

Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

3 Ağustos 2016

TL/doların bugün 3.00'in altında olması milliyetçi damarlara hitap eden hoş kahramanlık hikâyeleri yarattı. Fakat tabii için gerçeği; Türkiye gibi oynaklığı yüksek bir ekonomide her daim döviz mevduatı sahiplerinin, son 30 yılda yaptıklarına benzer bir salvoyla ani kur sıçramalarından portföy kazancı elde etmelerinin ardından yenilenen döviz hesapları üzerinde gidişatı kollamaya koyuldukları. Bu da 15 Temmuz şoku ardından finansal piyasalarda bir denge yakalandığını anlatıyor.

Ama reel ekonomi tarafında, darbe girişimi ardından içinden geçmekte olduğumuz olağanüstü sürece ait etkilerin görüleceği dönem, daha yeni başlıyor.

Sadece özel sektörün yüksek dış borç yükünün yarattığı borç çevirme baskısı nedeniyle bile yabancı finans kurumlarının 15 Temmuz sonrası Türkiye ekonomisine bakışlarını kavramak önemli. Bu konuda 15 Temmuz'un ardından acele yazılan notların üzerine son bir hafta içinde daha akiselim analizler içeren kayda değer birkaç rapor yayımlandı.

Bu yayınların ortak noktalarına vurgu yapmak gerek.

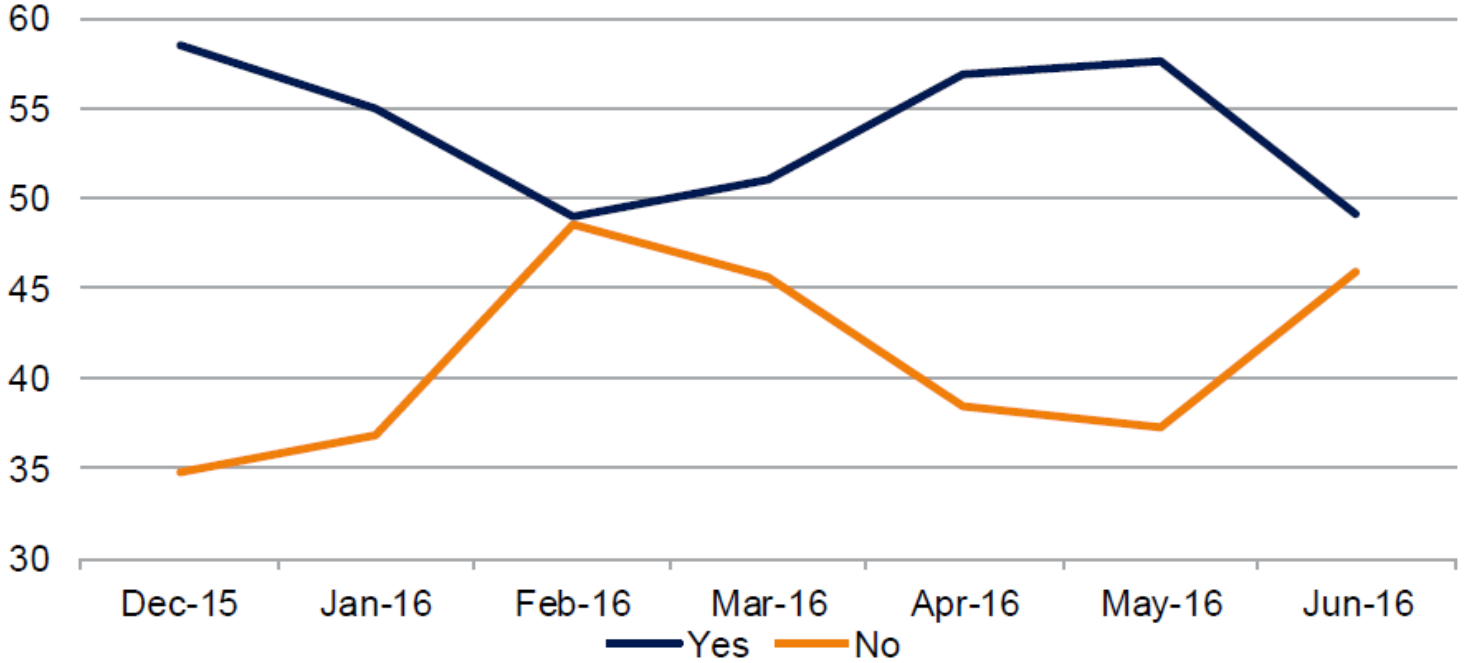
Yabancı sermaye sahipleri gözünden Türkiye...

