

Arjantin için çok fazla ağlamayın* (Don't cry for me Argentina)

8 Ağustos 2014

Daniela Ordoñez, Economist

✉ daniela.ordonez@eulerhermes.com

Lucas Songeur, Research Assistant

✉ research@eulerhermes.com

Ludovic Subran, Chief Economist

✉ ludovic.subran@eulerhermes.com

Yönetici Özeti

- Arjantin'in teknik iflası sermaye çıkışlarını hızlandırdı (tahmini 20 milyar Dolar). Ancak, iflastan asıl etkilenenler yerel işletmeler – ve kısmen uluslararası üreticiler – olacak. Yurt içi talepte daralma (2014 yılında %1,8'lik küçülmeye resesyon bekleniyor), likidite krizi, yüksek siyasi belirsizlik ve müdahalecilik "kusursuz fırtına" için mükemmel ortamı oluşturuyor.
- İzlenilmesi gereken sektörler: (i) Tüketici elektroniği ve makine ve teçhizat – yurt içi talep, yurt dışı arza bağlı durumda; (ii) Otomotiv – diğer dayanıklı mallara olan talep (yeni bir tasarruf şekli) yüksek gümrük vergileri nedeniyle otomotiv için yavaşladı. (iii) Enerji – yoğun sanayiler – sübvansiyonlar sürdürülebilir mi?
- Ana senaryomuz (Kurtuluş; %50) alternatif olan iki senaryo var: (i) Tırmanış (%40): Beklenenden daha ciddi bir resesyon (-%4) ve Arjantin Pesosu'nun (ARS) daha fazla değer kaybetmesi (yaklaşık %30). (ii) Patlama (kuyruk riski, %10): Kamu borcunun çok büyük kısmının ödenemeyerek %10'luk küçülmenin olduğu bir resesyona neden olması ve bölgedeki ihracatçılara milyar dolarlık faturalar çıkartması.

Borç, Akbaba Fonlar ve Temerrüt: "Orijinal Günah"?

Anlaşmayı reddedenleri resmi kamu borcu sahiplerinden ayırmak. 2001 yılında 100 milyar Dolar'lık temerrütten sonra, Arjantin, borçlarının yeniden yapılandırılması kapsamında devlet tahvilleri sahiplerinin %93'üyle anlaşmaya vardı ve o günden beri de ödemelerini zamanında yapmayı başardı. Mevcut problemin nedeni kalan %7 tahvil sahibi. Bu borç sahiplerine ait 11 milyar Dolar hükümet tarafından ayrı tutulmuş ve bugüne kadar resmi kamu borcu sayılmamıştı.

Halihazırdaki hukuki mücadele hâlen temerrütte olan borcun sadece çok küçük bir bölümüyle ilgili. 2010 yılında "akbaba fonları" olarak bilinen iki yatırım fonu New York Temyiz Mahkemesi'ne kendilerine 1,3 milyar Dolar'lık ödemenin tamamının yapılması için dava açtı. Uzun süren hukuki mücadele sonunda geçtiğimiz Haziran ayında mahkeme Arjantin'in borcu ödemesi kararına vardı ve bu durum çözülmüye kadar Arjantin'in ABD'deki finansal operasyonlarının durdurulabileceği açıklandı. İlk kararın sonucu olarak Arjantin'in 30 Haziran'a kadar 530 milyon Dolar'lık faiz ödemesi yapması gerekiyordu ama ülke ek bir aylık süreye rağmen söz konusu faiz ödemesini yapamadığı için teknik olarak iflas etti.

*"Don't cry for me Argentina" parçasına atıf

Şekil 1: Arjantin Kamu Borcu Bileşimi (milyar Dolar, 2013 sonu)



Kaynak: Banco de la Republica, Euler Hermes



EULER HERMES
Our knowledge serving your success

Büyük bir kartopu etkisi yaratabileceği için hükümetin akbaba fonlarla "tam" bir geri ödeme için anlaşmaya varması olası görülüyor.

