

Desarrollo de la Volatilidad Financiera en Turquía

Extracto del Informe Trimestral Abril – Junio 2018, Recuadro 1, pp. 14-15, Agosto 2018

Como parte de los esfuerzos continuos que realiza el Banco de México por contar con mejores estadísticas que Uno de los acontecimientos que contribuyó a la volatilidad recientemente observada en los mercados financieros internacionales fue el asociado con los recientes eventos registrados en Turquía, provocados por una combinación de factores externos e internos. En efecto, si bien a lo largo del año las divisas de las economías emergentes en general se depreciaron a causa de la reducción progresiva del acomodamiento monetario en algunas de las principales economías avanzadas, el significativo empeoramiento de las condiciones financieras en Turquía es atribuible en buena parte a factores idiosincrásicos, los cuales han contribuido a una percepción por parte de los inversionistas de un deterioro en el marco institucional para la implementación de las políticas macroeconómicas.

Así, los mercados financieros turcos han mostrado una alta volatilidad. La lira turca se ha depreciado alrededor de 60% de enero a agosto de 2018, mostrando un desempeño más negativo que otras economías emergentes y que el experimentado durante la crisis financiera global (Gráfica 1).¹ Por su parte, las tasas de interés de largo plazo aumentaron en el año cerca de 10 puntos porcentuales, para ubicarse en niveles de 21%, reflejando tanto el incremento en las expectativas de inflación, como un deterioro en el riesgo soberano. Asimismo, los mercados accionarios de ese país han caído cerca de 25% en lo que va del año.

Gráfica 1
Tipo de Cambio y Tasa de Bonos Soberanos a 10 años
Liras turcas por dólar y en por ciento



Nota: Datos al 27 de agosto de 2018.
Fuente: Bloomberg

A la rápida pérdida de confianza observada por parte de los mercados en los activos financieros de Turquía ha contribuido la combinación de: 1) desbalances macroeconómicos y financieros; 2) elevada incertidumbre sobre el rumbo y eficacia de las políticas macroeconómicas; y, 3) crecientes tensiones geopolíticas y comerciales.

En cuanto al primer punto, sobre los desbalances macroeconómicos y financieros, si bien la economía turca ha estado creciendo a un ritmo vigoroso en el último año, esto se ha dado en el contexto de una política fiscal expansionista y de un aumento del crédito apoyado por el gobierno y financiado de manera importante con flujos de inversión extranjera de corto plazo. En consecuencia, de acuerdo con cifras del FMI, la posición deudora de los activos de Turquía con el exterior se deterioró significativamente, al pasar de 42.4% del PIB en 2016 a 53.4% en 2017.² Así, el déficit de cuenta corriente se amplió hasta representar alrededor del 7.2% del PIB al

¹ Si bien la lira alcanzó una depreciación máxima a mediados de agosto cercana al 80%, recientemente Turquía se comprometió a efectuar un ajuste fiscal y anunció un paquete de apoyo financiero por parte de Qatar, lo cual se vio reflejado en cierto fortalecimiento temporal de la lira turca.

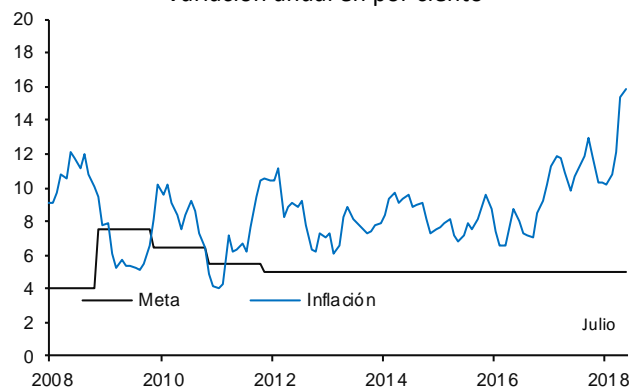
² Reporte de 2018 de las Consultas a Turquía bajo el Artículo IV (Fondo Monetario Internacional), marzo 2018.

primer trimestre de 2018, lo que se compara con un déficit de 3.8% en 2016 y 5.5% en 2017, tendencia que aleja a Turquía de una posición externa sostenible.

