paese.

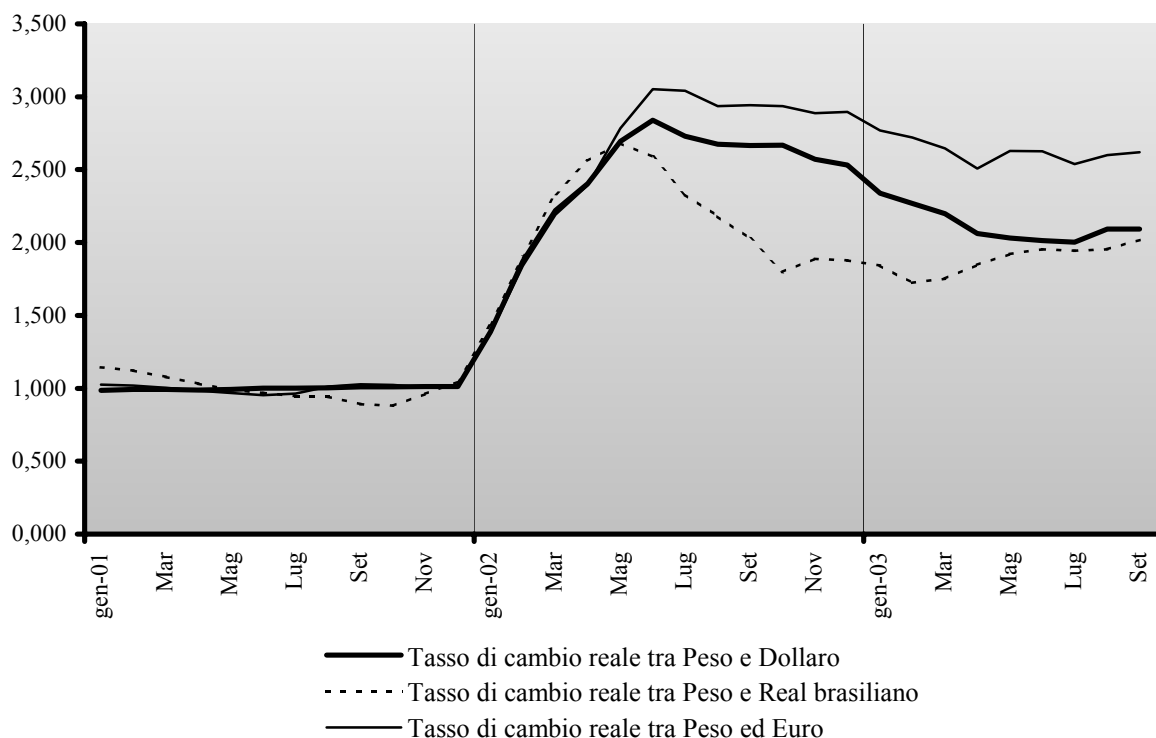
Passiamo adesso ad analizzare il deprezzamento del tasso di cambio reale del Peso argentino nel corso del periodo successivo all'adozione del regime di cambi flessibili studiando, l'evoluzione di quest'indicatore elaborato nei riguardi delle principali valute internazionali relative ai Paesi che intrattengono i maggiori rapporti commerciali con l'Argentina.

Il Grafico 6, riportato nella pagina successiva, mostra l'evoluzione del tasso di cambio reale tra il Peso argentino e le valute dei Paesi e delle aree economiche che hanno maggiore importanza commerciale e strategica per l'Argentina, nella fattispecie il Dollaro, l'Euro ed il Real brasiliano.

Dallo studio del grafico osserviamo che il valore del tasso di cambio reale tra il Peso argentino ha presentato una dinamica uniforme nei confronti delle tre monete straniere utilizzate per il confronto, a dimostrazione del fatto che lo sviluppo del tasso di cambio reale del Peso è stato determinato dagli sviluppi drammatici dell'economia argentina, risentendo quindi in modo marginale delle vicende economiche delle altre aree utilizzate per il confronto. Nell'evoluzione del tasso di cambio reale del

Peso sono rintracciabili due fasi principali: la prima di queste va dal Gennaio del 2002 fino alla metà dello stesso anno, questo periodo fu inaugurato dall'adozione del regime di cambio flessibile attuato nel contesto di marcate turbolenze che seguivano l'istituzione dei vincoli alla movimentazione di fondi dal sistema creditizio e la dichiarazione di cessazione dei pagamenti associati al debito pubblico.

Grafico 6
Tasso di cambio reale
 Base 2001 = 1



Fonte dati : Ministero dell'Economia della Repubblica Argentina

Dallo studio del grafico osserviamo che il valore del tasso di cambio reale tra il Peso argentino ha presentato una dinamica uniforme nei confronti delle tre monete straniere utilizzate per il confronto, a dimostrazione del fatto che lo sviluppo del tasso di cambio reale del Peso è stato determinato dagli sviluppi drammatici dell'economia argentina, risentendo quindi in modo marginale delle vicende economiche delle altre aree utilizzate per il confronto. Nell'evoluzione del tasso di cambio reale del Peso sono rintracciabili due fasi principali: la prima di queste va dal Gennaio del 2002 fino alla metà dello stesso anno, questo periodo fu inaugurato dall'adozione del regime di cambio flessibile attuato nel contesto di marcate turbolenze che seguivano l'istituzione dei vincoli alla movimentazione di fondi dal sistema creditizio e la dichiarazione di cessazione dei pagamenti associati al debito pubblico.

In questo periodo, coincidente con la fase acuta della crisi finanziaria argentina, il Peso, secondo il cambio bilaterale, si è fortemente deprezzato in termini reali nei confronti dell'Euro, del Dollaro e del Real. Alla fine di questa prima fase la valuta argentina risultava deprezzata in termini reali, utilizzando l'Indice dei Prezzi al Consumo, del 184% in termini interannuali rispetto al Dollaro segnando una decisa inversione di tendenza rispetto alla sopravvalutazione osservata fino al 2001. Il deprezzamento del Peso fu ancora più marcato nei riguardi dell'Euro visto che il tasso di cambio reale bilaterale con la valuta europea salì del 200%, ciò fu dovuto anche all'apprezzamento nominale dell'Euro nei riguardi delle principali monete tra cui il Dollaro. E' importante analizzare il

comportamento del tasso di cambio reale bilaterale con il Brasile dato che quest'ultimo Paese è il principale partner commerciale dell'Argentina; in questa prima fase il Peso si è deprezzato del 158% rispetto al Real invertendo la tendenza all'apprezzamento riscontrata sin dalla crisi finanziaria brasiliana del 1999.

La seconda fase è iniziata nell'estate del 2002 perdurando per tutto il 2003. A partire da tale periodo difatti il tasso di cambio reale della valuta argentina nei confronti delle valute di riferimento si è gradualmente abbassato manifestando un leggero ma continuo apprezzamento riscontrabile fino alla fine del 2003. Questo processo, nel corso di tutto l'anno, ha portato il Peso ad apprezzarsi nei confronti del Dollaro del 25% rispetto al picco raggiunto dal tasso di cambio reale nell'estate del 2002; la valuta argentina si è apprezzata, inoltre, del 13% nei confronti dell'Euro.

Il tasso di cambio reale con il Real, che aveva già mostrato un apprezzamento nel corso del 2002 dovuto a turbolenze economiche interne vissute dall'economia brasiliana in quel determinato periodo, evidenziò alla fine del 2003 un lieve deprezzamento dell'8% dopo che il Peso aveva recuperato nella seconda metà del 2002 il 30% del suo valore reale.

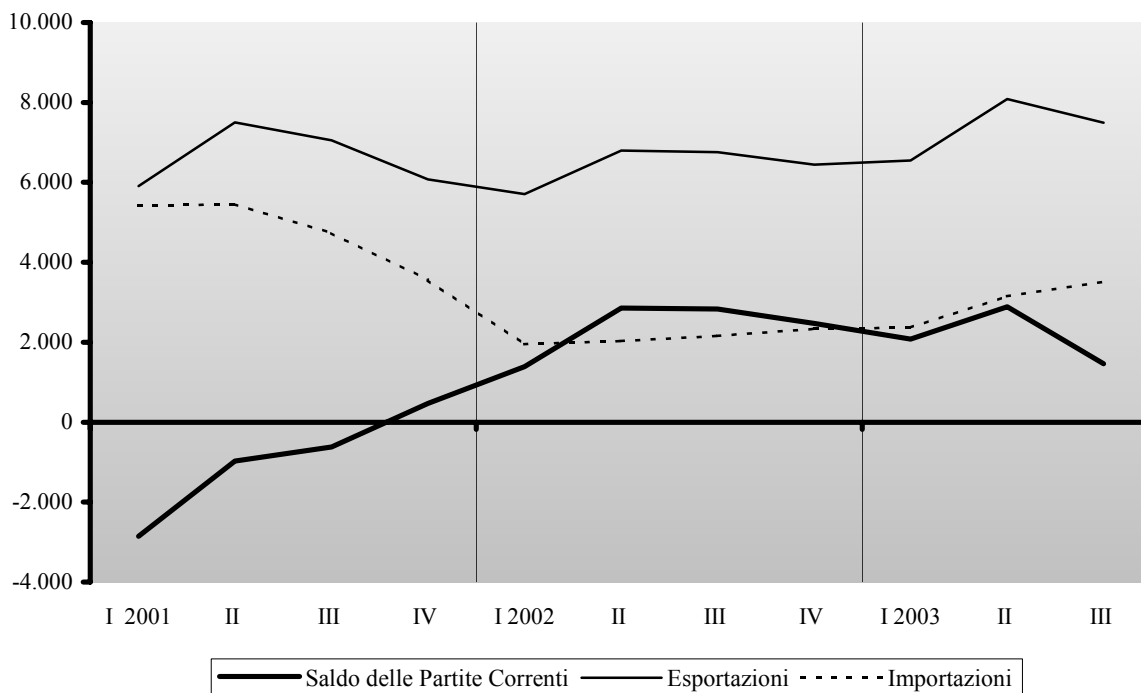
Lo sviluppo del tasso di cambio reale aveva risentito della progressiva normalizzazione degli aggregati monetari, i quali erano stati colpiti degli effetti destabilizzanti della crisi finanziaria sul mercato dei capitali argentino.

4.3 Le conseguenze sulla Bilancia Corrente del deprezzamento del Peso argentino

Il deprezzamento reale del Peso argentino nei riguardi delle principali valute estere è stato uno dei fattori che maggiormente ha contribuito alla ripresa economica inaugurata nel 2003.

Grafico 7

Saldo delle Partite Correnti, Esportazioni ed Importazioni
in milioni di Dollari



Fonte dati : Ministero dell'Economia della Repubblica Argentina

La perdita di valore nominale e reale del Peso si è, difatti, rivelato un elemento che ha rilanciato la competitività delle merci domestiche sui mercati internazionali. Sui mercati esteri, infatti, le merci argentine si rivelavano meno costose di quelle offerte dai produttori locali dei Paesi di destinazione, inoltre sul mercato argentino le merci importate dall'estero facevano fatica a conquistare quote di mercato visto che queste ultime risultavano troppo costose per gli acquirenti locali perché gravate

dal tasso di cambio argentino sottovalutato. Queste dinamiche risultarono particolarmente evidenti dagli scambi tra l'Argentina ed i suoi principali partner commerciali, nella fattispecie il Brasile ed i Paesi dell'Unione Europea che assorbono rispettivamente il 35% ed il 19% delle esportazioni argentine. La portata degli eventi traspare facilmente dall'analisi precedentemente svolta sullo sviluppo del tasso di cambio reale con le aree appena citate.

Il quadro valutario appena descritto si contrappone a quello che caratterizzava l'economia argentina nel corso della Convertibilità quando il tasso di cambio fisso con il Dollaro aveva causato un'ingente sopravvalutazione del Peso che aveva, a sua volta, prodotto i profondi squilibri delle Partite Correnti che hanno decretato il collasso del sistema stesso.

Il tasso di cambio competitivo ha comportato un'espansione delle esportazioni che è iniziata a partire dalla metà del 2002 e si è consolidata nel 2003. Notiamo difatti che, dopo la fase problematica della crisi finanziaria e reale scontata tra la fine del 2001 e l'inizio del 2002, la quantità di merci esportate è progressivamente incrementata passando dal minimo di 5710 milioni di Dollari del primo trimestre del 2002 al picco di 8100 milioni di Dollari riscontrato nel secondo trimestre del 2003, ottenuto nel contesto di un complessivo aumento rispetto all'anno precedente. Nei primi nove mesi del 2003 le esportazioni sono ammontate a 22100 milioni di Dollari guadagnando il 15% rispetto allo stesso periodo del 2002. Ha contribuito indubbiamente allo sviluppo positivo del livello delle esportazioni il miglioramento dei termini di scambio che hanno giovato dell'incremento dei prezzi internazionali delle merci primarie e del prezzo del petrolio. Le esportazioni sono ammontate solo nel terzo trimestre del 2003 a 7491 milioni di Dollari.

Il buon risultato ottenuto dalle esportazioni argentine assume una valenza rilevante se si considera che i saldi positivi delle esportazioni stesse, misurati in Dollari, sono stati ottenuti a dispetto del sensibile deprezzamento del Peso nei confronti della valuta statunitense.

