

La Turchia scuote i mercati in versione estiva, ma il rischio contagio è limitato



Didier BOROWSKI
Head of
Macroeconomic
Research



Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset



Yerlan SYZDYKOV
Head of Emerging
Markets

With the contribution of

Alessia Berardi
Deputy Head of
Macroeconomic
Research

**Claudia Bertino,
Giuseppina Marinotti,**
Investment Insights Unit

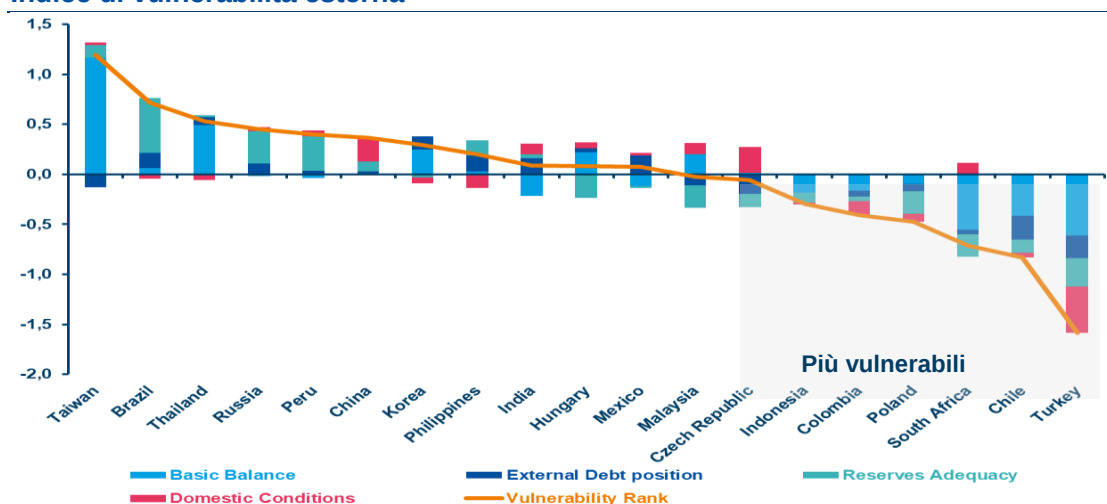
- **La crisi turca:** il deprezzamento della lira turca è la conseguenza dell'insostenibile regime di crescita finanziato attraverso un crescente debito privato (prevalentemente debito esterno, in valuta forte) e combinato con un deficit delle partite correnti eccessivamente finanziato nel tempo da flussi di capitali a breve termine. Di fatto l'economia sta sperimentando una classica crisi della bilancia dei pagamenti. Perfino prima della recente crisi, la Turchia era il più vulnerabile tra i principali paesi dell'area Emergente. Un mix di interventi di politica monetaria, aggiustamenti economici e ricorso temporaneo a qualche forma di controllo dei capitali può aiutare a mitigare la crisi, insieme a una riduzione delle tensioni geopolitiche tra Usa e Turchia, ma nel breve termine la volatilità rimarrà elevata.
- **Rischio di contagio:** mentre possiamo osservare effetti di contagio della crisi turca diffondersi al di fuori del paese (ad esempio attraverso l'esposizione di alcune banche europee o il danno potenziale di un dollaro più forte su altri vulnerabili paesi emergenti), riteniamo che questo sia un evento idiosincratico e non il fattore scatenante di un movimento sistemico più ampio poiché esso riflette le fragilità economiche del paese e il suo contesto politico. L'impatto sull'Eurozona dovrebbe essere limitato. La Turchia è cruciale per la questione immigrazione: potrebbe perfino essere nell'interesse dei paesi europei aiutare la Turchia e stabilizzare la sua economia.
- **Mercati Emergenti:** siamo cauti sugli asset turchi. Il crollo da essi subito da inizio anno li rende attraenti nell'area emergente, ma ci aspettiamo che i fondamentali macro si deteriorino ulteriormente e che le tensioni geopolitiche persistano almeno nel breve termine. Ci aspettiamo che paesi con fondamentali robusti, meno dipendenti da finanziamento esterno e flussi di capitali rimangano stabili. In tale contesto, riteniamo che le divergenze tra i paesi possano rimanere, se non addirittura ampliarsi, supportando la tesi di una selezione attiva per cogliere le opportunità in mercati volatili.
- **Multi-asset:** l'attuale turbolenza può incrementare la vulnerabilità del mercato del credito dei paesi sviluppati (DM), su cui noi siamo già cauti, ma la crescita ancora positiva e l'outlook solido per gli utili aziendali dovrebbero prevenire una prolungata fase di risk-off. Di conseguenza, non ci aspettiamo che le banche centrali dei paesi sviluppati cambino le proprie strategie di politica monetaria in risposta a tali turbolenze. Complessivamente, abbiamo ridotto gradualmente la nostra preferenza per gli asset rischiosi nel corso dell'anno, in ragione della transizione dell'economia globale verso una fase più matura del ciclo. Questo ci consente di navigare in fase di maggiore volatilità e scarsa liquidità dei mercati con una esposizione direzionale più contenuta.