(bu davranın örnek alınması durumunda) Eğer, kalan borç sahipleri de "tam geri ödeme" konusunda Arjantin'e dava açarsa faturanın 15 milyar Dolar'a çıkacağı tahmin ediliyor. Ayrıca, yeniden yapılandırılmış borç sahipleri de Arjantin'i -başka yatırımcılara daha iyi teklif sunmasını engelleyen- RUF0 (Rights Upon Future Offers / Gelecek Tekliflere Yönelik Haklar) maddesi kapsamında dava edebilir. Tüm bunlar Arjantin için tam geri ödemeyi zorunlu kılan ilk 1,3 milyar Dolar'lık tutarın 100 milyar Dolar'a ulaşmasına neden olabilir.

Temerrüt veya değil; Asıl soru Arjantin'in reel ekonomisine ne olacak?

Mevcut hukuki mücadele Arjantin krizinin nasıl çözüleceğine dair şüphelere mahal verse de 2001 krizinin tekrür etmesini bekleyenler yanılıyor. 2001 krizinin üzerinden 13 yıl geçti ve ülke bu süreçte emtia malları ve imalat sanayi sayesinde yoluna devam etti. Bu sefer durum farklı. Arjantin eskisi gibi bir finans merkezi değil ve risk, mal ve hizmet ticareti yapan reel ekonomiye yönelik; - borsa oyuncularına değil.

Sorun 1: Siyasi belirsizlikle başa çıkma

Arjantin'de siyasi belirsizlik çok fazla. Hükümetin ciddi müdahaleciliğinin yanı sıra alınan birçok önlem ciddi makroekonomik çarpıklığa neden olarak özel sektörü doğrudan etkiledi. Örneğin, 2011 yılından bu yana döviz ve ithalat üzerindeki kontroller imalat sanayii değer zincirlerinde sorunlar yarattı. Aynı şekilde, dolaşımdaki paraya sınırlı ulaşım yerli şirketlerin yabancı üreticilere ödemelerini zorlaştırdı. Bu da, bazı tüketim mallarının ktlığına neden olarak tüketici fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturdu. Son yıllarda enflasyonist baskılar bütçe açığının monetize edilmiş olmasından dolayı zaten çok fazlaydı.

Sorun 2: Daralan yurt içi talep

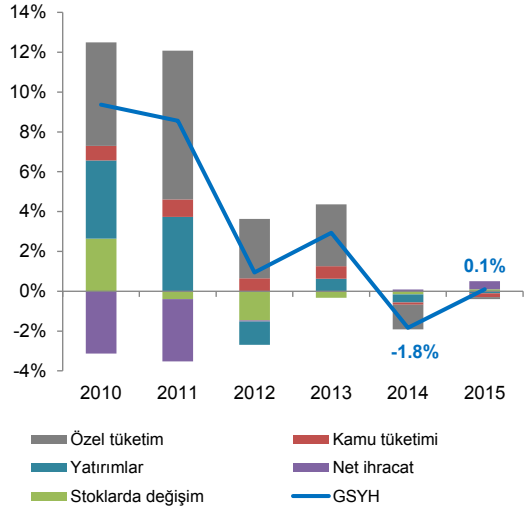
GSYH'si üst üste iki çeyrekte daralan Arjantin resesyona girdi. Özel tüketim, tırmanan enflasyondan (Haziran ayında yıllık %21,9) ciddi şekilde etkilenirken sanayi sektörü döviz ve ithal kontrolleriyle cezalandırılıyor. Haziran 2014'te sanayi üretimi yıllık %5,5 düşüş gösterdi. 2014 yılında ekonominin %1,8 küçülmesini bekliyoruz (Kurtuluş senaryosu, Şekil 2). Bu da 2012 yılında %0,9, 2013 yılında ise %2,9 büyüyen ekonomi için ciddi bir geri adım olacak.

