Crisi financera turca: en temps de descompte

Des del dia 1 d'agost, la lira turca s'ha depreciat al voltant del 20%, la qual cosa la situa com la segona divisa emergent que més ha patit després del peso argentí. Des del començament d'enguany, la depreciació acumulada és, aproximadament, del 40%, superada només, de nou, per la del peso. Així mateix, i també des de l'inici de l'any, el tipus d'interès del bo a 10 anys ha pujat gairebé 900 p. b. i s'ha situat en el 20,3%. Es tracta, en definitiva, d'una crisi canviària en tota regla i que té una evolució incerta. Com ha arribat Turquia a aquesta situació? Quines alternatives de futur s'obren?

Aparentment, el detonant d'aquest frenesí venedor de la divisa turca dels últims mesos ha estat una escalada diplomàtica entre els EUA i Turquia, que ha comportat l'anunci, per part dels EUA, de l'establiment d'aranzels sobre l'acer i l'alumini importats des de Turquia. No obstant això, aquesta és només una lectura superficial. Tot i que és cert que aquests dos països han mostrat desacords en matèria de política exterior des de fa uns anys, la causa profunda de la crisi canviària turca té una naturalesa econòmica: és un senyal que, probablement, estiguem davant un sobreescalfament força clàssic de l'economia.

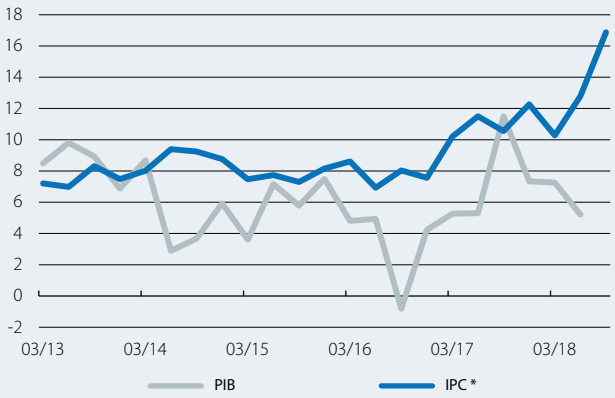
Així, en els últims anys, però amb més contundència des del final del 2016, Turquia ha viscut una etapa de fort creixement (avanç del PIB mitjà del 6,6% des del 4T 2016), mentre que la inflació, durant aquest mateix període, s'ha situat, de mitjana, en l'11% (però amb una tendència a desbordar-se, com ho mostra el primer gràfic) i el dèficit per compte corrent, en el 6,5% del PIB.

Els traços essencials d'un patró de creixement insostenible queden, així, de manifest: el fort avanç del ritme d'activitat s'ha assolit al preu d'acumular desequilibris macroeconòmics interns i externs molt elevats. L'evolució dels preus apunta a la incapacitat de l'economia turca de créixer sense tensionar els colls d'ampolla, i l'enorme dèficit per compte corrent indica que s'ha utilitzat de forma elevada el finançament exterior. Aquesta última tessitura presenta, a més a més, una variant especialment delicada en un context com l'actual, caracteritzat per un enduriment gradual de les condicions financeres globals: les empreses turques han aprofitat un entorn de finançament abundant i barat en divisa estrangera (en dòlars i en euros, principalment) per endeutar-se en divises, fins al punt que aquest deute representa el 36,3% del PIB, un dels percentatges més elevats entre els principals emergents. El resultat, en definitiva, és que, mentre que la major part dels emergents exhibeixen un creixement coherent amb el seu potencial (o, fins i tot, una mica menys), s'estima que, a Turquia, la bretxa de producció pot ser del 3%-2% positiva.

