

20 dicembre 2021

Il Sole **24 ORE**

LE RADICI DELLA CRISI VALUTARIA TURCA: UNA RADIOGRAFIA

di Marcello Minenna

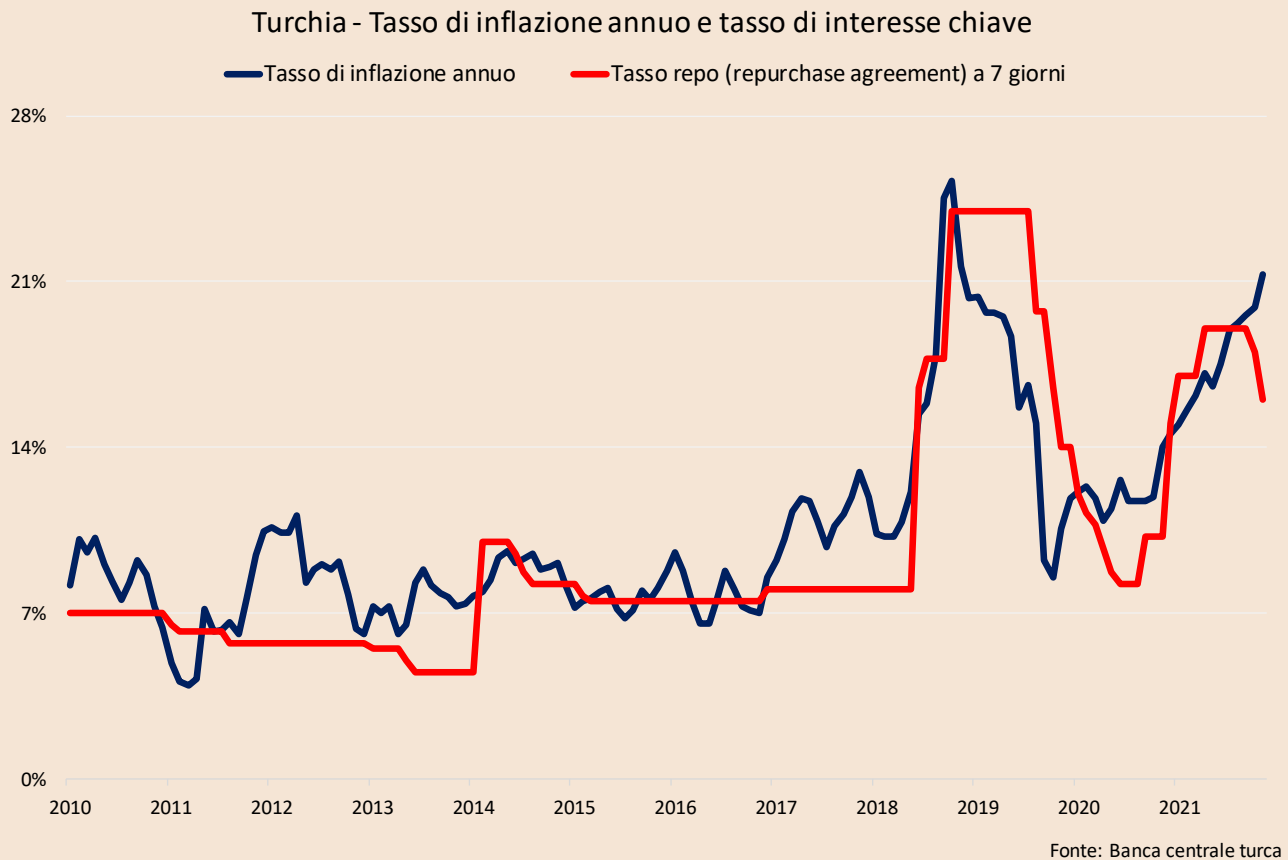
L'avvitamento della crisi turca non sembra arrestarsi, dopo un dicembre frenetico in cui si sono susseguite sorprese negative dal lato politico e finanziario. Solo pochi giorni fa l'agenzia di *rating* Standard & Poor's ha peggiorato l'*outlook* sul merito di credito del Paese citando come ragione principale l'estrema volatilità della lira turca; in un *loop* tossico questo ha innescato un ulteriore *round* di deprezzamento della divisa, ai minimi storici rispetto al Dollaro. Solo nel 2021 la lira ha perso il 48% sul biglietto verde, il peggior risultato a livello globale per quanto riguarda le economie emergenti.