L'incremento del livello delle esportazioni ha dato un importante impulso al rilancio dell'attività economica visto che il tessuto produttivo, logorato dalla crisi, trovava terreno fertile per la ripresa; ricordiamo difatti che molte delle imprese argentine erano fallite o comunque avevano subito pesanti conseguenze dal dissesto economico causato dalla crisi finanziaria. In questo modo, nei mesi che hanno immediatamente seguito la fase acuta della crisi, le imprese si orientavano alla domanda estera visto che quella locale risultava ancora fiacca perché colpita dalla recessione.

Dobbiamo osservare adesso il comportamento delle importazioni. Queste, nel corso degli ultimi mesi di vigenza del regime di cambio fisso, sono calate in modo sensibile come conseguenza della recessione che, riducendo il reddito a disposizione degli agenti economici, comportava una diminuzione del livello degli scambi all'interno del sistema. Il valore minimo di importazioni è stato toccato nel primo semestre del 2002 quando l'ammontare di queste è stato di 1950 milioni di Dollari, ben \$3400 milioni in meno rispetto a quelle dello stesso semestre dell'anno precedente.

Il basso ammontare di importazioni riscontrato nella prima metà del 2002 è dovuto sia alla riduzione del PIL che al deprezzamento del Peso che rendeva le merci estere troppo costose per i soggetti economici argentini.

La diminuzione del livello delle importazioni si è rivelato un fattore cruciale per la ripresa economica argentina. Difatti la domanda interna, non essendo più indirizzata alle merci di produzione estera, si è progressivamente orientata ad i beni ed ai servizi prodotti localmente generando così la tendenza alla sostituzione delle importazioni. Ciò si è tradotto in un fondamentale stimolo alla ripresa dell'attività economica la quale ha inoltre giovato del progressivo rinvigorismento della domanda interna.

Nel 2003 l'ammontare delle importazioni, dopo un secondo semestre del 2002 di stabilizzazione, è decisamente aumentato conseguentemente al miglioramento del livello di produzione e reddito nazionale. Nei primi nove mesi dell'anno le importazioni ammontarono a 9000 milioni di Dollari, manifestando un incremento del 47% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; contestualmente il PIL è aumentato del 7,7% rispetto allo stesso periodo dell'anno antecedente. L'aumento delle importazioni è giustificato da un aumento del 48% della quantità di ordini ed una

riduzione dell'1% dei prezzi delle importazioni stesse. Le importazioni di beni effettuate nel corso del terzo trimestre del 2003 a \$ 3516 milioni.

Possiamo quindi osservare che il miglioramento del livello delle esportazioni e la caduta dalle importazioni si sono tradotti, oltre che in un incremento di valuta estera nel sistema, in una ripresa della produzione che in un primo momento ha interessato le aziende appartenenti al settore dei beni internazionalmente commerciabili; tale miglioramento si è poi esteso anche agli altri comparti economici dando vita alla ripresa che abbiamo riscontrato nel 2003.

I risultati positivi prodotti sul settore estero dell'economia argentina dal deprezzamento del Peso sono sintetizzati dai saldi di Bilancia Corrente che il Paese latino-americano ha progressivamente registrato negli ultimi mesi. Osservando il Grafico 7 notiamo che l'Argentina ha ottenuto per tutto il 2002 ed il 2003 dei saldi positivi a dimostrazione della ritrovata competitività dell'economia in analisi. La situazione corrente si discosta in modo netto da quella riscontrata durante il periodo della Convertibilità. In questo periodo, difatti, venivano registrati dei pesanti disavanzi delle Partite Correnti che derivavano dalla propensione alle importazioni, propensione questa che era causata dal fatto che il tasso di cambio sopravvaluto rendeva economicamente conveniente acquistare beni e servizi dall'estero piuttosto che produrli localmente.

Le Partite Correnti, come possiamo osservare dal grafico, hanno fatto riscontrare, a partire dal quarto trimestre del 2001, saldi positivi raggiungendo con 2888 milioni di Dollari il picco massimo nel secondo trimestre del 2003. Nel terzo trimestre del 2003 si è registrato un avanzo di 1460 milioni di Dollari.

Nel corso dei primi nove mesi del 2003 l'Argentina ha dovuto corrispondere 5750 milioni di Dollari ad i propri fornitori esteri di capitali per la remunerazione netta delle risorse investite nel Paese sotto forma di interessi, utili e dividendi. Nello stesso periodo sono stati corrisposti all'estero ben 7450 milioni di Dollari corrispondenti solo agli interessi sui capitali investiti in Argentina in attività finanziarie, non corrispondenti cioè ad investimenti diretti.

Queste osservazioni mettono ancora più in risalto le buone prestazioni ottenute dal settore dei beni commerciabili, riscontrabili dai saldi attivi della Bilancia Commerciale. Al tempo stesso, però, sottolineano ancora una volta il problema dell'indebitamento estero che, occorre non dimenticarlo, è stato una delle componenti che ha portato all'insorgere degli squilibri sfociati nella crisi del sistema economico basato sulla parità con il Dollaro.

La maggior parte degli osservatori economici ritiene che il tasso di cambio multilaterale del Peso sia ancora sottovalutato rispetto ad i valori di equilibrio di lungo periodo nonostante il lieve apprezzamento riscontrato nel corso del 2003; questo costituisce sicuramente un fattore che si rivelerà importante per il futuro sviluppo dell'economia argentina.

5 Il mercato dei capitali, i tassi d'interesse e l'andamento del Rischio-Paese nel corso del 2003

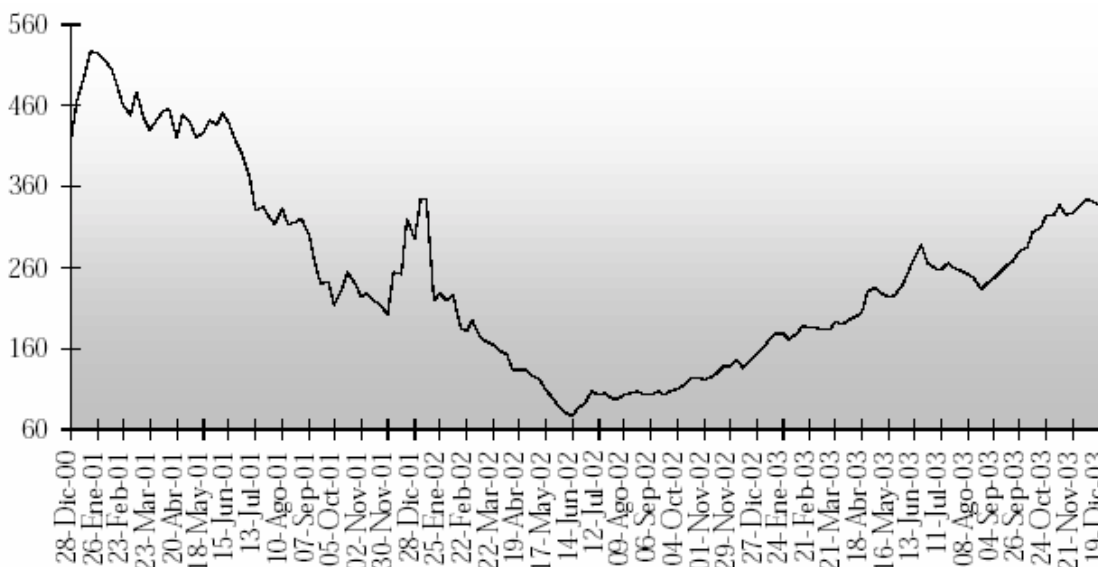
5.1 Il mercato dei capitali ed il mercato azionario argentino

Nel corso del 2003 si è registrato un consistente miglioramento delle variabili inerenti al mercato dei capitali argentino; tutto questo dopo che gli enormi squilibri macroeconomici sorti nel corso degli anni della parità Peso-Dollaro avevano provocato la profonda crisi finanziaria che ha colpito il Paese latino-americano nel corso del 2001, propagandosi per gran parte del 2002. Difatti, superata la fase di assestamento che ha caratterizzato l'ultima parte del 2002 ed i primi mesi del 2003, si è assistito ad un netto miglioramento degli aggregati finanziari a partire dalla seconda metà dell'anno. Possiamo studiare questa tendenza analizzando l'andamento del mercato azionario. Sin dalle prime sedute del 2003 la Borsa argentina aveva mostrato una chiara tendenza al recupero, indotta dalla diminuzione dei tassi di interesse, dalla stabilità del cambio e dal generale processo di ripresa

economica che si stava sviluppando in un generale contesto di stabilità dei prezzi. Aveva inoltre contribuito alla formazione di un clima disteso la rinnovata stabilità politica derivante dall'esito delle elezioni politiche di Maggio 2003 le quali avevano consentito a Kirchner di formare un governo che, pur se sostenuto da una maggioranza parlamentare non molto salda, gode di una piena legittimazione democratica.

Come possiamo osservare dalla figura 8, la Borsa stava recuperando terreno già dal Dicembre del 2002 quando l'Indice Merval (espresso in Dollari) aveva superato i 150 punti. Nella prima metà del 2003 la salita dell'indicatore continuò fino a raggiungere la quota di 280 punti in Giugno e, dopo una lieve caduta riscontrata nei mesi centrali dell'estate, a Settembre; l'andamento positivo fu confermato anche nell'ultima parte dell'anno quando a Dicembre il Merval superò i 350 punti. In questo modo la Borsa argentina ha registrato nell'intero 2003 una crescita del 130%, crescita questa che conferma la tendenza inaugurata nel Giugno del 2002 quando l'indice Merval è tornato a salire dopo aver toccato un minimo di portata storica; all'inizio dell'estate del 2002, difatti, l'indice era sceso a 92 punti. In ogni modo il miglioramento, riscontrato nel corso del 2003, ha compensato solo in parte la pesante caduta registrata nel 2001 e nella prima metà del 2002.

Grafico 8
Andamento del mercato azionario fino al 2003
 Indice Merval



Fonte : Ministero dell'Economia della Repubblica Argentina

5.2 I tassi di interesse

Il miglioramento delle aspettative espresse dai mercati nei riguardi dell'economia argentina ha casato importanti effetti sul livello dei tassi di interesse.

Difatti i tassi di interesse nel corso del 2003 hanno mostrato una decisa tendenza alla diminuzione raggiungendo livelli decisamente bassi, che non venivano registrati dall'economia argentina da molti anni. Questa situazione è la logica risultante del processo di stabilizzazione del sistema monetario e finanziario il quale ha riguadagnato livelli accettabili di affidabilità.

Il quadro relativo al 2003 si differenzia in modo netto da quello riscontrato nel 2002, quando i tassi d'interesse avevano raggiunto livelli altissimi a causa della crisi finanziaria che aveva colpito il Paese. Nel corso del 2002 infatti i tassi elevati, registrati tra la primavera e l'estate, derivavano dall'impennata dell'inflazione e dai problemi connessi alle limitazioni imposte al sistema bancario che si riflettevano, nonostante gli interventi della Banca Centrale, sul livello di liquidità del sistema.

A questo si aggiungeva la necessità da parte delle banche di trattenere i fondi depositati; così, per arginare i massicci drenaggi di liquidità, venivano applicati ad i depositi tassi alti al punto da convincere i risparmiatori a non prelevare le proprie risorse dal sistema. Il tasso Call raggiunse nell'Aprile del 2002 il 91,19% mentre il tasso applicato ad i depositi con scadenza fino ai 60 giorni salì fino al 76,70% in Luglio.

Dalla seconda metà dell'anno la situazione migliorò progressivamente, i tassi difatti scesero grazie all'accorta politica monetaria attuata dalla Banca Centrale ed al conseguente mutamento di approccio dei detentori di attività argentine.

In questo modo l'Argentina ha giovato di un graduale miglioramento delle condizioni ambientali che hanno consentito la diminuzione dell'inflazione ed il ritorno della domanda di attività espresse in Pesos; ciò ha portato alla riduzione dei tassi di interesse. Il tasso Call è passato 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, quindi, al 20,72% di Dicembre.

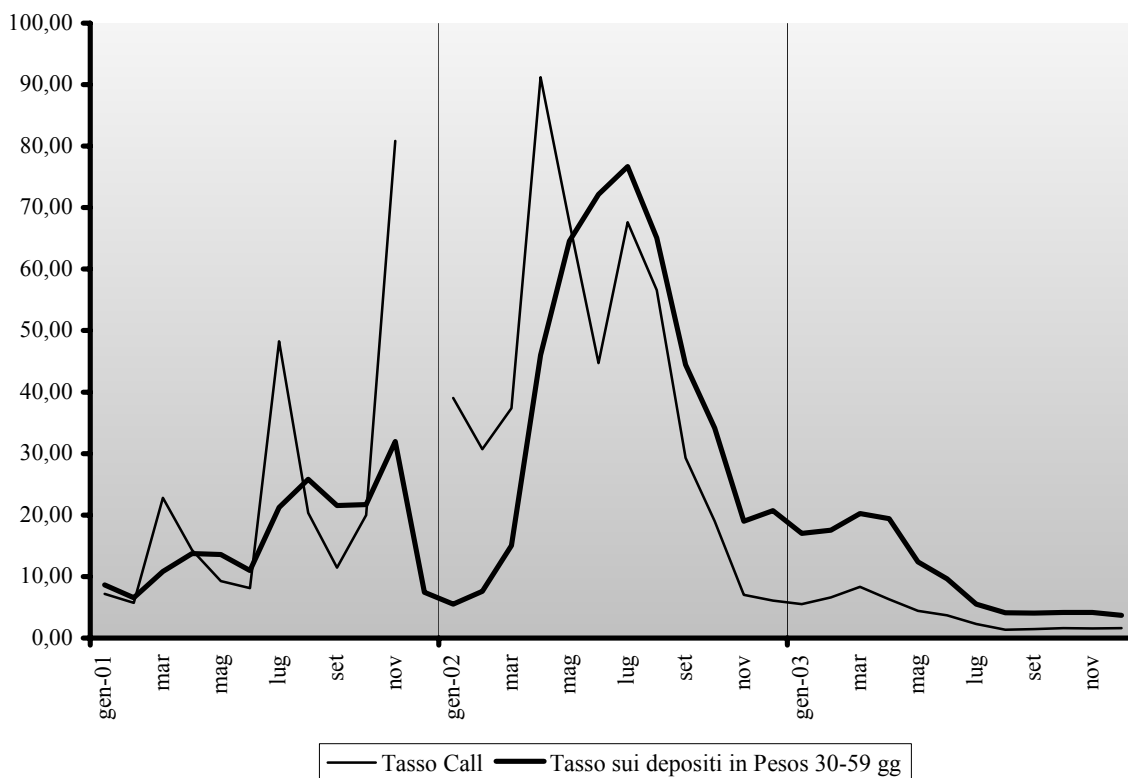
Nel 2003 si è assistito al consolidamento della situazione finanziaria argentina e ciò si è riverberato sul livello generale dei tassi. Nel contesto inequivocabile di discesa dei saggi riscontriamo in ogni modo una relativa variabilità.

