

Global / Turquía, una amenaza más en un contexto complicado

Los activos financieros turcos han estado sometidos a una importante presión durante todo el año, reflejando la preocupación por el agravamiento de sus desequilibrios en un contexto de clara deriva autocrática. La gota que colmó la paciencia de los inversores fue la crisis diplomática abierta con EEUU a comienzos de agosto que, además, ha dado pie a que se inicie una guerra comercial entre ambos países. Como resultado: la lira en caída libre con el dólar, hasta nuevos mínimos históricos, fuertes pérdidas en bolsa, un repunte de las rentabilidades de la deuda, hasta máximos históricos y rebajas en su *rating*. Además, los efectos de esta crisis local -Turquía es una economía sin un peso global relevante, pero con una elevada importancia geoestratégica- se han visto amplificadas por otros factores (dudas sobre China, amenaza proteccionista, subidas de tipos de interés en EEUU y fortaleza del dólar), profundizando la desconfianza creciente que atraviesan los activos de los países emergentes, que son los más vulnerables en la actual coyuntura.

Turquía ha tenido el dudoso honor de ser la “protagonista del verano”. A los problemas que ya venía mostrando la economía turca, se sumó el enfrentamiento político con EEUU. Esto ha dado pie a que se inicie una guerra comercial entre ambos países. La administración Trump sancionó a ciertos funcionarios turcos y anunció que duplicará los aranceles a las importaciones de acero y aluminio procedentes de Turquía. Por su parte, Turquía respondió con medidas recíprocas a productos estadounidense. Además, Turquía declaró que “se dirigirá hacia nuevos mercados y nuevas alianzas”, amenaza que cobra especial relevancia dada su importancia geoestratégica para EEUU: es un país miembro de la OTAN, cuya posición geográfica resulta clave en las operaciones militares de la Alianza en Oriente Medio y Oriente próximo, regiones en permanente conflicto.

La crisis diplomática entre EEUU y Turquía ha puesto aún más en el foco los graves problemas que viene arrastrando la economía turca y que, lejos de corregirse, se han ampliado en los últimos meses. Por un lado, las elecciones del 24 de junio otorgaron al presidente Erdogan mayor control en el ámbito militar, judicial y económico, poniendo bajo el foco a su banco central, presionado para que no suba los tipos de interés, a pesar de la escalada de la inflación. Por otro, sus ya elevadas necesidades de financiación externa irán a más debido, entre otros, al impacto sobre la factura energética de la recuperación de los precios del crudo, en un contexto de fuerte depreciación de la divisa. Este escenario de mayor incertidumbre intensificó los temores acerca de la solvencia de la economía turca: de hecho, los compromisos con inversores extranjeros ascienden a más de 30.000 millones de dólares entre septiembre y octubre, casi el 40% de las reservas totales en divisa del banco central.

La lira cotizó inmediatamente esta pérdida de confianza y entre el 7 y el 13 de agosto se depreció un 24% con el dólar, marcando nuevos mínimos históricos de cotización y acumulando en el año una depreciación cercana al 40%. Los fuertes movimientos registrados por la lira obligaron al banco central a instrumentar una serie de medidas: inyectó el equivalente a 6.000 millones de dólares en el sistema, aumentó los depósitos de garantías para transacciones en liras turcas, redujo el coeficiente de caja de los bancos e impuso límites a las operaciones de *swaps* entre liras y dólares. Incluso Erdogan, exhortó a los ciudadanos a cambiar sus divisas por liras turcas para ayudar a sostener la moneda.

Sin embargo, la decisión del banco central de no subir los tipos de interés en medio de estas fuertes turbulencias decepcionó todavía más a los inversores y los mercados siguen a la espera del plan prometido por el gobierno para atajar los problemas de fondo de la economía turca: la inflación sigue disparada (15,9% en julio, más del doble del límite superior de su banda objetivo); las necesidades de corto plazo de divisas más que duplican el nivel de reservas existentes; y el déficit por cuenta corriente se mantiene cerca del 5% del PIB.

Preocupa, especialmente, la evolución seguida por la deuda de su sector privado, sobre todo en el ámbito de las empresas no financieras: el crédito bancario a empresas está creciendo a ritmos interanuales en torno al

20% y supone una amenaza para la calidad de los balances bancarios (la ratio de créditos sobre depósitos es del 123%, según Moody's) si el escenario económico sigue deteriorándose y aumenta la morosidad. Además, el principal problema es que buena parte de esta deuda (algo más de la mitad) está referenciada en divisa fuerte, dólares y euros, y el desplome de la lira dificulta mantener los compromisos de pago.