TL/doların bugün 3.00'in altında olması milliyetçi damarlara hitap eden hoş kahramanlık hikâyeleri yarattı. Fakat tabii için gerçeği; Türkiye gibi oynaklığı yüksek bir ekonomide her daim döviz mevduatı sahiplerinin, son 30 yılda yaptıklarına benzer bir salvoyla ani kur sıçramalarından portföy kazancı elde etmelerinin ardından yenilenen döviz hesapları üzerinde gidişatı kollamaya koyuldukları. Bu da 15 Temmuz şoku ardından finansal piyasalarda bir denge yakalandığını anlatıyor.

Ama reel ekonomi tarafında, darbe girişimi ardından içinden geçmekte olduğumuz olağanüstü sürece ait etkilerin görüleceği dönem, daha yeni başlıyor.

Zaten gergin ABD-Türkiye ilişkileri eşliğinde not indirimlerinin politik motivasyonları olup olmayacağı tartışmalarından öteye, S&P kervanına Moody's in de zaman içinde eklenmesi olasılığı, kuşkusuz ekonomide deprem etkisi yaratacak boyutta. Bu nedenle Türkiye'nin "yatırım yapılabilir" markasını topyekûn kaybetme olasılığı kapsamında piyasalardan hemen kaçabilecek 3-4 milyar dolar ve hiç gelmeyecek yatırımlar şimdilik bir tarafta ayrı dursun.

Grafik 1: Başkanlık Sistemine Bakış (26 Temmuz itibarıyla anketlerin aylık ortalamaları)



Kaynak: Schroders , Egeli & Co.

Sadece özel sektörün yüksek dış borç yükünün yarattığı borç çevirme baskısı nedeniyle bile yabancı finans kurumlarının 15 Temmuz sonrası Türkiye ekonomisine bakışlarını kavramak önemli. Bu konuda 15 Temmuz'un ardından acele yazılan notların üzerine son bir hafta içinde daha aklisel analizler içeren kayda değer birkaç rapor yayımlandı.

Bu yayınların ortak noktalarına vurgu yapmak gerek.

