

EKONOMİ POLİTİK

Erinç Yeldan, 24 Aralık 2014

Fed Sabır Ederken...

2014'ün en büyük belirsizliklerinden birisi “Amerikan Merkez Bankası (Fed) politika faizlerini ne zaman yükseltmeye başlayacak?” sorusu idi. Fed 2008'den bu yana “miktar kolaylaştırması (QE)” adı altında ve dalgalar halinde sürdürdüğü varlık alımlarını (karşılığında para basma işlemlerini) Kasım ayında durdurduğunu ve “makul bir süre” sonra da faizlerini yükselteceğini açıklamıştı. Böylece Fed, söz konusu “makul süre” boyunca Amerikan ekonomisinin özellikle işsizlik ve milli gelir performansını takip edeceğini ve küresel krizin artık geride kaldığına ikna olduğunda da faizlerini yükselterek oluşabilecek enflasyonist baskıları göğüsleyeceğini vurgulamaktaydı.

Geçtiğimiz hafta yapılan Fed toplantısında bu ezoterik söz oyunlarına bir yenisi daha eklendi: “sabır”. Fed, artık “makul süre” kavramı yerine, istihdam ve milli gelir göstergelerini *sabırla* takip edeceğini duyurmaktaydı. “Piyasalar” Fed'in bu yaklaşım değişikliğini coşkuyla karşıladılar. Artık daha muğlak olan “makul süre” yerine, hepimizin günlük dilde sıkça kullandığı bir sözcük olan “sabırlı olmak” kavramı gelmişti; Fed faizlerini yükseltmek için acele etmeyecek, *sabırlı* davranacaktı.

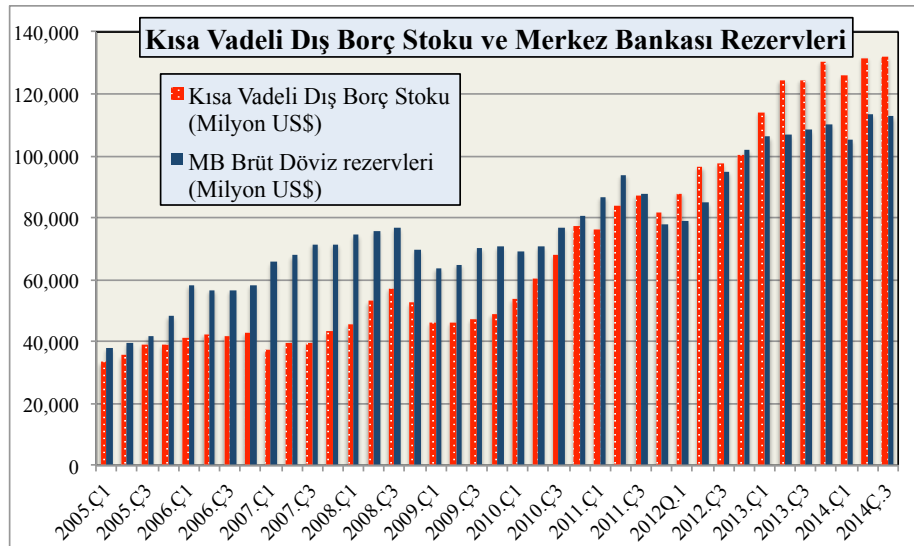
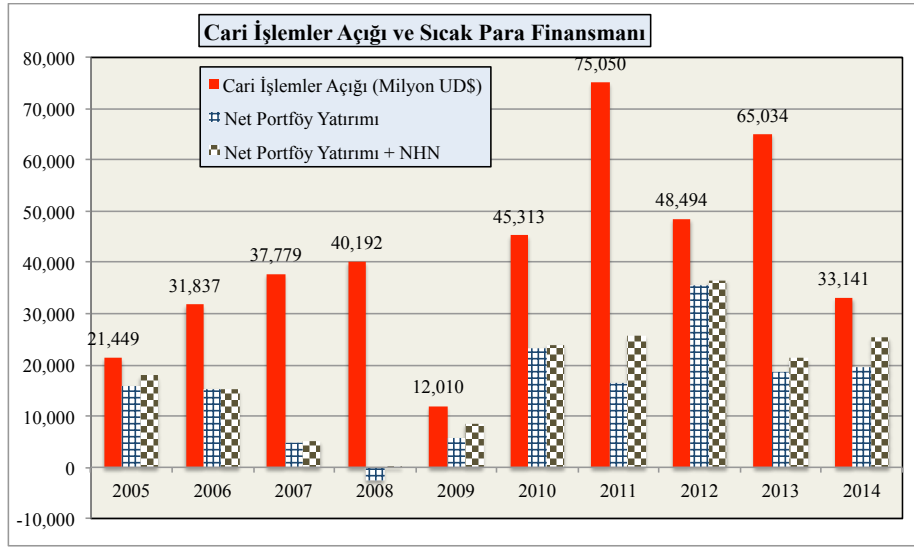
Bu olumlu haber finansal yatırımcılarca son derece olumlu karşılandı. Özellikle aralarında Türkiye'nin de bulunduğu yükselen piyasa ekonomilerinde sermaye girişlerinin en azından 2015'in ilk yarısı boyunca da süreceği ve finans piyasalarının “canlı” tutulacağı öngörülmekteydi. Ancak, bu parlak söz oyunlarının ardında yatan gerçekler nelerdir? Kısa bir kuşbakışı ile Türkiye'nin kırılganlık göstergelerini anımsayalım. İki grafik aracılığıyla birbiriyle bağlantılı iki gösterge sunmaktayız. Birincisi cari işlemler açığının seyri ve finansmanın (kırılgan) niteliğine ilişkin. İkincisi ise kısa vadeli borç stoku ile merkez bankası rezervlerinin karşılaştırılması.

