

Finansal Kırılgnlık:

Türkiye’de Şirketlerin Finansal Yapısının Bozulması

Bir süre önce yazdığım “Tüketici Kırılgnlığı: Konut Piyasasında Balon Var Mı?”¹ başlıklı yazıda, 2008’de ABD’deki küresel finans krizinin ardından gündeme gelen “tüketici kırılgnlığı” kavramını ele almışım. Bu yazıda, son zamanlarda yine çok duymaya başladığımız “finansal kırılgnlık” kavramını ele almaya çalışacağım. Genel bir girişten sonra, finansal kırılgnlığın reel sektörde faaliyet gösteren Türk şirketlerinde hangi boyutlara ulaştığını tartışmak istiyorum. İstanbul Sanayi Odası’nın (İSO) yakınlarda yayımladığı, ilk 500 ve ikinci 500 büyük sanayi kuruluşuna ilişkin verilerin konuyu daha somut olarak kavramamızı sağlayacağını düşünüyorum.

Finansallaşan Kapitalizm ve “Finansal Kırılgnlık”

1990’lardan bu yana üretimden kopuk trilyonlarca doların dünya piyasalarında (kredi, emtia, döviz, menkul kıymet –tahvil, bono, türev enstrümanlar vs.– piyasalarında) dolaşmakta olduğu biliniyor. Bunun, kapitalizmin yeni bir aşamasını temsil ettiği çokça yazıldı, çizildi. Neo-liberal politikaların (finans sistemi üzerindeki denetimlerin gevşetilmesi veya kaldırılması [deregülasyon]) yolunu açtığı bu yeni durum, “finansallaşmış kapitalizm” olarak tanımlanıyor.

Yatırımcılar, trilyonlarca doları kârlı buldukları alanlara yatırıyor, böylece konut veya hisse senetleri gibi varlıkların değeri şişmeye başlıyor. Daha fazla kâr fırsatı, yatırımcı şirketleri özkaynaklarının çok üzerinde borçlanmaya sevk ediyor; sonunda bir nedenle varlık fiyatları düşüp yerlerde sürünmeye başladığında, ağır borç yükünün altından kalkamayan şirketler batmaya başlıyor. Sonra devletler halkın parasıyla “kurtarmaya” geliyorlar vs.

Dolayısıyla “finansal kırılgnlık”, yapısal olarak şu mekanizmaya dayanıyor: Bankacılık kriterleri açıkça çığnenerek açılan devasa miktardaki krediler ve verilen borçlar sayesinde yatırımcı şirketler ucuza (düşük faizle) borçlanabiliyor. Varlık fiyatlarının spekülâtif şekilde yükselmesi ve kolay borç bulma imkânı, daha fazla borçlanmayı beraberinde getiriyor. Böylece özkaynak/borç oranı fazlasıyla bozuluyor ve şirketler finansal açıdan kırılgnlaşıyor. Örneğin, eski borçları çevirmek üzere yeni borç bulma imkânı daralıyor; ya da borçluluk düzeyi arttığı için yeni borçlar bu sefer daha ağır şartlarla veriliyor. Giderek daha yüksek faizli ve daha kısa vadeli borçlarla kendini çevirmeye çalışan şirketler iflas riskiyle karşı karşıya kalıyor.

“Gelişmekte Olan Piyasalar”da Reel Sektörün Aşırı Borçlanması (“Borç Balonu”)

Yukarıda kabaca çizdiğim manzara daha çok merkez kapitalist ülkelerdeki yatırım bankaları için geçerli. Gelişmekte olan piyasalar’da (GOP) ise finansal piyasalar o kadar derinlikli değil. Bu bağlamda, örneğin Türkiye’de sadece inşaat şirketlerine yüksek miktarda kredi açan ve bunun için de dışarıdan borçlanan bankalardan bahsedebiliriz. Konut balonunun patlaması elbette bu bankaları riske sokacaktır.

GOP'larda finansal kırılganlık sorunu daha ziyade reel sektör şirketlerinde karşımıza çıkıyor. Bu ülkelerdeki tarihsel sermaye birikimi yetersizliği sorunu, sanayi şirketlerini dış kaynak bulmak zorunda bırakıyor.