Quali sono le cause del crollo degli asset finanziari turchi?

D. Borowski: L'economia turca ha registrato performance superiori alla maggior parte dei paesi dell'area EM dalla grande crisi finanziaria globale; la crescita del PIL reale si è attestata al 7,4% nel 2017 e nel primo trimestre del 2018. In questo orizzonte, la crescita è rimasta significativamente sopra il suo livello potenziale stimato nell'intorno del 3,5%-4%. Di conseguenza, il tasso di disoccupazione è diminuito e sono emerse pressioni inflazionistiche. In ogni caso, questa performance impressionante è stata resa possibile solo da crescenti squilibri interni ed esterni. Il boom domestico è stato finanziato dal debito privato (prevalentemente debito esterno): il credito è cresciuto di oltre il 40% dal 2013 e pesa circa l'85% del PIL. Il debito societario è vicino al 70% del PIL e oltre la metà è in valuta estera. La posizione netta valutaria delle aziende non finanziarie è cresciuta continuamente negli ultimi 15 anni: le aziende turche avevano un livello record di debito esterno pari a 336 miliardi di dollari (dati a fine gennaio). Se consideriamo i loro attivi denominati in valuta estera, il saldo netto dell'indebitamento è al livello massimo storico (222 mld \$). Il boom domestico ha dato una spinta formidabile alle importazioni pesando così in misura notevole sul deficit esterno.

Inoltre la qualità del finanziamento delle partite correnti si è deteriorata dal 2017 con una contrazione degli investimenti esteri diretti (FDI) e una dipendenza crescente da flussi di investimento di portafoglio a favore di debito governativo e bancario (carry trade). Per loro natura, questi flussi di capitale possono rivelarsi molto volatili e sensibili a mutamenti avversi nel sentiment degli investitori. Questa modalità di finanziamento ha così accresciuto la vulnerabilità del paese (il più vulnerabile nella nostra graduatoria dei paesi emergenti). Con l'indebolimento marcato della lira, i bilanci aziendali sono sotto crescente pressione, costituendo una minaccia per il settore finanziario (più insolvenze all'orizzonte) e l'intera economia.

Indice di vulnerabilità esterna

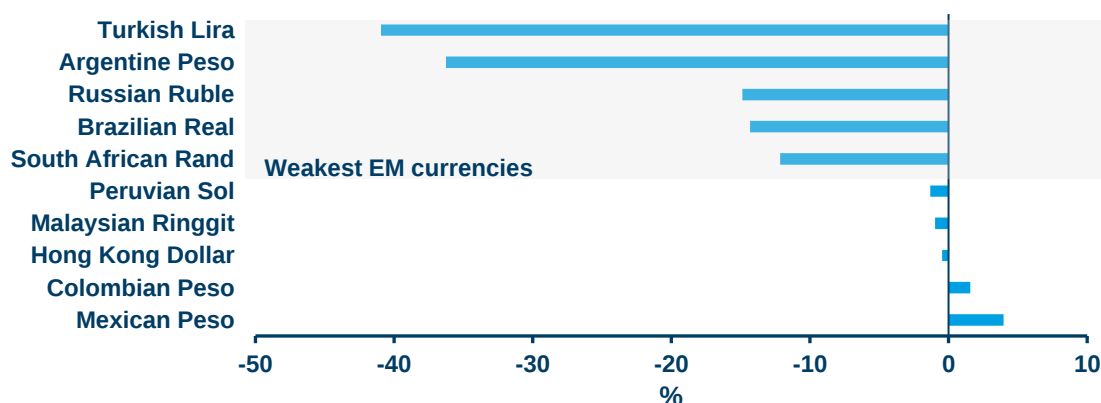


“Il boom domestico è stato finanziato da debito privato (prevalentemente debito esterno). La Turchia, ben prima della crisi di queste settimane, era il paese più vulnerabile nell'area EM”

