

Artan borçluluk risk unsuru mu?

Mayıs 2013'te o dönemin Fed Başkanı Ben Bernanke'nin Fed'in tahvil alım programını azaltacağını açıklaması sonrası gelişmekte olan ekonomilerin yabancı para borçları artmaya başladı. Parasal gevşeme politikasının sonuna gelene bu açıklama ve devamında izleyen süreçle birlikte gelişmekte olan ekonomilerin borçlanma maliyetleri arttı. Söz konusu süreç gelişmekte olan ülke borçluluklarında artışa yol açtı. Bu raporumuzda küresel kriz sonrası borç stoku gelişmelerini değerlendireceğiz.

Borç Stoku Nedir?

Borç Stoku: Borç stoku bir ülkenin bir dönemdeki iç ve dış borçlarının toplam miktarıdır. Borç stoku sadece anapara yükümlülükleri içerirken faiz ödemelerini içermez. Bunun temel nedeni borçlanma faizlerinin bir gider kalemi olarak kabul edilmesi ilkesidir.

İç Borç Stoku: Devletin hazine bonosu ve devlet tahvili gibi araçlarla yurtiçine borçlanmasına iç borçlanma denir.

İç borç stokunda kamu kesimi borçları hesaplamaya dâhil edilirken, dış borç stokunda hem kamu hem de özel kesim borçları dâhil edilir. Brüt dış borç stoku yurtiçinde yerleşik olan kişi ya da kurumların yurtdışında yerleşik olan kişi ya da kurumlara olan borçlarıdır. Bu borcun hangi para biriminden olduğu değil alacaklının yurt dışında yerleşik kişi veya kurumlar olması önemlidir. Bundan bazı varlık ve alacaklar düşüldüğünde net dış borç stokuna ulaşılır. Borç yükü ise, ülkenin bir dönemdeki toplam borç stokunun o dönemdeki GSMH'ye oranıdır.

Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu: Türkiye'nin yurt dışından alacaklarıyla, Türkiye'nin yurt dışına borçlarının net farkını işaret eder. Uluslararası yatırım pozisyonunun içinde dış borç stokundan farklı olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları (hisse senedi, tahvil ve bono sahipliği) gibi kalemler de yer alır.

Toplam Borç Stoku = İç Borç Stoku + Dış Borç Stoku

Toplam Borç Yükü = Toplam Borç Stoku / GSMH

Dış Borç Göstergeleri Nelerdir?

Dış Borç Stoku/GSMH: Bir ülkenin kredibilitesinin ölçümünde kullanılır. Maastricht kriterlerine göre bu oranın %60'ın üzerinde olmaması gerekir.

Dış Borç Stoku/İhracat: İhracat gelirlerinin dış borç stoku üzerindeki etkisini gösterir. Bu oranın yükselmesi borçlu ülkeler açısından olumsuz bir durumdur.

Toplam Dış Borç Servisi/İhracat: Ülkenin ihracat gelirlerinin borç servisine ayrılan kısmını göstermektedir. Borç servisi alınan borçların vadesi geldiğinde anapara ve faiziyle birlikte geri ödenmesi işlemidir.

Dış Borç Faiz Servisi/İhracat: Bir ülkenin ihracat gelirlerinin ne kadarının dış borç servisi faiz ödemelerine ayrıldığını gösterir.

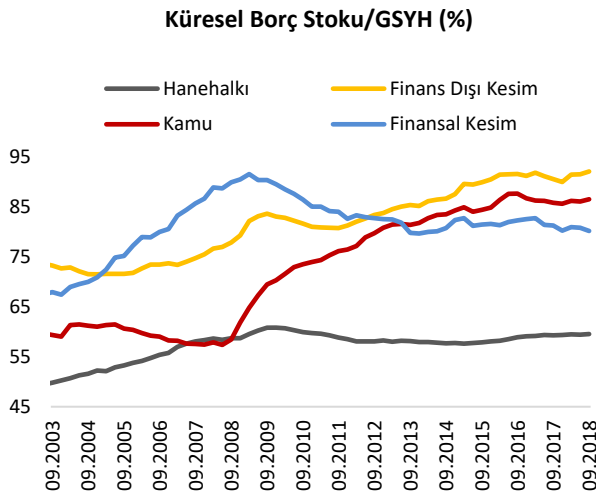
TCMB'nin döviz rezervi: Merkez Bankası; para ve kur politikalarını desteklemek, piyasalara güven vermek, T.C. Hükümeti'nin döviz cinsi üzerinden iç ve dış borç servisini gerçekleştirmek, dışsal şoklara karşı gerekli döviz likiditesini bulundurmak için döviz biriktirir.