El colofón de esta mayor desconfianza de los inversores en la economía turca fue una nueva rebaja de *rating*: ha perdido un escalón por Moody's, hasta Ba3, con perspectiva negativa; y otro por S&P, hasta B+, con perspectiva estable. Estos movimientos se suman al recorte de calificación anunciado por Fitch a mediados de julio (un tramo, hasta BB, con perspectiva negativa).

La crisis turca no es el principal foco de riesgo para los mercados financieros

El deterioro de la situación en Turquía generó un sentimiento de alarma entre los inversores que tuvo amplias repercusiones sobre los activos emergentes, especialmente en los países con problemas específicos internos y elevada dependencia del ahorro externo, como Argentina y Sudáfrica. No obstante, en el caso de los mercados financieros desarrollados, la presión se ha centrado principalmente sobre el sector bancario europeo, principal fuente de financiación exterior de Turquía (los más expuestos son BBVA, UniCredit y BNP Paribas, por la actividad de sus filiales). El propio BCE señaló su preocupación por la exposición de algunos bancos de la UEM a Turquía, con el BBVA (España), UniCredit (Italia) y BNP Paribas (Francia) como las entidades con mayor posición en el mercado turco. En lo que llevamos de mes sus retrocesos en bolsa son del 11,7%, 14,7% y 6,0%, respectivamente (en el mismo periodo, Garantí, la filial participada casi al 50% por BBVA pierde un 15,5%).

La probabilidad de que Turquía tenga un efecto de contagio significativo sobre los mercados financieros globales es baja.

Se trata de un problema local en una economía sin un peso global especialmente relevante, con consecuencias directas moderadas: los problemas de Turquía no son muy comunes entre el resto de principales economías emergentes. El principal factor de riesgo es una transmisión indirecta a través de sus acreedores financieros por la elevada proporción de su deuda que está denominada en divisas (sobre el 40% de la misma, según el IIF) y, sobre todo, por una sobre-reacción de los inversores en mercados emergentes, que en momentos de pánico suelen vender estos activos indiscriminadamente, sin diferenciar adecuadamente entre países. En cualquier caso, consideramos que ambos factores de riesgo, por sí mismos, tienen un potencial desestabilizador limitado.

- El mercado de renta variable y renta fija turco es relativamente pequeño en términos de economías emergentes: pesa sólo un 0,6% del índice de bolsa emergente agregado MSCI y menos del 6,0% del índice de renta fija emergente agregada de JP Morgan.
- La mayor parte de las principales economías emergentes presentan una situación macroeconómica más robusta que la observada en las anteriores grandes crisis originadas en economías emergentes (la crisis asiática de 1997 y la reestructuración de deuda argentina en 2001). De hecho, en la mayoría de los casos, la inflación cumple con los objetivos de sus bancos centrales, las balanzas por cuenta corriente registran superávit y en los últimos años han llevado a cabo importantes esfuerzos por reducir la exposición de su deuda pública a variaciones del tipo de cambio (en términos agregados, sólo el 8,0% de la deuda pública está denominada en divisa).
- La exposición de la banca europea a Turquía es relativamente moderada: el riesgo no supera el 5% de sus balances (4,5% España, 2,5% Italia y en torno al 1,0% Francia). Además, la banca europea se encuentra en una posición financiera más sólida que hace algunos años: la ratio de capital Tier1 supera el 15% en 2018, frente al 10% de 2012. Por tanto, incluso en los escenarios más negativos, no se vería amenazada su solvencia ni se requeriría intervención por parte del BCE.

Las claves seguirán siendo China y EEUU

Turquía no es la principal amenaza actual para los mercados financieros globales, ni tampoco para los emergentes. La desconfianza actual de los inversores, sobre todo hacia los emergentes, se explica verdaderamente por la fortaleza del dólar, por las subidas de tipos en EEUU, por la amenaza proteccionista de Trump y por el deterioro en el sentimiento hacia China, con fuertes vínculos económicos con el resto de Asia y con Latinoamérica. De hecho, la bolsa china es una de las más castigadas este año en moneda local (su índice CSI 300 pierde un 16%).