Caotici avvicendamenti ai vertici della banca centrale (*Central Bank of the Republic of Turkey i.e. CBRT*) e del ministero delle finanze, ripetuti e disordinati interventi della banca centrale sul mercato dei cambi in difesa della valuta: si tratta di segnali chiarissimi. C'è un'estrema difficoltà da parte delle autorità nel gestire una crisi valutaria che ha radici storiche più che decennali in un modello di crescita squilibrato basato sull'espansione del credito e l'afflusso continuo di capitali dall'estero.

LA SVALUTAZIONE PERMANENTE DELLA LIRA TURCA

Il punto della "contesa" attuale tra l'autorità monetaria turca ed il mercato valutario è piuttosto chiaro guardando alla relazione di lungo periodo tra tassi di interesse domestici e tasso di inflazione (cfr. Figura 1): il tasso di interesse chiave pilotato dalla banca centrale è in discesa (linea rossa), a fronte di un tasso di inflazione annuo in evidente crescita (linea blu) ed oramai superiore al 20%.

Figura 1

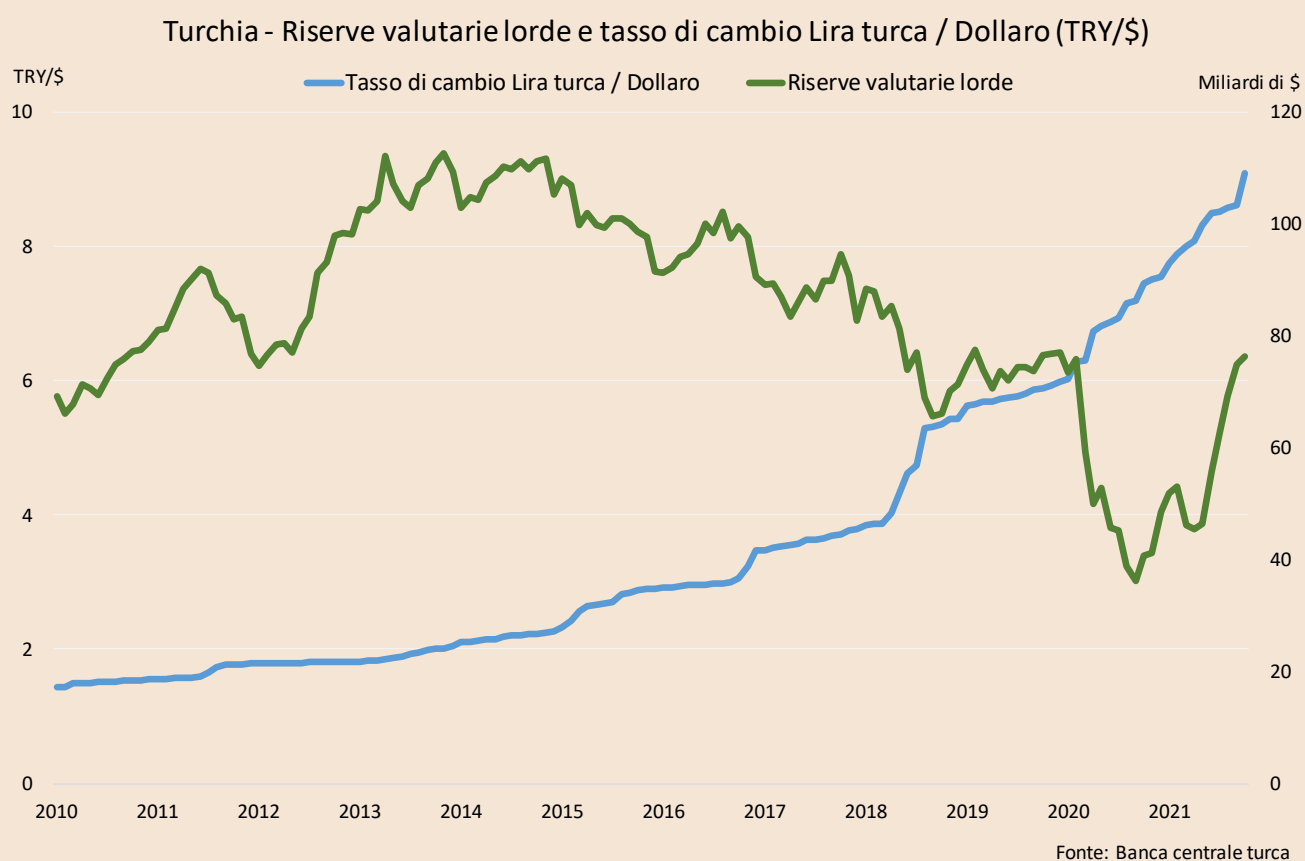


In un regime di cambi flessibili come quello turco, quando un'economia sperimenta un elevato tasso di inflazione gli investitori tendono ad aumentare la domanda di valuta estera per difendersi dalla perdita di potere d'acquisto della divisa domestica; la reazione convenzionale della banca centrale prevede un innalzamento commisurato dei tassi di interesse domestici che compensi questa perdita di potere d'acquisto ed incentivi i capitali a rimanere nel Paese. Ecco perché generalmente – ed anche nel caso turco – la linea rossa segue quasi sempre l'andamento della linea blu.

Ma non sempre: nel 2012-2014 e nel 2016-2018 i tassi di interesse sono rimasti notevolmente più bassi mentre l'inflazione cresceva. Se si osserva l'andamento del tasso di cambio tra lira turca e dollaro in Figura 2 si nota nitidamente come, all'interno di un *trend* di progressivo deprezzamento (linea blu), questi sono i periodi in cui la svalutazione ha colpito in modo più duro.

Non è un mistero che la linea governativa di Erdogan abbia sempre incentivato livelli dei tassi di interesse molto bassi in grado di stimolare il credito all'economia reale al costo di un *mix* elevato di inflazione/svalutazione: dal 2019 la capacità dell'esecutivo di nominare/deporre il governatore della CBRT ha trasformato questi *desiderata* governativi in veri e propri *diktat*, che hanno leso in maniera definitiva la reputazione della CBRT come organo indipendente.