Finansal krizin ardından Amerikan Merkez Bankası (FED), daha sonra AB ve Japonya merkez bankaları, banka ve finans kuruluşlarını kurtarmak üzere 2009'dan bu yana 20 trilyon dolardan fazla para bastılar. Bankalara verilen paralar çeşitli nedenlerle bu ülkelerde kalmadı ve GOP'lara akın etti. Türkiye, Endonezya, Hindistan, Güney Afrika, Brezilya, Çin gibi ülkelerde şirketler, aşırı küresel likidite bolluğundan faydalanarak doğrudan veya yerli bankalar aracılığıyla bol bol borçlandılar. O zamanlar bu, pek riskli bir işlem gibi görünmedi. Örneğin Türkiye'de dövizle borçlanmanın TL cinsinden maliyeti yüksek değildi, zira yurda giren bol miktarda döviz TL'yi gerçekte olduğundan daha değerli hale getirmişti. Bu ülkeler krizin merkezinde değillerdi, bu nedenle iç tüketim merkez ülkelerde olduğu ölçüde çökmedi. Aksine bankalar, iç talebi kıskırtmak adına, uygun koşullarda buldukları dış kredileri ve GOP'lara akın eden "sıcak para"yı bol bol kredi kartı dağıtıp tüketici kredisini açmakta kullandılar. Küresel likidite böylece üretimin yanı sıra tüketimi de finanse etmiş oldu. Bu sayede Türkiye'de küresel kriz, sadece 2009'da ekonominin % 4,7 küçülmesiyle atlatıldı. 2010'dan itibaren Türkiye ekonomisi –tıpkı diğer GOP'lar gibi– tekrar yüksek büyüme dönemine girdi.

Rakamlar, GOP'lardaki özel şirketlerin borçlanma düzeyine ilişkin çok dikkat çekici bir tablo ortaya koyuyor. Bank of International Settlements'ın (BIS) verilerine göre, küresel borç düzeyi 2009-2013 yılları arasında 205 trilyon dolardan 245 trilyon dolara yükseldi; yani 40 trilyon dolar arttı. Bu miktarın 15 trilyon doları, merkez kapitalist ülke hükümetleri tarafından borçlandı. Geriye kalan 25 trilyon doların neredeyse tamamını ise GOP'lardaki özel şirketler borçlandı. Bu miktarın 17 trilyon dolarını da GOP'ların reel sektör firmaları borçlandılar. Böylece GOP'larda finansal olmayan kuruluşların borç yükü, 2008-2014 arasında 30 trilyon dolardan 47 trilyon dolara yükseldi. Gayri Safi Yurtiçi Hasılatları (GSYH) merkez ülkelerden çok daha küçük olan GOP'lar, kriz sonrası dönemde merkez ülkelerden çok daha fazla borçlandılar.²

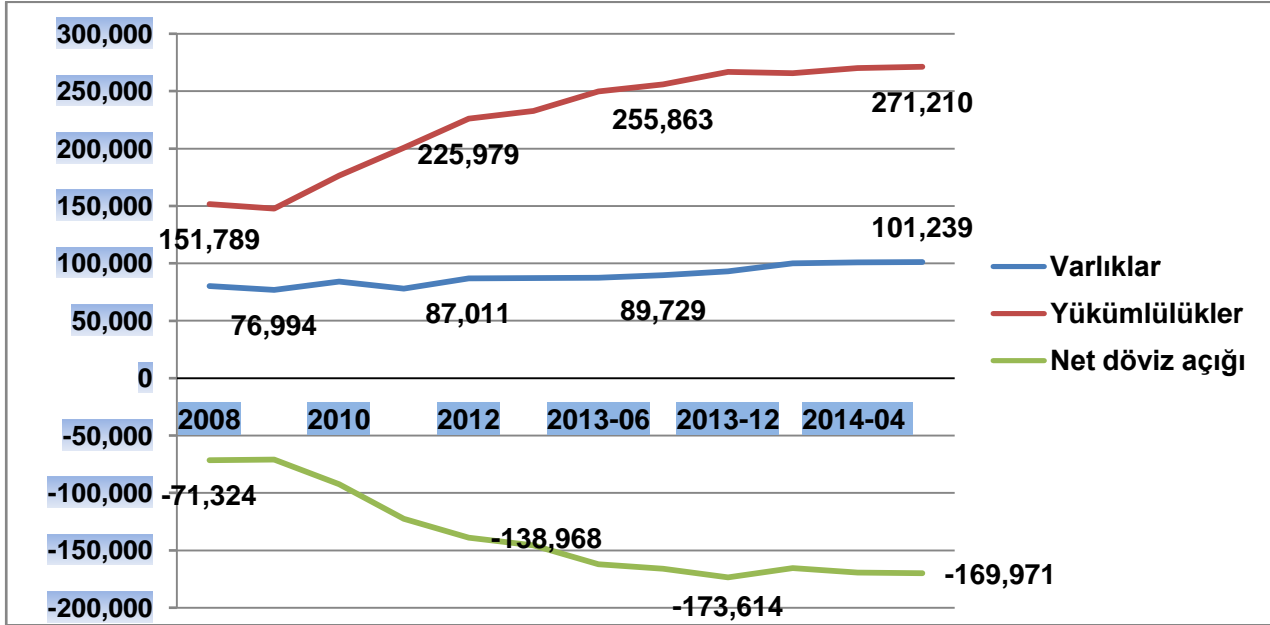
Peki, Türkiye'deki reel sektör şirketleri bu dönemde ne kadar borçlandı? Çin gibi olağanüstü boyutlarda borçlanan ülkelerle karşılaştırılınca, Türk reel sektör şirketlerinin küresel likidite bolluğundan aldığı pay devrede kulak kalıyor. Fakat bilanço büyüklüklerini dikkate aldığımızda, döviz borcunun yine de büyük boyutta olduğunu ve asıl önemlisi borçlanma ivmesinin çok yüksek olduğunu görüyoruz.