Este nuevo episodio de inestabilidad ha acentuado la aversión al riesgo, dando un impulso adicional a las tendencias de flujos de capitales que venían observándose en los últimos meses: favoreciendo a los activos estadounidenses (refuerzo del sentimiento positivo) frente a los europeos y, sobre todo, frente a los emergentes. Que EEUU ha permanecido ajeno a los temores e incluso se ha visto favorecido por esta situación se observa en el índice de volatilidad VIX, que se sitúa en el 12%, frente a una media en lo que llevamos de año del 15%. Además, sus principales índices bursátiles han registrado nuevos máximos históricos, alcanzando un nuevo récord de longevidad de un mercado alcista. Por el contrario, en Europa sus principales índices acumulan una rentabilidad negativa en 2018 y, según EPFR Global, la región ha encadenado hasta julio cinco meses consecutivos con salidas netas en los fondos de renta variable por un total de 56.000 millones de dólares.

Conclusiones

- Es improbable que las tensiones en Turquía desencadenen por sí mismas una crisis en emergentes, pero el momento es inoportuno, con la Fed subiendo los tipos de interés y el dólar fortaleciéndose.
- Con independencia de Turquía, la coyuntura continúa sin ser buena para los mercados emergentes, en general. Los riesgos van a ser a la baja hasta que no se vea la aproximación del final del endurecimiento monetario en EEUU y se alejen los miedos a una guerra comercial global.
- EEUU parece ser el mercado ganador en casi cualquier situación, lo que tiene como consecuencia que la diversificación geográfica de activos no aporte valor y que se refuercen los flujos hacia sus mercados de activos pasando por alto unas valoraciones entre altas y muy altas según la mayoría de parámetros clásicos de valoración.

Índices de bolsa en divisa nacional				Tipos de cambio frente al dólar			
Actualizado a		Variación (%)		Actualizado a		Variación (%) (1)	
27-ago.-2018		en el mes	en el año	27-ago.-2018	Actual	en el mes	en el año
Argentina	<i>Merval</i>	-13.2	-15.4	lira turca	6.2	-20.8	-39.1
Italia	<i>FTSE MB</i>	-6.5	-5.1	peso argentino	31.6	-10.3	-39.1
Nigeria	<i>Nigeria SE</i>	-5.9	-7.4	real brasil	4.1	-7.7	-18.7
Turquía	<i>BIST National 100</i>	-5.9	-20.9	rublo ruso	67.8	-7.4	-15.0
Perú	<i>IGBVL</i>	-3.8	-1.4	rand sudafricano	14.1	-7.3	-12.4
Arabia saudí	<i>Tadawul</i>	-3.6	10.7	peso chileno	662.6	-3.6	-7.0
Grecia	<i>Composite</i>	-3.3	-8.2	peso colombiano	2958	-2.8	0.9
Singapur	<i>FTSE Straits Times</i>	-2.8	-5.2	rupia india	70.2	-2.2	-9.0
Chile	<i>IGPA</i>	-2.6	-4.7	forint húngaro	279.0	-1.8	-7.2
España	<i>Ibex 35</i>	-2.1	-3.8	rupia indonesia	14610	-1.4	-7.3
Alemania	<i>Dax</i>	-2.1	-2.9	leu rumano	4.0	-1.2	-2.6
UEM	<i>Euro Stoxx 50</i>	-2.0	-1.4	lev búlgaro	1.7	-0.9	-3.0
Brasil	<i>Bovespa</i>	-1.6	2.0	dólar singapur	1.4	-0.9	-2.7
China	<i>Shanghai "B"</i>	-1.3	-15.4	yuan chino	6.9	-0.5	-4.6
Francia	<i>CAC 40</i>	-0.5	3.1	sol peruano	3.3	-0.4	-1.4
Rusia	<i>Micex</i>	-0.4	9.6	peso mexicano	18.6	-0.2	4.9
EEUU	<i>Dow Jones</i>	2.5	5.4	euro	1.17	-0.1	-2.7
India	<i>Sensex</i>	2.9	13.6				

Fuente: Thomson Reuters y Bloomberg

(1) Signo positivo, apreciación de la divisa frente al dólar
Signo negativo, depreciación de la divisa frente al dólar

Este Informe tiene carácter meramente informativo y no se pretende, por medio de esta publicación, prestar servicios o asesorar en materia financiera, de inversiones, legal, fiscal o de otro tipo en ningún campo de nuestra actuación, por lo que dicha información no debe tomarse como base para realizar inversiones o tomar decisiones de inversión. La información utilizada para la elaboración del presente Informe ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, no garantizándose su exactitud o concreción. Queda prohibido reproducir, transmitir, modificar o suprimir la información sin previa autorización escrita de Bankia.