El sobreescalfament turc s'ha vist agreujat per la política econòmica seguida. Lluny d'atacar els desequilibris amb una decidida política contracíclica, l'orientació general ha estat la de negar la premissa fonamental de l'existència d'un creixement excessiu. En particular, malgrat l'acumulació de pressions en els preus, la política monetària ha mantingut el tipus de referència en el 8,0% des del final del 2016 fins al maig passat (és a dir, un tipus real negatiu per a una economia que, durant una gran part d'aquest període, creixia per damunt del 7%). El resultat, predictible, és que els inversors han començat a qüestionar la credibilitat de la política monetària turca: si les expectatives d'inflació a mitjà termini eren, fa un any, inferiors al 8%, actualment voregen el 20%. Les mesures aprovades des del maig (entre altres decisions menors, adoptar diferents mesures macroprudencials, apujar el tipus de referència del 8,0% al 24,0% i limitar la capacitat d'operar en divises estrangeres) han estat percebudes com una resposta de política monetària tardana i d'una intensitat inadequada, atesos els desequilibris acumulats. Si, a més a més, la polí-

Turquia: creixement del PIB i de la inflació

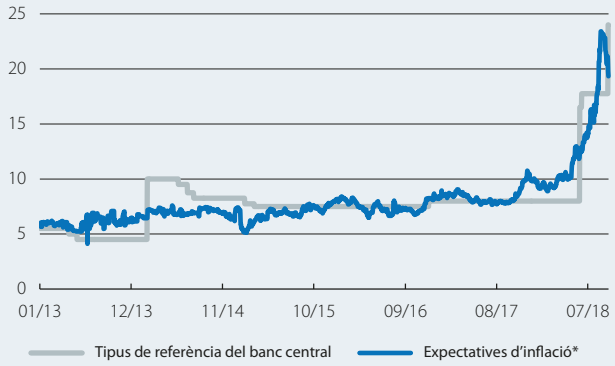
Variació interanual (%)



Nota: ** Per al 3T 2018, mitjana del juliol i l'agost.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institut Turc d'Estadística (Turkstat).*

Turquia: tipus d'interès de referència i expectatives d'inflació

(%)



Nota: ** Breakeven d'inflació a cinc anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central Nacional i de Bloomberg.*

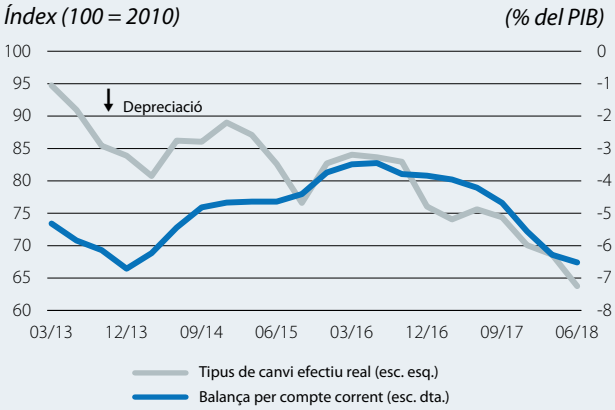
tica fiscal, tradicionalment un punt fort de la política econòmica, tampoc no ha actuat amb decisió (només ara s'apunta a un futur assoliment d'un superàvit primari, després de diversos exercicis en què, fins i tot, s'han vist forts augments dels salaris públics), la falta de credibilitat, lluny de limitar-se a la política monetària, afecta tota la política econòmica.

Per als coneixedors de la història econòmica del país, aquesta evolució no deixa de ser paradoxal. Semblava que Turquia havia assumit les lliçons del fort ajust macroeconòmic del 2001 i dels consegüents canvis radicals del sistema econòmic (amb el sanejament del sistema bancari, amb la inserció del rigor en les finances públiques i amb la reinvenció del banc central com a entitat autènticament independent). Es tractava d'una experiència d'èxit que va afavorir que, per primera vegada, el país pogués disposar d'una economia de mercat moderna i amb un funcionament institucional homologable a la dels millors emergents.