TCMB'nin net döviz rezervi: Bankanın toplam döviz varlıklarından döviz yükümlülükleri çıkınca kalan döviz merkez bankasının net döviz rezervini oluşturur.

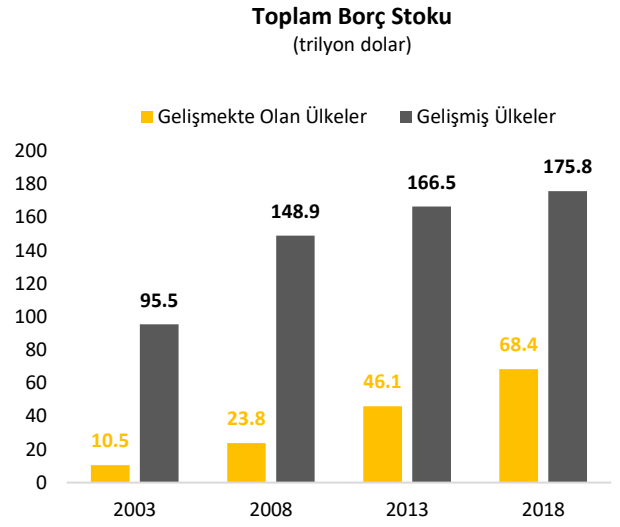
İthalat/TCMB'nin Döviz Rezervi: Merkez bankalarının tutmaları gereken ideal rezerv miktarlarının hesaplanmasında farklı yöntemler vardır. Bunlardan biri ithalatın rezervlere oranıdır. Döviz rezervlerinin asgari üç aylık ithalat tutarını karşılaması gerektiği öngörülmektedir. Bazı çalışmalarda ithalatın dört ila altı aylık ithalat tutarını karşılaması gerektiği savunulmaktadır.

TCMB'nin Döviz Rezervi/ Kısa Vadeli Dış Borç: Bu yaklaşımda ideal rezerv oranının hesaplanması için döviz rezervlerinin ülkenin kısa vadeli dış borçlarına oranının en az 1 olması istenir. Bu oran yüksekse ülkenin dış şoklara karşı dayanıklılığı da yüksektir. Bu nedenle ülke risk primini de etkilemektedir.

2008 yılı küresel kriz döneminden sonra uygulanan genişleyici para politikaları özellikle gelişmekte olan ülkelerde borçluluk oranlarını yükseltti.



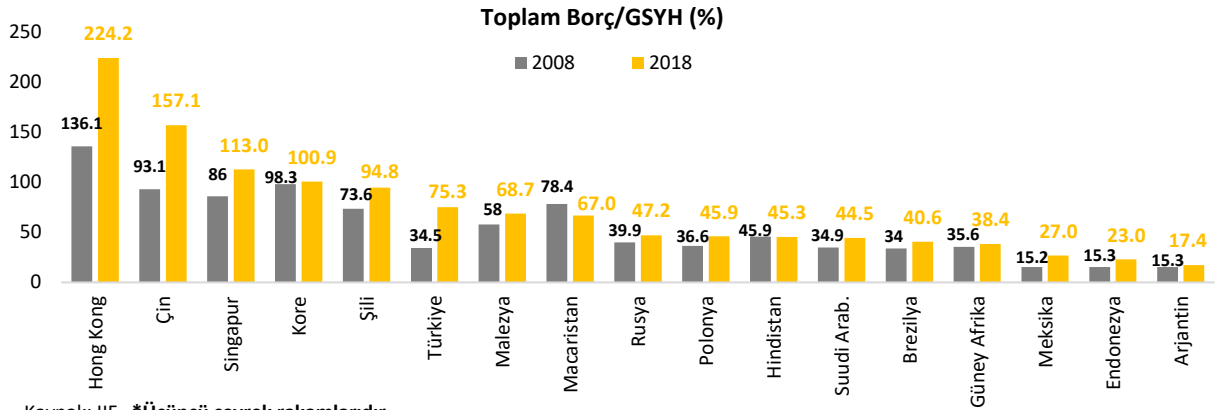
Kaynak: IIF



Kaynak: IIF *Üçüncü çeyrek rakamlarıdır.

