Turquía: ¿ajuste macroeconómico en año electoral?

Documento de trabajo
núm. 06/11 Junio 2011

Estudios y Análisis Económico
www.laCaixa.es/estudios

Àlex Ruiz
Economista
Economía Internacional
alexruiz@lacaixa.comunicacions.com

Resumen

- El fuerte crecimiento del cuarto trimestre de 2010 y los últimos datos de crecimiento del crédito, salarios y de déficit corriente han reforzado la tesis que Turquía está acumulando desequilibrios macroeconómicos que deberán ajustarse. La economía turca está entrando en una etapa de sobrecalentamiento que justifica la necesidad de tomar medidas de política económica tendentes a moderar el ritmo de actividad.

- Desafortunadamente, es poco probable que estas medidas se tomen hasta bien avanzado el ejercicio, toda vez que la política fiscal difícilmente se tornará restrictiva antes de 2012. A ello se le suma la escasa proclividad que el banco central turco ha mostrado a tomar medidas convencionales de endurecimiento monetario.

- Todo ello conduce a prever que en el tramo final de 2011 se iniciará un paulatino tensionamiento de la política monetaria y que en 2012 el presupuesto público será menos expansivo. En base a estas previsiones, esperamos un escenario de desaceleración de la actividad, acompañada de cierta reconducción del desequilibrio corriente y de la inflación.

- El proceso de ajuste se verá probablemente acompañado de un aumento de la volatilidad financiera. En este contexto, será difícil que Turquía pueda alcanzar el grado de inversión en los próximos dos años.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – "la Caixa", 2011

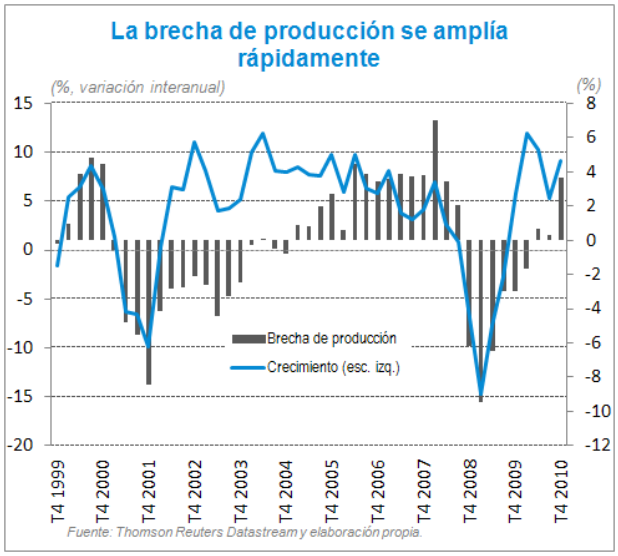
© Àlex Ruiz

Turquía, ¿una economía en crecimiento insostenible?

El cuarto trimestre de 2010 el crecimiento turco alcanzó un 9,2% interanual, cifra elevada que permitió que en el conjunto del año el avance del producto interior bruto (PIB) fuese del 8,9%. El ritmo de actividad del tramo final del año batió ampliamente las previsiones de los analistas, tesitura que se ha venido repitiendo durante todo 2010. Dado este vigor económico, que sitúa a Turquía como una de las emergentes que más crecieron en dicho año, empieza a dominar entre los analistas la percepción que la senda de crecimiento se ha tornado insostenible y que los ajustes, voluntarios o forzados, son inevitables.

Con todo, un ritmo de crecimiento elevado no es por sí mismo indicativo de sobrecalentamiento si no se ve acompañado de otros indicios. Típicamente, en una economía en crecimiento excesivo deberíamos detectar elementos como tensiones en precios y salarios, grados de utilización de la capacidad productiva elevados, desequilibrio externo, etc.[1]

En ese sentido, los últimos datos disponibles avalan, efectivamente, que la senda de crecimiento está generando efectivamente desequilibrios macroeconómicos excesivos. De entrada, una primera señal se obtiene al estimar la brecha de producción (*output gap,* en inglés).[2] De acuerdo con dicha métrica, en 2010 la economía turca pasó rápidamente de una situación de un output gap negativo a otro positivo, transición que se ha tornado más dinámica en el último trimestre del año. De mantenerse estas tendencias sin cambio alguno (es decir, en ausencia de medidas de ajuste por parte de la política económica), la brecha de producción se situaría en 2011 en niveles similares a los que forzaron el ajuste macroeconómico de 2001, último ejercicio con crisis de balanza de pagos.