Türkiye'de reel sektörün döviz borcuna ilişkin verilere ulaşmak zor. Firmalar döviz kredilerini ya doğrudan yurtdışında veya dolaylı olarak yurtiçindeki bankalar aracılığıyla temin ediyor. Fakat Türkiye'de kullanılan bütün döviz kredilerinin esas kaynağı, GOP'lardaki banka ve şirketlere borç veren yabancı bankalar ve ülkeye giren "sıcak para". O halde şu sonuca varabiliriz: Reel sektörün toplam döviz yükümlülükleri (döviz cinsinden borçları) ile toplam döviz varlıkları (döviz birikimleri) arasındaki fark, bu şirketlerin bol küresel likidite döneminde biriktirdiği döviz borcunu gösterecektir. Bu farka, "döviz açık pozisyon"u diyoruz.

Aşağıdaki grafik 2008-Mayıs 2014 arasında reel sektörün net döviz açık pozisyonunu gösteriyor.

Grafik - 1: 2008-2014 arasında reel sektörün döviz varlıkları-yükümlülükleri ve net açık döviz pozisyonu

(Sağ eksen: milyon dolar cinsinden borç düzeyini gösteriyor; örneğin 50 milyar dolar, 100 milyar vs. Ortadaki yatay çizgi: yılları gösteriyor; 2008, 2010...; 2014-04, Nisan 2014'ü gösteriyor.)



Kaynak: TCMB

Reel sektörün döviz borcu 2008-2014 (Mayıs) döneminde iki misline yakın artarken, elindeki döviz varlıkları (örneğin bankalarda tuttuğu döviz mevduatı) çok daha düşük bir artış gösteriyor. Sonuçta net döviz pozisyon açığı, geride bırakmakta olduğumuz bol likidite döneminde iki mislinden fazla artıyor. Bunun nasıl bir önemi var diyeceksiniz?

Gelişmekte Olan Piyasalarda Reel Sektörün Artan Finansal Kırılganlığı

Yaklaşık bir yıldır yaşanan gelişmeler, dünyada spekülasyon amaçlarla dolaşan aşırı likidite döneminin sona ermekte olduğunu gösterdi. Merkez ülkelerde kriz yaşanırken GOP'larda reel sektörün gerçekleştirdiği aşırı borçlanma, bu yeni dönemde ağır bir yüke dönüşmeye başladı.

FED, Mayıs 2013'de Amerikan bankalarının bilançolarını düzeltmek üzere bastığı para miktarını giderek azaltacağını duyurdu. 2014 Sonbahar'da FED artık bankalara sermaye sağlamayı durduracak. Bu açıklama üzerine, Türkiye dahil bütün GOP'larda (Hindistan, Meksika, Brezilya, Endonezya, Güney Afrika vs.) döviz girişi yavaşladı, hatta sermaye kaçıışı oldu. Döviz kurları ve faizler yükseldi. Son aylarda ise FED'in 2015 ortaları veya en geç sonunda kısa vadeli faizleri yükselteceği konuşuluyor. FED'in faizleri yükseltmesi, ABD devlet tahvili faizlerinin yükselmesi ve spekülasyon fonlarının GOP'lardan çıkıp bu tahvillere yönelmesi demek. Zira krizin merkezi GOP'lara kayacağı için, Türkiye gibi ülkelerde tahvil faizleri, dolayısıyla getiri oranları daha yüksek olsa bile, spekülasyon sermaye büyük oranda ABD ve diğer merkez ülkelerin tahvillerini tercih edecek.