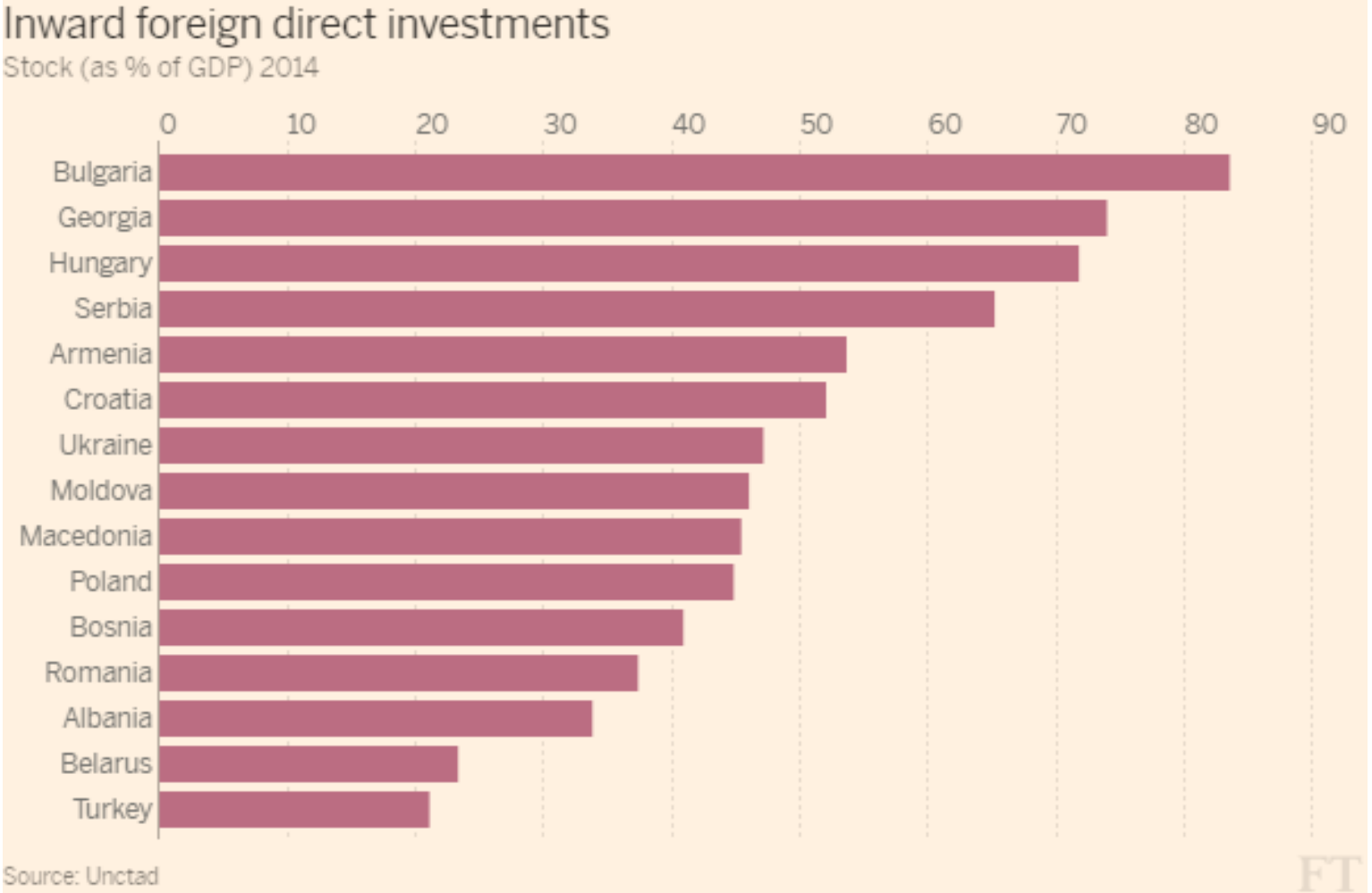
Bir kısmı, daha darbe denemesinin kamu düzeninde açtığı yara ortada yokken dahi, Türkiye ekonomisinin Fed'in faiz artırdığı dönemde en kırılgan ve en riskli ekonomiler arasında yer aldığını hatırlatıyor. Ve tabii, başarılı olsun ya da olmasın darbelerin herhangi bir ülkedeki politik yapıyı yeni baştan yaratacak güçte bir şok olduğuna işaret ediyor.

Analitik bir yaklaşımla hazırlanan raporlarda olasılıklar Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın yaklaşımları üzerine kurulu. Fetullahçı kadroların varlığına, darbe girişiminin gerçekliğine vurgu yapılan bu raporlarda ana eksenlerden bir tanesi, AKP'nin Gülecilerle yollarını tamamen ayırmasının Erdoğan'ı bazı Kürt etmenleri de içerecek şekilde toplumu bütünleştirici bir role iteceği görüşü.

Diğer eksen de, darbe denemesi öncesinde olduğu tarzda bir başkanlık sistemi temasının işlenmeye devam edilmesi ile Cumhurbaşkanı'nın darbe girişimini gücünü pekiştirmek için araçsallaştıracağı patika.