Sorun 3: Sıkı finansman koşulları ve ciddi değişim riski

Yüksek enflasyon nedeniyle finansman koşulları sıkılaştı. Finans dışı sektörlerdeki şirketlere verilen borçların faizleri Haziran ayında %26'ya ulaşırken (aynı oran geçen sene %20'ydi) özel sektöre verilen krediler yavaşlıyor. Ayrıca, 2011 yılından beri Dolar cinsinden verilen borçlarda hızlı düşüş var. 2011 yılında tüm borçların %7'sini oluşturan bu borçların payı Haziran ayında %1'e geriledi. Sermaye çıkışlarından anlaşılacağı üzere dış finansman koşulları da kötüleşti. Tahminlerimize göre son 12 ayda Arjantin'den yaklaşık 20 milyar Dolar (GSYH'nin %4'ü) sermaye çıkışı oldu (Şekil 3). Bunun 3 milyar Dolar'ı tek başına Haziran ve Temmuz aylarında borçlarla ilgili anlaşmazlıktan kaynaklandı. Bir çözüme varılmazsa sermaye çıkışları daha da artacağı benziyor.

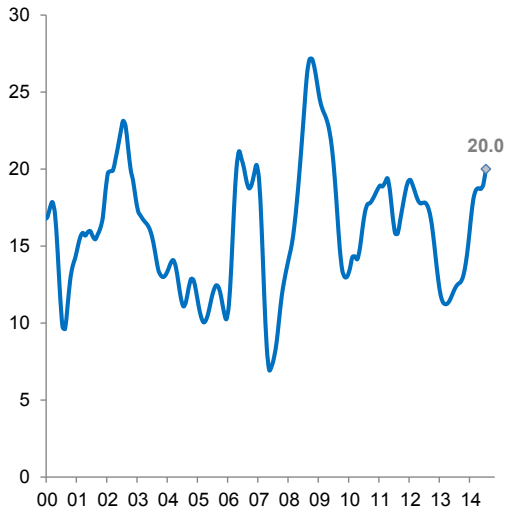
Ocak ayında, döviz kuru kontrollerinin geçici olarak gevşetilmesiyle ARS'nin ciddi değer kaybetmesi (Dolar karşısında %15) döviz kuru riskinin yüksek olduğuna işaret ediyor (Şekil 4). Özellikle de merkez bankasının döviz rezervleri dikkate alındığında... Bankanın 2011 yılında 50 milyar Dolar olan rezervleri geçtiğimiz sene 36 milyar Dolar'ken Haziran ayı itibarıyla 23 milyar Dolar'a inerek 4 aylık ithalatı bile karşılayamayacak seviyeye geriledi.

Şekil 2: GSYH tahminleri ve büyümeye katkılar Kurtuluş senaryosu (giriş bölümüne bkz.) (yıllık, %)



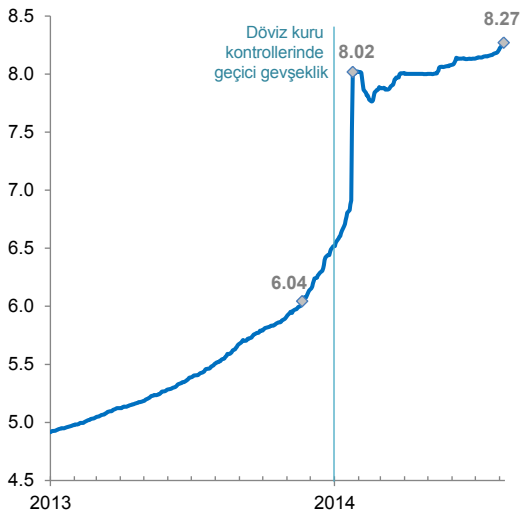
Kaynak: INDEC, Euler Hermes

Şekil 3: Sermaye Çıkışları (Dolar, 12 aydan fazla)



Kaynak: Euler Hermes

Şekil 4: ARS/USD



Kaynak: Banco de la Republica, Euler Hermes

Sektör kırılmalıkları: Kıtık yönetimi hiçbir zaman kolay olmadı

En kırılmal sektörler yurt içi talebe duyarlı ve ithalata bağımlı olanlar (Şekil 5).

1. Elektronik, makine ve teçhizat: Kurbanlar

Yurt içi talebe (dağıtım ve toptan ticaret) yönelik ve girdilerinin büyük kısmı ithal olan elektronik, makine ve teçhizat sektörü bu durumdan en çok etkilenen sektör olacak. Yatırım eksikliği Arjantin’de yüksek katma değeri sanayinin gelişimine ket vurduğu için sınırlı olan ithal mallarını ikame edebilecek yerel alternatifler yok.