Fonte: Bloomberg, IMF, CEIC, Amundi Research. Dati al 13 agosto 2018. L'indice di vulnerabilità considera 4 rischi macro: 1. Leva: debito come percentuale del PIL. 2. Liquidità esterna: Riserve, copertura import e riserve su debito esterno a breve termine. 3. Liquidità domestica: tassi reali meno PIL reale. 4. Finanziamento esterno: partite correnti e Investimenti Diretti Esterni (IDE)E come percentuale del PIL.

Il risultato è che, ben prima della scorsa settimana, la Turchia stava già camminando su una corda sospesa. Il regime di crescita era diventato insostenibile e la divisa era già sotto pressione. In assenza di riforme strutturali convincenti e di un coerente mix di politiche, il deprezzamento della divisa non è affatto sorprendente. Di fatto l'economia sta sperimentando una classica crisi della bilancia dei pagamenti e man mano che si dispiega il tasso di cambio tende a eccedere nei movimenti (overshooting).

Le 5 divise EM più deboli e forti (vs USD) da inizio anno



Fonte: Bloomberg, dati al 13 agosto 2018.

“Un mix di interventi di politica monetaria, aggiustamenti economici e ricorso temporaneo a qualche forma di controllo dei capitali può aiutare a mitigare la crisi, ma nel breve termine la volatilità rimarrà elevata.”

Secondo voi cosa potrebbe fermare i deflussi di capitale dalla Turchia?

A. Berardi, D. Borowski: Per stabilizzare i mercati, il 13 agosto la banca centrale ha immesso liquidità nei mercati e ha ridotto le riserve obbligatorie per alleviare la pressione sul sistema bancario. Queste misure mirano a fornire tutta la liquidità di cui le banche hanno bisogno, ma sono ben poco sufficienti per assicurare gli investitori esteri. La situazione in Turchia è infatti unica nell'area emergente sia da un punto di vista economico che politico. Pertanto, vediamo poche opzioni realistiche in termini di politiche nel breve termine:

- In queste circostanze, la **banca centrale dovrebbe prendere decisioni coraggiose** per difendere la divisa e ancorare le aspettative inflazionistiche. Il nostro modello interno della Taylor Rule stima un rialzo dei tassi ufficiali di 400 bp nell'ipotesi che l'inflazione diminuisca al 13,5% e la crescita del PIL al 4,5% (anche di più se le condizioni economiche rimangono quelle odierne). Questa azione aggressiva rimane altamente improbabile stando al discorso del Presidente Erdogan e alle sue parole sulla “lobby dei tassi di interesse”. La banca centrale non è indipendente e il Presidente Erdogan ha messo in chiaro che non vuole che i tassi salgano ulteriormente, definendosi “nemico dei tassi di interesse”. L'ultimo comitato di politica monetaria ha deciso per una pausa forzata poiché le condizioni economiche non apparivano ancora mature per un allentamento monetario.
- Verso il controllo dei capitali?** È l'opzione forse più probabile rispetto a politiche monetarie marcatamente restrittive, ma è molto pericolosa. In ogni caso, più a lungo è ritardato il rialzo dei tassi più sarà probabile l'introduzione del controllo dei capitali. Questa scelta potrebbe essere percepita dai mercati come dettata dal panico; detto questo, se fosse a tempo limitato, ben mirata verso alcuni asset e combinata con appropriate politiche macroeconomiche, potrebbe dare sollievo nel breve termine.
- Lasciare semplicemente l'economia rallentare fino al punto di ridurre gli squilibri?** Questa è un'opzione più strutturale, di lungo termine, necessaria ma non molto probabile dato il contesto attuale di indebolimento dell'economia.
- Chiedere l'aiuto (“Global Financial Safety Net”, GFSN) dell'FMI?** Questa è verosimilmente l'opzione meno probabile oggi. Non soltanto perché le autorità turche hanno chiaramente rifiutato tale possibilità; ma, dovessero prendere tale opzione in considerazione più avanti, avrebbero bisogno del supporto degli Usa! Inoltre, un ricorso al GFSN richiede il supporto del comitato esecutivo dell'FMI al cui interno gli Usa hanno il maggior numero dei voti.

