



9 Mart 2020

İdlib ve Korona Virüsü gölgesinde Türkiye Ekonomisi

2018 yılı ortalarında döviz kurları ve faiz oranlarını sarsarak ülkemizde başlayan ekonomik kriz; ekonomide daralmaya, enflasyonun patlamasına yol açtıktan sonra, işsizliği zirveye taşıdı ve çok sayıda vatandaşımızın intiharı için uygun zemin hazırladı. Son olarak İdlib’te yaşanan hazin olay ve korona virüs salgınının yayılması ise, Türkiye ekonomisinin küresel piyasalardaki bir sallantıya veya iç-dış politik gerilimlere karşı koyabilecek gücünün pek kalmadığını gösterdi. Kötü gidişatın nedenleri **İdlib saldırısı** ve **korona virüs** değil; onlar yalnızca fitili ateşleyen olaylar; çünkü bu salgın zamanla durdurulabilir veya Suriye’de hiç olmadı geçici bir çözüme varılabilir. Küresel durgunluğun yaklaşması ve saldırgan dış politikanın er geç duvara toslaması hususu ise, genel kabul görmüş beklentiler.

Genel bir tespit olarak, Türkiye bir ‘Saray Rejimi’ idaresi altında. Başrollerde yalnızca Cumhurbaşkanı Erdoğan ve Bakan Albayrak var, alınan önemli kararlar bu iki kişinin düşünce yapıları ve ruhsal durumlarına bağlı; sözü dinlenebilir bir bürokrasi kalmadı, IMF çıpası da yok.

Çözüm ise, Türk lirasını cazip tutmak için TL faizleri yüksek tutulmalı denenebilir. Ancak hepimiz Erdoğan’ın hem büyümeyi teşvik edebilmek için, hem de ideolojik tutumundan dolayı faiz artırımına müsaade etmeyeceğini biliyoruz. Erdoğan’ın Londra’da bizzat kurumsal yatırımcılara, iktisat kitaplarında yazanın aksi biçimde “*faiz sebep, enflasyon netice*” deme cüreti ve sıklıkla “*Eski Türkiye geride kaldı*” vurgusu her şeyi anlatıyor. Bu diğer alternatif ise, dolar faizini düşürmek. Bu husus bizim TCMB’nin yetkisinde değil, ABD Merkez Bankası (FED) tarafından belirleniyor ve küresel piyasalarca fiyatlanıyor. Hali hazırda oldukça düşük; bunu bankaların döviz mevduatlarına uyguladığı cüzi faiz ile zaten görüyoruz.

Öyleyse faizle değil, likiditeyle döviz kurlarını kontrol altında tutmaya çalışsak, bu takdirde akla ilk gelen; piyasaya verilen TL’yi ve bankaların kullandığı TL cinsi kredileri sınırlandırmak. Mesele şu ki bunu yaptığımız vakit, **‘piyasada para yok’** şikâyetleri başlayacak, zar zor kendini döndüren birçok küçük ticari işletme iflasa zorlanacaktır. Para arzının son 1 yıllık gelişimine baktığımızda ise, TCMB; piyasaya para vermekten ve kredileri teşvik etmekten imtina etmediği gözüküyor; çünkü ‘popülizm’ devam etmeli.

Geriye tek bir seçenek kalıyor; TL’yi azaltamıyorsak, doları artıralım. Artıralım ancak, eğer Merkez Bankası’nın elinde yeterli rezerv varsa! TCMB’ye ait döviz ve altın cinsi brüt rezervlerine karşılık, TCMB’nin döviz cinsi yükümlülükleri de var; yani TCMB’nin hareket kabiliyetini ölçmek için netleştirmemiz gerekiyor. Brüt rezervler 102,9 milyar dolar iken, netleştiginde 34,6 milyar dolara düşüyor. Ancak, TCMB’nin son dönemde ismini çok duyduğunuz swap yoluyla piyasadan ve Çin (1 milyar dolar) ile Katar (5 milyar dolar) merkez

bankalarından aldığı 19,8 milyar dolar kadar daha yükümlülüğü var. Yaklaşık çünkü TCMB 'nin bilançosu her gün yayınlanır, ama bu swap hesapları 1 ay geriden açıklanıyor ve haliyle tam şu anda ne olduğunu bilemiyoruz. Üstteki hesaplamada bu ek yükümlülük 20 milyar dolar olarak varsayıldı. Özetle, geriye kalan netin de neti rezerv ne kadar? Hemen hemen **14,6 milyar dolar**.