Türkiye 2013'te 65 milyar, 2014'ün ilk on ayında da toplam 33.1 milyar dolar *cari işlemler açığı* (reel ekonominin döviz açığı) vermiştir. Cari işlemler açığı son 7 yıldır, kriz yılı olan 2009 hariç, ulusal gelirin yaklaşık yüzde 6 ile 8'i civarında süregelmekte ve özellikle finansman biçimleri açısından sağlıklı ve kırılgan bir görünüm sunmaktadır. Aşağıdaki ilk şekilde cari işlemler açığının finansmanında (cari açığın yaratılmasında) net portföy girişleri ile net hata ve noksan (NHN) kalemlerinin boyutları sergilenmektedir. Cari açığın oluşumunda portföy girişlerinin payı 2012de yüzde 73'e değin yükselmişti. 2013'te görece gerilemenin ardından 2014'te yeniden yükseldi ve yüzde 60'a ulaştı. Portföy yatırımı girişlerine “*yerli sıcak para*” olarak nitelendirilen NHN kalemini de eklediğimizde, cari açığın finansmanında (yaratılmasında) rol oynayan *sıcak para sermaye* girişlerinin payının 2012'te gerçekte yüzde 76, 2013'te yüzde 33, 2014'ün ilk on ayında da yüzde 76 olduğu görülecektir.

Söz konusu finansman biçimi, *dış borç arttırıcı* (özellikle kısa vadeli) niteliktedir. Nitekim Türkiye'nin kısa vadeli dış borç stoku son sekiz senede üç misli artmıştır. Kısa vadeli dış borç stoku küresel krizin patlak verdiği 2008'in Eylül başında 53 milyar dolar idi. Bu rakam

2014'ün Eylül ayı itibariyle 131.8 milyar dolara ulaşmıştır. Kısa vadeli dış borçlanmada özellikle 2011'in üçüncü çeyreğinden bu yana gözlenen sıçrama çarpıcıdır. Bu dönemde kısa vadeli dış borç stoku, Merkez Bankası'nın *brüt döviz rezervlerinin* de üstüne çıkmış ve 2014'ün Eylül ayı itibariyle oransal olarak 1.17'e yükselmiştir. Söz konusu oran, yerel ve uluslararası finansal yatırımcılarınca önemli bir "kırılganlık" göstergesi olarak nitelendirilmektedir.

Türkiye 2015'e daha da sağlıksız bir görünüm sunan yüksek cari işlemler açığı ve yüksek kısa vadeli dış borçlanma gereği ile girmektedir. Bu koşullar altında, Fed'in ve hemen tüm merkez bankalarının muğlak söz oyunlarının büyülerine rağmen, Türkiye'nin 2015 boyunca ciddi biçimde finansal istikrarsızlık tehdidi altında kalacağı açıktır.



Kaynak: TCMV veri dağıtım sistemi.