Nelle prime settimane dell'anno i saggi di interesse sono diminuiti ulteriormente, in Gennaio il tasso Call si assestò sul 5,54% mentre il tasso sui depositi in Pesos passò al 17,03% segnando un abbassamento di oltre 2,5 punti percentuali rispetto al mese precedente. La tendenza si invertì in Febbraio quando i mercati avevano alimentato aspettative pessimistiche circa le potenzialità del Banco Central di far fronte agli obiettivi monetari sanciti dagli accordi con il Fondo Monetario; gli operatori, aspettandosi un importante intervento di sterilizzazione, hanno prodotto un incremento del rendimento dei LEBAC.

Grafico 9

Tassi di interesse a breve termine

in punti percentuali



Fonte dati : Banco Central de la Republica Argentina

All'incremento dei tassi ha contribuito anche la liberazione anticipata di parte dei depositi ri-programmati (CEDRO) bloccati all'interno del sistema creditizio. Infatti le banche che avevano annunciato la restituzione dei depositi elevarono contestualmente i tassi in modo da fornire un incentivo affinché i risparmiatori "liberati" decidessero di non ritirare le proprie risorse; si era inoltre sviluppato un meccanismo che vedeva competere i vari istituti di credito, impegnati a captare i fondi appena sbloccati dal sistema per poter così guadagnare quote di partecipazione di mercato.

In Marzo le condizioni monetarie più restrittive e le incertezze associate all'evoluzione del processo di smantellamento definitivo delle restrizioni creditizie avevano indotto un ulteriore incremento dei saggi di interesse. Alla fine del mese il tasso Call era salito all'8,34% dopo che in Febbraio si era assestato sul 6,61% mentre il tasso sui depositi in Pesos era salito al 20,26%.

Nel mese di Aprile le condizioni ambientali migliorarono ed i saggi di interesse diminuirono facendo registrare un'inversione dell'andamento riscontrato in Febbraio e Marzo; questo risultato fu ottenuto anche grazie all'intervento della Banca Centrale che aveva modificato la disciplina relativa alle esigenze di incasso delle banche rendendola più flessibile visto che temeva l'impatto della cancellazione volontaria dei depositi ri-programmati sul livello di liquidità dell'intero sistema finanziario

I risparmiatori reagirono alla liberazione di fondi dai CEDRO reinvestendo gli stessi all'interno del sistema, tale risposta premiò gli sforzi dell'istituzione monetaria che in questo modo aveva evitato sia un aumento dei tassi di interesse che un incremento del credito interno ottenuto attraverso l'applicazione di risconti.

Superata questa fase critica i tassi di interesse hanno ripreso il loro trend decrescente scendendo in modo progressivo fino alla fine dell'anno. Nel mese di Giugno la diminuzione dei tassi fu accompagnata da un incremento generalizzato degli aggregati monetari, al tempo stesso la Banca Centrale decise di abbassare l'esigenza di effettivo minimo che le banche erano obbligate a detenere a garanzia dei depositi. Tali fattori generarono un incremento considerevole della liquidità del sistema, fenomeno questo dovuto anche alla tendenza, riscontrata all'indomani della crisi, delle entità finanziarie a detenere tra le attività un rilevante quantitativo di attività liquide. Alla fine del mese il tasso Call sarebbe sceso al 3,71% contro il 6,29% di Aprile mentre il saggio associato ai depositi in valuta locale scese fino al 9,63% rispetto al 19,40 di Aprile.

In Luglio rallentò l'incremento degli aggregati monetari però la liquidità interna al sistema si mantenne elevata ed i tassi continuarono la loro discesa. In questo modo maturarono disincentivi al mantenimento dei fondi in depositi a scadenza visto che il loro rendimento era divenuto simile a quello dei depositi a vista, i quali presentavano il vantaggio di essere liquidabili in qualsiasi momento dal detentore ed esenti dall'imposta sui debiti e crediti bancari che colpiva i depositi a termine.

A partire da Agosto si è avuta una stabilizzazione dei tassi che, dopo essere scesi in modo consistente per oltre un anno, si sono assestati su livelli bassi (i più bassi dell'ultimo decennio) concludendo l'anno senza far rilevare particolari cambiamenti. Il tasso Call, dopo aver raggiunto in Agosto l'1,37% è lievemente cresciuto passando all'1,59% di Ottobre per concludere l'anno all'1,63%. Il tasso sui depositi in Pesos, la cui scadenza era compresa tra i 30 ed i 59 giorni, che in Agosto era sceso ai 4,10 punti percentuali, ha riscontrato un'ulteriore, lieve, discesa concludendo il 2003 con il 3,71% di Dicembre.

Nel corso del 2003 è stata riscontrata una generale diminuzione dei tassi di interesse a breve termine; il tasso sui fondi, in Pesos, depositati in Cassa di Risparmio passò dall'1,92% di Gennaio allo 0,84% di Dicembre dopo che nel Luglio del 2002 avevano raggiunto il 14,91%.

In generale i tassi di interesse a breve termine del sistema economico hanno risentito dell'evoluzione dei tassi delle LEBAC i quali sono diminuiti durante l'anno passando, per i LEBAC a 89 giorni in Pesos, dal 22,2% di Febbraio al 2,6% di fine 2003.

Dopo aver analizzato l'andamento dei tassi di interesse sulle attività a breve termine sul mercato argentino osserviamo adesso l'andamento dei tassi associati ad impieghi finanziari dagli orizzonti

temporali maggiori. A questo scopo prendiamo in analisi il BODEN 2005 ed il BODEN 2012, due titoli denominati in Dollari emessi dal Governo Argentino nel corso del 2002. I rendimenti relativi ad i due titoli è rappresentato dal Grafico 10.

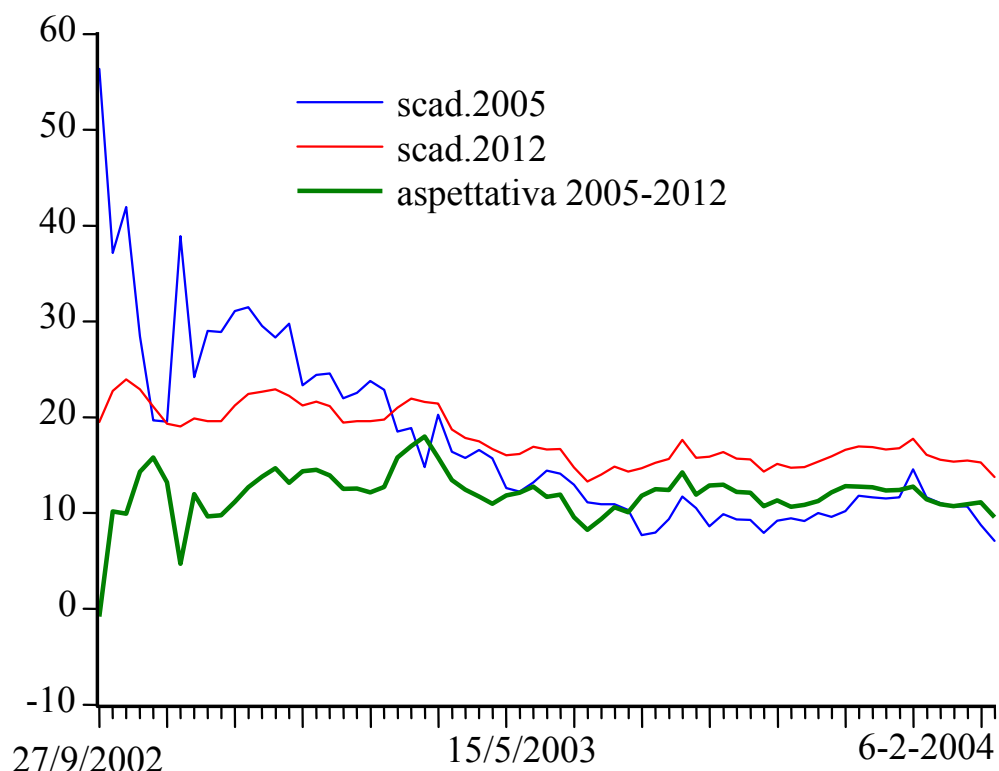
Dall'analisi dei rendimenti dei due titoli e del raffronto degli stessi possiamo ricavare osservazioni importanti per quanto concerne lo stato del sistema finanziario argentino; inoltre, confrontando i tassi associati ad i due titoli e ricavando i tassi impliciti, possiamo trarre importanti riscontri circa le aspettative che i mercati nutrono nei riguardi dei tassi di interesse argentini nel periodo compreso tra la scadenza del primo titolo, il BODEN 2005, e la scadenza del secondo, il BODEN 2012.

Partiamo nell'analisi dallo studio dei rendimenti del BODEN 2005. Come possiamo osservare dal grafico, i tassi di interesse relativi al BODEN 2005 sono progressivamente scesi passando dal 56,3% del Settembre del 2002 al 9,9% del Febbraio del 2004; all'inizio del 2003 il rendimento di questo Buono era del 28,3% e, nel contesto della graduale discesa dei saggi, durante l'anno ha toccato punte minime prossime al 7% in Luglio ed in Dicembre.

Grafico 10

Tassi di interesse sui BODEN 2005 e BODEN 2012 emessi in Dollari ed aspettative sui tassi di interesse per il periodo 2005-2012

in punti percentuali



Nota : le aspettative sui tassi per il periodo 2005-2012 non risentono del premio di liquidità associato al titolo a scadenza più lontana cioè il BODEN 2012

Fonte dati : Banco Central de la Republica Argentina

Dall'analisi dei tassi associati al titolo a scadenza più ravvicinata riscontriamo il progressivo miglioramento delle condizioni del sistema monetario e finanziario argentino. Gli alti tassi osservati nell'ultima parte del 2002 e nei primi mesi del 2003 erano il riflesso dell'incertezza associata alle dinamiche del tasso di cambio. Difatti la svalutazione del Peso, derivante dalla decisione di abbandonare il tasso di cambio fisso con il Dollaro per un regime di cambi fluttuanti, si era riverberata sul livello dei prezzi causando l'innescò dell'inflazione. L'inflazione si è così tradotta

in un incremento dei tassi di interesse, incremento questo indotto dalla necessità di tutelare il potere d'acquisto dei fondi impiegati in attività finanziarie.

Nel corso del 2003 comunque i tassi si sono abbassati accompagnando il processo di normalizzazione di tutti gli aggregati finanziari dell'economia argentina.

Passiamo ad analizzare ora i tassi associati al BODEN 2012. Dall'analisi del grafico 10 ci accorgiamo che i saggi di interesse associati al titolo a scadenza più lontana sono scesi in modo molto più graduale rispetto a quelli del BODEN 2005 nel periodo compreso tra il Settembre del 2002 ed il Febbraio del 2004; ciò è riscontrabile a livello grafico dal fatto che la curva relativa al BODEN 2012 appaia, nel complesso, più piatta rispetto a quella dei titoli con scadenza nel 2005. I tassi sono passati dal 22,7% di Settembre 2002 al 15,3% di Febbraio 2004; nel corso del 2003 i tassi sono passati dal 22,9% degli inizi di Gennaio al 15,3% della fine di Dicembre toccando in Giugno valori minimi del 13,3%.

La stabilità mostrata dai tassi sui BODEN 2012 dimostra che l'incertezza e la variabilità espressa dai BODEN 2005 erano legate a fattori di fragilità temporanei; il mercato prevedeva, difatti, che le condizioni avverse si sarebbero dissolte in tempi rapidi e che nel lungo periodo il sistema sarebbe tornato in equilibrio.

La progressiva diminuzione dei tassi risultava un segnale di fiducia da parte degli investitori nei confronti del sistema finanziario argentino e delle autorità economiche impegnate nel processo di ristrutturazione dello stesso.