Türkiye'nin (bankalar, reel sektör ve kamu) vadesi 1 yıldan kısa döviz cinsi borcunun miktarı ise, tam olarak **168 milyar dolar**. Önümüzdeki 1 yılda devlet, bankalar ve reel sektör; vadesi gelen bu düzeydeki borçları geri ödemek veya yeniden borçlanmak durumunda. Aksi takdirde kur yukarı gidecek veya gitmemesi için TCMB piyasaya döviz verecek (faizi artıramıyor.). Hangi döviz? Az önce bahsettiğimiz 14,6 milyar doları, o bitirse ne olur? Bunun cevabını 2018 yılından biliyoruz.

Hali hazırda TCMB politika faizi %10,75 seviyesinde; muhtemelen 19 Mart 2020 tarihli toplantıda 25 baz puan daha indirim yapıp sabit tutulmaya başlanacak. Bir daha ne kadar gerekse bile % 24'e çıkarılamayacak; fakat Fed. faiz indirimlerine devam ederse (ki edecek), bu bahane edilip TCMB tarafından tek haneli faizler hiç olmadı zihinlerde denenecek.

Küresel piyasalara gelince, önce **Korona virüse** değinmek lazım. Çin'deki salgına karşı Hubei eyaletinin tamamını karantinaya alındı, çok uluslu şirketlerin pek çoğu faaliyetlerine ara verdi ve bu ülkeye olan uçuşlar durduruldu. Bu uygulamalar neticesinde Çin sınırları içerisinde salgın kısmen kontrol altına alınmış olsa da, küresel tedarik zincirinin merkezine yerleşmiş olan Çin'deki imalata dair aksamaların, dünya geneline yayılma riski piyasalarda tedirginliğe yol açtı. Korona virüs, Çin'in milli sağlık sorunu olmaktan çıkıp; G. Kore, İran ve İtalya gibi diğer ülkelere de sıçradı ve en nihayetinde Kaliforniya'ya uzanarak **ABD'ye de ulaştı**. Fakat salgının dünya geneline bir anda yayılması, tarihi zirvesini yaşayan **piyasalarda şiddetli fırtınaya** neden oldu. Yaşanan panikle yalnızca birkaç günde ABD hisse senetleri piyasası %16 oranında değer kaybı yaşadı Nitekim, G7 konferansının ardından olağanüstü toplanan FED 3 Mart 2020 günü politika faizini yarım puan düşürdü ve % 1-1,25 aralığına çekti. ABD borsaları % 3.5-4'e varan oranlarda geriledi. (Sadece uçak şirketlerinin Korona virüs kaynaklı kayıplarının 113 milyar USD 'ye kadar ulaşabileceği ifade ediliyor.)

Aslında ülkemizde yaşanan gelişmeler, **İdlip ve korona virüs'den bağımsız** olarak yaşanmaktadır. Çünkü Türkiye, Suriye'deki çatışmaya ilişkin geçici bir çıkış yolu bulabilir ve küresel merkez bankalarının para musluğu yeniden açmaları ve faiz indirmeleriyle birlikte şu anda yaşanan küresel panik dindirilebilir. Zira ülkemiz yüksek dış açık ve jeopolitik riskler yaşıyor.