Alla fine dei conti, un mix rigoroso e calibrato delle opzioni (a) e (c) – con la possibilità di un ricorso temporaneo all'opzione (b) – è probabilmente necessario insieme ad una qualche forma di riduzione delle tensioni sul fronte geopolitico tra Usa e Turchia. Sfortunatamente, non riteniamo che ciò possa accadere presto.

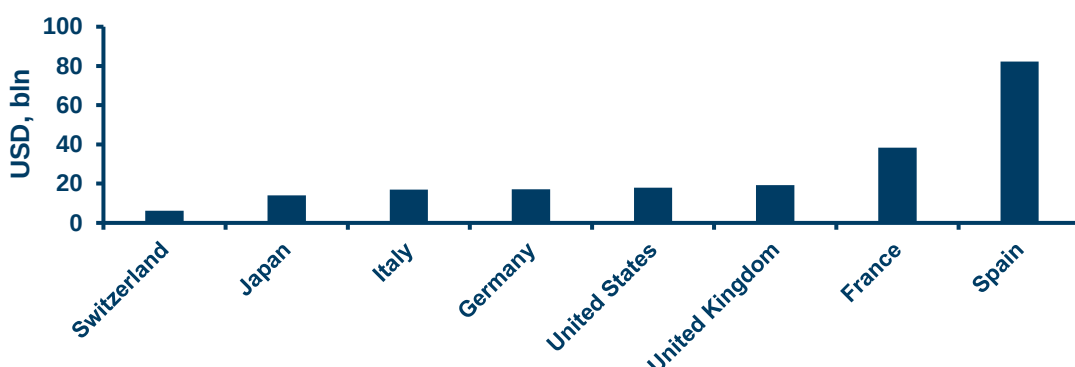
Questa crisi potrebbe avere impatti sull'Europa? Vedete rischi sistemici in aumento?

D. Borowski: Riteniamo che la situazione macroeconomica e finanziaria si deteriorerà ulteriormente in Turchia, ma ci aspettiamo impatti limitati sull'Eurozona. Le esportazioni dell'area verso la Turchia rappresentano solo lo 0,6% del PIL dell'Eurozona. È bene notare che nel 2001, quando il PIL reale si contrasse del 6% (la peggior recessione sofferta dalla Turchia negli ultimi 20 anni), le esportazioni dell'Eurozona verso la Turchia diminuirono del 20%. Uno shock simile toglierebbe alla crescita dell'Eurozona non più dello 0,1%. Occorre inoltre aggiungere che non ci aspettiamo uno shock severo come quello del 2001.

È vero che alcune banche importanti dell'Eurozona hanno esposizione significativa alle banche turche (in particolare in Spagna, Italia e Francia) e che soffriranno qualche perdita. Secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS), le esposizioni verso le banche turche sono pari a circa \$83 miliardi per le banche spagnole, \$38 miliardi per quelle francesi e \$17 miliardi per le italiane in un mix di esposizioni in divise estere e valuta locale. Sebbene i numeri siano significativi, rappresentano meno del 15% del capitale di rischio totale delle banche in questi tre paesi.

“Mentre riteniamo che la situazione macro-finanziaria si deteriorerà ancora in Turchia, ci aspettiamo un impatto limitato sull'Eurozona.”

Esposizione del settore bancario europeo alle banche turche



Fonte: BIS, dati al 13 agosto 2018. Esposizioni dirette verso controparti residenti in Turchia.

Inoltre, è confortante osservare che, per imposizione regolamentare, le banche turche non possono avere posizioni valutarie nette aperte e, quindi, il bilancio del sistema bancario in Turchia dovrebbe essere effettivamente immune da impatti diretti dai movimenti della valuta. Ultimo ma non meno importante, la banca centrale turca dovrebbe continuare ad immettere liquidità se necessario per stabilizzare il settore bancario. Pertanto, sebbene lo shock sulle banche dell'Eurozona possa essere significativo, non rappresenta affatto uno shock sistemico tantomeno uno shock che possa far deragliare l'espansione in corso. Ad ogni buon conto, lo shock economico può avere conseguenze politiche nella regione che dovrebbero essere monitorate da vicino poiché possono rivelarsi molto più destabilizzanti per l'Europa attraverso l'aggravarsi della crisi dell'immigrazione. La Turchia, infatti, continua ad ospitare circa 4 milioni di rifugiati, facendone il paese che dà maggior ospitalità e supporto ai migranti. Ci aspettiamo che la Turchia e l'UE continuino a cooperare sul tema immigrazione. In questo contesto, potrebbe essere perfino nell'interesse dei paesi europei aiutare la Turchia a stabilizzare la sua economia.