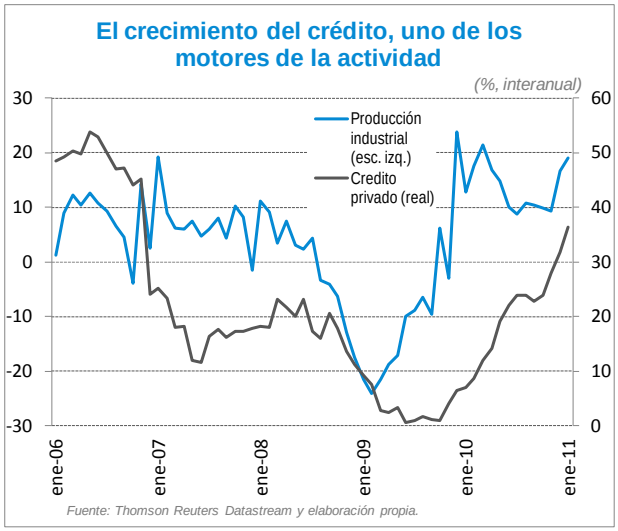
Al analizar la composición del crecimiento que subyace a la actual expansión turca se constata que se ha basado fundamentalmente en la robustez de la demanda interna, alimentada ésta a su vez por una política monetaria muy laxa (con el tipo de interés de intervención prácticamente cero en términos reales) y de un fuerte avance del crédito privado. Esta última variable ha alcanzado tasas de crecimiento superiores al 40% interanual (en términos nominales) a principios de 2011. Se trata de una cifra que alerta no sólo por la intensidad alcanzada, sino también por el hecho que estas rápidas aceleraciones se han dado tradicionalmente en momentos en que la brecha de producción se ha hecho muy positiva, como en la etapa que antecedió a la crisis de 2008-2009.

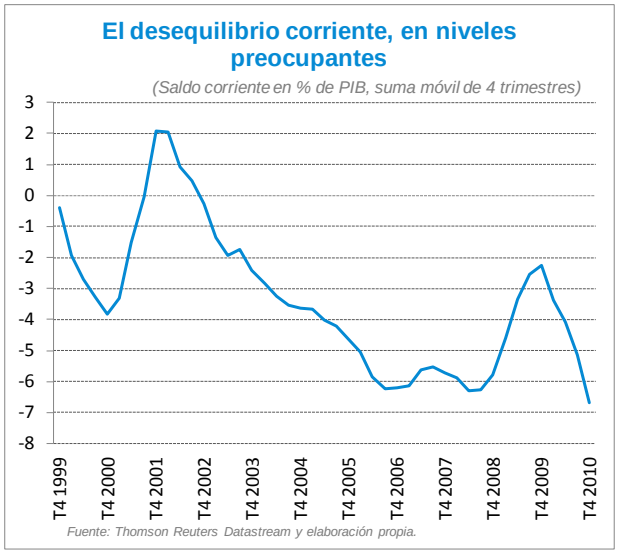
Por otra parte, los salarios también se han situado en ritmos de incremento que sugieren un posible sobrecalentamiento. Por ejemplo, los salarios por hora trabajada en la manufactura aumentaron en el cuarto trimestre de 2010 aproximadamente un 13% interanual en términos reales.[3] Y aunque los niveles de paro registrado todavía son superiores a los anteriores a la crisis de 2008-2009, al ritmo actual de reducción del número de desempleados, el próximo año 2012 esta situación se habrá revertido plenamente.

[1] Para una revisión más completa de la cuestión del sobrecalentamiento, incluyendo una comparativa internacional, véanse Canals, C. y M. Noguer (2011) *Sobrecalentamiento emergente: causas, consecuencias y riesgos*, Documento de Trabajo 02/11, "la Caixa".

[2] La brecha de producción se ha calculado mediante la metodología de Hodrick-Presscot, considerada la de referencia. Dada la sensibilidad del método a la selección del período muestral, se han utilizado dos métodos alternativos, el de filtrado polinómico y el exponencial. En ambos casos el diagnóstico de que la turca es una economía que ha entrado en una zona de output gap positivo.

[3] Todo ello en un contexto de reducidos avances de la productividad (la productividad laboral aparente creció menos del 1% anual en el promedio de 2006-2010) lo que refuerza el diagnóstico de que las presiones salariales se deben fundamentalmente a que el desequilibrio entre oferta y demanda de trabajo se está estrechando.





