

Alex Fusté

Chief Global Economist
Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



Valoración General de la Economía de Turquía y sus Activos

Un analista convencional diría que el mal comportamiento de los activos de Turquía durante el 2018 se debió a problemas domésticos relacionados con decisiones arbitrarias por parte de Ankara, que deterioraron las métricas económicas y la capacidad de honrar la deuda del estado. Se equivocan. La misma actitud desafiante del gobierno de Recep Tayyip Erdogan hacia el exterior y las mismas decisiones arbitrarias han persistido durante gran parte del 2019, y sin embargo la TIR del bono *benchmark* del gobierno en liras ha pasado del 20,3% al 15,4% entre abril y julio. Un comportamiento similar ha tenido el bono del gobierno denominado en dólares, pasando del 8,4% en TIR al 7% en el mismo periodo, y la bolsa de Estambul haciendo lo propio, con una subida del 20% en el mismo periodo. Si las decisiones han sido las mismas que en 2018 pero el comportamiento del mercado en lo que llevamos de año ha sido el que he descrito, la pregunta es, entonces, triple: 1) ¿Que factores hundieron los activos turcos en 2018? 2) ¿Pueden repetirse? 3) ¿Puede seguir el buen comportamiento reciente de estos activos?

En cuanto a la primera pregunta, creo que el desplome de los activos turcos en 2018 se debió, casi exclusivamente, a una escasez de dólares en el mundo, fruto del fuerte estrechamiento en el balance de la Fed, que provocó un aumento considerable en el valor del billete verde, y por ende, un peligroso *mismatch* entre el activo (mayoritariamente en liras) y los pasivos (mayoritariamente en dólares) de todos los bancos turcos. Este hecho hizo saltar todas las alarmas sobre la sostenibilidad del sistema financiero turco, lo que arrastró a la baja (cerca del -30%) al índice bursátil BIST entre febrero y agosto, y disparó la prima de riesgo país, con la TIR del bono *benchmark* pasando del 11,5% al 22,5% en el mismo periodo. Tremendo episodio.

Respecto a la segunda pregunta: ¿Pueden volver a repetirse estos factores? Creo que no. Al menos durante un tiempo considerable. Sospecho que Powell, en estos momentos, debe estar pensando en todo menos en estrechar el balance de la Fed (que es equivalente a retirar liquidez del sistema, una de las medidas de endurecimiento monetario más importantes). Al contrario. Parece que la Fed está en modo estático, incluso inclinado a facilitar las condiciones monetarias bajando tipos de interés. Justo el entorno contrario al que experimentamos en 2018. No preveo, pues, que se repitan las circunstancias externas que arrastraron a los activos turcos el año pasado.

En cuanto a la tercera pregunta, probablemente la que más les interesa: ¿Puede continuar el buen comportamiento de los activos turcos en los próximos meses? Creo que sí. Varias razones me invitan a pensar en estos términos.

No prevemos que se repitan las funestas circunstancias externas que arrastraron a los activos turcos en 2018

El nuevo plan económico quinquenal propone como objetivo un crecimiento real promedio del 4,3% durante el periodo 2019-2023.

El gobierno tiene la experiencia y parece que las medidas a implementar son las mismas que en su día tuvieron éxito.

Primero. Ha desaparecido un factor doméstico que venía alimentando una cierta volatilidad en los activos turcos. Los eternos procesos electorales (estatales, regionales y municipales) han sido muy nocivos para los inversores, pues ciertos candidatos han abusado del argumento patriótico, lo que hacía imprescindible encontrar un enemigo rentable, y que solía ser externo. Ello dio lugar a un discurso político de una dureza insólita que acabó desembocando en sanciones bilaterales graves. Encuádrse en este sentido la prohibición de emitir visados a los ciudadanos turcos para visitar los EUA, y viceversa. Imaginen la repercusión que eso pudo llegar a tener para las empresas que mantienen intereses económicos en ambos países. Simplemente, se congeló toda inversión. Por suerte, y tras los últimos comicios en Estambul del pasado Julio, no preveo más elecciones durante los próximos tres o cuatro años, ni nuevos procesos sancionadores.

