

FOCUS · ¿Es Turquía todavía un emergente frágil?

En mayo de 2013, cuando se conocieron las primeras indicaciones sobre cómo sería el proceso de normalización monetaria en EE. UU., las cotizaciones de los activos de riesgo de una serie de países emergentes sufrieron un importante castigo. A ese grupo de países se les bautizó como «emergentes frágiles» y uno de ellos era Turquía. Desde entonces, cada vez que se ha producido un episodio de aumento de la aversión al riesgo emergente, la composición del grupo de economías emergentes problemáticas ha ido variando, pero Turquía, junto con Sudáfrica o Brasil, se ha mantenido en él. ¿Responde esta asignación a la realidad del balance de riesgos turcos o es un sesgo negativo sin excesiva base factual?

En los últimos cinco años, el crecimiento de Turquía ha sido notable, superior al 5% en promedio anual. Aunque en 2014 la economía se deslizó hacia el 3%, en el 2T 2015 el PIB creció un 3,8% interanual, lo que diferencia a Turquía de otros emergentes, como Brasil o Rusia, que han entrado en recesión. Sin embargo, la cifra de avance del PIB es elevada pero escasamente sólida, toda vez que es el resultado de un patrón de crecimiento poco sostenible. De entrada, porque, en no poca medida, la aceleración de la primera mitad de 2015 es el resultado de la plena materialización del descenso del precio del crudo (las importaciones de petróleo son abultadas, ya que ascienden al 6% del PIB). Pero, sobre todo, porque el fuerte crecimiento se ha visto acompañado por desequilibrios notorios en materia de déficit corriente (-5,9% del PIB en el 2T) e inflación (7,6% interanual en octubre). En este contexto, la política económica del país ha sido poco decidida. Aunque la disciplina fiscal se ha mantenido razonablemente firme, la política monetaria ha sido poco apropiada. A pesar de que el repunte de los precios ha alejado la inflación del objetivo del 5% del Banco Central de Turquía, el tipo de referencia ha pasado del 10% de mediados de 2014 al actual 7,5% (lo que implica un tipo de interés real negativo).

En este contexto, se entienden mejor las dudas de los inversores. El patrón de crecimiento y la respuesta de la política económica han agravado las vulnerabilidades de Turquía. De entrada, en perspectiva interna, los analistas muestran preocupación por el destino de la amplia liquidez de la que el país ha dispuesto y, más concretamente, por el fuerte avance del crédito privado y por el aumento de los precios de la vivienda: en el periodo 2010-2014 el crecimiento anual promedio fue del 20% y del 13%, respectivamente. Sin embargo, el gran foco de atención se centra en las vulnerabilidades externas. El persistente déficit corriente (superior al -7% del PIB en promedio en el periodo 2010-2014) ha generado un aumento notable de la deuda externa, que ha pasado del 44% del PIB de 2009

al 58% actual, y, además, el peso de la deuda externa a corto plazo ha aumentado y representa ya un tercio del total. A diferencia de otros emergentes, el nivel de reservas internacionales no aminora en exceso esta debilidad porque apenas cubre un tercio de la deuda externa. La situación financiera de las empresas respecto a sus riesgos exteriores tampoco es tranquilizadora: entre 2009 y 2015, la deuda corporativa en divisa extranjera ha pasado de 50.000 millones de dólares a 180.000 millones (equivalente al 22% del PIB).

Si a estas debilidades macroeconómicas y financieras se les suman los focos de incertidumbre geopolítica, el panorama se ensombrece más. Fruto del aumento de la conflictividad regional, Turquía se ha visto obligada a incrementar su nivel de participación en la guerra siria. Asimismo, estos conflictos han tenido repercusiones internas, entre ellos la necesidad de afrontar un mayor riesgo terrorista que en el pasado y gestionar un extenso volumen de refugiados (más de dos millones de personas desde 2011). Afortunadamente, la incertidumbre sobre la gobernabilidad interna se ha disipado tras las elecciones legislativas de noviembre, puesto que han arrojado una mayoría clara para gobernar. En definitiva, aunque la fragilidad potencial de Turquía no implica que todos los riesgos mencionados se vayan a materializar, la incertidumbre económica y política hace comprensible que el país se mantenga, en la mente de inversores y analistas, entre los emergentes que preocupan.

Turquía: principales indicadores macroeconómicos

	2005-2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Crecimiento PIB real (%)	4,5	4,2	2,9	3,0	2,9
Inflación IPC (%)	8,4	7,5	8,9	7,3	6,5
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-5,7	-7,9	-5,8	-4,5	-4,7
Saldo fiscal (% del PIB)	-1,9	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Deuda pública (% del PIB)	42,7	36,2	33,5	31,8	30,4

Nota: (p) Previsiones.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.