Una consecuencia de la fuerte expansión de la demanda interna, y que avala igualmente la tesis de una senda de crecimiento insostenible, es el importante crecimiento del déficit corriente. En apenas un año, entre el cuarto trimestre de 2009 e idéntico trimestre de 2010, la balanza de pagos ha pasado de estar en una situación deficitaria equivalente al 2,3% del PIB a alcanzar un desequilibrio equivalente al 6,7% del PIB. La ampliación del déficit por cuenta corriente preocupa no sólo por el volumen del mismo sino también por las dudas que la composición de la financiación exterior está generando. Así, el papel predominante que la inversión en cartera y otros fondos a corto plazo está tomando incrementa la sensibilidad de la financiación externa a posibles cambios de percepción de los inversores extranjeros.

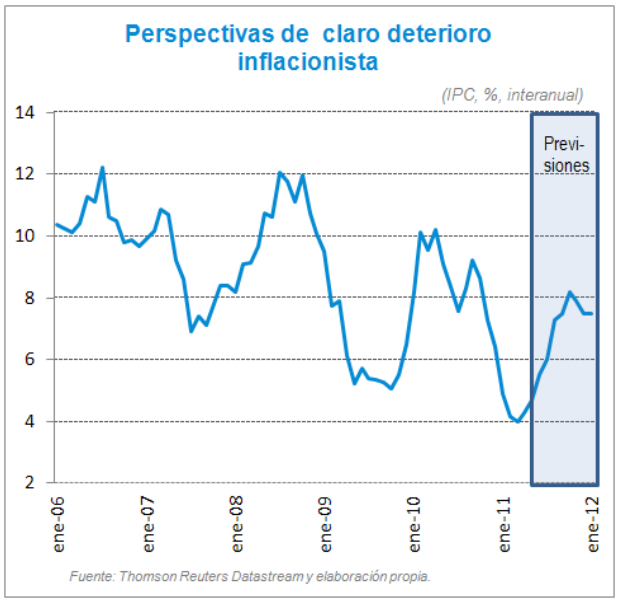
Otro síntoma adicional de recalentamiento económico es la evolución del tipo de cambio. Concretamente, el tipo de cambio efectivo real se ha apreciado un 20% entre marzo de 2009 y noviembre de 2010, es decir, desde que los mercados descartan el escenario mundial de una nueva Gran Depresión y hasta que empiezan a proliferar las señales de sobrecalentamiento en diferentes economías emergentes.

En esa misma línea de discusión, otro aspecto que conviene determinar es si las crecientes necesidades de financiación exterior están provocando un aumento excesivo de la deuda externa, lo que aumentaría la vulnerabilidad del país frente a cambios de sentimiento de los inversores. Los niveles actuales, del orden del 42,5% del PIB en 2010, son similares a los existentes antes de la crisis de 2008-2009. Aunque por sí mismos no son alarmantes, tampoco permiten ser complacientes, especialmente si se tiene en cuenta que las previsiones disponibles apuntan a que se podría superar el umbral del 50% del PIB en 2012 de no mediar un ajuste de cierta intensidad.[4]

Partiendo de los indicios anteriores (crecimiento notablemente por encima de la tendencia, alza salarial, notable crecimiento del crédito y desequilibrio exterior creciente), el elemento que debería acabar de fundamentar un diagnóstico de sobrecalentamiento es la inflación. Aunque las últimas cifras disponibles parecen alejar los riesgos inflacionistas extremos (avance interanual del 4,3% en abril), lo cierto es que las previsiones apuntan a que la relativa moderación que ahora atisbamos es coyuntural, y de no mediar un ajuste a la baja rápido y permanente de la energía y los alimentos, la inflación se situará en la zona del 7,5% a finales del

[4] El Banco Mundial acostumbra a mencionar como umbrales de riesgo una deuda externa equivalente al 50% del PIB o al 275% de las exportaciones. En 2012, de acuerdo a nuestras previsiones, esta segunda medida alcanzaría en el caso turco el 210% de las suma de las exportaciones de bienes y servicios. Confirmaría, por tanto, una situación con cierto margen de seguridad, aunque tampoco excesivamente holgado. Similares conclusiones se extraen de trabajos como Yilanci, V. y B. Ozcan (2008). External Debt Sustainability of Turkey: A Nonlinear Approach. *International Research Journal of Finance and Economics, 20, pp: 91-8.*

presente 2011. De estas previsiones preocupan no sólo el nivel de la inflación alcanzado, elevado pero no excepcional en el contexto turco, sino también lo rápidamente que esta variable ascenderá.[5]