Figura 2

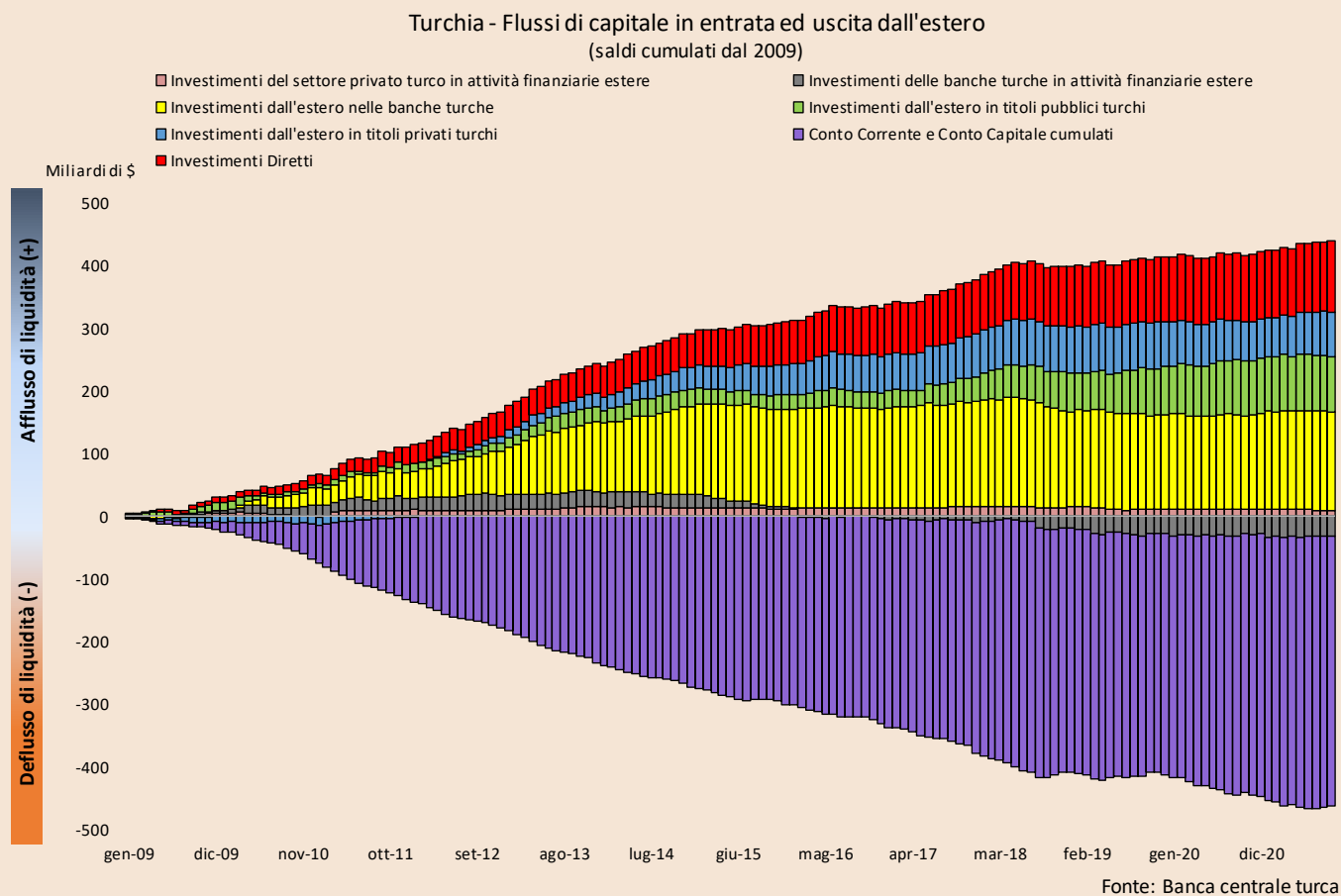


Sempre dalla Figura 2 si possono estrapolare ulteriori informazioni: si nota infatti come le riserve valutarie lorde siano in declino progressivo dal 2013, indicando un'erosione della capacità della CBRT di “sostenere” con operazioni di acquisto diretto la domanda di valuta domestica e quindi il tasso di cambio nei momenti di crisi.

Solo nell'ultimo periodo si nota un certo recupero delle riserve, di cui però il tasso di cambio sembra non beneficiare minimamente. Per capire meglio cosa è successo in passato e l'evoluzione attuale, è necessario dare un'occhiata approfondita all'interno della bilancia dei pagamenti turca.

IL DEFICIT COMMERCIALE STRUTTURALE E LA GRANDE FAME DI CAPITALI DELL'ECONOMIA TURCA

Figura 3



La Figura 3 mostra con un discreto colpo d'occhio come sono fluiti i capitali da/verso l'economia turca negli ultimi 12 anni, fornendo una chiave interpretativa importante agli attuali seri problemi della lira. La Turchia è storicamente un Paese importatore netto, ed il *deficit* della bilancia commerciale è un fattore fondamentale che pesa tantissimo all'interno dell'equilibrio dei conti con l'estero. Dai dati si evince come il saldo cumulato del conto corrente