Notiamo che, a partire dalla metà del 2003, una volta raggiunto un livello di relativa stabilità economica, il rendimento dei titoli a scadenza nel 2012 ha superato quello dei BODEN 2005; questo fenomeno è spiegato dal fatto che i titoli a scadenza più lontana pagano un Premio di Liquidità rispetto ad i titoli dalla vita più breve. Questo differenziale sui tassi discende dalla necessità di remunerare il minor grado di liquidità dei buoni a lunga scadenza i quali vincolano i fondi degli investitori per un periodo più lungo esponendo gli stessi a rischi economici maggiori.

Dato che il BODEN 2005 ed il BODEN 2012 sono due titoli omogenei, perché emessi dallo stesso soggetto economico (il Governo Argentino) e denominati nella stessa valuta, il Dollaro, possiamo sviluppare un'analisi congiunta dei due Buoni ricavando così i tassi impliciti. La funzione raffigurata in verde nel Grafico 10 rappresenta il livello dei tassi di interesse che il mercato si aspetta nel periodo intercorrente tra la scadenza del BODEN 2005 e quella del BODEN 2012 decurtato del Premio di Liquidità. In questo modo il livello dei saggi di interesse sui BODEN 2012, decurtato della remunerazione associata alla minore liquidità, risulta la combinazione dei tassi sui BODEN 2005 e dei tassi impliciti per il periodo 2005-2012.

L'analisi dei tassi impliciti ci porta a ricavare le aspettative sui tassi di interesse relativi ai periodi futuri. Osservando il grafico ci accorgiamo che il mercato si attende una stabilità dei tassi di interesse per il periodo 2005-2012 a conferma del fatto che gli investitori, già a partire dalle primissime settimane del 2003, credevano nelle prospettive di crescita di medio-lungo periodo dell'economia argentina confidando altresì in un aumento del livello di solidità del sistema finanziario. Al contrario, nel caso in cui gli analisti si fossero aspettati che ulteriori turbolenze avessero investito l'Argentina nei prossimi anni avremmo osservato un andamento crescente della funzione associata allo sviluppo delle aspettative relative al periodo 2005-2012.

5.3 L'evoluzione del Rischio-Paese

La stabilizzazione del sistema monetario e finanziario argentino, accompagnata dalla normalizzazione del quadro politico-istituzionale, ha condotto al graduale miglioramento del livello di fiducia espressa dagli operatori economici nei riguardi dell'Argentina. Il ritorno della fiducia si è fisiologicamente tradotto in un deciso miglioramento delle aspettative; ciò è testimoniato dalla diminuzione degli indici di rischio espressi dai mercati associabili all'economia oggetto di analisi.

A tal proposito analizziamo l'evoluzione del Rischio-Paese associata ad i titoli pubblici argentini. Lo studio dell'andamento del Rischio-Paese è utile per la comprensione dei fenomeni che hanno

coinvolto l'economia argentina in quanto ci consente di osservare l'evoluzione delle aspettative degli investitori.

Ricordiamo che il country risk associato ad una determinata economia è misurato dallo spread tra i tassi di interesse riconosciuti dai titoli del debito sovrano del Paese oggetto di analisi e quelli del Tesoro statunitense assimilabili ad i primi per caratteristiche tecniche e scansioni temporali.

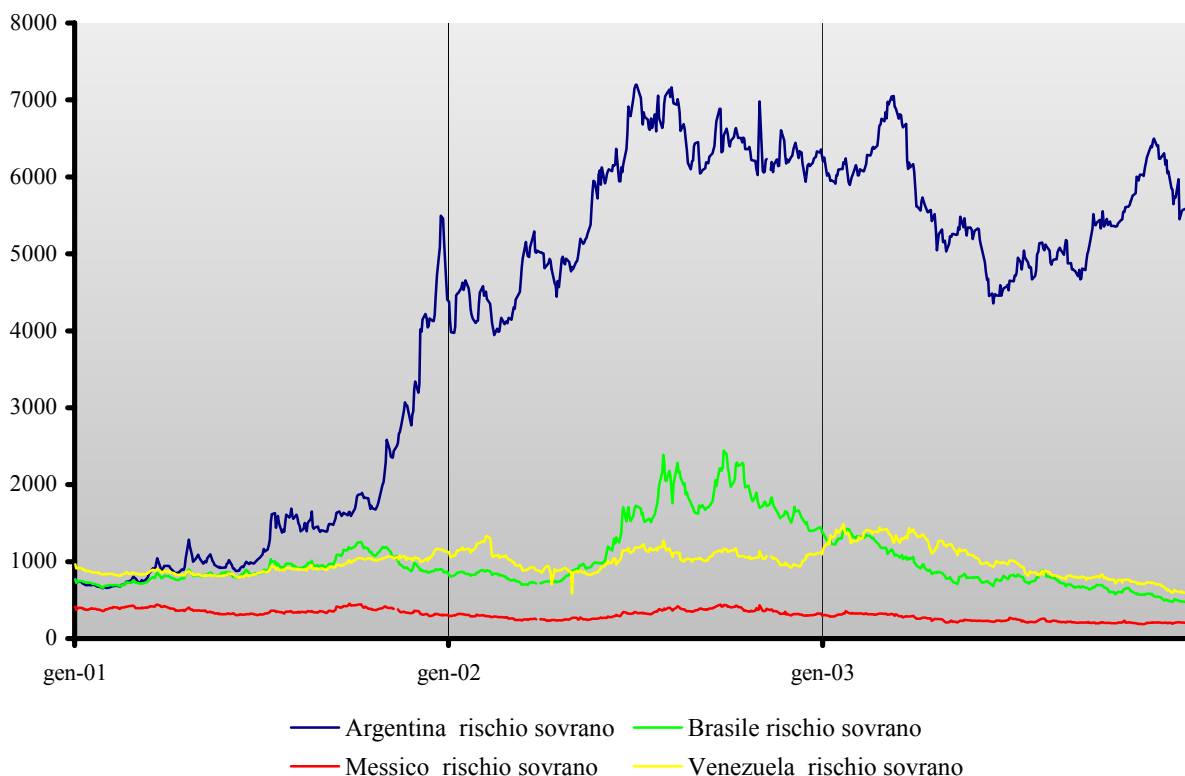
Per quanto concerne lo sviluppo nel corso del 2003 del Rischio sovrano associato al debito argentino possiamo compiere una doppia analisi operando una distinzione tra il livello di country risk misurato dall'indice EMBI relativo all'Argentina elaborato da J.P. Morgan e quello ricavabile dall'analisi dei rendimenti dei titoli pubblici denominati in Dollari, emessi dopo la dichiarazione di default del Dicembre del 2001.

L'indice EMBI relativo all'Argentina misura il rischio sovrano riguardante il Paese latino-americano utilizzando come titoli rappresentativi i *Bonos Brady* ed i *Bonos Globales*, attività queste emesse dal governo di Buenos Aires prima del 2001 e sottoposte, quindi, alla sospensione dei pagamenti degli interessi e delle quote capitali relative al debito pubblico.

Grafico 11

Rischio Sovrano argentino valutato secondo l'indice EMBI Argentina

Spread tra i tassi sui titoli argentini emessi prima del 2001 ed i tassi sui titoli USA
in punti-base



Fonte dati : Banco Central de la Republica Argentina

All'inizio del 2003 l'indice manifestava un differenziale tra i tassi di interesse delle attività del governo locale e quelli delle attività del Tesoro statunitense che si assestava sui 6000 punti-base. Gli spread tra i tassi argentini e quelli statunitensi sono aumentati fino a raggiungere i 7048 p.b il 10 Marzo, questo sarebbe risultato il valore massimo registrato nell'anno. Da quel momento il differenziale di rischio è progressivamente sceso grazie al diffondersi di aspettative favorevoli indotte dalla ritrovata stabilità politica e dall'intensificarsi dei contatti tra le autorità locali e gli organismi internazionali di credito, finalizzati alla concessione di un pacchetto di finanziamenti.

Dopo aver registrato il minimo annuale in Giugno con 4700 punti-base, l'indice EMBI è tornato a salire facendo registrare nel terzo trimestre la media di 4950 punti-base. La situazione è peggiorata

ulteriormente nell'ultima parte dell'anno quando i prezzi dei titoli argentini si deteriorarono in risposta alle dichiarazioni del governo circa la ristrutturazione del debito sottoposto a default; conseguentemente l'indice EMBI è salito nel quarto trimestre ad un valore medio di 5800 p.b. raggiungendo ad inizio Dicembre il valore di 6300. Nelle prime settimane del 2004 lo spread tra i tassi sui titoli argentini e quelli sui Buoni del Tesoro statunitensi sono scesi fino ai 5838 del 2 di Febbraio.

L'indicatore di Rischio-Paese associato all'Argentina, elaborato da J.P. Morgan sulla base dei prezzi dei titoli emessi precedentemente al 2001, stride in modo profondo con quelli delle principali economie della regione; dalla figura 11 osserviamo difatti che il premio al rischio pagato da Brasile, Messico e Venezuela sulle proprie emissioni si attesta su livelli decisamente inferiori rispetto a quelli del Paese oggetto di analisi.

Occorre rilevare che una parte consistente degli analisti ritiene che l'Indice EMBI legato all'Argentina abbia perso la propria rilevanza economica visto che fornisce un'indicazione del Rischio-Paese commisurata agli sperad sui tassi di interesse per i titoli sottoposti a default, i prezzi dei quali risentono necessariamente della cessazione dei pagamenti decisa dal governo argentino nel Dicembre del 2001. Il quadro descritto dall'indice EMBI Argentina fornisce così un quadro distorto della realtà macroeconomia locale dato che le assegna un alto indice di Rischio-sovrano a dispetto del consolidamento incontestabile di tutti gli aggregati economici, monetari e finanziari.

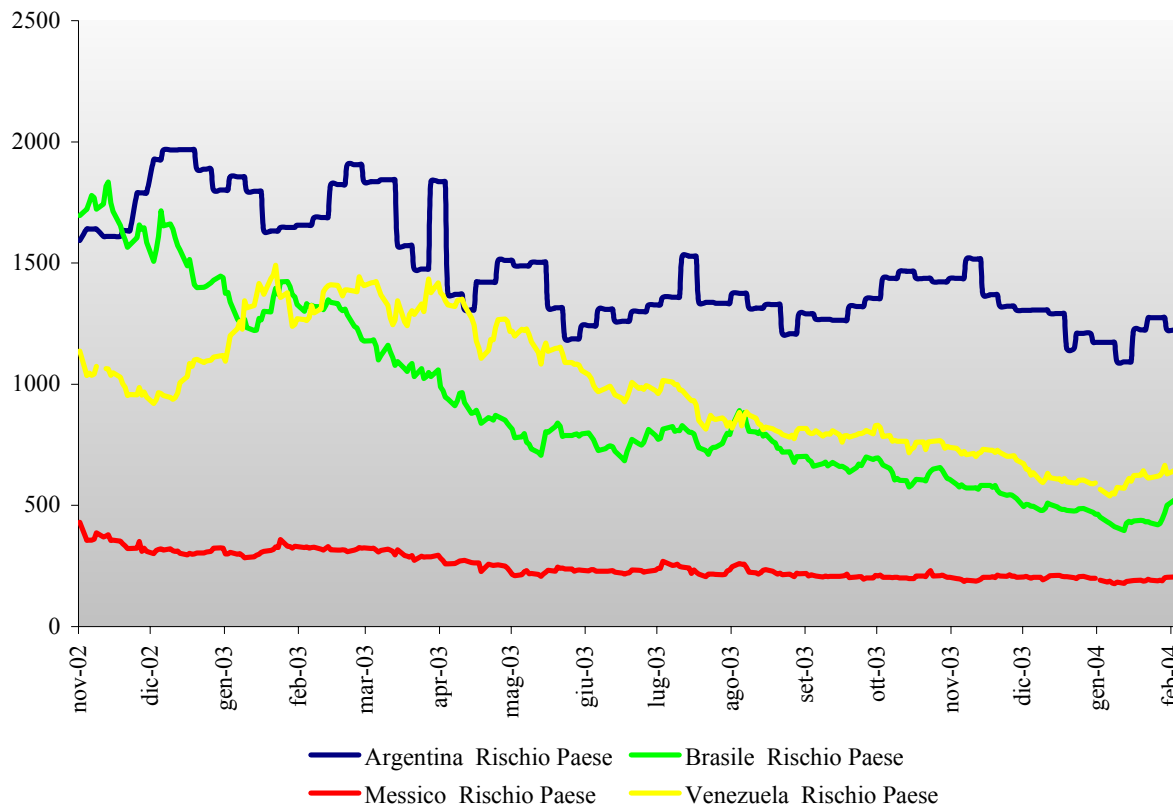
La maggior parte gli osservatori considerano invece un indice più rappresentativo del Rischio-Paese argentino il livello implicito di Rischio-sovrano dei titoli BODEN, questi sono stati emessi dal governo argentino dal 2002 e, da allora, l'Amministrazione Federale ha sempre rispettato gli oneri ad essi collegati.

Grafico 12

Rischio Sovrano argentino

Spread tra i tassi sui BODEN 2012 ed i tassi sui titoli del Tesoro USA

in punti-base



Fonte dati : Banco Central de la Republica Argentina

I Buoni a scadenza più vicina, cioè i BODEN 2005 emessi in Dollari ed i BODEN 2007 e BODEN 2008 emessi in Pesos, hanno mostrato un rischio associato decisamente calante iniziando il 2003 sui 1800 punti-base e concludendo lo stesso con valori prossimi ai 730 p.b. . Il Rischio-sovrano associato al BODEN 2012 denominato in Dollari, il titolo più importante per volumi negoziati, è progressivamente sceso passando dai circa 1900 punti-base di inizio 2003 ai 1300 della fine dell'anno; difatti l'indicatore di rischio, dopo aver oscillato nel primo trimestre tra i 1900 p.b. ed i 1660 p.b. , ha intrapreso un sentiero decisamente decrescente toccando nell'estate valori minimi prossimi ad i 1150 punti-base. L'indice di rischio associato ad i BODEN 2012 è calato ulteriormente nella prima parte del 2004 assestandosi a metà Febbraio sui 1224 punti-base.