Segundo. es muy probable que las autoridades de Ankara se centren ahora en la agenda económica. Y lo cierto es que han tardado menos de lo que imaginé en dar muestras de ello. Ayer mismo recibí el nuevo plan económico del gobierno para el periodo 2019-2023, elaborado por todos los ministerios y por organizaciones no gubernamentales. El plan propone como objetivo un crecimiento real promedio del 4,3% durante este periodo. El plan se centra en el sector industrial, para el que se ha fijado un objetivo de expansión del 5,7% anual hasta alcanzar un peso en el PIB del 24,2% (acorde con otros países emergentes mejor posicionados). Para ello, Ankara pretende facilitar la inversión (extranjera y doméstica) para que crezca a ritmos del 5,3% promedio en este periodo. ¿Credible? Aunque pueda parecer ambicioso, el objetivo de crecimiento del 4.3% queda por debajo del promedio del 5% de PIB real en los últimos 20 años, con lo que los objetivos fijados quedan al alcance de lo que denominamos el PIB potencial. En un análisis más cualitativo, debo decir que Turquía es capaz de lo peor... pero también de lo mejor. ¿Se acuerdan de la expresión “el milagro turco”? Un proceso que seguí con gran admiración, y que hace referencia al periodo 2002-17. Su artífice, aunque no lo crean, fue Erdogan y su partido AKP, quienes tomaron el control de la economía tras la crisis del 2001, implementaron una devaluación controlada, reorientaron el gasto público con un presupuesto equilibrado e impulsaron políticas de fomento de la inversión y la industria. Ciertamente no sé si podrán repetir con este nuevo plan económico el mismo éxito que tuvieron en su día, pero hay dos aspectos que me hacen pensar que sí podrían alcanzar logros relevantes: 1) Tienen la experiencia y parece que las medidas a implementar son las mismas que en su día proporcionaron grandes avances. 2) En ausencia de elecciones y decisiones de corte populista, es probable ahora que el partido de gobierno no se desvíe de su objetivo genuino; que no es otro que mejorar el estado general de la economía para así poder afrontar las elecciones del 2023 con mejores argumentos.

Tercero. Hay que admitir que los datos de crecimiento han empezado mal este año (con una variación del PIB del -2.6% yoy en 1Q19, si bien, el dato fue mejor que la previsión del -3.1%). De cara al futuro, los medios económicos

La situación de desequilibrio exterior ha mejorado considerablemente en los últimos 12 meses.

Ankara tiene una carta importante que jugar para conseguir abrir nuevas carpetas de negociación económica con la UE

locales advierten que el segundo semestre de 2019 será mejor que el primero, y lo atribuyen a que se ha venido dando un reequilibrio de la economía tras la fuerte depreciación y el ajuste fiscal considerable. Algunos indicadores clave estarían mostrando ya importantes mejoras: El déficit externo (medido por la balanza corriente) se desplomó en abril hasta los 8.600 millones de dólares, y ha mostrado superávit en el dato de junio. Detrás queda el déficit externo de 57.900 millones de dólares observado en mayo de 2018. Por otro lado, la inflación viene normalizándose con fuerza, y se situó en el 15.7% en junio, desde el 18.7% del mes anterior y muy por debajo del 25% visto en Octubre. Sin embargo, aún vemos que los datos de manufactura siguen contrayéndose aunque parece que el retroceso es cada vez menor (-1.3% yoy en abril, versus el -9% yoy visto en Diciembre). Esto me hace pensar que la industria estaría cerca de tocar suelo. Nuestra previsión es de una mejora en los datos de PIB para el 2Q (-1.2% yoy), y obtener lecturas positivas del PIB en el 3Q (+2.1%) y el 4Q (+3.4%).

Cuarto. En el plano fiscal (algo que siempre hay que vigilar), hemos observado una mejora durante el segundo trimestre. En el mes de junio, el déficit financiero fue de 11.000 millones de liras, comparado con los 26.760 millones de liras del mismo mes del año pasado. Una reducción del déficit del 58% que se debe a un aumento de los ingresos fiscales (+7,6% yoy) pero sobre todo a un importante descenso del gasto público, incluidos intereses (-14,7% yoy). También ha habido interesantes políticas de privatización de empresas públicas, ventas de suelo estatal, e ingresos por licencias 5G. Una mejora fiscal que debe continuar. Confío que así sea, pues representa el eje fundamental del ministro de economía Albayrak.