Akliselimle yazılmış bu raporlarda ortak fikir, Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın seçtiği yola bağlı olarak ya bir referandum ya da parlamento desteği ile -ama mutlaka- darbe girişimi sonrasında Türkiye'de parlamenter sistemin sona ererek başkanlık sistemine geçileceği. Ve tabii hemen akabinde anketler ışığında referandumdan "evet" çıkmasının hala garanti olmadığı ve Meclis'te 317 sandalye sahibi AKP'nin 330 veya 367 sandalyeye ulaşması için politik çalkantının devam etmesi hali. HDP'li vekillerin dokunulmazlıklarının kaldırılmasıyla Meclis'ten uzaklaştırılmalarının gündeme gelmesi de dâhil olmak üzere.

Grafik 2: Doğrudan Yatırım Stokunun GSMH içinde Payı 2014



Bu süreç boyunca ordunun yeniden yapılandırılması kaynaklı olası güven krizleri, yeni İŞİD saldırıları, Erdoğan'ın HDP'li vekillere karşı sert bir tutum izlemesi halinde Güneydoğu'da olası karışıklıklar da politik senaryolarda sıkça bahsi geçen başlıklar arasında. Darbe girişiminin Türkiye'nin batılı ülkelerle olan ilişkilerini NATO'dan kopma noktasına getirmesi, Suriye'de Türkiye'nin isteklerine rağmen Suriye Kürtlerinin özerklik yönünde destek görmesi gibi faktörlerin Türkiye'yi hızla Rusya ve Çin ile yakınlaştıracığı da tabii eklenmiş senaryolara.

Yabancı raporlarda Türkiye politikasına bu bakış genel olarak ekonomi hakkındaki beklentileri de şekillendirmekte. Sakin tonda yazılmış bu raporlarda ekonomide gidişatın politika tarafında yapılacak tercihlerle belirleneceği vurgulanıyor.

Bu çerçevede, ekonomi ile ilgili beklentilerde ana eksene Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın Türkiye politikasında gücünü koruyacağı; bunun da ekonomik politika tercihlerini belirlemeye devam edeceği konmakta. Daha net bir ifadeyle söylenirse, ekonominin her alanında heterodoks bir yaklaşımın genişleyerek devam edeceği vurgulanıyor. Başta da tabii faiz düşürmeye devam talebinin sıkça dillendirildiği şekilde para politikası olmak üzere.