Los elementos anteriores, conjuntamente, parecen sustentar el diagnóstico de una economía que está generando desequilibrios macroeconómicos en su senda de crecimiento y que debe afrontar un ajuste. En este contexto, y aproximándonos a la siguiente cuestión del análisis, cabe plantearse si se están tomando ya medidas para desacelerar la economía dado que la evidencia disponible para justificar dicho giro parece poco cuestionable.

¿Cuál ha sido la respuesta de política económica?

Dada la magnitud de algunos indicadores acabados de mencionar, sería lógico pensar que las autoridades económicas deberían haber tomado cartas en la cuestión meses atrás. La realidad, en cambio, es que la política económica apenas ha paliado los crecientes desajustes macroeconómicos. La política fiscal, a pesar de mostrar un nivel de déficit público no exagerado, es, de hecho, laxa, ya que, beneficiándose de un fuerte aumento de los ingresos fiscales vinculados al ciclo, está alimentando unos aumentos del gasto públicos notables.

Todo ello se ha debido, en cierta medida, a que el gobierno ha debido afrontar un calendario electoral tupido, conformado, primero, por las elecciones locales de marzo de 2009, posteriormente el referéndum de ratificación de la reforma constitucional (considerado un test de la popularidad del partido islamista) en septiembre de 2010 y, en el presente 2011, las críticas elecciones legislativas de junio. Ello ha inducido a una cierta proclividad a permitir un mayor crecimiento a corto plazo de lo que su sostenibilidad de medio plazo recomendaría.

En ausencia de contención fiscal, la política monetaria se torna decisiva. A pesar de ello, la política de tipo de interés real prácticamente cero ya apunta a la renuencia de la autoridad monetaria a actuaciones contundentes. Frente a otras alternativas, la opción del banco central ha sido intervenir puntualmente mediante una política no convencional que combina la rebaja del tipo de interés (disminución de 25 puntos básicos en enero, hasta el 6,25%, a fin de rebajar el atractivo de la lira turca para los inversores más especulativos) y el aumento de los requerimientos de reserva bancarios, a fin de drenar liquidez en el sistema. Específicamente, este último movimiento ha llevado al coeficiente de reservas que se aplica a los depósitos a corto plazo en liras turcas del 6% al 16% desde el inicio de esta estrategia de contención monetaria.

En este contexto, por el momento, el grueso de la intervención gubernamental es verbal, ya que el ejecutivo ha anunciado su deseo de resituar el crecimiento del crédito en la zona del 25%, sugiriendo a la banca que tome medidas de racionamiento del mismo en esta dirección. Los datos disponibles abundan a que dicha directriz todavía dista de alcanzarse.

El nombramiento en abril pasado de Erdem Başçı como nuevo gobernador del banco central turco no debería representar un cambio radical en la forma de entender las demandas que el momento actual establece para la política monetaria, toda vez que Başçı, durante sus anteriores funciones como vicegobernador, es considerado el diseñador intelectual de dicha estrategia. Asimismo, y a fin de contextualizar mejor esta política no ortodoxa del banco central, conviene recordar que el banco central ha tendido históricamente a permitir desviaciones de su *target* de inflación relativamente notables. Así,

[5] La reducida inflación de principios de 2011 se debe a la presencia de un efecto de base, ya que a principios de 2010 el gobierno incrementó los impuestos especiales sobre el alcohol, tabaco e hidrocarburos. A ello se le suma el efecto antiinflacionistas de la sensible apreciación de la lira turca registrado desde la primavera de 2009.

de los últimos cinco ejercicios (2006-2010), sólo 2009 se saldó con un cumplimiento claro del objetivo, llegando la inflación en los tres primeros ejercicios a más que doblar dicha referencia.

En definitiva, poco se ha hecho en materia de ajuste fiscal hasta la fecha. Ahora, superadas las críticas elecciones legislativas del 12 de junio, nuestro juicio es que el cambio de orientación de política económica que la coyuntura exige se empezará a producir tras el verano.

Ingredientes de un ajuste económico

Cabe plantearse por qué, si la evidencia disponible sobre el recalentamiento no ha sido suficiente para ajustar la política económica antes de las elecciones, va a producirse ahora este giro contractivo.