Quinto. Tengo la impresión de que Turquía aún no ha jugado una de sus mejores cartas en la negociación con la UE sobre comercio y libre circulación de personas. Estas negociaciones llevan estancadas muchos años, pero se podría alcanzar, en un plazo razonable, una actualización de la *customs union* entre la UE y Turquía, y eso supondría la rectificación de algunos defectos de diseño del acuerdo de 1995 y que reducen la efectividad operacional de las empresas turcas. ¿Por qué debería darse una actualización de la *customs union*? Turquía ha absorbido en los últimos años una asombrosa presión de flujos migratorios, acogiendo inmigrantes de Siria, Irak, Afganistán y norte de África. Turquía acoge en la actualidad a más de 3.6 millones de refugiados sirianos, cuando los países de la UE no son capaces ni de cumplir con sus propias cuotas (por cierto, muy poco exigentes). No me extraña que la ONU haya puesto a Turquía como líder mundial en ayuda humanitaria a refugiados en proporción a la renta nacional. Todo esto se enmarca en un acuerdo de 2016 entre la UE y Turquía en virtud del cual Europa envía a Turquía a todos los refugiados e inmigrantes que lleguen a las costas europeas por la ruta Mediterráneo oriental, y a cambio, Bruselas pagaría 6.000 millones de euros a Turquía en concepto de cuidados para estos refugiados y eximiría a los ciudadanos turcos de la necesidad de visado para viajar a la UE. Transcurridos los años, el ministerio de economía y

finanzas de Turquía denunció esta semana que la UE no ha cumplido con sus compromisos, pues hasta la fecha ha recibido tan solo el 41% de esa ayuda, y tampoco se ha cumplido con el tema de los visados. Llegados a este punto, y consciente de la enorme presión migratoria que la UE se ha quitado de encima gracias a Turquía, creo que Ankara podría tener ahí una carta muy importante que jugar para conseguir abrir nuevas carpetas de negociación económica con Bruselas, y que podrían desembocar en la tan ansiada actualización del tratado comercial entre Turquía y la UE.

Dicho todo esto, Turquía sigue siendo un mercado que no está exento de riesgos. Entre estos riesgos destacan una mala composición de la cuenta de capitales (Capital Account), en donde los flujos de entrada de naturaleza financiera (48% del total) son muy elevados en relación a los flujos de inversión real (52%). Turquía tiene también una posición sub-óptima de reservas internacionales en relación a sus compromisos externos (de alrededor del 30% en 2018, muy por debajo de economías como Brasil, con un 55%). Otro riesgo, pero de naturaleza geopolítica, es la compra por parte de Ankara de un sistema de defensa anti-misiles ruso (S400) incompatible con los sistemas de la OTAN y que el gobierno turco decidió comprar ante la negativa de la administración Obama de venderle los sistemas Patriot norte-americanos. Ayer mismo empezaron a llegar los primeros componentes desde Moscú y mucho me temo que esto va a generar tensiones con la administración Trump, que amenaza con sanciones económicas si Ankara opta por el sistema de defensa ruso en vez del sistema americano. Veremos. Otro riesgo para los activos turcos es la disputa que Ankara mantiene con la UE por los derechos de prospección y explotación de gas en las costas de Chipre, y en donde Turquía ya ha desplegado un segundo barco de perforación en las aguas de la República Turca del norte de Chipre. No sé en que puede derivar esto, pero las tensiones entre Turquía y la UE pueden frenar los avances en las negociaciones económicas sobre la *customs union*.

Turquía sigue siendo un mercado que no está exento de riesgos, pero no prevemos eventos de crédito en los próximos años.

Como ven, muchos pros y contras para un mercado complejo. Pero en términos generales, los activos turcos puede seguir beneficiándose de un entorno externo benigno, a través de los instrumentos de canalización de capitales que se están diseminando por países como Japón, en donde existe un gran stock de ahorro (16 billones de dólares) y en donde los inversores demandan nuevos mercados en los que obtener rentabilidades positivas. Un riesgo que, de asumirse, debe hacerse en *hard currency*, preferiblemente en dólares, y en donde el ejercicio de la observación me lleva a opinar que un buen momento de entrada en instrumentos de deuda se darían con la TIR del bono *benchmark* de gobierno en dólares en niveles del 7.5% (o por encima). Me cuesta contemplar el riesgo de un evento de crédito para este emisor en los próximos años. Para el mercado de renta variable, considerando el plan económico descrito, y basándome en mi visión constructiva para esta economía, creo que Turquía representa una opción interesante a los múltiplos actuales. Siempre, claro está, para aquellos inversores dispuestos a asumir una elevada volatilidad. Cordiales saludos.