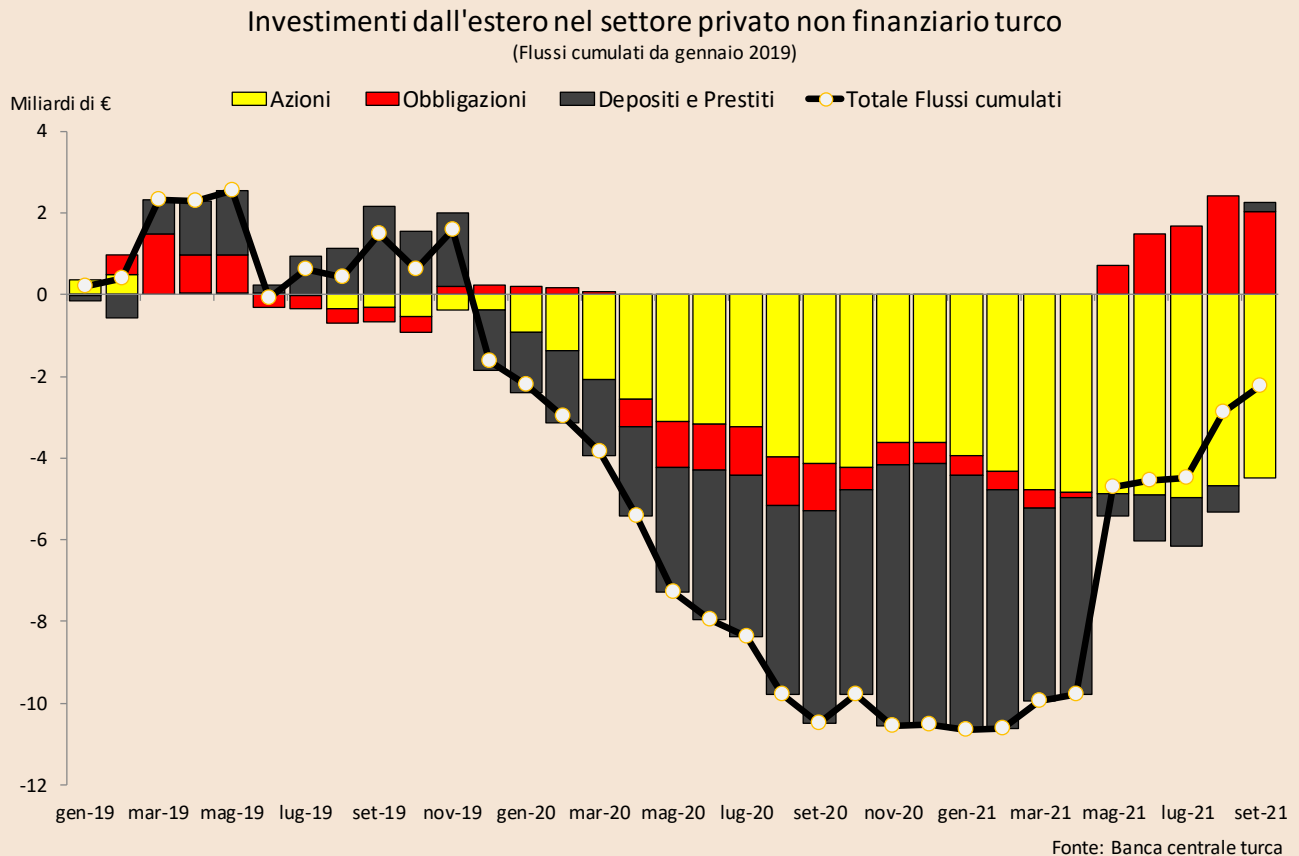
(barre viola, -430 miliardi di \$ ad ottobre 2021) è costituito quasi totalmente dal *deficit* commerciale ed è rappresentativo di tutti i deflussi di capitale registrati verso l'estero. È scarsissima l'influenza degli investimenti delle banche turche verso l'estero (barre grigie), mentre sono inesistenti gli investimenti di portafoglio di governo e settore privato non finanziario.

In pratica tutti i settori produttivi dell'economia turca sono importatori netti di capitali esteri, necessari a finanziare l'eterno *deficit* commerciale. Un peso significativo hanno gli investimenti diretti (barre rosse, +112 miliardi), la cui crescita è uno dei pallini del presidente Erdogan. Tuttavia l'afflusso di capitali più importante è dato dalla raccolta bancaria sull'estero (barre gialle, +160 miliardi), seguito a distanza dagli investimenti esteri nelle imprese non finanziarie (barre azzurre, +70 miliardi) e dagli acquisti esteri di titoli del debito pubblico (barre verdi, +90 miliardi, in forte espansione negli ultimi anni).

Un problema evidente è che, ad eccezione degli investimenti diretti che rappresentano una modalità di *funding* più stabile e di lungo periodo, i flussi in ingresso sono investimenti di portafoglio, per loro natura volatili ed influenzati dalle condizioni finanziarie al contorno (tassi di interesse *in primis*).

Si consideri ad esempio la decomposizione per categoria di prodotto degli investimenti esteri nel settore privato non finanziario turco (flussi cumulati, cfr. Figura 4) da gennaio 2019 ad oggi.