2008 yılında ABD mortgage piyasası kaynaklı küresel kriz finansal piyasalarda 1929 Ekonomik Bunalımı sonrasındaki en önemli kriz olarak görülmektedir. Söz konusu kriz Lehman Brothers ve Bear Stearns gibi dünyanın en önemli yatırım bankalarının iflasına yol açarak başta ABD olmak üzere diğer ekonomilerde ciddi sorunlara neden oldu. Krizin ardından ABD Merkez Bankası (Fed) politika faiz oranını hızla sifira yakın seviyeye kadar çekerken diğer gelişmiş ülke merkez bankaları da politika faiz oranlarını düşürdü. Bunun yanı sıra geleneksel olmayan para politikalarının uygulanması çerçevesinde Fed mortgage'a dayalı tahvil ve bonolarından alım yapmaya başladı. Bu alımlar sonucunda, 2008 yılı Ocak ayında 893 trilyon dolar büyüklüğündeki Fed bilançosu 2015 yılı Ocak ayında 4.5 trilyon dolara ulaştı. Fed'i Avrupa, Japonya ve İngiltere merkez bankaları da takip etti ve tahvil alım tutarı 12 trilyon doları geçti.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz oranlarını aşağıya çekmesi yatırımcıları daha yüksek getirisi olan gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmaya yöneltti. Bu ülkelere 2009 yılı sonrasında önemli miktarda sermaye akışı oldu. Öte yandan tarihte ilk kez uygulanan tahvil alım programı, merkez bankalarının bilançolarında yükselişe sebep olurken bu süreç gelişmiş ülkelerde kamu borçlarının, gelişmekte olan ülkelere özel sektör borçlarının artmasına neden oldu.

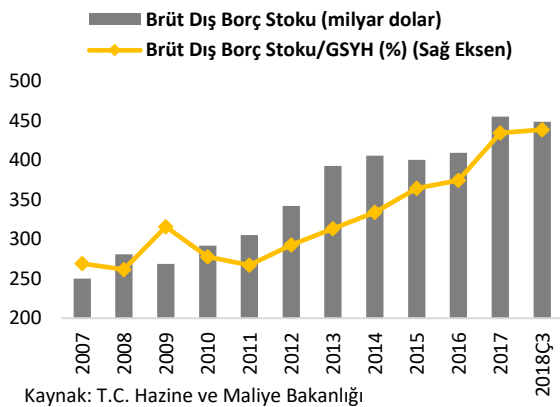


Kaynak: IIF *Üçüncü çeyrek rakamlarıdır.

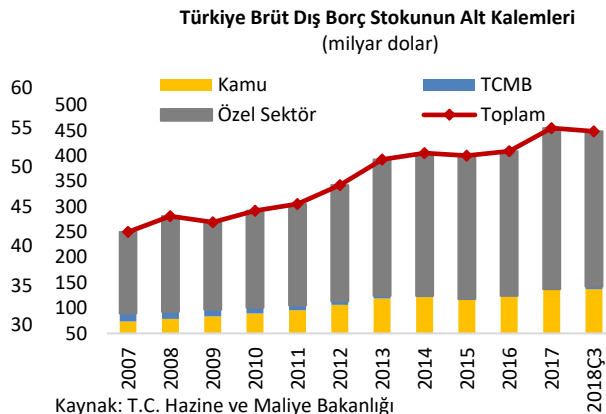
Özellikle Çin, Türkiye ve Şili gibi gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları genişleyici politikalar sonrasında özel sektör borçları hızla arttı. Örneğin Çin’de 2008 yılı üçüncü çeyreğinde %93.1 olan toplam borç/GSYH oranı 2018 yılı üçüncü çeyreğinde %157.1 seviyesine, Türkiye’de %34’ten %75.3 seviyesine ve Şili’de %73.6’dan %94.8 seviyesine yükseldi.