2. Dayanıklı mallar: Yeni bir tasarruf biçimi mi?

Perakende sektörü yavaşlayan yurt içi talepten ciddi olarak etkilenmiş olabilir. Ancak, dayanıklı ve dayanıklı olmayan malların ayrımı bu noktada çok önemli. Tırmanan enflasyon ve Dolar’a ulaşımın zor olması hanehalkının dayanıklı malları bir nevi tasarruf aracı olarak değerlendirmesine yol açtı (mevduattan daha az riskli). Diğer bir deyişle, tüketiciler tırmanan enflasyon ve ARS’nin mevcut ve ileriye dönük potansiyel değer kaybı nedeniyle uğrayabilecekleri zararları sınırlamak için ev gereçleri ve mobilya gibi ürünleri satın almaya yöneldi (Şekil 6).

3. Otomotiv: Müdahalecilikten muzdarip

Otomotiv sektörü de bu duruma istisna olmadı. Artan enflasyon ve değer kaybeden ARS varlıkları erittikçe araç satışları 2013 yılında %20 arttı. İthal yolcu araç satışlarında da %60 artış oldu. Bu nedenle, hükümet Ocak ayında üst sınıf araçlar için yeni bir vergi uygulaması başlattı. Bu önlem pazardaki araçların %70’ini etkiliyor ve bazıları için fiyatlarda %100’den fazla artış anlamına geliyor. Sonuç olarak, sene başından beri araç satışlarında %40 düşüş oldu.

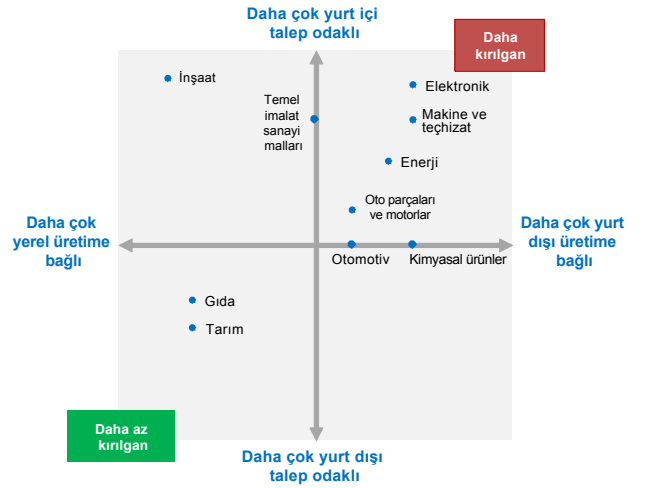
4. Tarım: Çin (ve Rus) talebiyle destekleniyor

Diğer yandan, tarım Arjantin ekonomisi için parlak bir ışık oldu. Çin’den gelen soya fasulyesi talebi ülkenin ihracatını canlandırdı. Ayrıca, AB ve ABD’nin Rusya’ya tarımsal gıdalar konusunda yaptırım uygulama kararı Arjantin için yeni bir ihracat potansiyeli yarattı. Tarım sektöründe aşağı yönlü risklerden biri örgütsel. 2008 yılında ana tarım işçileri örgütlerinden dördü bir araya gelerek soya fasulyesi ihracatına yönelik vergi artışını (%35’ten %44’e) protesto etmek üzere ulusal grev düzenledi.