Figura 4



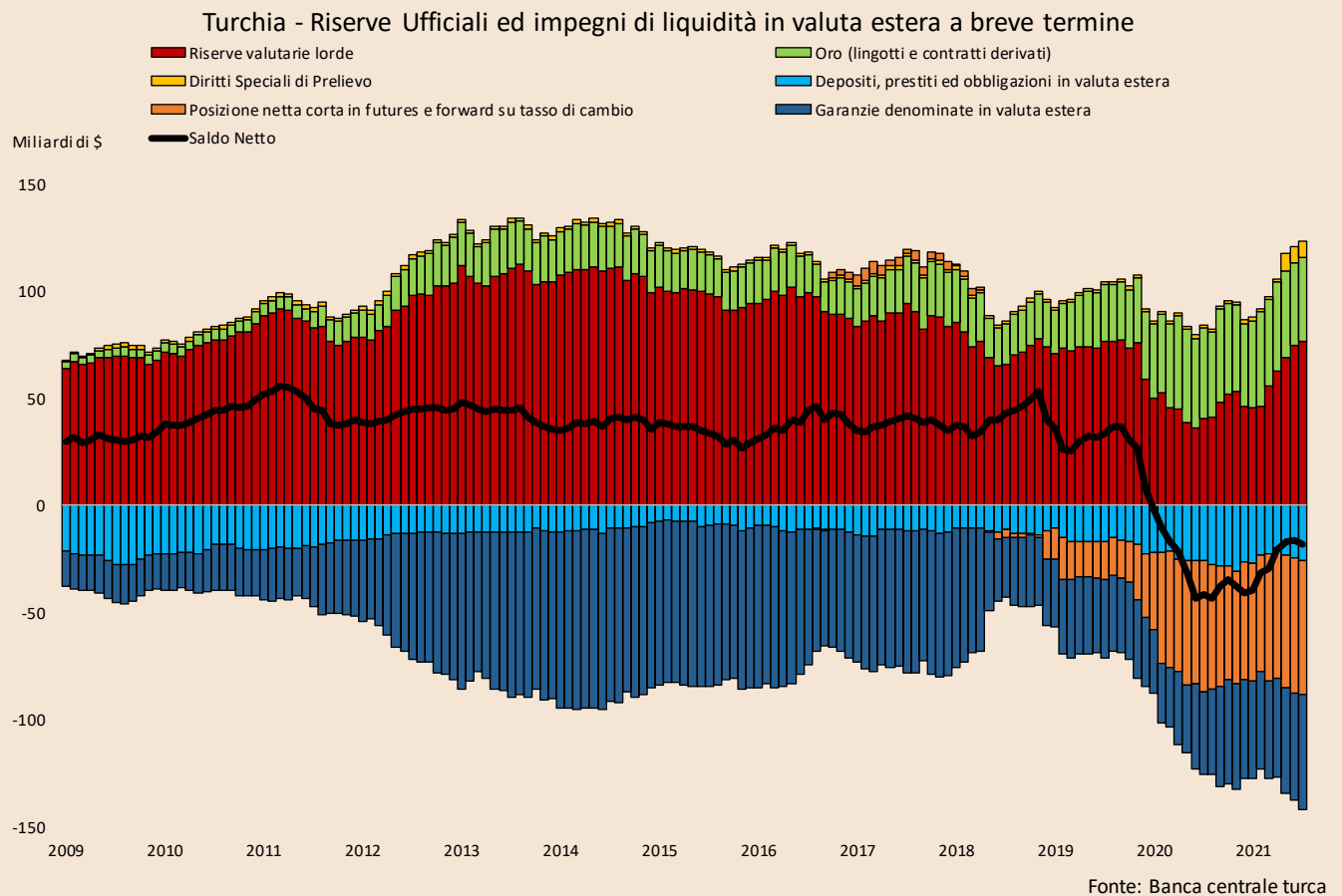
Dai dati si nota limpidamente l'impatto delle variazioni dei tassi di interesse domestici (cfr. di nuovo Figura 1) su questa categoria di investimenti di portafoglio. All'avvio dell'espansione monetaria del 2019 segue un rapido disinvestimento degli operatori esteri, più concentrato su azioni (barre gialle) e prestiti a breve termine/linee di credito (barre grigie). La crisi pandemica accentua il *deleveraging* degli investitori esteri dal settore privato non finanziario turco per un totale complessivo intorno ai 10 miliardi di \$. Il progressivo rialzo dei tassi di interesse da parte della banca centrale turca a partire da settembre 2020 favorisce un parziale rientro dei capitali, anche se cambia la struttura degli investimenti: vengono ripristinate le linee di credito, ma si assiste ad una sostituzione di *asset* rischiosi con obbligazioni *corporate* più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse (barre rosse).

GLI SWAP IN VALUTA E IL TRASFERIMENTO DEL RISCHIO DI CAMBIO DAL SETTORE PRIVATO ALLA BANCA CENTRALE

La vulnerabilità strutturale dell'economia turca non spiega però appieno il deterioramento accelerato che si è osservato nel tasso di cambio negli ultimi 2 anni, a fronte di riserve valutarie apparentemente in ripresa. Al fine di avere un quadro più chiaro, è necessario considerare non solo le riserve lorde, ma il complesso delle riserve ufficiali e degli impegni di liquidità a breve termine della CBRT. In altri termini, per valutare il rischio effettivo di una possibile crisi di bilancia dei pagamenti turca, è cruciale sapere quanta liquidità la CBRT può mobilitare per venire incontro ai deflussi attesi nei prossimi 12 mesi.