FED'in, ABD bankalarının bilançolarını düzeltmek üzere para basmaya son vermesi, üstelik 1-1,5 yıl içinde faizleri yükseltecek olması, GOP'lardaki reel sektör için büyük riskler içeriyor. Bu ülkelerdeki reel sektör şirketleri borçları çevirmekte zorlanacaklar. Bunun birkaç nedeni var:

- i) Artık düşük faizle yüksek miktarda borçlanma imkânı ortadan kalkacak.
- ii) GOP'lardan sermaye kaçıışı, ulusal para birimlerinin değer kaybetmesine yol açacak. Bütün ithal ürünlerin fiyatı artacağı için enflasyon yükselecek. Yüksek enflasyon faizleri düşürmeyi zorlaştırırken, döviz kurunun yükselmesi borçlanmayı pahalılaştıracak. Üstelik mevcut dış borç stokunun TL karşılığı durduğu yerde artacak. (Aslında son bir yıldır Türkiye'de bu süreci kısmen yaşıyoruz).
- iii) Dış finansman bulma gücü, büyümek için dış kaynaklara aşırı bağımlı hale gelen GOP'larda ekonominin yavaşlamasına yol açacak. Ekonomik yavaşlama, ciroların düşmesi ve borçların ödenmesi için daha az özkaynak ayrılmasına/daha fazla borçlanılmasına neden olacak (2014'de Türkiye ekonomisinin yavaşlamasının ardında bu olgu yatıyor).

Yazının sonunda, 2013 Mayıs'ında FED açıklamasının ardından Türkiye'de büyük ve orta boy sanayi şirketlerinin bilançolarının bozulması üzerinde durmak istiyorum. Aslında yukarıda gelecek zaman kipi kullanmama rağmen, gelecekteki riskleri bugünden daha alt düzeyde yaşamaya başladığımızı vurgulamak niyetindeyim. Mayıs ve Aralık 2013 aylarındaki sınırlı sermaye kaçıışı ve TL'nin dolar karşısında değer kaybetmesi, ekonominin görece yavaşlamasıyla birleşince bakın Türkiye'nin büyük firmalarını nasıl etkiledi.

Türkiye'de Büyük ve Orta Ölçekli En Büyük 1.000 Sanayi Kuruluşunun Durumu

- 500 Büyük Sanayi Kuruluşu

İstanbul Sanayi Odası'nın (İSO) yayımladığı ilk 500 sanayi kuruluşu ve ardından yayımladığı ikinci en büyük 500 sanayi kuruluşuna ilişkin raporlar, reel sektörün aşırı borçlanması ve TL'nin değer kaybetmesiyle birlikte, 2013'te şirketlerin finansal yapısındaki bozulmayı ortaya koyuyor.

Kısaca verilere bakalım. İSO'nun en büyük 500 sanayi kuruluşu raporuna³ göre, 487'si özel sektöre ait 500 firmanın toplam borcu 2012'de 190 milyar TL'den, 2013'de 238 milyar TL'ye yükseliyor (artış oranı % 25). Başka bir göstergesi söyleyecek olursak, toplam borçlar yıllık satış hasılatının % 52'sine ulaşıyor. Geçen yıl TL'nin % 20 değer kaybetmesi, aşırı borçlanmış olan büyük sanayi kuruluşlarının finansman maliyetini artırıyor. Öyle ki 500 sanayi kuruluşunun 36,5 milyar TL olan faaliyet kârının yarısından fazlası, yani 19 milyar TL'si finansman giderlerini karşılamaya gidiyor. Böylece 2013'de toplam kârları yüzde 8,5 azalıyor –ciddi bir azalma. Kârın azalması, şirketlerin daha az özkaynak yaratabilmesi anlamına geliyor. Nitekim 2012'ye göre özkaynaklar cari olarak % 6,2 artmış, enflasyon dikkate alındığında ise artmamış.

Aşırı borçlanma ve kârlardaki düşüş, özel sanayi kuruluşlarında borç/öz kaynak oranının % 150'ye ulaşmasına yol açıyor. Daha açık anlatımla, 250 TL'lik bir faaliyet/yatırımın 100 TL'isi öz kaynakla finanse edilirken, 150 TL'si borçla finanse ediliyor. Yorumcular bu oranı, son 10 yılın en kötü oranı olduğunda birleştiriyor. Halbuki söz konusu oran merkez kapitalist ülkelerde % 70 oranında (100 birimlik öz kaynağa karşılık sadece 70 birimlik borç kullanılıyor).