La premisa fundamental que justifica el escenario de ajuste que construimos es que el compromiso con la ortodoxia macroeconómica de los decisores de la política económica –gobierno y banco central– sigue siendo sólido. Creemos que en ambos ámbitos lo que se ha producido ha sido un diferimiento en el tiempo de la política de rigor debido a factores de carácter coyuntural, pero los objetivos de medio plazo siguen siendo válidos.

Por lo que se refiere al banco central del país, el marco de referencia que rige la política monetaria creemos que se mantiene plenamente vigente. El objetivo de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios. Siempre que este objetivo no peligre, el banco central contribuirá a apoyar el crecimiento y la creación de empleo. A pesar del hecho, mencionado anteriormente, que la economía turca ha experimentado etapas relativamente dilatadas de distancia entre la inflación deseada (objetivo de inflación que se fija año a año) y la efectivamente registrada, hasta el advenimiento de la crisis el banco central había combatido esta desviación mediante el uso de una política monetaria restrictiva convencional. Así, en 2006, el último ejercicio totalmente libre de los efectos disruptivos de la crisis *subprime*, ante la evidencia que la inflación prácticamente doblaba el *target* establecido, el tipo de interés de referencia pasó del 13,5% al 17,5%.

Las turbulencias financieras de 2007 y, especialmente, de 2008, junto a la notable caída del PIB en 2009, parecen haber hecho al banco central mucho más vigilante en materia de riesgos sobre el crecimiento. En particular, las dudas sobre la sostenibilidad de la expansión económica que se inició en la segunda mitad de 2009 han extremado la renuencia del banco central a ajustar de forma contundente los tipos de interés de referencia, prefiriendo, como se ha visto, una política menos directa que bascula sobre el aumento del requerimiento de caja bancario. Ahora que la incertidumbre sobre el dinamismo de la recuperación se puede dar por superada, nada sugiere que el banco central no empiece en 2011 a normalizar su política monetaria. En particular, la actual coyuntura económica justificará que el objetivo de inflación (5,5% para 2011) recupere la primacía como eje básico de la política monetaria.

En base a experiencias anteriores, nuestras previsiones apuntan a un proceso continuado, pero progresivo, que llevará al tipo de referencia del actual 6,25% al 7,50% a finales de 2011 y al 8,50% en el tramo final de 2012. Adicionalmente, es altamente probable que, junto a estas medidas de tensionamiento de tipos de interés, el banco central acometa nuevos incrementos del coeficiente de reserva, a fin de intensificar la presión sobre la concesión de nuevo crédito por parte de las entidades financieras turcas.

En el caso del gobierno, mantenemos una tesis similar a la anteriormente presentada para la política monetaria. Aunque por factores circunstanciales la política fiscal se ha mostrado poco adaptada a la situación de fuerte dinamismo de la economía turca, el compromiso con la estabilidad macroeconómica sigue siendo plenamente vigente. En el ámbito de la política fiscal el elemento central que cabe

destacar es Programa Fiscal de Medio Plazo que el gobierno aprobó en septiembre de 2009. Como su nombre indica, se trata de un marco de referencia que concreta la evolución a medio plazo (2009-2012) de las finanzas públicas y tiene como objetivo contribuir a consolidar la credibilidad del gobierno en materia de estabilidad macroeconómica. Se trata de un elemento fundamental en el intento de Turquía de alcanzar en unos pocos ejercicios el grado de inversión.

De acuerdo con dicho Programa, el déficit público se reduciría del 7,1% de 2009 que entonces se preveía al 3,4% en 2012, al tiempo que la deuda pública empezaría a descender en 2011. La estrategia de consolidación presupuestaria del gobierno planeaba alcanzar un superávit primario en 2011, saldo que alcanzaría prácticamente el 1% del PIB en 2012. El escenario de crecimiento que basaba estas proyecciones fiscales no era excesivamente optimista, ya que se esperaba una recuperación muy gradual, del 3,5% que entonces se preveía para 2010 al 5,0% de 2012. Eran cifras consistentes con la visión del momento, todavía muy condicionada por la fuerte caída de la actividad de 2008 y parte de 2009. Finalmente, y como elemento complementario del Programa, se preveía la adopción de una ley fiscal que estableciese como referencia el mantener un déficit público de largo plazo del 1% del PIB y, año a año, un proceso de ajuste prácticamente automático en función de la posición cíclica y de la desviación respecto al objetivo presupuestario de largo plazo del déficit público. La valoración mayoritaria que en su día se hizo de este proyecto y del Programa fue positiva.