Avete cambiato la vostra view sulla Turchia con l'evolvere della crisi?

Y. Syzdykov: Siamo cauti sugli asset turchi. Il forte calo da inizio anno li rende attraenti nell'area emergente, ma ci aspettiamo che i fondamentali macro si deteriorino ulteriormente e che le tensioni geopolitiche persistano almeno nel breve termine. Pertanto, non ci attendiamo che il mercato sia guidato da movimenti di tipo mean reversion (ritorno verso la media) come per altri paesi EM ad alto rendimento. A nostro parere, la debolezza valutaria terrà gli spread del debito sovrano e creditizio elevati nonostante i livelli siano relativamente attraenti. Tra gli asset turchi, preferiamo il debito societario a quello sovrano con focus sulla qualità degli asset. I prestiti in sofferenza (Non-performing loans, NPL) nel settore bancario tenderanno probabilmente ad aumentare guidati dai prestiti alle aziende, ma non riteniamo al momento che vi sarà una crisi generalizzata degli NPL. Se ben gestito, l'aumento degli NPL può essere assorbito attraverso i buffer di capitale delle banche, accantonamenti in eccesso e profitti potenziali. In ogni caso, in questo scenario, la ricapitalizzazione di alcune banche si renderà necessaria. Tra le aziende non finanziarie la selezione sarà un fattore cruciale; alcuni emittenti sono stati in grado di mitigare l'impatto derivante da disallineamenti di valuta, sebbene l'alta inflazione da costi, la fiducia dei consumatori sotto pressione e la minore capacità di spesa possano far soffrire le società del settore consumi. Sebbene i disallineamenti di valuta siano ancora la principale preoccupazione, molte società hanno intrapreso azioni a livello operativo e di bilancio per affrontarli. Inoltre, la leva è ancora sotto controllo nonostante si muova verso l'alto, il free cash flow rimane robusto mentre il debito a breve termine è gestibile. Da qualche tempo, e soprattutto ora nel mese di agosto, con bassa liquidità nei mercati, siamo perfino più cauti sugli asset turchi: gli investitori potrebbero provare a proteggere i loro portafogli nel breve termine principalmente attraverso strategie di hedging.

“Le attività finanziarie turche sono attraenti ma i fondamentali possono deteriorarsi ulteriormente. Preferiamo rimanere cauti”.

“Ci aspettiamo che paesi con robusti fondamentali, meno dipendenti da debito esterno e flussi di capitale rimangano stabili.”

“Riteniamo questa crisi un evento idiosincratico e non un fattore scatenante di un movimento sistemico più ampio.”

Vedete rischi di contagio nell'area EM? La crisi sta offrendo opportunità?

Y. Syzdykov: L'accresciuta volatilità e l'atteggiamento risk off rappresentano sempre un rischio soprattutto nei periodi di minore liquidità e in particolare nell'attuale contesto di condizioni esterne meno favorevoli per i paesi EM (aumento dei tassi a breve Usa e dollaro più forte). Ci aspettiamo che i paesi con robusti fondamentali, meno dipendenti da debito esterno e flussi di capitali rimangano stabili. In più, la politica, le sanzioni, le schermaglie sul commercio sono al centro dei pensieri degli investitori e rendono i paesi coinvolti in questioni geopolitiche ancor più fragili, ma noi ribadiamo che il focus sui fondamentali è la variabile chiave. In Russia, ad esempio, non ci aspettiamo che le sanzioni aggiuntive faranno deragliare l'economia, che sta invece beneficiando del miglioramento della gestione della politica macroeconomica e dell'attuale surplus delle partite correnti (almeno fin quando i prezzi del petrolio rimarranno alti), per questo vediamo opportunità nel paese. In questo contesto, ci attendiamo che le divergenze rimangano, ed infine aumentino, supportando la tesi di una selezione attiva e di opportunità presenti in mercati volatili.