2009 yılı sonrası başlayan ve gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumlu etkileyen genişleyici para politikaları için dönüm noktası, 2013 yılı Mayıs ayı sonunda dönemin Fed Başkanı Ben Bernanke’nin genişleyici para politikalarının sonuna geldiğini açıklaması ve bu açıklamadan sonra Fed’in tahvil alım miktarında azaltıma gidilerek 2014 yılı Ekim ayında tahvil alım programını tamamen bitirmesi oldu. Söz konusu süreci 2015 yılında yapılan faiz artırımını takip etti. ABD’de genişleyici para politikasının bitirilmesi ile yaşanan finansal sıkılaşma ve piyasalarda artan volatilité sonucunda başta Çin olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyetleri arttı. Ayrıca Türkiye gibi cari açığı yüksek ülkelerde kurlarda ve faizlerde yükseliş yaşandı. Söz konusu gelişmeler ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etkide bulundu. Bu süreçte örneğin Türkiye’de 2013 yılı Nisan ayında %5 civarında bulunan 2 yıllık tahvil faiz oranı 2018 yılı Ağustos ayında %23 civarına yükseldi. Daha sonra kamu otoritesince alınan makro ihtiyati tedbirler sonucunda piyasalarda sakinleşme yaşandı.

Türkiye’deki Borç Stokunun Yapısı

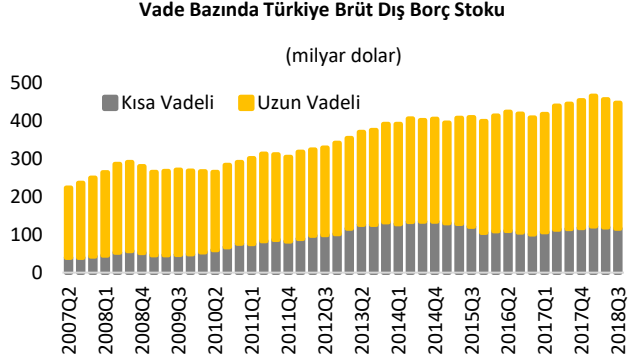


Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı



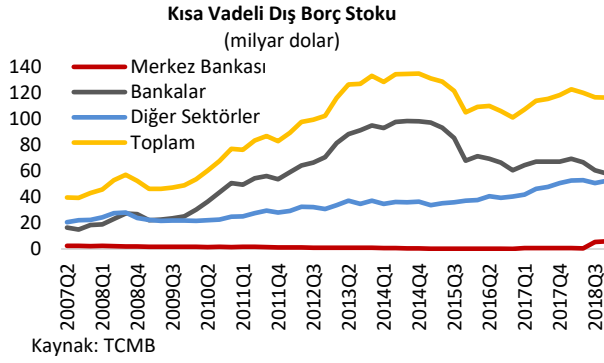
Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye dış borç stokunun genel dağılımına bakıldığında, kamunun borç stokunun %60 seviyesindeki Maastricht kriterinin çok altında olduğu ancak özel sektörün yabancı para borç stokunun daha yüksek olduğu görülüyor. Özel sektörün yabancı para borçlülüğündeki hızlı artışta yukarıda değindiğimiz genişlemeci para politikalarının etkilerinin yanı sıra kamu otoritesince 2009 yılında alınan karar uyarınca döviz kazandırıcı faaliyetleri olmayan firmaların da yabancı para kredi kullanımının serbestleştirilmesi de etkili oldu.



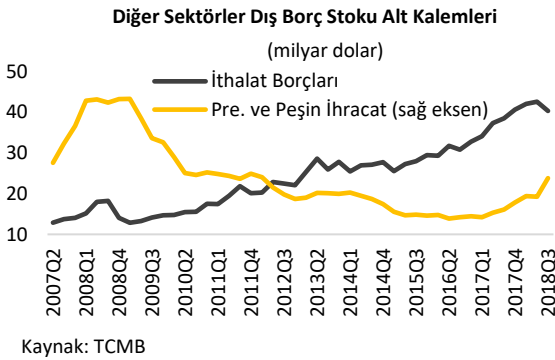
Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Vade bazında borç stoku incelendiğinde, borç stokunun %74'ünün uzun vadeli borç stoku olduğu görülüyor. Bu durum 2008'de yaşanan küresel kriz sonrasında oluşan olumlu borçlanma ortamından şirketlerin yararlandığına işaret ediyor. Ancak Fed'in tahvil alım programının sonlanması ve faiz artırımına başlanması sonrasında finansal koşullarda oluşan sıkılaşma ülkelerin CDS oranlarının yükselmesine ve borçlanma maliyetlerinin artmasına yol açtı. Artan borçlanma maliyetleri önümüzdeki dönemde uzun vadeli borçlanmalarda düşüşe neden olabilir.

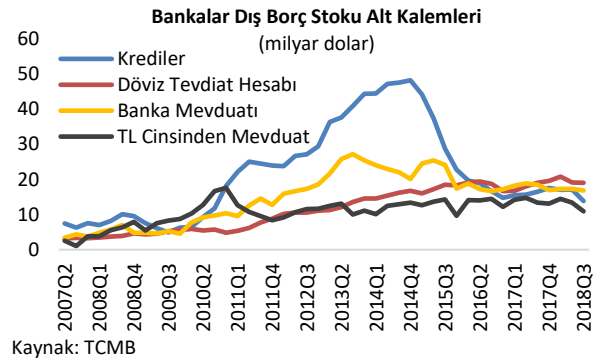


Kaynak: TCMB

Kısa vadeli dış borç stoku, bir ekonomide yerleşik kişilerin yerleşik olmayanlara borçlu olduğu; kullanım tarihinden itibaren 1 yıl içinde anapara ya da faiz ödemeleri yapılmasını gerektiren yükümlülüklerden oluşur. Kısa vadeli dış borç stokunda küresel kriz sonrası en hızlı artış bankacılık ve diğer sektörler kalemlerinde yaşandı.



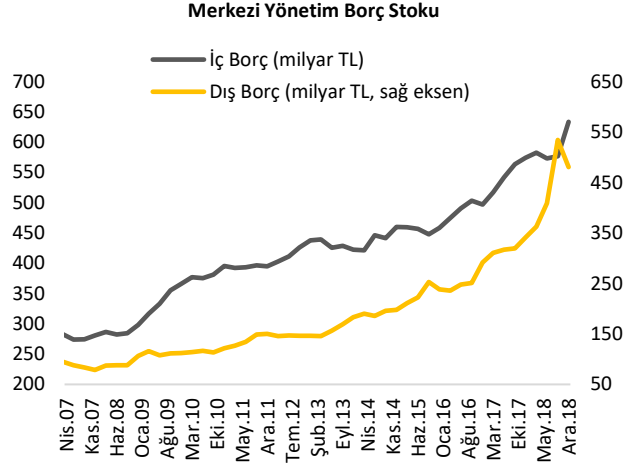
Kaynak: TCMB



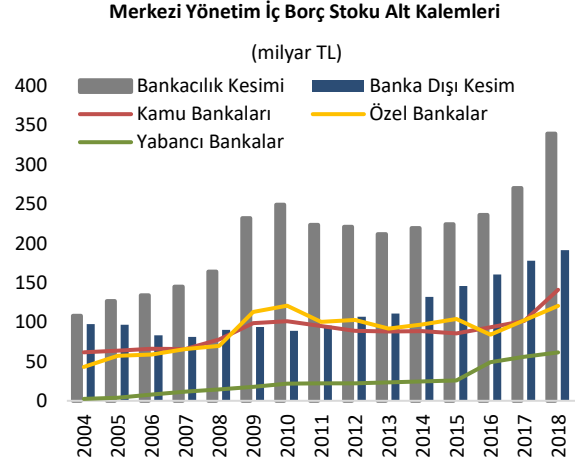
Kaynak: TCMB

Diğer sektörler kalemindeki artışta ithalat borçlarındaki yükseliş belirleyici oldu. Bankalar kaleminde ise küresel kriz sonrası dönemde uygulanan genişleyici para politikalarının etkisiyle yurtdışı borçlanma imkânının artması nedeniyle kredilerde yaşanan yükseliş etkili oldu. Ancak gelişmiş ülke merkez bankalarının Fed öncülüğünde daraltıcı para politikası sürecine girmiş olması, yurtdışı borçlanma maliyetinin artmasına ve kredi borç stokunun azalmasına sebep oldu. Yurtdışında yerleşik Türk vatandaşlarının Merkez Bankası nezdindeki mevduatlarının kısa

vadeli kısmı, bankaların ve diğer sektörlerin kısa vadeli kredileri (yurtdışında ihraç edilmiş tahviller dahil), diğer sektörlerin kısa vadeli ticari kredileri, yurtdışında yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin (bankalar hariç) yurtiçinde yerleşik bankalardaki döviz cinsinden mevduatlarını gösteren döviz tevdiat hesabının ise 2011 yılı sonrasında artış hızının yükseldiği görülüyor.

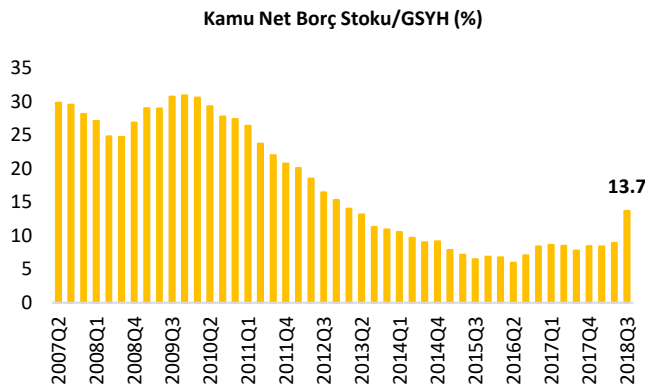


Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı



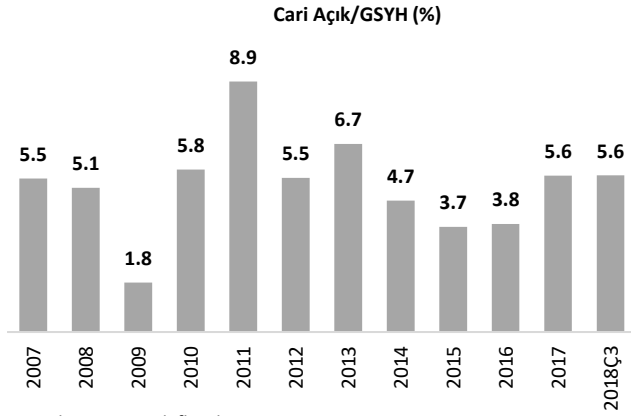
Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim brüt iç borç stoku, Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt içinde ihraç edilen borçlanma senetleri stokunun belirli bir tarih itibarıyla ikincil piyasa değeri üzerinden ve elinde bulunduranlara göre dağılımını gösterir. Borçlanma senedine ait unsurlarda bir değişme olmaksızın, piyasa koşullarındaki değişimlere bağlı olarak borçlanma senedinin fiyatında zaman içerisinde değişimler gözlemlenebilir. Merkezi yönetim brüt dış borç stoku Hazine Müsteşarlığı'nın ödemekle yükümlü olduğu kredi borçları ile uluslararası piyasalarda ihraç edilen tahvillerden kaynaklanan borçların stok verisidir. Küresel kriz dönemi sonrasında hem iç hem de dış stokunda artış yaşandı. Merkezi yönetim iç borç stokundaki artışta en önemli rolü bankacılık sektörü oynadı. Uzun yıllar sonra kamu bankalarının iç borçlanmadaki payının özel bankaların payının üzerine çıktığı görülüyor.



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Küresel düzeyde kamu borçlarının hızla arttığı ortamda, 2009 sonrasında azalmaya başlayan Türkiye kamu net borç stoku/GSYH oranı 2018 yılı üçüncü çeyreğinde uzun bir aradan sonra ilk defa arttı. Finansal koşulların sıkılaştığı bir dönemde özellikle gelişmekte olan ülkelerde söz konusu oranın artması risk yaratıyor. Ancak Türkiye'de bu oranın küresel kriz dönemi seviyelerinin altında olması olumlu bir gelişme olarak karşımıza çıkıyor.



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

Ödemeler dengesinde açık verilmesi ekonomide dış borçluluğun artmasına neden olur. Türkiye’de cari açığın yüksek olması dış borcu etkileyen önemli etkenlerden biridir. 2008’de yaşanan küresel kriz Türkiye ekonomisinde büyüme oranlarında sert düşüşe sebep oldu. Kriz öncesinde %5 civarında olan cari açık/GSYH oranı 2009 yılında %1.8 seviyesine kadar geriledi. Başta Fed olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde uygulanan genişlemeci para politikaları küresel risk alma iştahını artırdı. Söz konusu ortamda, Türkiye ekonomisi hızla toparlandı ve cari açık/GSYH oranı sert yükseldi.

Türkiye ekonomisinin yapısal olarak ithal girdiye dayanan tüketim ekonomisi olmasının ve büyümede hizmet sektörünün ağırlığının fazla olmasının yanı sıra emtia fiyatlarındaki hızlı yükseliş cari açığın artmasına sebep oldu ve cari açık 2011 yılında tarihi rekor seviyeye ulaştı. Ancak sonrasında hükümet tarafından alınan önlemlerle tüketimde yaşanan yavaşlama sonucunda cari açık/GSYH oranı 2015 yılında %3.7 seviyesine kadar geriledi. Söz konusu oran, 2016 yılının ikinci yarısından sonra ekonomik aktivitenin canlandırılması için yapılan teşvikler ile %5.6’ya yükseldi. Ancak 2018 yılı Ağustos ayında kur ve faizlerde yaşanan sert yükseliş sonucunda cari açık dört ay üst üste fazla verdi. Yeni Ekonomik Program’da 2019 yılı büyümesinin %2.3 seviyesinde gerçekleşeceği beklentisi ve düşük seyreden petrol fiyatları göz önünde bulundurulduğunda, cari açık/GSYH oranı geçmiş yıllar kadar yüksek olmayabilir ve büyük olasılıkla dünyada kritik olarak kabul edilen %3 seviyesinin altında kalabilir.

Sonuç olarak 2008 küresel krizi sonrasında gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan genişleyici para politikaları dünyada düşük maliyetle borçlanma imkânı sağladı ve bunun sonunda da 2009 yılı sonrası gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışıyla borç stokları arttı. 2013 yılı Mayıs ayında Fed’in tahvil alım programının azaltılacağını açıklaması sonucunda attığı daraltıcı para politikası adımıyla başlayan süreç ile finansal sıkılaşma başladı. Finansal koşullarda sıkılaşma gelişmekte olan ülkelerde kur ve faizlerde artışa sebep oldu ve sermaye akışı tersine döndü. Bu dönemde özellikle gelişmekte olan ülkelerde özel sektör şirket borçlarındaki artışların (leverage) finansal sıkılaşma nedeniyle önümüzdeki dönemde azalması (deleverage) bekleniyor. Bu yeni durumun ülkelerin büyüme oranları üzerinde baskı yaratması söz konusu olabilir. Nitekim son yıllarda ülkelerin büyüme oranlarının geçmiş yıllara kıyasla daha düşük kaldığı görülüyor. Söz konusu ortamda, uluslararası kurumların arka arkaya büyüme beklentilerini düşürdüğü dikkat çekiyor. IMF de son yayınlanan Küresel Ekonomik Görünüm Raporu’nda küresel ekonomideki yavaşlamaya ilişkin risklere dikkat çekerken küresel büyüme tahminlerini aşağı yönlü revize ederek %3.7’den %3.5’e düşürdü. Artan ticaret savaşları endişesinin yanı sıra ABD ve diğer gelişmiş ülke ekonomilerindeki yavaşlama küresel ekonomilerin yeni bir resesyona gireceği korkusuna yol açıyor. Bu ortamda, yatırımcıların risk alma iştahındaki düşüşün başta Çin olmak üzere yüksek borçluluk oranına sahip ülkelerin ekonomileri üzerinde olumsuz etki yaratmasından endişe ediliyor. Bu sebeple önümüzdeki yıllarda başta Fed olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının artan resesyon endişeleri karşısında izleyeceği yolların tüm ülkeler için ancak özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri için önemli olacağını düşünüyoruz.

Haftalık Veri Takvimi (28 Ocak - 01 Şubat 2019)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
28.01.2019	ABD	Chicago Fed Aktivite Endeksi (Aralık)	0.22	--
		Dallas Fed İmalat Endeksi (Ocak)	-5.1	-2.7
29.01.2019	Euro Bölgesi	M3 Para arzı (Aralık, y-y)	%3.7	%3.8
	ABD	Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	128.1	124.6
30.01.2019	Türkiye	Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi (Kasım, y-y)	%5.48	--
		TCMB Enflasyon Raporu 2019-I	--	--
31.01.2019	ABD	Ekonomik Güven Endeksi (Ocak)	75.2	--
		Fed Toplantısı ve Faiz Kararı (Ocak)	--	--
31.01.2019	Euro Bölgesi	GSYH (4. çeyrek, öncül, ç-ç)	%3.4	%2.6
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (4. çeyrek, öncül, ç-ç)	%1.6	--
31.01.2019	Almanya	ADP Özel Sektör İstihdamı (Ocak)	214 bin kişi	185 bin kişi
		Bekleyen Konut Satışları (Aralık, y-y)	-%7.7	--
31.01.2019	Fransa	Tüketici Güven Endeksi (Ocak)	-7.9	-7.9
		TÜFE (Ocak, öncül, y-y)	%1.7	%1.6
31.01.2019	Japonya	Tüketici Güven Endeksi (Şubat)	10.4	10.3
		GSYH (4. çeyrek, öncül, y-y)	%1.4	%0.9
31.01.2019	Türkiye	Sanayi Üretim Endeksi (Aralık, öncül, y-y)	%1.5	-%2.3
		Dış Ticaret Dengesi (Aralık)	0.7 milyar dolar	--
31.01.2019	ABD	Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (Aralık, y-y)	%1.9	%1.9
		Kişisel Gelirler (Aralık, a-a)	%0.2	%0.5
31.01.2019	Euro Bölgesi	Kişisel Harcamalar (Aralık, a-a)	%0.4	%0.3
		Haftalık İşsizlik Başvuruları (Ocak)	199 bin kişi	215 bin kişi
31.01.2019	Almanya	Chicago PMI (Ocak)	63.8	60.8
		GSYH (4. çeyrek, öncül, y-y)	%1.6	%1.2
31.01.2019	İtalya	İşsizlik Oranı (Aralık)	%7.9	%7.9
		İşsizlik Oranı (Ocak)	%5	%5
31.01.2019	Japonya	GSYH (4. çeyrek, öncül, y-y)	%0.7	%0.3
		İşsizlik Oranı (Aralık)	%2.5	%2.5
1.02.2019	ABD	Tarımdışı İstihdam (Ocak)	312 bin kişi	165 bin kişi
		İşsizlik Oranı (Ocak)	%3.9	%3.9
1.02.2019	Euro Bölgesi	Ortalama Saatlik Kazançlar (Ocak, y-y)	%3.2	%3.2
		ISM İmalat Endeksi (Ocak)	54.1	54.2
1.02.2019	Fransa	Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Ocak, öncül)	90.7	90.7
		İmalat PMI (Ocak)	54.9	54.9
1.02.2019	İtalya	TÜFE (Ocak, öncül, y-y)	%1.6	%1.4
		İmalat PMI (Ocak)	50.5	50.5
1.02.2019	Japonya	İmalat PMI (Ocak)	51.2	51.2
		İmalat PMI (Ocak)	49.2	48.8
1.02.2019	Japonya	İmalat PMI (Ocak)	50	--