5. Enerji: Dipsiz bir kuyu?

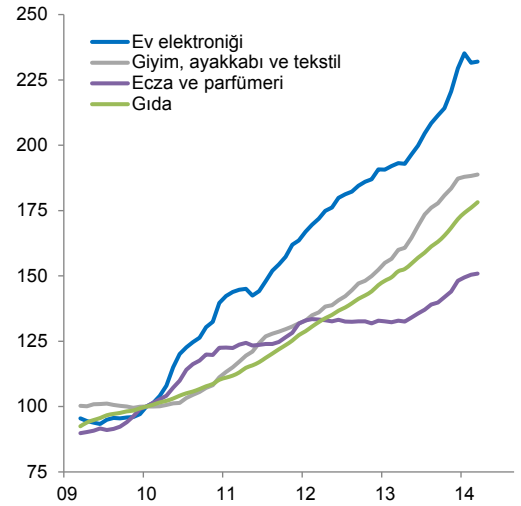
2001 yılında ekonominin çökmesinden sonra Arjantin hükümeti ekonomiyi yeniden ayağa kaldırma planlarının bir parçası olarak elektrik ve doğal gaz sübvansiyonlarına başladı. Söz konusu sübvansiyonlar dağıtım şirketlerinin fiyatlarına sınır getirdi ve bu fiyatlar 2003 yılından beri pek değişmedi. Ancak, bu durum gaz fiyatlarındaki artışı da sınırlayarak gaz üretimini caydırdı ve ulusal gaz üretimi giderek azaldı. Ulusal üretimin azalması – talebin karşılanabilmesi için – enerji ithalatının artmasına neden oldu ve 2010 yılında 4 milyar Dolar olan enerji ihracatı fazlası 6 milyar Dolar’lık açığa dönüştü. Bütçe açığının artması nedeniyle doğal gaz sübvansiyonları Nisan ayında %20 azaltıldı. Önümüzdeki aylarda sübvansiyonlarda daha fazla kesintiye gidilmesi olası ve yerel enerji fiyatlarının ithal fiyatlara yaklaşması durumunda yoğun sektörlerde çok büyük marj kayıpları yaşanabilir.

Şekil 5: Yerli sektörlerin kırılmalıkları



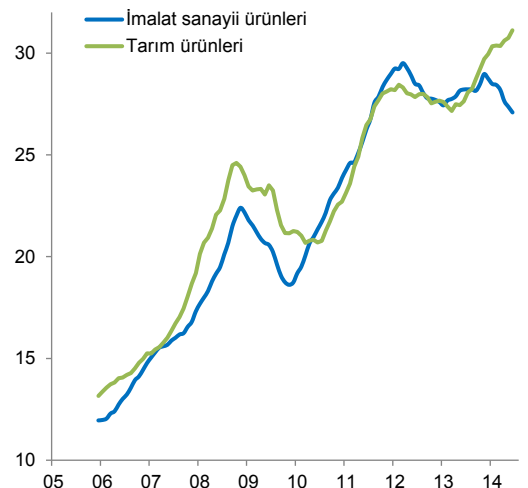
Kaynak: Euler Hermes

Şekil 6: Reel perakende satışları (endeks 2010=100)



Kaynak: MECON, INDEC, Euler Hermes

Şekil 7: Mal ihracatı (milyar Dolar, 12 ay üzeri)



Kaynak: MECON, Euler Hermes

Sırada ne var? Kurtuluş ve belki biraz Tırmanış (Euler Hermes senaryoları)

Euler Hermes uzlaşamayan borç sahipleriyle devam eden müzakerelerden çıkabilecek sonuçları yeniden yapılandırılan borç sahiplerinden ayrışma, özel sektöre geçişkenlik ve bulaşıcılık riskleri bağlamında 3 senaryo altında değerlendirdi. Üçünde de resesyon ve şirket iflasları kaçınılmaz görünüyor.

Senaryo 1: Kurtuluş: Baz Senaryo (%50)

En iyi senaryoda, hükümet yetkilileri akbaba fonlarla (sonunda) bir anlaşmaya varır ve resmi kamu borcu ödemelerine devam edilir. Finansal piyasalar duruma aşırı tepki göstermez ve ARS önümüzdeki 6 ay içinde %10'dan az değer kaybeder. Yine de, ülke resesyona girer (2014 yılında %1,8'lik küçülme). Şirketlerin ürün satışları ve nakit akışlarını finanse etme konusunda yaşayacakları sorunlar nedeniyle ödeme riskleri artar ama genel olarak Arjantin hafif bir türbülansla olayı atlattır.