Come valutate la crisi turca dal punto di vista di un investitore multi-asset? Questa crisi può scatenare una fase risk off sui mercati finanziari?

M. Germano: Mentre possiamo osservare che l'effetto contagio della crisi turca si sta diffondendo fuori dal paese (ad esempio attraverso l'esposizione di alcune banche europee o il potenziale danno derivante da un dollaro molto più forte sugli altri paesi EM vulnerabili), riteniamo ancora che questo sia un evento idiosincratico e non il fattore scatenante di una crisi sistemica più ampia, poiché riflette le fragilità economiche del paese e il suo contesto politico. Nei paesi sviluppati (DM), l'attuale turbolenza può accrescere la vulnerabilità del mercato del credito, su cui siamo già cauti, ma la crescita ancora positiva e l'outlook solido per gli utili aziendali dovrebbe prevenire una fase prolungata di risk off. Di conseguenza non ci aspettiamo che le banche centrali dei paesi sviluppati cambino le loro strategie di politica monetaria in risposta all'attuale turbolenza (lo consideriamo uno scenario con bassa probabilità), ma preferiamo cercare punti di ingresso sui mercati dopo le elezioni Usa di metà mandato (mid term) quando riteniamo che le tensioni sul commercio potrebbero in parte attenuarsi e la maggior parte degli eventi elettorali nei paesi emergenti dovrebbe essere alle spalle. Nel complesso, abbiamo gradualmente ridotto la nostra preferenza per gli asset rischiosi alla luce della transizione dell'economia globale verso una fase più matura del ciclo. Questo ci consente di navigare attraverso fasi di maggior volatilità e minore liquidità dei mercati con una esposizione direzionale limitata.

APPENDICE

La crisi turca e le sue conseguenze in un quadro sintetico: ulteriori commenti e dati

- **Il deficit delle partite correnti si è ampliato ai livelli insostenibili** (atteso vicino al 6% del PIL nel 2018). Come conseguenza le passività nette estere sono peggiorate risultando al livello più basso tra i G20 dell'area EM (53% del PIL).
- **Le riserve valutarie sono diminuite su livelli eccessivamente bassi** e ora si attestano sui livelli più bassi tra i paesi EM, sufficienti a coprire solo 5 mesi di importazioni.
- **La valuta è crollata su livelli storicamente bassi.** Il dollaro si è apprezzato del 30% verso la lira tra fine 2017 e fine luglio 2018. Da allora si è ulteriormente deprezzato di un altro 40% (quota 7,0 il 13 agosto). Sebbene il movimento sia probabilmente eccessivo, è ragionevolmente troppo presto per attendersi un significativo recupero della valuta.
- **L'inflazione è fuori controllo:** la forza della crescita passata e il deprezzamento della valuta hanno spinto l'inflazione in alto (indice dei prezzi al consumo +16% a/a a luglio). La recente debolezza della divisa rafforzerà le pressioni inflazionistiche nei mesi a venire. È improbabile che la lira si riapprezzi in misura significativa fin tanto che il mix di politiche rimarrà poco coerente.
- **La Turchia è particolarmente vulnerabile ai movimenti della sua divisa,** dato il grande ammontare di debito in valuta estera. **Il debito esterno ha raggiunto il 53% del PIL a fine 2017** (di cui il 37% proviene dal settore privato; (i) il debito delle banche pesa per il

16% del PIL, (ii) il debito del settore non finanziario ha anch'esso raggiunto il 16% del PIL (di cui un terzo è rappresentato da crediti al commercio a breve termine).

- **Gli stress test predisposti dall'FMI a inizio anno mostrano la vulnerabilità dell'economia ad uno shock valutario.** Poiché più del 90% del debito esterno è denominato in valuta estera, un deprezzamento permanente della lira del 30% spingerebbe il debito esterno dal 53% del PIL nel 2017 all'83% del PIL nel 2023.
- **Per affrontare una valuta in deprezzamento, la banca centrale turca ha dovuto alzare il tasso ufficiale di 800 bp a 17,75%, in meno di due mesi. Questa massiccia restrizione monetaria peserà sulla domanda interna.** In ogni caso, questi rialzi dei tassi non saranno sufficienti a stabilizzare l'inflazione nei mesi a venire, quindi, ad impedire un calo del potere di acquisto delle famiglie.