Malgrat que l'allunyament de l'ortodòxia pot ser degut a molts factors, sembla indubtable que l'excepcional situació política del país en els últims anys és un ingredient essencial. Turquia ha experimentat, en pocs anys, canvis substancials en el context polític extern i intern, la gestió dels quals ha estat un repte per al Govern, com hauria succeït a qualsevol altre país sotmès a una situació similar. D'entrada, des d'una perspectiva externa, el canvi magmàtic de l'Orient Mitjà, amb conflictes tan cruents com la guerra civil siriana o la lluita contra ISIS, ha repercutit sobre la política nacional, que ha hagut de gestionar des de reptes de caràcter militar i de seguretat interna fins als derivats del flux de refugiats. Però, a més a més, s'hi han sumat l'intent de cop d'Estat del juliol del 2016, amb l'augment del grau d'intervenció intern posterior, la difícil reinvenció del règim constitucionalista turc (que ha comportat un gir cap a un model presidencialista molt allunyat de l'existent des del 1923, quan es va instaurar la república) i unes eleccions presidencials i legislatives fonamentals el 2018, ja sota les noves regles de joc. En aquesta tessitura, un ajust macroeconòmic, que havia de comportar costos socials inevitables, hauria desgastat el capital polític disponible. Aquesta opció, que potser es podia disculpar el 2016, quan els inversors tendien a tenir una visió relativament complaent dels riscos emergents, ha estat insostenible el 2018, quan l'impacte de la incertesa global i de l'enduriment de la política monetària de la Fed sobre els emergents amb més desequilibris s'ha tornat virulent.

Ara, Turquia ha d'afrontar de forma simultània una forta pressió sobre els àmbits reals i financers de la seva economia. D'entrada, la situació actual, d'aturada sobtada de capitals *de facto*, comportarà un ajust inevitable de l'activitat. En aquest sentit, la desacceleració del 2T, quan el creixement va ser del 5,2% interanual, enfront del 7,3% del 1T, pot ser només l'avantsala d'una major feblesa econòmica. Malgrat que l'exercici de fer previsions en

Turquia: saldo de la balança per compte corrent i tipus de canvi



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Pagaments Internacionals i de l'Institut Turc d'Estadística (Turkstat).*

plenes turbulències financeres és especialment incert, CaixaBank Research espera un descens ràpid del creixement, que podria acabar sent el més baix des de la Gran Recessió del 2008-2009. Aquesta pèrdua de ritme anirà acompanyada del manteniment de la inflació en dobles dígits en els propers trimestres. Malgrat la menor pressió pel costat de la demanda, en els propers mesos, es produirà la plena translació als preus dels béns importats de la depreciació de la divisa. Pel que fa a la dimensió financera, les dificultats són, fins i tot, superiors. Atès l'elevat nivell de deute en divises que acumula l'economia turca, afrontar-ne el pagament i la renovació, en un context de lira fortament depreciada i amb els tipus d'interès internacionals previsiblement a l'alça, és un repte. En aquesta situació, sembla probable que les dificultats financeres de les empreses s'acabin traslladant a un augment de la morositat bancària.

Atès aquest panorama, quines són les vies que continua tenint obertes? En essència, els encarregats d'establir la política econòmica tenen al seu abast diverses opcions per estabilitzar la situació. La menys ortodoxa, i amb més riscos de ser insuficient i potser, fins i tot, de ser contraproduent, és establir un control de capitals. La més convencional seria intensificar el programa d'ajust que combini un ajust fiscal i un enduriment monetari. Les decisions de les últimes setmanes, amb l'augment del tipus de referència i amb l'anunci d'un ajust fiscal equivalent a l'1,3% del PIB, serien passos en aquesta direcció. Les mesures anteriors tindrien més probabilitats d'èxit si anessin acompanyades de l'ajuda financera de l'FMI, una possibilitat que ha estat reiteradament negada per part de les autoritats turques, però que facilitaria que la política econòmica recuperés credibilitat de forma més ràpida. En absència del crèdit de l'FMI, l'ajust podria acabar sent menys gradual i més intens. Turquia, en definitiva, s'ha quedat gairebé sense temps i amb escàs marge de reacció. El partit no està en absolut perdut, però la pròrroga s'acaba i convé veure porteria amb urgència.