Senaryo 2: Tırmanış (%40)

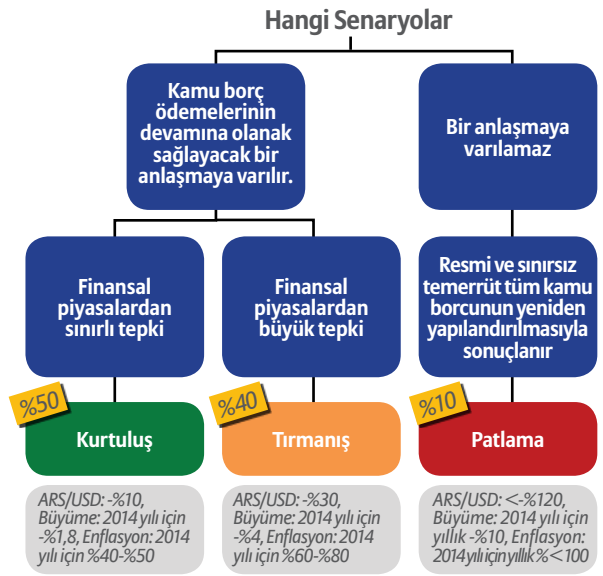
Daha düşük bir ihtimal olmasına karşın bu senaryo ekonomi için daha olumsuz sonuçlar barındırıyor. Akbaba fonlarla yine anlaşmaya varılır ve hukuki mücadele sonuçlanır. Ancak, finansal piyasaların aşırı tepki vermesi nedeniyle ARS'de görülen ciddi değer kaybı (%30) yurt içi talepte düşüşe neden olur ve resesyon %4'e varan ekonomik küçülme ve %80 civarı bir enflasyonla sonuçlanır. Bu senaryoda, hükümetin sermaye çıkışlarını kontrolle yönelik önlemler alması gerekebilir.

Senaryo 3: Patlama, 2001'e dönüş (%10)

Bu son ve en kötü senaryoda 2001 yılına dönüş yaşanır. Diğer iki senaryodan farklı olarak, akbaba fonlar ve hükümet arasında anlaşmaya varılmaz ve bu da kamu borcu üzerinde sınırsız bir iflas yaşanmasına ve tam anlamıyla ekonomik krize yol açar. Ekonomi %10 küçülür. ABD'deki Arjantin varlıkları üzerine konan ambargoyla ARS'nin değer kaybı ve enflasyon yıllık %100'ün üzerine çıkarak özel borçlarda büyük temerrütleri beraberinde getirir.

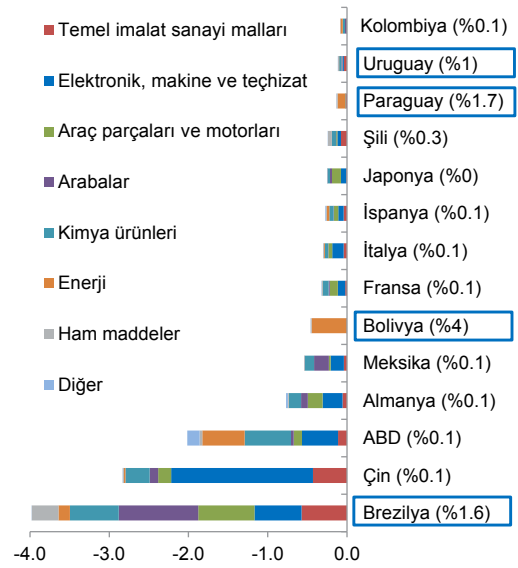
Arjantin'in yıllardır neredeyse kapalı bir ekonomi olarak kalmasından dolayı 3. senaryo çerçevesinde ana ticari ortaklara olan etkiler sınırlı olacaktır. Arjantin ekonomisinin %10 küçülmesi, ithalatında da %20'lik bir daralmayla sonuçlanacaktır. En çok Brezilya'dan ithalat azalacaktır (4 milyar Dolar). Bu Brezilya için görece küçük bir şok olacaktır (toplam ihracatta %1,6'lık bir düşüş). Aynı şekilde Çin için maliyet 3 milyar Dolar, ABD için 2 milyar Dolar ve Almanya için 1 milyar Dolar olacaktır. Daha küçük komşu ülkeler (Bolivya, Paraguay ve Uruguay) bu durumdan daha fazla etkilenebilir.

Şekil 8: Euler Hermes Senaryoları



Kaynak: Euler Hermes

Şekil 9: Arjantin ithalatının %20 azalmasının etkileri Patlama Senaryosu (milyar Dolar ve ticari ortakların toplam ihracatının %'si)



Kaynak: CHELEM, Euler Hermes