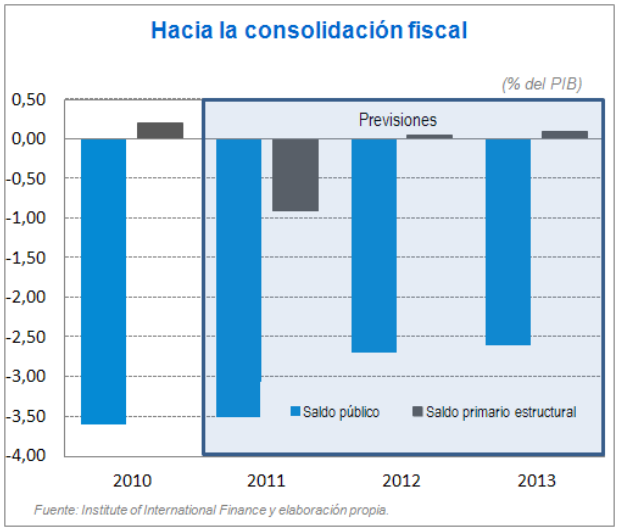
Los acontecimientos desde 2009 han sido, no obstante, menos satisfactorios. Como sucedía con la política fiscal, factores coyunturales han supuesto la postergación de las decisiones más rigurosas del marco fiscal. De entrada, el proyecto de ley fiscal, que debía aprobarse en 2010, se pospuso a la siguiente legislatura. Además, las cifras de crecimiento realmente alcanzado (recordemos que en 2009 la economía cayó un 4,8%, menos del descenso del 6% previsto, y que en 2010 el crecimiento fue del 8,9%, frente al 3,5% previsto en el Programa), facilitaron que el déficit efectivamente alcanzado fuese mejor que lo planificado.[6]

¿Qué está tras estas opciones de política fiscal? El elemento fundamental que parece haber guiado las decisiones gubernamentales es minimizar el riesgo de sufrir dificultades económicas en un momento electoral clave. Ello comportaba, en un primer momento, garantizar que la recuperación era sólida y dinámica (juicio que puede darse por definitivo a mediados de 2010) y después tratar de acortar al máximo el periodo temporal hasta que variables como el empleo volviesen a niveles anteriores a la crisis.

Superado el hito electoral, nuestras previsiones presupuestarias se basan en la premisa que el gobierno tratará de recuperar rápidamente parte de la credibilidad cedida en los últimos ejercicios. La estrategia, a nuestro juicio, es retornar a la pauta marcada por el Programa Fiscal de Medio Plazo. Concretamente, prevemos que se materialicen ajustes de gasto público que faciliten alcanzar ya en 2012 un saldo fiscal primario estructural (es decir, aquel que se obtiene de restar al saldo público la parte de los ingresos y gastos directamente vinculable al ciclo y los intereses de la deuda) positivo.[7] Cabe recordar que en el Programa inicial se apostaba por alcanzar esta situación ya en 2010 pero que, de acuerdo con los presupuestos de 2011 y las previsiones de crecimiento que se manejan, en el presente 2011 este saldo sería, en usencia de medidas de ajuste, claramente negativo. Concretamente, el déficit primario estructural se situaría probablemente en la zona del 1% del PIB. En términos de déficit público, de acuerdo con nuestras previsiones, en 2011 el déficit fiscal sería equivalente al 3,5% del PIB, reduciéndose al 2,7% en 2012 y al 2,6% en 2013.

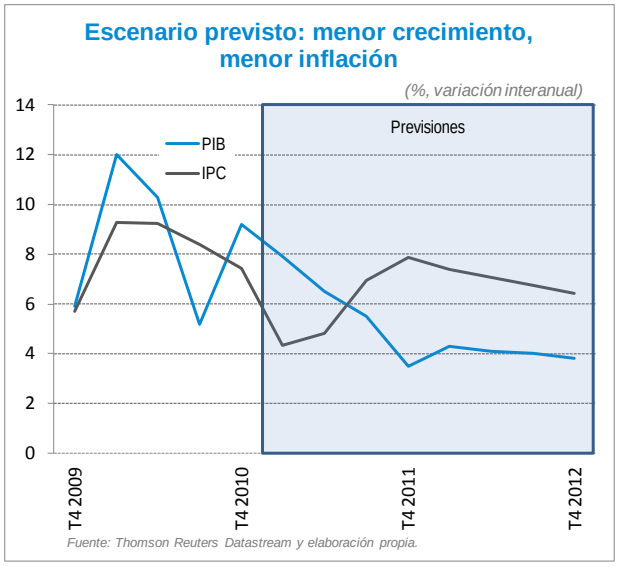
[6] Esta evolución, más positiva de lo previsto debido a factores cíclicos, se mantiene incluso cuando se incorporan los datos de la versión actualizada del Programa, realizada en octubre de 2010 y que incorpora previsiones de crecimiento más elevadas.