La netta diminuzione del differenziale tra i tassi di interesse associati al debito pubblico argentino e quelli relativi ad i titoli emessi dal Tesoro statunitense testimonia il graduale ritorno della fiducia degli operatori economici nei riguardi dell'economia del Paese latino-americano.

Confrontando il Rischio-Paese argentino ricavato dall'analisi sui BODEN 2012 con quello degli altri Paesi dell'America Latina notiamo che il Rischio sovrano relativo all'economia in analisi, pur restando il più alto della regione, non risulta di molto difforme rispetto a quello delle altre economie dell'area a dimostrazione del miglioramento delle aspettative nutrite dal mercato circa le condizioni generali e le prospettive di sviluppo del Paese. Infatti notiamo dal Grafico 12 che nel 2003 gli spread tra i tassi argentini e quelli statunitensi non sono stati molto difformi da quelli brasiliani e venezuelani. In questo modo il sistema finanziario dimostrava di aver riguadagnato gran parte della credibilità persa nel corso della crisi finanziaria grazie alla maggiore solidità ed affidabilità del debito pubblico avvertita dagli investitori.

6 La crescita economica e l'andamento delle variabili reali nel corso del 2003

Nel corso del 2003 l'economia argentina ha riscontrato una notevole ripresa facendo registrare livelli di crescita che non venivano rilevati nel Paese latino-americano da diversi anni.

Questa situazione contrastava in modo netto con il quadro macroeconomico che aveva caratterizzato l'Argentina negli anni recenti, distinti prima dalla recessione iniziata dalla metà del 1998 quindi dalla crisi reale e finanziaria del 2001-2002. Il livello del Prodotto Interno Lordo era drammaticamente caduto perdendo, dal 1998 fino al 2002, quasi 20 punti percentuali in termini reali. La tendenza si è decisamente invertita nel 2003 quando i principali aggregati hanno mostrato un deciso miglioramento sancendo così la fine della fase depressiva.

Il miglioramento delle variabili reali si è accompagnato al comportamento altrettanto positivo delle variabili finanziarie. Il miglioramento delle variabili finanziarie è risultato fondamentale per la realizzazione della crescita economica; come abbiamo avuto modo di osservare nello specifico nell'analisi sviluppata precedentemente, il rilancio dell'economia è strettamente collegato al processo di stabilizzazione e normalizzazione del sistema economico argentino che risultava lacerato dagli anni della crisi e vincolato dalla serie infinita di vincoli e limiti istituiti dalle autorità economiche, al fine di preservare il sistema creditizio dal rischio di una grave crisi bancaria.

6.1 L'andamento degli investimenti

Uno degli elementi che ha contribuito in modo decisivo alla ripresa dell'economia argentina è stato l'incremento considerevole del livello degli investimenti registrato nel corso del 2003, fattore questo rivelatosi un motore di importanza primaria nel processo di rilancio del livello di attività economica.

Questo fenomeno è stato indubbiamente agevolato dalle condizioni ambientali favorevoli che si sono determinate in Argentina nel corso dell'ultimo anno; nello specifico possiamo riscontrare che gli investimenti sono stati sostenuti dai diminuiti tassi di interesse di mercato e dalla complessiva

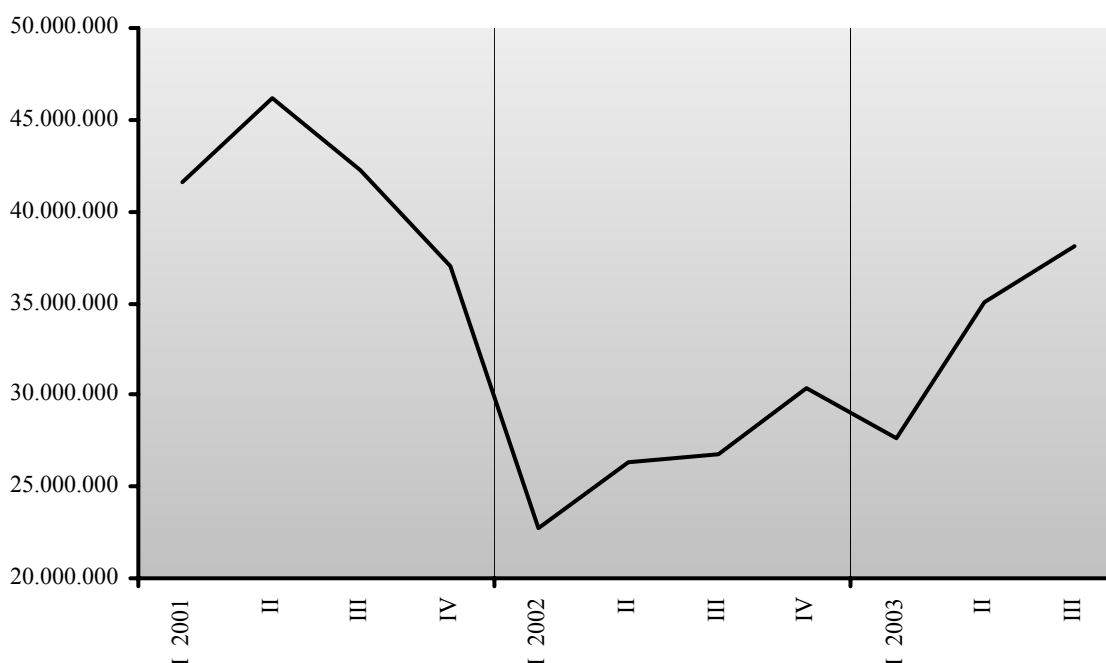
stabilizzazione del sistema economico-finanziario che ha dissolto le enormi incertezze inerenti alle condizioni di medio-lungo periodo consentendo agli operatori di poter pianificare le loro attività in uno scenario sempre più disteso. Ha indubbiamente contribuito alla caratterizzazione di questo quadro la definizione di un assetto politico stabile delineato dalle elezioni presidenziali svoltesi nella primavera del 2003.

Il livello d'investimenti è progressivamente diminuito negli anni della recessione passando dai 62900 milioni di Pesos (a prezzi del 1993) registrati nel terzo trimestre del 1998 ad i 22718 milioni del primo trimestre del 2002 toccando il minimo della serie. Da questo momento gli investimenti sono gradualmente aumentati fino ad arrivare, nel terzo trimestre del 2003, a 38126 milioni di Pesos. In questo modo il livello di investimenti lordi realizzati all'interno dell'economia è cresciuto del 33,1% nel corso dei primi nove mesi del 2003 realizzando, in termini interannuali, un incremento del 42,7% nel terzo trimestre dell'anno. Gli investimenti sono aumentati nel terzo trimestre del 2003 del 5% rispetto al trimestre precedente, in termini destagionalizzati.

Grafico 13

Investimenti nel sistema economico argentino

In migliaia di Pesos



Fonte dati : Ministero dell'Economia della Repubblica Argentina

E' stato riscontrato un incremento del 37,8% interannuale nelle costruzioni nel periodo compreso tra il Settembre del 2002 e lo stesso mese del 2003; nel medesimo periodo si è osservato un incremento record dell'investimento in macchinari ed attrezzature importate (+140,8%) mentre gli investimenti in macchinari ed attrezzature nazionali sono aumentati del 12,8%. Nel periodo è aumentato del 66,5 % l'impiego di risorse nell'acquisto di veicoli ad utilizzo sia civile che industriale.

Il rapporto tra il livello di investimenti interni lordi ed il PIL, che era crollato in modo deciso a partire dal 1998 fino a raggiungere nella prima parte del 2001 valori prossimi al 10%, è progressivamente salito fino a raggiungere nel Settembre del 2003 il valore del 15,2%.

6.2 La crescita economica, il mercato del lavoro e la finanza pubblica

La fase di crescita economica che sta attualmente attraversando l'economia argentina è la risultante della combinazione dei fattori e delle condizioni precedentemente esposte nella presente analisi.

Nel corso della fase acuta della crisi le autorità hanno apportato delle sostanziali modifiche all'assetto dell'economia adottando provvedimenti capaci di rivoluzionare l'organizzazione strutturale dell'economia stessa. Il più importante tra questi è risultato sicuramente l'adozione nel Febbraio del 2002, di un regime di cambio perfettamente flessibile ponendo fine alla parità con il Dollaro perdurata per oltre 10 anni.

Questa serie di cambiamenti di tipo strutturale, indotta dalle difficoltà congiunturali analizzate, ha completamente rivoluzionato le caratteristiche del quadro macroeconomico argentino che, a partire dall'ultima parte del 2002, ha manifestato inequivocabili segnali di ripresa. Difatti, all'indomani dell'adozione del regime di cambio flessibile, il Peso si è deprezzato in modo marcato rispetto alle principali valute internazionali.

Il tasso di cambio competitivo si è rivelato un fattore importante per la spiegazione della ripresa economica visto che favoriva le esportazioni inibendo, al contempo, le importazioni di merci dall'estero. Questa situazione ha propiziato il rilancio degli investimenti produttivi ed il rilancio dell'attività.

La crescita è stata favorita dal contesto economico che nel 2003 è approdato ad una generale stabilizzazione. La graduale rimozione dei vincoli imposti alla disponibilità dei depositi bancari così come la progressiva liberalizzazione del mercato dei cambi hanno condotto alla generale normalizzazione del sistema monetario e finanziario. Il miglioramento dell'ambiente economico argentino è stato ottenuto in virtù della stabilizzazione del quadro politico-istituzionale, nonché grazie al rinnovato dialogo con le istituzioni internazionali di credito. Questo ha indotto il miglioramento delle aspettative nei riguardi dell'economia argentina manifestato dalla discesa del Rischio-Paese associato all'economia latino-americana. Il ritorno della fiducia degli operatori economici nei riguardi dell'Argentina ha comportato una netta diminuzione dei tassi di interesse ed il rilancio degli investimenti.

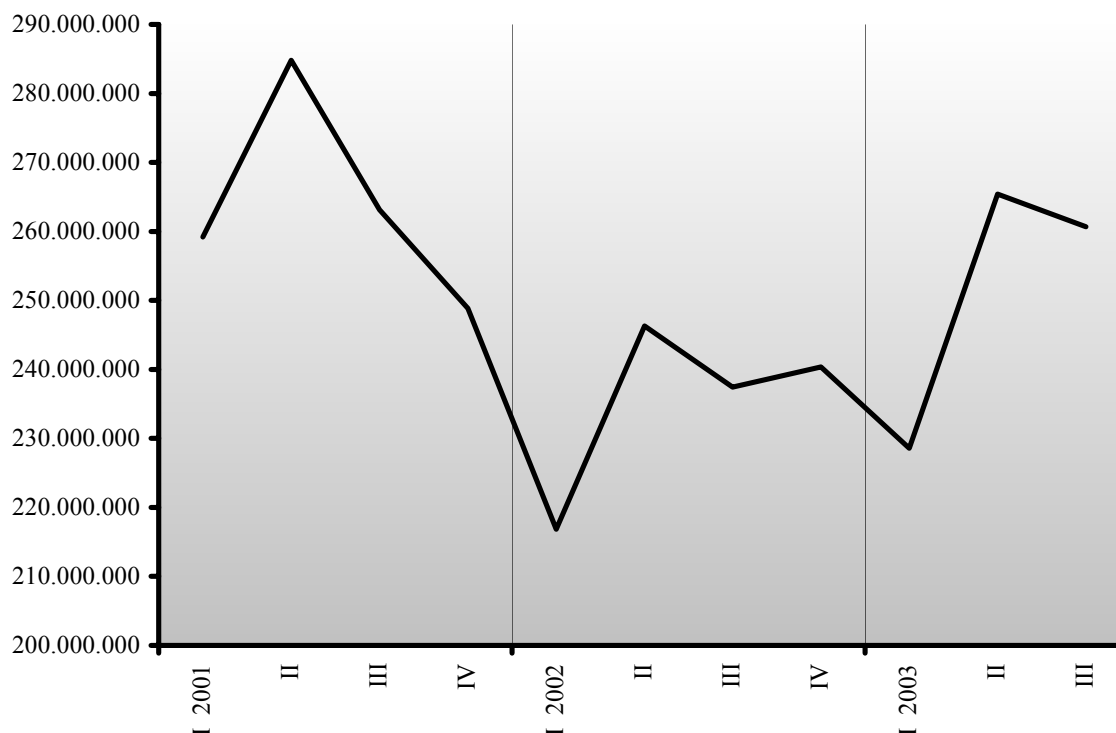
Le rinnovate condizioni ambientali hanno condotto ad un'inversione di tendenza delle variabili reali nell'ultima parte del 2002, guidando l'Argentina alla decisa ripresa del 2003.

Per analizzare la ripresa economica argentina valutiamo il livello del Prodotto Interno Lordo, valutato in Pesos secondo i prezzi del 1993, che alla fine del terzo trimestre del 2003 ammontava a 260681 milioni. Questo valore si distacca in modo deciso dai 237400 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente ed, in modo ancor più marcato, dai 216850 milioni di Pesos del primo trimestre del 2002, quando il PIL argentino aveva fatto registrare il valore minimo dall'inizio della recessione del 1998.