Considerando tutte le variabili, il quadro cambia radicalmente (cfr. Figura 5) e la posizione della CBRT appare molto precaria.

Figura 5



Le grandezze riportate in Figura 5 sono valori di *stock* contabilizzati nel bilancio della CBRT. Da una prospettiva ampia, si apprezza come al *trend* di riduzione delle riserve valutarie lorde si sia sovrapposto nel tempo un aumento della consistenza delle riserve in oro (barre verdi). La CBRT infatti ha perseguito nell'ultimo decennio un'aggressiva strategia di acquisto di oro in un'ottica di progressiva de-dollarizzazione delle proprie riserve ufficiali.

Dal 2018 però qualcosa cambia: effettivamente le riserve valutarie lorde tornano ad aumentare (barre rosse) e contestualmente dal lato delle passività cresce rapidamente la posta di bilancio denominata “*posizione netta corta in futures e forward su tasso di cambio*” (barre arancioni). Cosa sta succedendo? *De facto* dopo la pesante crisi valutaria del 2018 la CBRT ha sì aumentato il proprio *stock* di riserve valutarie per circa 35 miliardi di \$, ma solo attraverso l'utilizzo di strumenti derivati.

La strategia è stata duplice: da un lato, infatti, sono stati sottoscritti *swap* valutari con banche centrali estere (Qatar, Cina e Corea del Sud) che hanno consentito di aprire linee di liquidità di emergenza per 23 miliardi di \$ (15, 6 e 2 miliardi rispettivamente).

Dall'altro, la CBRT ha siglato degli *swap* in valuta fino a 12 mesi con le banche domestiche, anche a controllo pubblico, per accedere alle riserve valutarie del settore privato. Nella logica del programma, infatti, le banche vanno a sottoscrivere degli *swap* di segno opposto con le imprese del settore non finanziario, neutralizzando la propria posizione di rischio complessiva. Il beneficio per le imprese esportatrici è quello di sterilizzare il rischio di cambio connesso con una valuta estremamente volatile; in altri termini un'azienda può ottenere un ricavo immediato in lire turche scontando presso il sistema bancario domestico le proprie fatture commerciali con l'estero.

Ovviamente il rischio di cambio non sparisce: viene solo trasferito dalle imprese in capo alla CBRT, che in contropartita dell'accesso immediato ad una riserva supplementare di valuta può incorrere in perdite considerevoli sugli *swap*, se la svalutazione del tasso di cambio non si arresta in pochi mesi. Di

conseguenza le riserve stanno apparentemente aumentando, ma solo perché crescono specularmente anche le passività, tra cui hanno un ruolo considerevole anche prestiti e garanzie. In termini netti il risultato è sfavorevole: la linea nera in Figura 5 rappresenta il saldo netto di tutte le grandezze in analisi: si apprezza bene il deterioramento progressivo della posizione della CBRT a partire dal 2018, che diventa negativo e sembra migliorare solo marginalmente nell'ultimo periodo (ultima rilevazione a fine ottobre 2021).

UN GIOCO PERICOLOSO

Nell'ultimo mese però la situazione è peggiorata ulteriormente rispetto a quanto traspare dai dati: il tasso di cambio con il Dollaro è precipitato a oltre 16 lire turche (era 9 a fine ottobre). L'impatto sul saldo netto non è conosciuto, ma è plausibile possa essere significativamente negativo.

Nel frattempo la CBRT ha iniziato ad intervenire massicciamente sul mercato valutario con operazioni di acquisto diretto per cercare di fermare il collasso della lira. Tuttavia questa strategia è altamente rischiosa perché può accelerare la distruzione delle riserve. Infatti se riesce, il tasso di cambio si stabilizza; ma se fallisce la CBRT si ritrova in una posizione peggiore rispetto a quella che avrebbe avuto rimanendo inerte.

Intuitivamente si tratta di una sorta di “*all-in*” della CBRT; se il mercato si oppone in misura sufficiente (e ne ha la forza) la probabilità di una grave crisi della bilancia dei pagamenti cresce vertiginosamente. Un gioco assurdamente pericoloso alle spalle dell'economia reale del Paese.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli
@MarcelloMinenna
Le opinioni espresse sono strettamente personali*