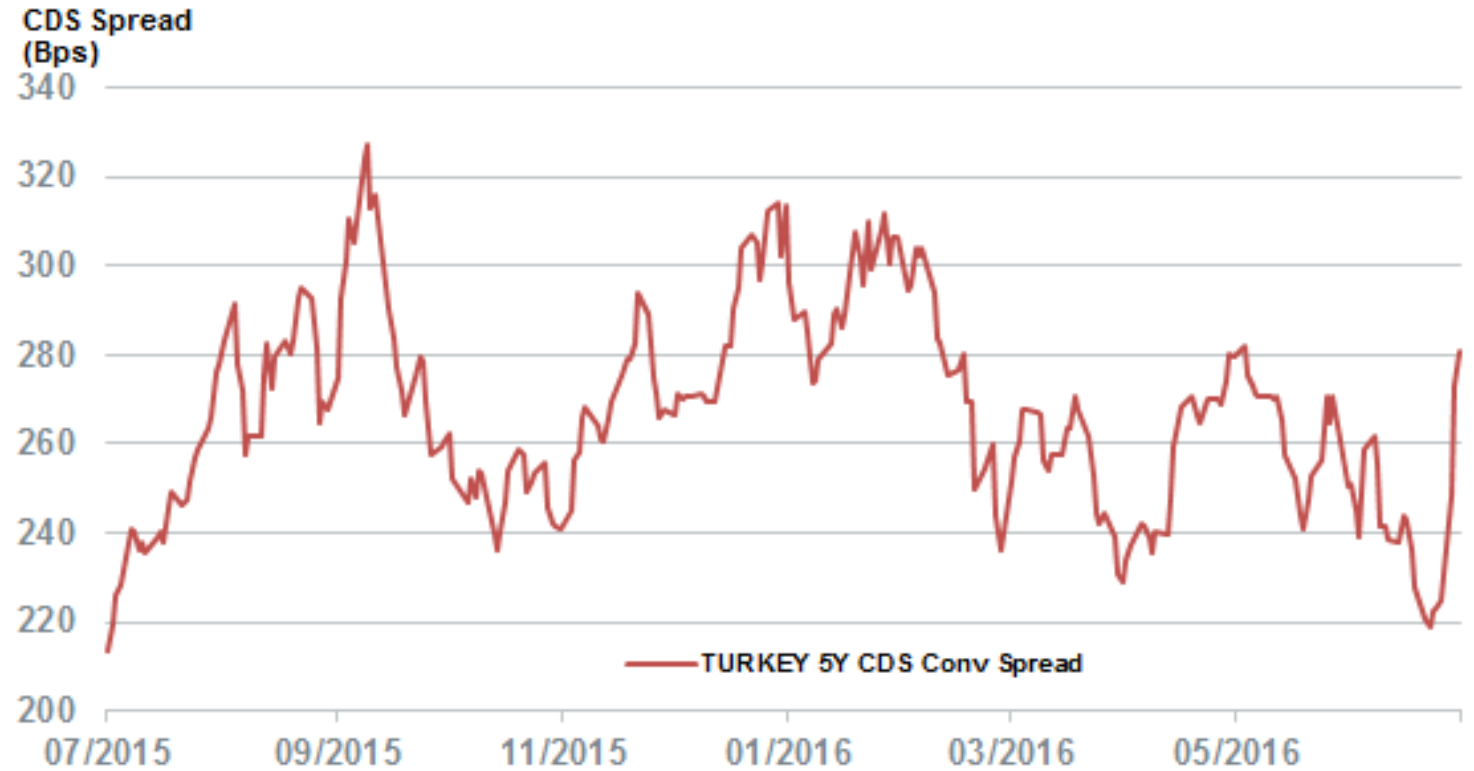
Buradan hareketle de, gevşek para politikası nedeniyle Türkiye'nin önümüzdeki dönemde daha yüksek bir enflasyonla baş başa kalacağı beklentisi hâkim. Üstelik TL'nin değer kaybını hesaba dahi katmadan önce. Politik şok sonrasında ilk tepkiler sonucunda ortaya çıkan oynaklığın azalmasının ardından olası yeni şoklar beklentisinin, Türkiye'de dolar ikamesini güçlendirdiği de, 2013 referans gösterilerek yapılan değerlendirmeler arasında.

Bu çerçevede genel yaklaşım, politik taraftaki belirsizliklerin, ekonomik büyüme üzerinde olumsuzluklar yaratacağı. Orduda devam eden temizlikten öteye, Türkiye'de adli sistemin çökmüş görüntüsü yabancı yatırımcıları ülkeden uzak tutacak önemli bir güvensizlik kaynağı dışardan Türkiye ekonomisine bakışlarda. Özellikle güven eksikliğinin özel sektör yatırımları üzerinden Türkiye ekonomisindeki büyüme hızını aşağılara çekeceği görüşü darbe denemesi sonrası ekonomik beklentilerin ana teması. Genç, nispeten hızlı büyüyen ve en önemlisi hızlı şehirleşme ile tüketim kalıpları değişen Türkiye nüfusunun tüketim seviyesinde önemli kayıplar beklenmiyor. %3-3,5

civarı büyüme bir süre daha devam ettirilebilir görüşü ön planda. GSMH'nin %66'sının hane halkı tüketimine dayalı olduğu hatırlanırsa bu vurgu önemli. Fakat yatırımlar ve uzun vadeli kaynak girişi açısından Türkiye ekonomisinin problemlili bir döneme girdiği, büyümenin kalitesinin giderek bozulacağı konusunda neredeyse bir görüş birliği var. Zaten şoktan şoka savrulan turizm sektörünün mevcut halinin de büyümedeki olumsuz tabloya katkı sağlayacağı hatırlatılıyor. Darbe

Grafik 3: Türkiye Risk Primi

Turkey CDS Spread



Source: Markit

Kaynak: Markit, Egeli & Co.