[7] En sentido estricto, el saldo primario estructural también debería detraer los ingresos extraordinarios puntuales. En el caso turco, no se han producido en 2010 y no se prevé su ocurrencia en 2011-2012.



A partir de estas previsiones de política fiscal y monetaria, y tomando en consideración las tendencias macroeconómicas actuales, podemos concretar otros elementos del escenario macroeconómico turco para 2011-2012. Específicamente, prevemos un crecimiento real promedio del 5,9% en 2011 y del 4,1% en 2012. Este ritmo de actividad se vería acompañado de una cierta reconducción de la inflación, que pasaría del 7,5% interanual previsto para finales de 2011 al 6,3% un año después. Por su parte, el déficit corriente, tras situarse en 2011 previsiblemente por encima del 8% del PIB, se moderaría hasta el 7,5% del PIB en 2012.

A pesar de la corrección de los desequilibrios, difícilmente se puede considerar que los niveles que se alcanzarán en 2012 son ya plenamente sostenibles. En una perspectiva de más largo plazo, cabría esperar a la economía turca operando con niveles de inflación en la zona del 5% y un desequilibrio corriente del orden del 5%-6% del PIB. De esto se deduce que el proceso de ajuste no se agota en los años 2011 y 2012.



Otras dos variables que acompañarían a la desaceleración económica turca serían la ralentización del crédito privado y la depreciación de la lira turca. En el primer caso, consideramos probable que las abultadas tasas de crecimiento actuales –del orden del 40% en términos nominales– se reconducirán hacia ritmos más similares a los que el propio gobierno ha indicado como deseables. Específicamente, nuestro escenario apunta a que esta macromagnitud avanzaría un 25% interanual a finales de 2012, un ritmo elevado pero unos 15 puntos porcentuales menor que el actual.

La depreciación de la lira turca, un desarrollo que ha acostumbrado a acompañar a las distintas correcciones del déficit por cuenta corriente, no debería tomar una intensidad excesiva, toda vez que las perspectivas de la inflación hacen esperar intervenciones del banco central en caso contrario. En su conjunto, el episodio 2011-2012 podría representar que la lira perdiese (frente al euro) del orden del 7% de su valor respecto a la cotización de finales de 2010.[8]

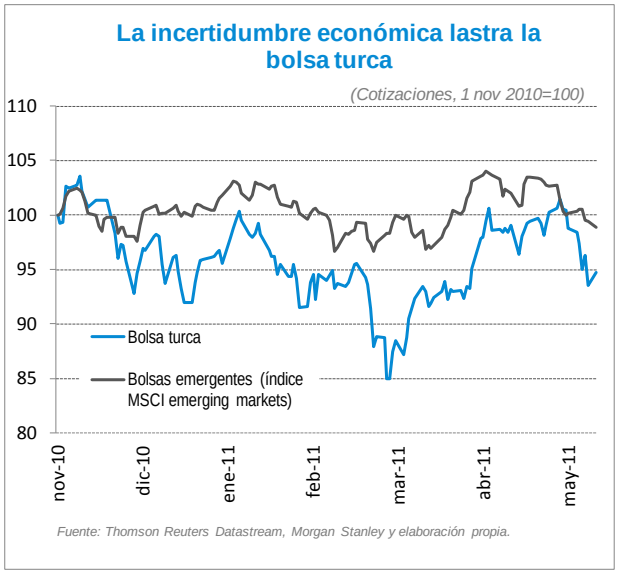
Se trata, por tanto, de un escenario benigno, ya que descarta alternativas extremas, tanto la de sobrecalentamiento descontrolado (que se concre-