In termini destagionalizzati, l'incremento del PIL nel terzo trimestre del 2,8% rispetto al trimestre antecedente costituisce il miglioramento più marcato del prodotto registrato in Argentina da oltre un decennio. Osservando il livello del Prodotto Interno Lordo negli ultimi due anni riscontriamo che, dopo il risultato negativo ottenuto nel primo trimestre del 2002, lo stesso è costantemente salito dal secondo trimestre facendo registrare un incremento medio negli ultimi periodi del 2002 dello 0,9%. Nei primi tre trimestri del 2003 il PIL è cresciuto ad un ritmo medio del 2,4% destagionalizzato, consentendo all'economia argentina ha fatto registrare sei periodi consecutivi di crescita.

Analizzando la variazione del PIL a livello interannuale, considerando cioè le variazioni riscontrate in ogni trimestre rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, si osserva che l'incremento del PIL nel terzo trimestre del 2003 è stato del 9,8%, superando in questo modo gli aumenti del 5,4% e del 7,7% riscontrati rispettivamente nel primo e nel secondo trimestre dell'anno. Sono stati riscontrati così tre trimestri consecutivi di crescita interannuale dopo oltre quattro anni in cui la crescita, valutata trimestralmente, era risultata negativa.

Grafico 14
Prodotto Interno Lordo
 in migliaia di Pesos



Fonte dati : Ministero dell'Economia della Repubblica Argentina

Lo sviluppo positivo conosciuto dall'economia argentina nel corso del 2003 è riscontrabile anche dall'andamento dell'offerta e della domanda globale. Nell'ambito dell'offerta globale rintracciamo, oltre alla progressione del PIL appena analizzata, un incremento delle importazioni. Queste erano cadute dai 34500 milioni di Pesos del primo trimestre del 2001, quando risentivano ancora della sopravvalutazione reale della valuta locale, ai 14028 milioni di Pesos del secondo trimestre del 2002 come esito della profonda depressione economica causata dalla crisi finanziaria e dal deprezzamento della valuta locale. Da questo momento le importazioni sono gradualmente aumentate passando dai 14780 milioni di Pesos del terzo trimestre del 2002 ad i 21700 milioni del terzo trimestre del 2003 registrando così un aumento del 42%.

La domanda domestica si è affermata nel corso del 2003 quale elemento di traino per l'espansione economica argentina. Registriamo difatti un aumento della stessa nel terzo trimestre dell'anno dovuto all'incremento degli investimenti e ad un'espansione del livello dei consumi sia privati che pubblici, i quali hanno registrato una crescita interannuale rispettivamente del 10,4% e dell'1,9%; il rilancio dei consumi privati costituiva un importante segnale del miglioramento della situazione reale e costituiva, a sua volta, un fattore capace di alimentare lo sviluppo ed il livello di attività del Paese. La domanda globale, che comprende le esportazioni aumentate nel terzo trimestre del 2003 del 4,3%, ha raggiunto i 282372 milioni di Pesos segnando un netto miglioramento rispetto ad i 231525 milioni del primo trimestre del 2002.

Nel terzo trimestre del 2003 i settori produttori di beni presentarono una variazione positiva del 15,9% rispetto allo stesso periodo del 2002, aumento questo determinato soprattutto dal miglioramento del livello di attività dell'industria manifatturiera (+16,9%) e delle costruzioni (+40,3%). Il settore erogatore di servizi ha registrato un aumento interannuale del 4,8%.

Per analizzare la ripresa dell'economia possiamo studiare l'andamento del *Estimador Mensual Industrial*, EMI (stimatore mensile del livello di attività industriale) che testimonia una netta salita

iniziata a partire dal secondo trimestre del 2002 e proseguita in modo deciso per tutto il 2003 quando, nell'estate, ha superato i livelli raggiunti dalla variabile stessa nel 2001 raggiungendo i valori riscontrati nel 1999.

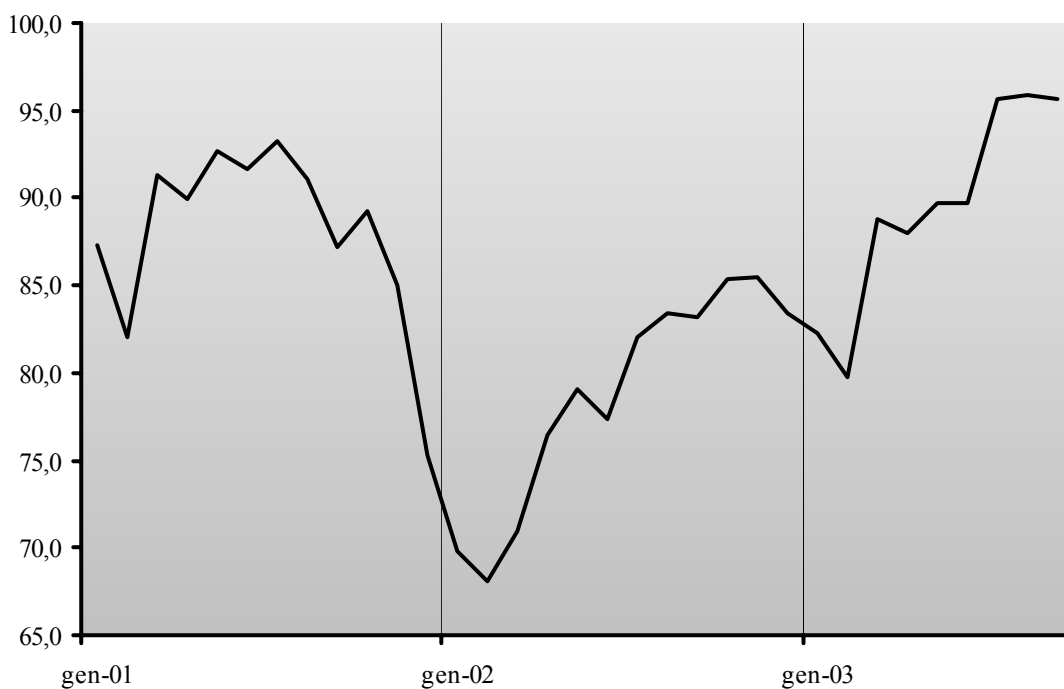
La crescita economica del 2003 ha portato effetti benefici sull'intera economia incidendo in modo sensibile su tutti gli aggregati reali. Il mercato del lavoro, in particolare, ha manifestato degli evidenti segnali di miglioramento dopo le drammatiche sofferenze degli anni precedenti.

In questo modo si è osservato un graduale aumento del tasso di attività economica, misurato dal rapporto tra popolazione attiva e la popolazione totale, che dopo la drammatica discesa riscontrata fino ai primi mesi del 2002 è salito progressivamente dal 41,7% dell'estate del 2002 al 42,9% della primavera del 2003 fino al 43% di Settembre. Parallelamente si è riscontrato una caduta del tasso di disoccupazione che è passato dal 24,1% del totale della popolazione attiva del Maggio 2002 al 20,8% della fine dello stesso anno fino ad arrivare al 17,8% della primavera del 2003; il tasso di disoccupazione si è assestato alla fine del 2003 sul 16,3%.

Grafico 15

Estinador Mensual Industrial, EMI (stimatore mensile del livello di attività industriale)

Base 1997 = 100



Fonte dati : Ministero dell'Economia della Repubblica Argentina

Il livello del salario reale dei lavoratori dipendenti è salito sin dalla seconda metà del 2002 mostrando una decisa accelerazione nel 2003 grazie all'incremento dell'8,3% riscontrato nell'intero anno. Secondo gli studi effettuati dalle imprese appartenenti al sistema pensionistico integrato la remunerazione media mensile dei lavoratori nel 2003 è stata di 1006 Pesos, l'8,9% in più rispetto l'anno precedente.

Anche gli aggregati relativi alla finanza pubblica hanno giovato del generale miglioramento della produzione.

Nel terzo trimestre del 2003 il Settore Pubblico Nazionale ha registrato un avanzo globale, computato secondo parametri di cassa, di 382,2 milioni di Pesos con un miglioramento di 2018 milioni rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Ciò implica che nei primi nove mesi dell'anno il governo ha raggiunto un avanzo di 7151 milioni di Pesos, un risultato decisamente

migliore rispetto a quello ottenuto nel 2002 quando era stato registrato un avanzo di 345,5 milioni nello stesso arco temporale.

La raccolta tributaria nel terzo trimestre dell'anno ha evidenziato un incremento interannuale del 32,8% grazie soprattutto agli elevati introiti forniti dall'IVA e dalla tassazione sui redditi delle imprese e dei lavoratori.

In questo modo le entrate correnti aumentarono in modo netto passando dai 10036 milioni di Pesos del quarto trimestre del 2001 ai 20600 milioni di Pesos del secondo trimestre del 2003 per poi far registrare nel terzo trimestre il valore di 19790 milioni.

Il risultato globale, che nel primo trimestre del 2001 ammontava ad un disavanzo di 3015 milioni di Pesos, ha raggiunto a partire dalla primavera del 2003 dei riscontri positivi.

L'andamento positivo della finanza pubblica nel corso del 2003 è una stretta conseguenza del miglioramento del livello di attività economica che ha indotto, da una parte l'incremento della produzione e, dall'altra l'aumento del livello dei consumi; questi fattori hanno incrementato il livello delle entrate fiscali e causato un generale miglioramento della situazione fiscale.

7 La questione della ristrutturazione del debito argentino

A dispetto della generale tendenza alla normalizzazione del sistema economico argentino permane una questione pendente. Tale questione, che ricopre un ruolo primario nel panorama economico argentino attuale, è quella della ristrutturazione del debito sovrano sottoposto a sospensione dei pagamenti in seguito alla dichiarazione di default annunciata dalle autorità argentine alla fine del Dicembre del 2001, nella fase più difficile della drammatica crisi finanziaria del 2001-2002. La decisione era stata assunta nel momento in cui i governanti, sopraffatti altresì da una crisi politica e sociale di rilevanza enorme, si erano resi conto del fatto che la spirale debitoria in cui era caduta l'economia Argentina non era ulteriormente perpetuabile, dati gli altissimi tassi di interesse applicati al debito e le gravi difficoltà che attraversava la finanza pubblica.

Superate le difficoltà contingenti legate alla crisi, il problema della ristrutturazione del debito si è posto in tutta la sua drammaticità visto l'enorme ammontare di titoli coinvolti. La ri-negoziazione del debito pubblico si impone come tema centrale per l'evoluzione dell'economia argentina in ragione del fatto che gli esiti di tale operazione saranno sicuramente capaci di influenzare i flussi finanziari internazionali, i quali risultano determinanti in un'ottica di sviluppo di lungo periodo.

La questione in analisi era emersa in modo rilevante nell'ambito dell'accordo tra Argentina e FMI del 10 Settembre; nell'ambito dell'accordo difatti le autorità argentine si impegnavano a trovare una soluzione al problema del debito sovrano sottoposto a default entro la fine del 2004 attraverso l'elaborazione di un progetto organico da sottoporre all'attenzione dei detentori dei titoli del debito. Nelle intenzioni dei funzionari del governo e dei rappresentanti del Fondo gli sforzi fiscali delineati nell'ambito dell'accordo erano coerenti con l'inaugurazione di una fase di rimborso del debito del governo argentino. La concessione del finanziamento stesso costituiva quindi un primo passo verso il processo di revisione²⁰.

Quella argentina si presentava come la più grande operazione di ristrutturazione del debito della storia, coinvolgeva infatti il 53% dell'ammontare totale del debito del Paese, riguardava titoli collocati secondo 152 emissioni diverse, emessi in sette valute diverse e detenuti da 700000 soggetti distinti. Appunto la complessità dell'operazione ha indotto le autorità a chiedere supporto a sette gruppi bancari stranieri e tre locali al fine di mediare con i diversi detentori dei titoli in qualità di *advisers*.

²⁰ IMF (Sept 20, 2003)

Il 22 di Settembre il governo rese pubblico il suo progetto di ristrutturazione del debito nei confronti dei creditori privati nell'ambito della riunione annuale del Fondo Monetario Internazionale tenutasi a Dubai, negli Emirati Arabi. Le autorità economiche argentine avevano proposto tre tipologie di titoli che avrebbero dovuto rimpiazzare quelli sottoposti a default. Il primo di questi titoli era un Par Bond dallo stesso valore nominale di quello originale ma caratterizzato da una scadenza più lunga e da un tasso di interesse applicato al capitale decisamente più basso; il secondo tipo di titolo offerto era un Discount Bond dai tassi di interesse superiori rispetto all'originale ma gravato da una netta diminuzione della quota capitale. L'ultima tipologia di titolo proposto dal governo argentino era costituita da un Buono dal tasso di interesse variabile ed ancorato alle prestazioni dell'economia domestica.

Nel complesso i responsabili governativi argentini offrivano ad i detentori dei titoli del debito il *pay back* del 25% del valore nominale dei titoli in default, i quali ammontavano a 94300 milioni di Dollari; era contestualmente proposta la cancellazione dei pagamenti relativi agli interessi maturati sin dal Gennaio del 2002 che ammontavano in totale a 11000 milioni di Dollari. In questo modo il ritardo nel rimborso dei titoli non avrebbe comportato costi aggiuntivi per l'Amministrazione argentina, a differenza di quanto accaduto nel caso di Russia ed Ecuador. In sostanza il governo argentino proponeva ad i sottoscrittori del proprio debito delle condizioni peggiori di quelle offerte nel 1998 dalla Russia, che rimborsò il 35% del debito, e nel 2000 dall'Ecuador che rimborsò il 40%. I detentori dei titoli argentini sottoposti a sospensione dei pagamenti hanno rifiutato nettamente la proposta fatta loro dal governo chiedendo delle sostanziali rettifiche a quest'offerta la quale comportava un mancato rimborso del 90% del valore totale, comprensivo di interessi e quota capitale, del debito argentino in default. Il 3 di Dicembre un'associazione statunitense di possessori di Buoni argentini, l' *Argentine Bondholders' Committee*, ha formulato una controproposta in base alla quale essi si dichiarano disposti ad accettare il rimborso del 35% del valore nominale dei capitali investiti purché accompagnato dalla corresponsione degli interessi maturati dalla fine del 2001 in avanti.

Intanto, a partire dalla proposta di Settembre, si sono moltiplicate le iniziative giudiziali promosse dai creditori dell'Argentina finalizzate alla confisca dei beni detenuti all'estero facenti parte del patrimonio del governo. I detentori dei titoli sperano comunque in un intervento del Fondo Monetario Internazionale che, finanziando l'Argentina in base all'accordo del 10 Settembre 2003, ha gli strumenti per spingere il governo Krichner a proporre un progetto di ristrutturazione più favorevole per i creditori del governo stesso.

La risoluzione del problema della ristrutturazione del debito presenta un alto livello di problematicità dato che le attuali condizioni dei fondamentali aggregati macroeconomici non consentono al governo di rivedere in modo sostanziale la proposta formulata in Settembre. Il Presidente Krichner ha affermato che il rimborso di una quota maggiore del debito si tradurrebbe in enormi sacrifici per il popolo argentino, ha inoltre condannato l'atteggiamento di tutti quei creditori stranieri che caldeggiano una vantaggiosa ri-negoziazione del debito, che andrebbe a scapito di un Paese impegnato in una faticosa ripresa, dimenticando le fortune che gli stessi hanno ottenuto pochi anni prima investendo sul debito argentino il quale pagava interessi enormi²¹.

La questione della ristrutturazione del debito rischia di incidere in modo pesante sullo sviluppo dell'economia di medio periodo dato che l'Argentina, che attualmente sta conoscendo una fase espansiva a dispetto della mancanza di investimenti esteri, potrà trovare delle sfavorevoli condizioni sul mercato internazionale dei capitali indotte dalla mancanza di propensione dei finanziatori stranieri ad investire, oppure a fornire credito, ad un Paese che ha rimborsato una minima parte del debito pubblico sottoposto a sospensione dei pagamenti; questo problema penalizzerebbe il livello degli investimenti colpendo conseguentemente lo sviluppo economico.

²¹ Economist (Feb 20, 2004)

CONCLUSIONI

Il presente elaborato analizza il processo che ha condotto l'Argentina all'attuale fase di ripresa economica, ponendo fine alla drammatica crisi economico-finanziaria, nonché sociale e politica, che ha investito il Paese latino-americano negli anni recenti.

L'Argentina è risultato il Paese che nel 2003 ha riportato l'incremento del PIL più alto in America Latina crescendo di oltre otto punti percentuali nel corso dell'anno, buona parte degli osservatori ritiene inoltre che l'Argentina sarà capace di confermare anche nel 2004 un tasso di crescita positivo, approssimabile sul 6%, che dovrebbe consentirle di ribadire il suo ruolo nell'ambito regionale.

Dalle ricerche condotte per la realizzazione di questo lavoro si evince che il miglioramento sostanziale di tutti gli aggregati, reali e finanziari, riscontrato nell'ultimo anno è il frutto di una serie complessa di motivi.

In questo processo ha ricoperto un ruolo d'importanza rilevante la decisione delle autorità economiche di abbandonare la parità tra il Peso ed il Dollaro ed adottare, dal Gennaio del 2002, un regime di cambio perfettamente flessibile. Tale provvedimento, difatti, liberava l'Argentina dal fattore che aveva prodotto gli squilibri rivelatisi poi determinanti nell'innescare la crisi del 2001-2002.

Difatti nel corso degli anni della Convertibilità, l'economia argentina era caratterizzata da un tasso di cambio reale sopravvalutato che penalizzava le esportazioni di merci locali, perché troppo costose sui mercati esteri, favorendo al contempo le importazioni che giovavano dell'alto valore reale del Peso. Ciò aveva indotto un elevato livello di consumi, che si era accompagnato ad un rallentamento della produzione interna e ad una diminuzione degli investimenti strutturali domestici. Questa situazione è perdurata fino al 1998, quando il deflusso di capitali ha provocato pesanti scompensi di bilancia dei pagamenti smascherando gli squilibri di tipo strutturale. Si è innescata così la fase della recessione sfociata nella crisi; in questo stadio la fuga di capitali indotta dalla crescente sfiducia nei riguardi dell'Argentina ha comportato l'incremento dei tassi di interesse, la caduta degli investimenti e la diminuzione dei consumi. Questo si è tradotto in una caduta della produzione e del reddito nazionale.

Il quadro macroeconomico è cambiato nettamente in seguito all'adozione del regime di cambio flessibile ribaltando così la situazione di squilibrio rilevata in precedenza.

La decisione di abbandonare la parità con il Dollaro ha prodotto un repentino deprezzamento del Peso, sia in termini reali che nominali, nei confronti delle principali valute di riferimento per l'Argentina. Il tasso di cambio competitivo, che nell'Ottobre del 2002 era arrivato a 3,606 Pesos per Dollaro mostrando un'iper-reazione rispetto ad i valori di medio-lungo periodo, ha reso le merci argentine concorrenziali sui mercati esteri, poiché risultavano più a buon mercato delle merci di pari qualità prodotte nelle economie di approdo; ciò si è tradotto in un incremento del livello delle esportazioni argentine. Contestualmente è stato ravvisata una decisa diminuzione del livello delle importazioni; infatti il deprezzamento reale del Peso ha reso le merci di produzione estera troppo costose per il mercato argentino generando così l'inclinazione alla sostituzione delle importazioni. Si è osservato così un considerevole miglioramento del saldo delle partite correnti, sovvertendo così la situazione osservata nel corso degli anni novanta che vedeva il Paese latino-americano come importatore netto dall'estero.

I buoni risultati del canale estero, avendo fornito un rilevante impulso al rilancio dell'attività industriale, si sono rivelati un motore importante per l'attuale fase di crescita spingendo il tessuto produttivo a ricostituirsi e riorganizzarsi dopo che la recessione e la crisi finanziaria avevano decimato il numero di imprese presenti sul mercato e minato la solidità di quelle sopravvissute.

Secondo gli analisti il tasso di cambio corrente, che a fine Dicembre corrispondeva a 2,942 Pesos per Dollaro, appare sostanzialmente sottovalutato costituendo così un fattore di competitività anche per i prossimi periodi.

Dallo studio condotto nel presente elaborato è emerso inoltre il ruolo centrale assunto dalla normalizzazione dell'ambiente economico argentino nel favorire il generale processo di ripresa economica. Nel 2003, all'indomani della crisi finanziaria, il sistema economico è andato verso una generale stabilizzazione riscontrabile nella progressiva rimozione, da parte delle autorità economiche, delle limitazioni imposte nel corso del 2001 e del 2002 sul sistema bancario e sul mercato dei cambi. Questo miglioramento è stato sorretto dalla politica monetaria oculata attuata dalla Banca Centrale la quale ha manifestato la propria affidabilità, smentendo quanti temevano l'attuazione di una condotta espansiva e distratta. Il Banco Central si è dimostrato attento alle dinamiche del cambio, difendendo lo stesso con il sacrificio di riserve internazionali, ed ha promosso politiche capaci di frenare l'impennata inflazionistica che ha avuto il suo picco nell'ultima parte del 2002, riducendo la stessa a fine 2003 al 3,7%. Al tempo stesso l'istituzione monetaria si è preoccupata di fornire al sistema creditizio un livello di liquidità adeguato per coprire le esigenze contingenti dello stesso.

In base alle analisi svolte si può rilevare che il migliorato contesto economico e finanziario nel 2003 ha indotto un marcato miglioramento delle aspettative degli operatori, riscontrabile attraverso la netta diminuzione dei tassi di interesse e del rischio-Paese legato all'Argentina. Queste condizioni hanno favorito la ripresa degli investimenti, effettuati soprattutto nel campo delle costruzioni, i quali hanno fornito un ulteriore impulso alla ripresa dell'economia reale.

L'incremento del reddito del Paese, sospinto dalla competitività delle esportazioni e dalla ripresa degli investimenti, ha a sua volta stimolato la domanda interna ravvivando nella fattispecie il consumo privato, componente questa che per mesi aveva testimoniato la fase recessiva dell'economia; quest'incremento dei consumi ha stimolato ulteriormente la produzione domestica sostenendo la crescita del Paese. Analizzando la situazione ci accorgiamo che l'aumento della produzione ha riguardato soprattutto la lavorazione industriale di beni, mentre l'erogazione di servizi è aumentata solo in misura marginale. Ciò lascia intravedere un ambito, quello dell'erogazione dei servizi, in cui le imprese locali potranno operare per alimentare la crescita.

Parte degli osservatori sottolinea che la straordinaria crescita dell'economia argentina avvenuta nel corso del 2003 deve essere valutata anche alla luce della recessione che dal 1998 al 2002 ha eroso quasi il 20% del PIL in termini reali. A tale proposito ricordiamo che il tasso di disoccupazione attualmente si attesta su valori prossimi al 16%, manifestando comunque un notevole miglioramento rispetto al 24,1% del Maggio 2002; secondo le previsioni degli analisti il livello di produzione dell'Argentina tornerà ad i livelli del 1998 solamente a partire dal 2005.

Un fattore che, a parere di molti economisti, si rivelerà fondamentale per lo sviluppo di medio-lungo periodo dell'economia argentina è quello del finanziamento da parte di capitali esteri. La crescita economica riscontrata nel corso del 2003 è difatti avvenuta senza che investitori stranieri apportassero risorse, né sotto forma di investimenti diretti né alimentando il mercato finanziario.

Gli investitori internazionali, prima di tornare ad investire in Argentina, si aspettano che le autorità chiariscano alcuni punti dell'attuale assetto economico. Questi si auspicano che il governo argentino applichi un sensibile aumento del livello delle tariffe dei beni di pubblica utilità, bloccati ad i livelli del 2002 al fine di tenere sotto controllo l'inflazione, e che promuova una radicale riforma dei rapporti di natura fiscale tra il governo federale e le amministrazioni provinciali in modo da responsabilizzare le stesse inibendole la creazione di disavanzi fiscali deleteri. Viene inoltre caldeggiata l'elaborazione di un piano destinato a ricapitalizzare il sistema bancario.

Un elemento che potrebbe incidere in modo determinante sull'evoluzione futura dello sviluppo argentino è la questione della ristrutturazione del debito sovrano sottoposto a default. Difatti, nel caso in cui le negoziazioni con i detentori dei titoli del debito pubblico risultassero infruttuose, si verificherebbe un irrigidimento dei mercati finanziari nei confronti dell'Argentina che inibirebbe l'ingresso netto di capitali esteri minando così gli investimenti e le potenzialità di sviluppo del Paese. Recentemente le autorità economiche di Buenos Aires hanno proposto un progetto di

ristrutturazione che prevede il rimborso di appena il 25% del valore nominale dei titoli del debito sottoposti a default prospettando al contempo la mancata corresponsione ad i creditori dell'Argentina degli interessi maturati dalla fine del 2001.

Un altro fattore, capace di indirizzare l'economia argentina verso un sentiero di crescita di medio-lungo periodo potrebbe essere costituito dall'immissione nel sistema economico dei circa 20000 milioni di Dollari accantonati dagli Argentini in attività non produttive. Inciderebbe sullo sviluppo, inoltre, il ritorno nel Paese dei circa 100000 milioni di Dollari collocati in attività estere detenute da cittadini argentini.

