



JOÃO LAMPREIA
Head of Research
do BIG

Verão quente na Turquia – Risco endógeno ou sistémico?

Os mercados internacionais despertaram para episódios de volatilidade abrupta no verão, com a emergência de novos riscos nas economias emergentes. Após três meses da Argentina negociar um pacote de assistência com o FMI, desta feita surge a Turquia a centrar os holofotes da imprensa global pelos piores motivos. Não podemos considerar este fenómeno totalmente surpreendente em função dos desequilíbrios macroestruturais acumulados pela Turquia – num momento desajustado face à nova era de tightening quantitativo liderado pela economia líder (EUA). Diagnóstico da crise: política fiscal relaxada, défices de conta corrente persistentes, inflação descontrolada (três vezes acima do objetivo), elevado endividamento do sector privado, nomeadamente em moeda estrangeira – o que fragiliza muito o país com esta crise cambial que se agudizou com o escalar das tensões diplomáticas e comerciais vigentes com os EUA. Para além disso, o país perdeu credibilidade política (dívidas também sobre a independência do Banco Central), após o líder do país Erdogan ter reforçado os seus poderes executivos na sequência do sufrágio eleitoral realizado em Junho. Neste particular, é público que Erdogan já manifestou a sua veemente oposição a qualquer subida da taxa de juro de referência que atualmente se situa muito próxima do nível de inflação (15.85%). Ainda assim, na semana passada assistimos a um rebound moderado da Lira Turca,

nomeadamente depois do Governo ter anunciado uma flexibilização das condições de financiamento às empresas do país, bem como a aplicação de medidas mais restritivas em torno de swaps cambiais que envolvem a Lira Turca e do Banco Central ter restringido as operações repo semanais que se traduzem num agravamento “escondido” das condições de financiamento, uma vez que obriga as instituições financeiras a recorrerem a “funding” via taxas overnight mais elevadas. Estima-se que o Banco Central da Turquia poderá agravar as condições de financiamento até 300 p.b. recorrendo estritamente a medidas de “tightening” monetário que não envolvam a subida da taxa de juro de referência. Não obstante, o cenário de subida da taxa de referência parece-nos provável para conter a espiral descontrolada da inflação, o agravamento das condições de financiamento do país, os outflows massivos de capital e a significativa desvalorização da lira turca. Entre as medidas de resposta tradicionais à crise, apenas o cenário de taxas de juro mais altas poderá devolver a médio prazo uma maior estabilidade ao país. Já a política orçamental deverá ser gradualmente mais restritiva, apontando-se já cortes na despesa de EUR seis mil mn até final de 2018. Outras medidas de resposta à crise poderão passar pelo apoio de parceiros internacionais, tendo sido veiculado a possibilidade do Qatar conceder linhas de financiamento até EUR 15 mil mn, sendo que o recurso a um programa de assistência

ao FMI parece-nos uma possibilidade inverosímil. Recordamos que a Turquia tem necessidades de refinanciamento (agregando dívida pública e privada) próximas de USD 100 mil mn até 2020. Já a introdução de medidas de controlo de capitais e/ou a nacionalização de dívida do sector privado afiguram-se medidas pouco prováveis, a não ser que a espiral da crise continue a agravar-se. A importante questão é, portanto, aquela que colocámos no título deste artigo. Ficará a crise da Turquia confinada ao país, ou poderá a situação deteriorar-se e implicar consequências mais graves nos mercados internacionais. Os dois mecanismos de transmissão são óbvios: 1) via sector financeiro Europeu; 2) eventual “spillover” para outras economias emergentes; No que respeita ao sector financeiro Europeu, a exposição dos Bancos do Velho Continente à Turquia ascende a EUR 160 mil mn. É um valor que não sendo desprezível, também não é excessivo, para além desta exposição ser confinada a um número de players restritos (BBVA, Unicredit, BNP Paribas e ING). Pensamos que grande parte dos riscos já se encontra descontados, justificando esta perspetiva com o exemplo do ING: desde a eclosão da crise, a instituição Holandesa já perdeu mais de EUR cinco mil mn da sua capitalização bolsista, o que equivale praticamente a metade do total do seu “loan book” naquele país! Estamos em crer que a recuperação dos bancos europeus ao nível da rentabilidade, liquidez e capitalização não fica em causa

perante o episódio sísmico na Turquia. No que respeita às economias emergentes, o contágio ao nível de sentimento parece-nos natural nesta fase, mas convém ressaltar o cariz idiossincrático do caso turco. A nível agregado, a taxa de inflação da região encontra-se a níveis historicamente baixos e os saldos de conta corrente são globalmente confortáveis. Já a volatilidade do bloco emergente atingiu níveis de 2015 (crise na China) e o mercado acionista da região entrou praticamente em bear market, pelo que o mercado não tem sido complacente com a região. Parece-nos que a tendência até final do ano será ditada pelo evoluir da direção do USD e não tanto pelo que será o desenlace específico da crise turca. Parece-nos um sinal dos tempos, com a realidade do bloco emergente a tornar-se, assim, um epifenómeno progressivamente divergente. Em conclusão, pensamos que a resposta à questão colocada no título do texto afigura-se um parcial “NIM”, tendo em conta que a Turquia não acarreta uma dimensão sistémica, mas não deixa de ser um “peixe graúdo” que sucumbe à nova era de tightening quantitativo – menor liquidez e custos de financiamento mais elevados. Países com idênticas fragilidades poderão enfrentar destino similar (África do Sul, Colômbia, etc.), mas esta sequência de crises no bloco emergente ainda nos parece insuficiente para fazer “disparar os alarmes” sobre a evolução macroeconómica de países sistémicos e geograficamente distintos, como são o caso de China, Itália e os próprios EUA.