[8] En ese sentido, esperamos que el ajuste macroeconómico siga la modalidad más habitual en Turquía. Como recuerdan Algieri, B. y T. Bracke (2007), *Patterns of current account adjustment: insights from past experience*, ECB Working Papers, 762, Turquía ha tendido a la forma de ajuste que los autores denominan mixto, es decir, que combina contracción de la demanda interna y depreciación del tipo de cambio. En promedio, este tipo de ajuste acostumbra a generar un retroceso de la actividad de mayor intensidad que en otras modalidades (por ejemplo, frente a opciones más basadas en el ajuste interno o en la depreciación), pero también tiende a favorecer una mejor corrección del desequilibrio corriente.

taría en una economía creciendo a ritmos similares a los de finales de 2010 y con el desequilibrio corriente rompiendo la barrera del 10% del PIB) como la de ajuste brusco. En este segundo caso, el determinante más probable sería una súbita caída de la confianza de los inversores internacionales que drenase la entrada de capitales extranjeros y secase la financiación externa, pública y privada, del país. Un episodio de estas características afectaría fuertemente a la actividad, situando la economía en el filo de la recesión en el ejercicio que se produjese.

Con todo, reiteramos que consideramos estos desarrollos alternativos como poco probables. Uno de los factores que juega a favor del ajuste es que entre la actual generación de decisores públicos y de votantes persiste el recuerdo de las dos grandes crisis de balanza de pagos de las últimas décadas, los de 1994 y de 2001. Aún cuando se trata de una economía que opera bajo un régimen distinto (diagnóstico que se hace obvio con la mera observación de la distancia que existe entre la inflación o el déficit público actual y el registrado en dichas crisis), se trata de una lección que el país mantiene viva.

Retornando al escenario central acabado de presentar, un interrogante justificado es el referido a las repercusiones financieras que esta senda de desaceleración podría tener. De entrada, un elemento favorable es que los mercados financieros ya están descontando una trayectoria de ajuste económico de cierta entidad. Así, por ejemplo, cuando las bolsas emergentes empezaron sincronizadamente a corregir a la baja en noviembre de 2010, la bolsa turca sufrió un descenso netamente superior al del conjunto de las emergentes. Aunque, como se aprecia en el gráfico adjunto, posteriormente este diferencial de cotizaciones se ha cerrado un tanto, llegó a ser de 15 puntos porcentuales en marzo pasado. Parece, por tanto, que un elemento de riesgo idiosincrático ya ha sido asumido por los inversores desde finales de 2010. Se trata, como decíamos antes, de un elemento positivo, ya que, a priori, reviste mayor gravedad potencial el hundimiento súbito de la confianza inversora que una corrección más dilatada en el tiempo.



El hecho de que los mercados hayan filtrado a sus expectativas un escenario de ajuste no implica que en los próximos dos años no se produzcan periodos de volatilidad financiera similares a los de finales de 2010 y principios de 2011. Se trata de una situación lógica mientras los inversores internacionales no vislumbren con claridad la determinación de las autoridades a aplacar los desequilibrios y a mejorar los fundamentos macroeconómicos del país.

Más allá de la coyuntura de los mercados, las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento alejan, por el momento, la posibilidad de que Turquía alcance el grado de inversión en los dos próximos ejercicios. Antes de que los desequilibrios macroeconómicos, y especialmente el déficit corriente, ascendiesen a los niveles actuales, la situación del *rating* turco (dos grados por debajo del grado de inversión en el caso de Moody's y S&P, uno en el rating que otorga Fitch) hacía concebir esperanzas que tras las elecciones se premiase la dinámica trayectoria económica con un aumento y que dicho grado de inversión fuese alcanzable a lo largo de 2012. Los acontecimientos de los últimos meses alejan este escenario. Con todo, si bien el progreso a grados más positivos es poco esperable, tampoco parece probable que la cualificación crediticia internacional del país empeore acusadamente, dado el escaso riesgo de solvencia que muestran las finanzas públicas turcas.

En definitiva, Turquía afronta dos años críticos, 2011 y 2012, para reconducir una situación que podría escalar a un sobrecalentamiento de la economía más amenazador. Aunque una respuesta preventiva hubiera sido deseable, si la política

económica actúa en línea de lo previsto en la segunda mitad de 2011 y en 2012 se entrará en una etapa de menores crecimiento económico, desequilibrio exterior y presiones inflacionistas. Todo ello debería mejorar la sostenibilidad del crecimiento y favorecer que las buenas perspectivas de medio y largo plazo de la economía turca se materialicen.