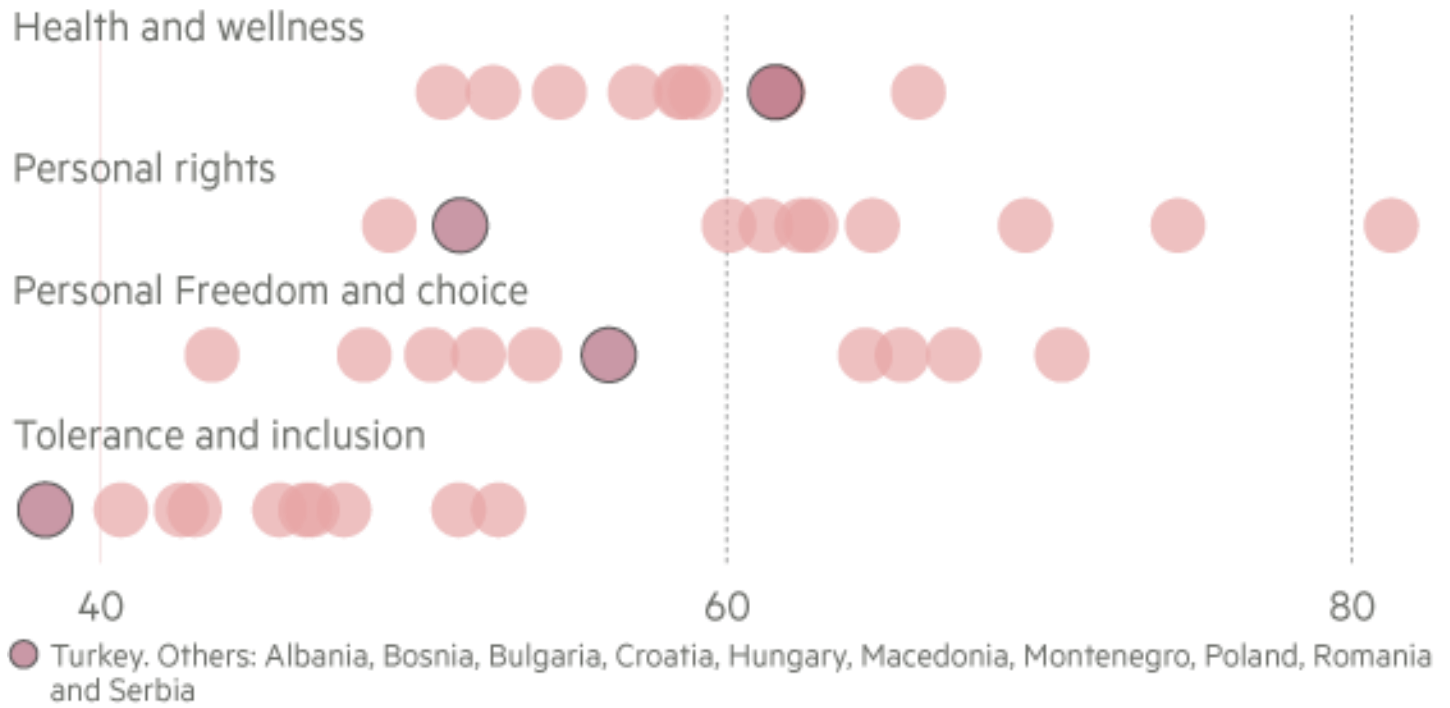
girişimi sonrası beklenen ekonomik olumsuzlukları emmek üzere ise Türkiye'nin %1 civarında seyreden bütçe açığının kısa vadede artırılması yoluna gidileceğine yönelik de bir beklenti yakalamak mümkün. Türkiye Varlık Fonu kurulması çalışmalarına hız verilmesi de tabii kapsamda değerlendirilebilir.