Estos desbalances se han reflejado en altos niveles de endeudamiento y descalces cambiarios significativos en los balances de instituciones financieras y de los corporativos de ese país. Así, el crédito al sector privado no financiero representa actualmente alrededor de 85% del PIB, al tiempo que se estima que la deuda externa de este sector ascendió a 37% del PIB. De esta manera, la reciente depreciación de la lira condujo a un rápido deterioro en la capacidad del sector privado para servir su deuda externa. Asimismo, a pesar de que los indicadores de capitalización de la banca turca hasta hace poco se consideraban adecuados, desde el año pasado empezaron a presentarse señales de deterioro en la calidad de su cartera de crédito, al mismo tiempo que se ha incrementado la exposición cambiaria del sistema financiero.

Respecto al segundo punto, sobre la incertidumbre alrededor de las políticas macroeconómicas, existen elementos que pudieran erosionar de forma importante la sostenibilidad fiscal en el corto plazo. En particular, destaca la presencia de importantes pasivos contingentes asociados a los programas de garantías al crédito bancario y a los proyectos de inversión conjunta pública y privada, así como un perfil de vencimientos de la deuda pública concentrado en el corto plazo. Ello a pesar de que actualmente el déficit fiscal y el nivel de deuda pública parecieran aún estar en niveles manejables. Asimismo, en cuanto a la política macroeconómica, la persistente expansión de la economía turca por encima de su potencial, inducida por una postura fiscal expansionista, en combinación con una postura monetaria laxa por parte del banco central, ha llevado a la inflación a ubicarse por encima de su objetivo por varios años consecutivos (Gráfica 2). Ello ha contribuido a una pérdida de credibilidad y a un desanclaje de las expectativas de inflación. Si bien el Banco Central de Turquía ha llevado a cabo distintas acciones para restringir las condiciones de liquidez en el mercado de dinero, mantuvo sin cambio su tasa de política en su reunión de julio, aun cuando los participantes del mercado esperaban un alza debido a las crecientes presiones inflacionarias. Los mercados percibieron que dicha decisión posiblemente respondió a la opinión expresada por el gobierno turco en el sentido de mantener tasas de interés bajas, generando dudas adicionales sobre la independencia y credibilidad de la política monetaria, lo cual se reflejó en un debilitamiento adicional de la lira.³ Además de la potencial vulnerabilidad de la posición fiscal de Turquía, el principal factor que motivó la reciente reducción en su calificación crediticia por parte de las principales agencias calificadoras (Fitch, Moody's y Standard & Poor's) fue el continuo debilitamiento de las instituciones y la consecuente incertidumbre sobre el rumbo de la política económica, lo cual se ejemplifica por la creciente preocupación sobre la independencia del banco central.^{4, 5}

Gráfica 2
Inflación al Consumidor y Meta de Inflación
Variación anual en por ciento



Fuente: Haver Analytics

³ Durante la reciente campaña presidencial, existieron declaraciones del partido ganador a favor de mantener bajas las tasas de interés. Recientemente se han hecho modificaciones al proceso de elección de los miembros del comité de política monetaria, recayendo ahora los nombramientos directamente sobre el poder ejecutivo. Esto llevo a diversos analistas a cuestionar la independencia del banco central.

⁴ El 17 de agosto, Moody's y Standard & Poor's redujeron la calificación crediticia de Turquía de Ba2 a Ba3 y de BB- a B+, respectivamente. Por su parte, el 13 de julio, Fitch había disminuido su calificación de BB+ a BB. Desde finales de 2016 Turquía había perdido su calificación de grado de inversión.

⁵ Ver "Rating Action: Moody's downgrades Turkey's ratings to Ba3 and assigns negative Outlook", Moody's 17 de agosto de 2018.

Finalmente, con relación al tercer punto, como ya se mencionó, a los recientes acontecimientos en Turquía también han contribuido factores geopolíticos. En particular, destacan los efectos transfronterizos de la guerra civil en Siria y el anuncio por parte de Estados Unidos sobre la aplicación de medidas arancelarias a importaciones provenientes de Turquía, ante el escalamiento en los desacuerdos diplomáticos entre ambos países.

En conclusión, la rápida pérdida de confianza observada por parte de los inversionistas en los activos financieros de Turquía se atribuye principalmente al deterioro en sus desbalances macroeconómicos y financieros, a la elevada incertidumbre sobre el rumbo y eficacia de las políticas macroeconómicas, y a tensiones geopolíticas. Si bien la volatilidad financiera en Turquía se exacerbó en los últimos meses, afectando a otras economías emergentes y detonando un nuevo episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales, los efectos globales han sido hasta ahora limitados. Sin embargo, existe el riesgo latente de que estos se magnifiquen y contagien a otras economías con fundamentos macroeconómicos percibidos como débiles y tengan un efecto negativo sobre los bancos extranjeros que tienen una mayor exposición a los activos de Turquía.