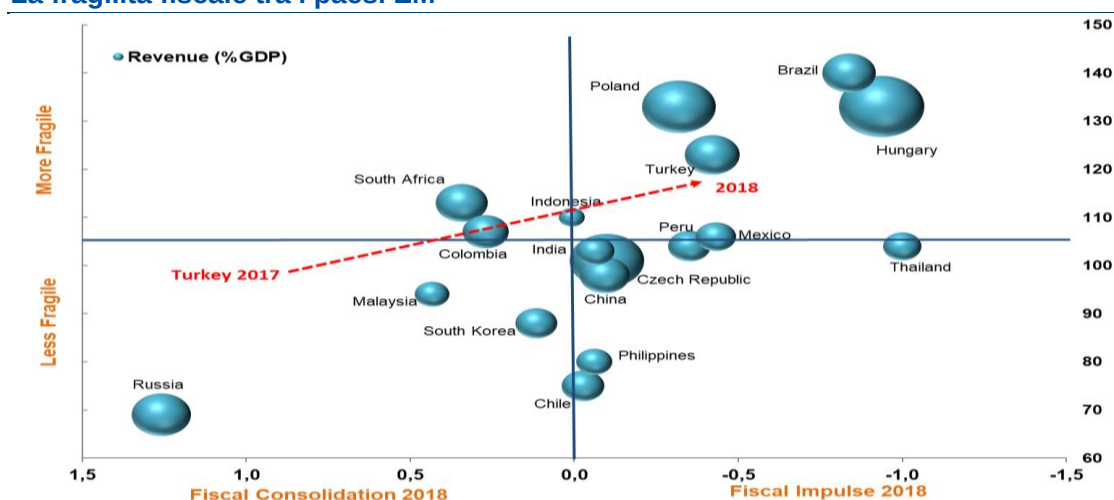
Il livello del debito è diventato insostenibile

- **Il debito pubblico (28,5% del PIL) è piuttosto basso e per tre quarti è a tasso fisso.** Il 40% di tale debito, però, è denominato in valuta estera. Pertanto le necessità di finanziamento esterno (per il governo) superano il 15% del PIL, numero abbastanza alto.
- **Il debito del settore privato è molto più problematico del debito pubblico, poiché il 40% del debito del settore privato è a tassi variabili. Il settore privato dovrebbe quindi sopportare il peso maggiore dell'aggiustamento:**
 - condizioni finanziarie più restrittive peseranno sugli investimenti;
 - l'aumento dell'inflazione inciderà sul potere d'acquisto delle famiglie.
- In questo contesto, **la probabilità di un atterraggio duro, fino ad una recessione, è aumentata significativamente.** Ci attendiamo un marcato rallentamento dell'economia nel secondo semestre 2018 e nel primo semestre 2019. Alla luce degli eventi recenti, la nostra previsione di crescita del PIL per il 2018 (4,3%) dovrà essere rivista al ribasso.

Le autorità hanno limitate leve per sostenere la crescita:

- Le dichiarazioni pubbliche del Presidente Erdogan lo scorso venerdì combinate con gli ulteriori dazi imposti da Donald Trump rendono gli investitori internazionali ancor più cauti.
- **Il deficit pubblico è già al 3% del PIL.** Il ministro delle finanze Albayrak ha dichiarato durante lo scorso week end che la disciplina nel budget fiscal sarà il fondamento più importante del nuovo approccio economico della Turchia. È quindi altamente improbabile che il governo cercherà di mitigare l'impatto dello shock economico attraverso la politica fiscale. A meno che le autorità turche riescano a rendere le proprie politiche economiche più credibili, la fuga dei capitali, già su livelli elevati, è destinata a continuare.
- Detto questo, **ad un certo punto il deprezzamento della divisa dovrebbe avvantaggiare l'economia** (attraverso la maggiore competitività delle esportazioni), mentre il rallentamento interno peserà sulle importazioni. Così il deficit commerciale dovrebbe riequilibrarsi. In queste circostanze, le divise tendono tipicamente ad eccedere nel movimento ribassista (overshooting) e poi a riapprezzarsi con un passo graduale una volta che la politica economica tornerà ad essere credibile.

La fragilità fiscale tra i paesi EM



Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo 16 agosto 2018.