Sonuç olarak, 2012'de 500 büyük sanayi kuruluşundan 63'ü zarar ederken, 2013'te 129 kuruluş zarar ediyor.

- Orta Ölçekli Sanayi Kuruluşlarının Durumu

Bu rapordan kısa süre sonra İSO, Türkiye'nin İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu raporunu açıkladı.⁴ Bunlar esas olarak Anadolu'da yaygın olan orta ve küçük ölçekli kuruluşlar. Böylelikle rapor, bazı Anadolu şehirlerindeki büyüme ve refah artışının sürdürülebilirliğine ilişkin veriler de içermiş oluyor.

İkinci 500'de yer alan orta-küçük boy sanayi işletmeleri, ilk 500 kuruluşuna göre oransal olarak daha fazla istihdam yaratıyor, daha fazla ihracat gerçekleştiriyor.

Raporda, ikinci 500 büyük sanayi kuruluşunun da borçlarının yüksek oranda arttığını görüyoruz: 2012'ye göre artış oranı % 28,5. Döviz cinsinden aşırı borçlanma, 2013'te yaşanan kur artışının yol açtığı tahribatın artmasına neden olmuş: Bu kuruluşlar 5,4 milyar TL'lik faaliyet kârlarının yarısından fazlasını, yani 2,7 milyar TL'sini artan finansman giderlerini karşılamakta kullanmış. Aşırı borçlanma, kur artışının etkisiyle faiz giderlerini 1,1 milyar TL, yani % 73 gibi çok yüksek bir oranda arttırmış. Böylece toplam kârlar 2012'ye göre % 30 oranında azalarak 3 milyar TL'den 2,2 milyar TL'ye inmiş.

Sonuç

Bütün bunlar, esas olarak küresel krizin GOP'lara kaymaya başlamasının bir sonucu. Fakat Türkiye'ye özgü nedenler durumu daha da ağırlaştırıyor: Gayet iyi bilindiği gibi son yıllarda ekonomik büyüme artık sanayi ve yatırım ağırlıklı değil; inşaat ve turizm, bir başka deyişle tüketim ağırlıklı. İmalat sanayi kapsamına girmeyen madencilik ve enerji sektörünü de ekonomik büyümeye daha fazla katkıda bulunuyor. Hükümet kaynakların, kredilerin, devlet ihalelerinin bu sektörlerle, özellikle inşaatla akmasını sağlıyor. Nedeni gayet açık: AKP'nin çevresinde kümelenen şirketlerin kaynak yapıları zayıf; bu nedenle hızla büyümeleri gerekiyor ki AKP öz sermayesine arkasını dayayabilsin ve kendini güvende hissedebilsin. Diğer bir nedeni de inşaat, turizm gibi sektörlerde hem kısa sürede büyük rantlar yaratılabilmesi hem de bu rantların bir bölümünün halka hızla dönebilmesi.

Küresel krizin GOP'lara kaymakta olduğu bu dönemde, Türkiye yüksek borçla dönen imalat sanayi ve giderek şişen konut balonuyla, artan siyasi belirsizleri ve jeopolitik riskleriyle ekonomide alt-üst oluşlar yaşamaya aday görünüyor.

¹ Bkz: <http://bgst.org/ulke-gundem/tuketici-kirilganligi-konut-piyasasinda-balon-var-mi>

² Veriler, muhalif iktisatçı Jack Rasmus'un şu makalesinden alındı: "The US Federal Reserve vs. Emerging Market Economies", 20 Temmuz 2014, link:

<http://www.telesur.tv/english/opinion/The-US-Federal-Reserve-vs.-Emerging-Market-Economies-20140720-0052.html>.

Gelişmeleri daha iyi kavramak için iki makaleden oluşan bu yazı dizisinin ilk makalesini de tavsiye ederim: Jack Rasmus, "Is the Center of the Global Crisis Shifting to Emerging Economies?" 06.07.2014, link: <http://www.telesur.tv/english/opinion/Is-the-Center-of-the-Global-Economic-Crisis-Shifting-to-Emerging-Markets-20140801-0027.html>.

³ "İşte Sanayinin Devleri", *Dünya Gazetesi*, 24.06.2014, link: <http://www.dunya.com/iste-sanayinin-devleri-231556h.htm>

⁴ "Türkiye'nin İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Raporu Açıklandı", link:

<http://www.cayyolu.com.tr/haber/-Turkiye-nin-ikinci-500-Buyuk-Sanayi-Kurulusu-aciklandi/95470>