Yabancılar son zamanlarda **Türkiye finansal piyasalarına yakın vadede geri dönüşü olmaksızın veda ediyorlar**. Türkiye Hazinesi'nin çıkardığı iç borçlanma senetlerindeki (devlet tahvili ve hazine bonosu) yabancı yatırımcı oranına baktığımızda, Nisan 2013'te TL cinsi bu tahvillerin % 25,7'sini elinde tutan yabancılar; Şubat 2020 tarihinde paylarını % 8,8 oranına düşürmüşler. Muhtemelen birkaç ay sonra bu oran artan riskler neticesinde daha da düşecek. Tahvil yatırımcısının vade günü çıkışı, hisse senedi yatırımcısına göre çok daha kolaydır; çünkü anaparanın ödenme gün geldiğinde Hazine parayı vermek durumunda. Miktarla dönersek, Nisan 2013'te 64 milyar dolar ederinde tahvil tutan yabancılar; Şubat 2020'de paylarını 13 milyar dolara düşürmüşler. Daha net ifadeyle; anaparanın vade günü gelince, yeni ihaleye girip Türkiye'ye yatırım yapmamışlar, parayı alıp çıkmışlar. Sanki

büyük bir felaket bekleyen ve öncesinde planlı ve hızlı bir şekilde **arkasına bile dönüp bakmadan gidenler** gibi.

Buraya kadarı özetlersek, döviz kuru kanalıyla gelen şoklar TCMB'nin zayıflığından ve hükümetten bağımsız olamamasından kaynaklı olduğunu; küresel piyasalardaki çalkantıların ve iç/ dış politik sarsıntıların kolayca iç piyasalarımıza yansıdığını ve küresel para bolluğuna rağmen yabancıların Türkiye'ye kararlı bir şekilde veda ettiklerini belirtmemiz gerekiyor.

Türkiye'nin dış borcuna 1989'dan 2019'a (3. çeyrek) kadar olan oldukça geniş sürede bakarsak, mevcut durum, 2001 krizinden bile kötü. **Dış borç/GSMH oranı** 2019 yılı 2. çeyreğinde % 60,9'a çıkarak rekor kırmıştı, şu anda % 59,1. Daha da ötesi, 2008 ve 2016 yıllarında 2 sefer GSYH hesaplamalarımıza güncelleme yaparak onları büyüttüğümüzü hatırlayalım; aksi halde bu oranlar % 80'i çoktan geçmiş olurdu. Birde, son 17 yılda yapılan 64 milyar dolarlık özelleştirme ile borcun azaltıldığını; hatta özel sektörün de birçok kuruluşunun yabancılarla satıldığını hatırlamamız gerek.

Gerçekten iyi olan bir haber ise, 2018 krizinden bu yana borç miktarında ciddi bir azalma gerçekleşti. 2018 başında 467 milyar dolara kadar çıkan dış borç, çoğunlukla özel sektörün geri ödemeleri neticesinde 434 milyar dolara düştü. Haliyle **miktar olarak önemli**, oransal anlamda ise göz ardı edilebilir bir rahatlama yaşandı.

Bu borç yükünün asıl sorumluları olan (finansal kesim hariç) özel sektöre baktığımızda ise, Şubat 2018'de 224 milyar dolar ile zirveye çıkan borç; güncel veri **Kasım 2019 itibarıyla 176 milyar dolara** düşmüş durumda. Şirketler borcun sürekliliğinin farkına sonunda varıp, elde ettikleri karları patronlar cebe atmak yerine borç ödemeye kullanmışlar veya ceplerinden taze sermaye şirkete koymuşlar veya borcu bu seviyeden de olsa dövizden TL'ye döndürmüşler. Bu şekilde, şirketlerin bir nebze nefes aldıkları **muhakkak**.

Ancak, geç kalınmış ama yerinde olan bu kararın bir bedeli var. **Yatırımları** da durdurmuşlar. Özel sektör yatırımları son yıl içinde keskin bir şekilde düşmüş, % 6 büyüdüğümüz son çeyrekte bile hala eksi vaziyettedir. Özetle, patronlar durumu anlayıp önlem almışlar, fakat yatırımlar durmuş ve olan çalışanlara olmuş. Krizle birlikte özel sektörün yarattığı istihdamda kesin bir düşüş olmuş. İşsizlik sigortası fonunun işverenlerin hizmetine sunulmasına rağmen, özel sektör istihdamı kendini toplayamamış. Şu andaki **istihdam düzeyi 2015 yılı 2. çeyreğindeki seviyede**. Yani **neredeyse 5 yıl** geriye gitmişiz. Üstelik ülkemizin nüfusu bu sürede her yıl ortalama 1 milyon artarken; birçok genç iş gücü piyasasına ilk defa giriş yaparken.

Gerçek kişilerin **tasarruflarını dövizde tutma eğilimi** Ağustos 2018'den bu yana devam etmekte. Kur yukarı çıksa da dövizini satan olmamış, vatandaş tartışmasız bir biçimde ekonomi yönetimine güvenini yitirmiş. Son dönemde artış hızındaki azalmanın da olası kaynağını belirtelim; dolar kadar fiziki altına yönelen talep.

Bu verileri ekonomi yönetimi de görüyor ve çözmek için ne yapmışlar? 2002'den beri en sık başvurdukları şeyi, tüketici kredilerini pompalamışlar. Ağustos 2019'dan itibaren adeta bir roket gibi fırlayan tüketici kredileri ile vatandaşın yüzü zoraki güldürülmeye çalışılmış, ama görünen o ki pek fayda etmemiş. Zira, Tüketici güven endeksi hemen hemen değişmiyor.

Bankacılık sektöründe ise, bankalarımızın hali vakti hala yerinde. Zincirleme iflaslar veya büyük holdinglerin borç yapılandırılmasının sonuç vermemesi gibi durumlar yaşanmadığı müddetçe. Bir de Halkbank'ın ABD mahkemelerindeki davasının olası olumsuz sonucu diğer bankalara bulaşmadığı müddetçe sorun yok. Tahsili şüpheli hale gelerek takipteki krediler sınıfına düşen kredilerin oranı, Krizin başlamasıyla birlikte, % 3'ten % 5,8'e doğru bir çıkış yaşansa da hala 2009 krizindeki zirvesi olan % 6,6 oranının altında. Bazı holdinglerin kredi miktarlarının büyük, ancak borç yapılandırma sayesinde ödeme güçlerini geri kazandılar. Acil suretle batık ve yarı batık şirketlerin banka ve diğer ticari işletmelerin bilançolarından çıkarılmasında fayda var. Bu konuda hali hazırda devam eden bir çalışma var, fakat basına yansıyan haberlere göre süreç çok yavaş ilerliyor, yani yeni bir sarsıntıya yetişmeyebilir. Kamu maliyesine gelindiğinde ise, 2017'den itibaren bütçe disiplini bozulsa ve bütçe açıkları TCMB yedek akçesi, değerlendirme hesabı, bedelli askerlik, imar affı, özelleştirme ve vergi afları ile kapansa da kamu maliyesi hala güçlü. Üstelik **kriz dönemlerinde** maliyenin bozulması da oldukça anlaşılabilir.

Bu noktada 2 ana sorunu burada belirtmemiz gerekiyor. 2020 yılında **iç borçlanma yükü** oldukça fazla. Bunu kamuya açıklanan **bakanlığın kendi beklentileri** de söylüyor. TCMB'den yapılan son ve tekrarı olmayacak aktarımın etkisi Nisan 2020 ile geride kalacak ve Hazine borçlanma ihaleleri stresli geçmeye başlayacak. Dış borçlanmada ise Hazine'nin ihaleleri erkene alıp, küresel risk iştahı açık iken düzenlemesi, kesinlikle **yerinde bir hareketti**. Fakat dış borçlanmanın kamu nezdinde artması başka bir sonucu doğuruyor. AKP, ekonomi yönetiminde en çok kamu maliyesine ilişkin başarılı olduğunu iddia etmiştir. Bu iddiasını da borçlanma vadesinin uzatılması, maliyetinin düşürülmesi ve döviz yerine TL cinsi borçlanmaya geçilmesiyle desteklemiştir. Peki, öyleyse son dönemde yaşananlar gerçekten böyle mi? İç borçlanma vadesi kısalmış ve 2007 yılı düzeylerine gerilemiş durumda. **Kamu borçlanmasındaki dövizin payına** baktığımızda ise, son güncel orana göre borcun % 49,5 oranı döviz cinsi; öyle ki bu oran **AKP döneminin tamamının en kötüsü**. **Borçlanma maliyetinde** ise, enflasyon oranlarına sahip olmadığımız için nominal faizler 2001 krizine oranla hala düşük; ancak **yeniden 2005 yılı düzeylerine** kadar çıkmış durumda.

Aslında, kamu maliyesi ülke ekonomisinin hala güçlü olduğu taraf. Fakat bütçe disiplininin kaybedilmesi, tek seferlik gelirlerin büyük ölçüde tükenmesi ve Türkiye Varlık Fonu (TVF) hariç satacak bir şey kalmadığını unutmamamız gerek. Ayrıca, AKP'nin mali başarı olarak nitelediği borçlanma vadesi, para cinsi ve faizinin tamamında ciddi bozulmalar mevcut. Hazinesinin kredi garantisi verdiği projeler ve alım taahhütlerini (şehir hastaneleri) de cabası. Birde yabancıların devlet iç borçlanma senetlerine artık talep göstermediğini, çok karlı özelleştirmeler harici yabancı yatırımcının pek olmadığını, iç borçlanmada kendimizle baş başa kaldığımızı unutmamak gerekir. Sorun çektiğimiz her dönemde ya borçlanma maliyeti artacak, ya da bir şekilde **para basarak** günü kurtarıp, enflasyon ile satın alma gücümüzü kaybedeceğiz.

Özetlemek gerekirse; Kamu maliyesi güçlü tarafımız, ancak Nisan 2020 ile birlikte zorlanmalar başlayacak ve yılsonuna doğru artacak. Bankalar oldukça sağlam, büyük holdinglerde bir aksama olmadığı müddetçe güçlerini koruyacaklar. Vatandaşın ekonomik durumu kötü ve bunun da farkında, elektrik ya da doğal gaz yakıp faturaları görmemesi mümkün mü? Ekonomi yönetimine güven yok; halk döviz ve altından şaşmıyor. Reel sektör ise borç yükünü bir şekilde hafifletmiş; ancak bunun bedelini yatırım yapmayıp istihdam yaratamayarak vatandaş ödüyor. Dış borç durumumuz ise hala en üst düzeyde kritik. TCMB'nin artık faiz artırma şansı yok, ötesi swapları da düştükten sonra döviz ve altın

rezervleri çok düşük. Küresel piyasalardaki tarihi zirveler yerini kolaylıkla büyük ckşlere bırakabiliyor; Türkiye'nin i ve dış politikasında yaşanan gerginlikler bu sarsıntıları şiddetlendiriyor. Küresel ekonomik durgunluk beklentisi yeniden parasal genişlemeye yol açsa da; yabancı yatırımcılar bunu bir çıkış fırsatı olarak görüp, TL cinsi varlıklara istikrarlı bir şekilde veda ediyorlar.

Peki, bundan sonra ne olacak? řu an yaşananlar henüz nc çok, tıpkı şubat 2018 ile Temmuz 2018 arasında olduğu gibi. Önümüzdeki dönemde kırılğanlığı ekonomi yönetimi yaratsa da, büyük patlamaya **küresel piyasalar** neden olacak. ABD başkanlık seçimleri sonrasında sadece Türkiye değil, muhtemelen dünya da, finansal istikrar anlamında yeni bir sallantıyla, ekonomik büyüme anlamındaysa derin bir sessizlik ile karşı karşıya kalacak. Bu süre zarfında dış politikada yaşanacak yeni gerilimler ve iç politikada artacak seçim baskısı etkili olacaktır. Bunun sonunda iktidarın yerini koruyamayacağını düşünmek ve söylemek hatalı olmayacaktır.