BIBLIOGRAFIA

- ASSBB, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa (Febbraio 2002), "Osservatorio Monetario", n.1/2002 . in: <http://www.assbb.it>
- Baker Dean, Weisbrot Mark (2002), "What happened to Argentina". in: <http://www.cepr.net/IMF/what-happened-to-argentina.htm>
- Banco Central de la Republica Argentina, "Bulletin of monetary and financial affaire", (pubblicazioni dal I trimestre 2000 al IV trimestre 2000) . in:<http://www.bcra.gov.ar>
- Banco Central de la Republica Argentina (2002) "Boletín Monetario y Financiero". in: <http://www.bcra.gov.ar>
- Banco Central de la Republica Argentina (2002), "Monetary program for the period June-December 2002". in: <http://www.bcra.gov.ar>
- Benassi L., Lossani M., Marullo Reedt P. (Marzo 2002), "Le crisi finanziarie internazionali: rischio paese ed effetti sulle banche italiane" a cura di: Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, quaderno194, pp. 30-30
- Broda Cristian, and Eduardo Levy Yeyati,(2001), "Dollarization and the Lender of Last Resort," in Dollarization, MIT Press. in: <http://www.ny.frb.org/research/economists/broda/pub.html>
- Calvo Guillermo, Alejandro Izquierdo, and Ernesto Talvi, (2002), "Sudden Stops, the RealExchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons," mimeo, Inter-American Development Bank, paper presented at the Annual Meetings of the IADB. in: <http://www.iadb.org>
- Calvo Guillermo A., and Carmen Reinhart, (2000), "When Capital Flows come to Sudden Stop: Consequences and Policy". in: <http://www.iadb.org>
- Calvo Guillermo A., and Carmen Reinhart, (2002), "Fear of Floating", Quarterly Journal of Economics,(117)2: 379-408. in: <http://www.iadb.org>
- Comision Economica para America Latina y el Caribe (2000) "Estudio Economico de America Latina y el Caribe 1999-2000". in: <http://www.cepal.org>
- Comision Economica para America Latina y el Caribe (2001) "Estudio Economico de America Latina y el Caribe 1999-2000" . in: <http://www.cepal.org>
- De la Torre Augusto, Eduardo Levy Yeyati, and Sergio Schmukler (June 3, 2002) "Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking". In : <http://www.nber.org/~confer/2002/argentina02/schmukler.pdf>
- De la Torre Augusto, Eduardo Levy Yeyati, and Sergio Schmukler (October 7, 2002) Financial Globalization: Unequal Blessings working paper n 2903. in: <http://econ.worldbank.org/view.php?type=5&id=20636>
- De la Torre Augusto, Eduardo Levy Yeyati, and Sergio Schmukler (January 15, 2003) , "Living and Dying with Hard Pegs: the Rise and Fall of Argentina's Currency Board", in: http://econ.worldbank.org/files/24462_wps2980.pdf
- De la Torre Augusto, Eduardo Levy Yeyati, and Sergio Schmukler, (2003), "Financial Globalization: Unequal Blessings," *International Finance*. in: <http://econ.worldbank.org>
- Dornbusch Rudiger, (February, 2001) "Argentina: A Rescue Plan That Works". In :<http://econ-www.mit.edu/faculty/dornbusch/editorials.htm>
- Dornbusch Rudiger, (2001) "The Battle For Argentina" , in: <http://econ-www.mit.edu/faculty/dornbusch/editorials.htm>
- Dornbusch Rudiger, (2001), "Argentina at the End of the Rope ," mimeo, MIT.in: <http://econ-www.mit.edu/faculty/dornbusch/editorials.htm>
- Eichengreen Barry, and Ricardo Hausmann, (November. 1999) "Exchange Rates and Financial Fragility," NBER Working Paper No. 7418, in: <http://www.nber.org>

- Fanelli J. and Heymann D. (April, 2002), “Monetary Dilemmas: Argentina in Mercosur”, Serie Estudios y Perspectivas ECLAC-Buenos Aires Office, in: <http://www.cepal.org>
- Feldstein, Martin, (2002) “Argentina’s Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis,” *Foreign Affairs*, March/April. in <http://www.nber.org/~confer/2002/argentina02/feldstein.pdf>
- Fiess, N. (2002) “Capital Flows, Country Risk and Contagion,” The World Bank. in <http://econ.worldbank.org>
- Fisher Stanley (June 25, 2001), “Remarks to the Argentine Bankers Association” , in: <http://www.imf.org>.
- Hanke Steve H. (2002), “Argentina’s fall from grace” , in: <http://www.cato.org/current/argentina>
- Hanke Steve H. , Schuler Kurt (2000), “Currency board for developing countries: A handbook”, in: <http://www.users.erols.com/Kurrency/icegrev.htm>
- Hanke Steve H. , Schuler Kurt (January 2, 2002), “How to dollarize in Argentina now” , in: <http://www.users.erols.com/Kurrency/argdec01.pdf>
- Hanke Steve H. , Schuler Kurt (February 2002), “What went wrong in Argentina ?” ,in: Central banking journal, vol. 12, No3, in: <http://www.cato.org/current/argentina>
- Hanke Steve H. , Schuler Kurt (June 11, 2002), “A manifesto for Economic Reform in Argentina” , in: http://www.cato.org/current/argentina/pubs/hanke_020611.html
- Hausmann Ricardo (2001), “A Plan B for Argentina” , in: <http://www.nber.org>
- Hausmann Ricardo, (October 30, 2001), “A Way Out for Argentina: The Currency Board Cannot Survive Much Longer,” *Financial Times*, in: http://www.ksg.harvard.edu/news/opeds/2001/hausmann_argentina_currency_ft_103001.htm
- Hausmann, Ricardo, and Andrés Velasco, 2002, “Hard Money’s Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis,” *Brookings Trade Forum*. <http://ksghome.harvard.edu/~rhausma.cid.ksg/Hausman-Velasco%20final%20december.pdf>
- Heymann D. (Mayo, 2000) “Políticas de Reforma y Comportamiento Macroeconomico: la Argentina en los Noventa Series Reformas Economicas n 6 ECLAC-Buenos Aires Office in <http://www.cepal.org>
- Ize Alain, and Eduardo Levy Yeyati,(2002), “Financial Dollarization,” *Journal of International Economics*. http://www.utdt.edu/~ely/dolarJIE_final3.PDF
- International Monetary Fund (January 08, 2003), “Argentina: Press Statement following Article IV Consultation” Press Release n 0301, in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (January 16, 2003) “Argentina Letter of Intent, Memorandum of Economic Policies, and Technical Memorandum of Understanding“ , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (January 24, 2003) “IMF Approves Transitional Stand-By Credit Support for Argentina” Press Release n 0309 , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (March 19, 2003) ”IMF Completes First Review of Transitional Stand-By Arrangement with Argentina, Approves US\$307 Million Disbursement” Press Release n 0338 , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (June 20, 2003) “IMF Completes Second Review of Argentina's Stand-By Arrangement, Approves US\$320 Million Disbursement” Press Release n 0391 , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (July 18, 2003),”Argentina -- Letter of Intent” , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (July 25, 2003),”Argentina: First Review Under the Stand-By Arrangement and Exchange System-Staff Report”, Country Report No. 03/214 , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (July 25, 2003),” Argentina: Request for Stand-By Arrangement-- Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Argentina”, Country Report No. 03/101 , in <http://www.imf.org>

- International Monetary Fund (July 28, 2003),” Press Release: IMF Completes Third Review of Argentina's Stand-By Arrangement, Approves US\$1.05 Billion Disbursement”, n 03126 , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (September 10, 2003),” Argentina -- Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding” , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (September 10, 2003) ”IMF Managing Director Issues Statement of Support for Argentina's New Medium-term Program” Press Release n 03154 , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (September 18, 2003), “Transcript of the September 2003 World Economic Outlook Press Conference” , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (September 20, 2003), “: IMF Approves US\$12.55 Billion Three-Year Stand-By Credit for Argentina” Press Release n 03160 , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (November 18,2003), “Argentina and the IMF: The Need for Perspective, Address by Flemming Larsen, Director, Offices in Europe, IMF” , in <http://www.imf.org>
- International Monetary Fund (February 02, 2004), “IMF completes first review of Argentina program” IMF Survey in <http://www.imf.org>
- Jozami Angel (2003), “Argentina: la destruccion de una nacion” Mondadori
- Kiguel Miguel A. (1999), “The Argentine currency board” CEMA working Paper 152 , in: <http://www.cema.edu.ar>
- Kregel Jan (12 Dec 2002) , “An Alternative View of the Argentine Crisis: Structural Flaws in Structural Adjustment Policy” in <http://www.cfeps.org/pubs/sp/>
- Kreguer Anne (January 11,2002),“Transcript of a press briefing on Argentina“, in: <http://www.imf.org>
- Kreguer Anne (July 17,2002), “Crisis prevention and resolution: Lesson from Argentina”, in: <http://www.imf.org>
- Krugman Paul,(2001), “Notes on Depreciation, the Yen, and the Argentino,” New York Times, December 28, in :<http://www.wws.princeton.edu/~pkrugman/argentino.html>.
- Latin Focus (July 2001),”Argentina: government moves on Convertibility changes“, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (August 2001),” Argentina: confidence trumbles and government goes to IMF again“, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (September 2001),” Argentina: government garners further IMF support “ , Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (October 2001),” Argentina: US effect overshadowed by domestic concern “ , Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (November 2001),” Argentina: spectre of default looming “ , Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (December 2001),”Confidence shock prompts steps towards dollarization “ , Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (January 2002),”Government decide to devalue and default amidst social and political disarray “ , Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (February 2002),” Government Floats Peso and Promises Fiscal Dicipline as Unrest Persists “ , Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (March 2002),” Government Progressing With IMF But Negotiations Far From Complete “ , Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (April 2002),” Absence of IMF Agreement Overshadows Dire Economic Picture “ , Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>

- Latin Focus (May 2002),” Lavagna Replaces Remes as Economy Minister “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (June 2002),” Absence of IMF Endorsement Weakens Currency as Hyperinflation Looms “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (July 2002),” Economy Tanks as Weary Government Seeks Remedy in Earlier Elections “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (August 2002),” Dire Economic Conditions with Little Light at the End of the Tunnel “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.co>
- Latin Focus (September 2002),” Little Progress with IMF as Economic Doldrums Persist “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (October 2002),” Economic Recession Eases Moderately but Remains Staggering “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (November 2002),” Peronists Favoured in Presidential Polls “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (December 2002),” Government Advances on Economic Policy and Lifts Financial Restrictions “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (January 2003),” Economy Remains in Deep Recession but Hopeful Signs Emerging “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (February 2003),” Government Reaches Interim Agreement with IMF “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (March 2003),” Macroeconomic Fundamentals Improving but Outlook Clouded by Politics “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (April 2003),” Economy on Rebound As Election Unlikely to Alter Trajectory “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (May 2003),” Peronists Win First Round of Presidential Elections “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (June 2003),” Kirchner Assumes Presidency with Weak Mandate “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (July 2003),” Economy on Strong Growth Path “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (August 2003),” Economic Rebound Continues Unimpeded “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (September 2003),” IMF Agreement Crucial for Sustainable Recovery “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (October 2003),” Government and IMF Reach Agreement “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (November 2003),” Economy on Robust but Moderating Growth Trajectory “, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Latin Focus (December 2003),” Debt Negotiation Uncertainty Overshadows Economy“, Economic briefing, in: <http://www.latin-focus.com>
- Lischinsky Bernardo (January 2003),”The Puzzle of Argentina’s Debt Problem: Virtual Dollar Creation?” FONDAD in <http://www.fondad.org>
- Ministerio de Economia de la Republica Argentina “Informe Economico n 33- n 47” publicaciones dal primo trimestre del 2000 al terzo trimestre del 2003 in <http://www.mecon.gov.ar>
- Mundell R.A., (1961),” A theory of optimum currency areas”, The American Economic Review, Volume LI, September 1961, Number 4
- Mussa Michael, (2002), “Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy,” mimeo, Institute for International Economics. In <http://www.iie.com>
- Perry Guillermo, and Luis Servén, (2002), “The Anatomy and Physiology of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It?,” mimeo, World Bank.<http://econ.worldbank.org>

- Pindea-Garcia Sergio (July, 2002) "The Argentinean Crisis" . Los Andes University, Bogotá in <http://www.engrafito.com/ftp/engl-argentina.pdf>
- Porzecanski Arturo (2002), "Argentina: the root cause of the disaster" , in: <http://www.nber.org>
- Pou Pedro(July 17, 2002) "The Argentine crisis". in <http://www.nber.org>
- Powell, Andrew, 2002, "Argentina's Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice,". In <http://www.utdt.edu/departamentos/empresarial/cif/pdfs-wp/wpcif-082002.pdf>
- Roubini Nouriel, (December 2001), "Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and Their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction," New York University, December. in <http://www.nber.org/~confer/2002/argentina02/roubini.pdf>
- Schmukler Sergio, and Luis Servén, (2002), "Pricing Currency Risk under Currency Boards," *Journal of Development Economics*, 69:2, pp. 367-391, December. in <http://econ.worldbank.org>
- Schuler Kurt (July 16,2002), "Fixing Argentina", Policy analysis, No 445 , in: <http://www.cato.org/pubs/pas/pa445.pdf>
- Stiglitz, J.E. (January 15, 2002) "Argentina's Collapse Incited the Largest Default in History" in The Straits Times January 10, 2002
- Stiglitz, J.E. (May 12, 2002) "Argentina, Shortchanged. Why the Nation That Followed the Rules Fell to Pieces" in : <http://www.washingtonpost.com/>
- Teijeiro M. (June, 2001) "Una vez mas, la politica fiscal" Centro de Estudios Publicos. In : <http://www.cep.org.ar>
- Teunissen, Jan Jost and Age Akkerman (January 2003) "The Crisis That Was Not Prevented, Lessons from Argentina, the IMF and Globalisation" FONDAD. in :<http://www.fondad.org>
- The Economist,(March 2, 2002), "A Decline Without Parallel". in :<http://www.economist.com>
- The Economist, (Aug 8th 2002), "Argentina's Bottomless Pit," Economic Focus, in <http://www.economist.com>
- The Economist (Sept, 11 2003) "Köhler blinks before Kirchner" In <http://www.economist.com>
- The Economist (Dec 4, 2003) "Crawling back to daylight" in <http://www.economist.com>
- The Economist (Feb 20, 2004) "The end of the affair?" in <http://www.economist.com>
- Weisbrot,Mark ; Cibils,Alan B. (2002) Argentina since default: the IMF and the depression in <http://www.cepr.org>