Başarısız darbe girişimi öncesinde de problemlili konuların başında gelen Türkiye'de özel sektörün dış borç yükümlülükleri, yine ön plana çıkmakta yabancı raporlarda. Politik gelişmelere bağlı olası

not indirimleri, senede GSMH'sinin %19'u kadar dış borçlanma ihtiyacı olan Türkiye ekonomisinin yumuşak karnı. Temelde petrol fiyatları sayesinde cari açığın GSMH'ye oranı %4,1 civarına gerilemiş olsa da, yabancı yatırımcılar tarafından mevcut seviye halen yapısal sorunların varlığına işaret etmesi açısından yüksek kabul ediliyor.

Grafik 4: Türkiye ve AB'deki Diğer Gelişmekte Olan Ekonomilerde Sosyal İlerleme Ölçütleri

Social progress measures in emerging Europe 2016 (100=best performer)



Source: Social Progress Imperative

FT

Kaynak: FT, Egeli & Co.

Politik riskler yüksek seyrederken, dış hesaplardaki bu hassasiyet ise Türkiye ekonomisinde oynaklık seviyesini yükseltme potansiyeli taşımakta. Fonlama modeli daha çok bankaların uzun vadeli borçlanmasına dönerken, yabancı kurumların Türkiye ekonomisine ait raporlarında bankacılık sektörü açısından sistematik risklerin varlığından bahsetmek mümkün değil. Fakat hem Fed kaynaklı gelişmelerin etkisiyle ama asıl Türkiye'nin yükselen politik risk primine bağlı olarak bankacılık sektöründe dış borçlanma maliyetlerinde artış beklentisinin, Türkiye ekonomisini yine yavaşlayan yatırımlar üzerinden vuracağı beklentisi hâkim. Şu aşamada borçlanma ihtiyacının

yüksekliği ülkede siyasi yapının dış dünyanın anlayabileceği şekilde normalleştirilmesini gerektiriyor.

Toparlamak gerekirse, Türkiye’de 15 Temmuz gecesi yaşanan ve neyse ki başarısızlıkla sonuçlanan darbe girişimi, yurtdışından Türkiye’ye bakışı hızla kuşkulu tarafa doğru çekmiş durumda. Mevcut bol likidite ortamı finans piyasalarının farklı yönde hareket etmesini sağlasa da, Fed faiz artışlarına dayanarak zaten yavaş yavaş ön plana çıkması beklenen negatiflikler dikkate alınması gereken yabancı kurumların Türkiye ekonomisi raporlarında darbe denemesi sonrasında hızla listelenmekte. Kısa vadede hızlı büyüme çabasının hem maliye hem de para politikalarında belirginleşeceği beklentisi ile gün kurtarılsa da, ekonomide orta vadeli olumsuzluklara ait potansiyelin artmakta olduğu görüşü güçlenmiş görünüyor.

Dikkatler darbe denemesi sonrası kriz yönetimi süreci aşıldığında, Türkiye politikasının nasıl şekilleneceğine odaklanmış durumda. Türkiye devletinin kurumlarındaki kalitenin yeniden nasıl toparlanacağı, kamusal altyapının dünya normlarına uygun şekilde nasıl düzenleneceği ise en öncelikli belirleyici olarak ön planda.

Darbe denemesi öncesinde mevcut fikir ayrılıklarının düşmanlık, kin ve nefret diliyle ifade edilen hali, darbe denemesi sonrasında hükümetle iki muhalefet partisi arasında barışçıl bir dilin yakalanabileceğini gösteriyor. Bu uyumun, sakinleştirici dilin toplumun her kesimini içine alacak şekilde OHAL döneminin ötesinde genişletilmesi ve sürdürülmesi, yurtdışından Türkiye’ye hızla olumsuza dönen bakışı, zayıflamaya yönelmiş yatırımcı güvenini, aynı hızla tam ters yöne çekebilecek potansiyele sahip. Yakınlaşmaları taktiksel hamleler olmadığı için içeride ve dışarıda kanıtlanması belirleyici olacak düzeyde önemli.

Başkanlık sistemi arzusu devam etse dahi, seçilen dilin sakin ve barışçıl olması; hukuk devletinin eskisine göre güçlendirildiği bir düzene geçilebilmesi gelecek açısından en önemli belirleyiciler halinde şu aşamada. Gülencilerin sistemin her kademesinden temizlenme aşamasında ekonomik olarak ortaya çıkan maliyetlerin nasıl aşılabileceğini anlayabilmek de önemli. Bu açılardan batı ile bağları sağlam tutarak önümüzdeki yıllarda azalması beklenen fon akışlarını daha da hızlı

kurutmamaya özen göstererek ilerlemekte fayda var. Dikkatle planlanmış stratejik adımların Meclis'te uyumla atılabilmesi Türkiye'nin dışarıda bozulan algısını çok güçlü bir şekilde terse çevirecek bir kaldıraç haline getirilebilir. Diğer yandan reel politik zaten, kurumsal anlamda güç kaybeden iktidarın muhalefetle uzun soluklu işbirliğinden hem politik hem ekonomik anlamda kazançlı çıkacağına işaret ediyor.

Bu dönemin içeride ve dışarda nasıl değerlendirilmekte olduğunu, kısa vadeli aciliyetlerin ötesinde orta ve uzun vadeli bakışın oluşturulmasını; normalleşmenin, hukukun üstünlüğünün yeniden inşası süreçlerini yaşayarak izlemeye ve etkilerini değerlendirmeye devam edeceğiz.

İletişim: Güldem Atabay Şanlı
Direktör, Araştırma ve Strateji

+90 532 347 82 06
guldem.atabaysanli@egelico.com

Bu doküman Egeli & Co. Portföy Yönetim A.S. ("Egeli & Co." Mersis No: 0-3254-1422-0400018) tarafından hazırlanmıştır. Egeli & Co. SPK düzenlemelerine tabi ve SPK tarafından düzenlenen yetki belgesine sahip, kendine değer yaratmaya adanmış bağımsız bir portföy yönetim şirketidir. (Yetki belgeleri: 03.11.2010 PYS./PY. 35/946 ve 03.11.2010 PYS./YD. 15/946). Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren Egeli & Co. 2002 yılından bu yana, dürüst ve seçkin yaklaşımı ile yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılara, aile şirketlerine ve özel bireysel portföylere hizmet etmektedir. Başarısı, yatırımcıları için yurtiçi ve yurtdışında geliştirdiği finansal ürünler ile değer yaratma becerisinden gelmektedir. Egeli & Co.'yu diğerlerinden ayıran fark alternatif varlık sınıflarına ve yatırım temalarına odaklanmasıdır. Egeli & Co. Türk sermaye piyasalarındaki alternatif yatırım temaları alanında bulunan geniş bilgi, tecrübe ve geçmiş performansı ile yatırımcıları için uzun vadeli yatırımlarla önemli getiriler yaratmaktadır.

YASAL UYARI:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekilde, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu belgedeki bilgilerin doğruluğu, güvenilirliği ve güncelliği hakkında gerekli özeni göstermekle birlikte bu bilgilerin güvenilirliği, doğruluğu, güncelliği ve eksiksizliği hakkında hiçbir garanti vermemektedir. (Varsa) Yürürlükteki herhangi bir yasa veya düzenleme ile sorumluluğun sınırlandırılması ölçüde tasarruf olarak, Egeli & Co., yöneticileri, çalışanları, temsilcileri ve ajansları bu belgenin içeriği, hatası veya eksiklerinden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan (ihmal olup olmadığı ya da başka bir şekilde olursa da) ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı sorumlu tutulamaz. Herhangi bir şirket, sektör, hisse veya yatırım için detaylı ve tam bir analiz değildir. Egeli & Co. her an, hiçbir şekilde ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayınlanamaz.