

# Ekonomi Bülteni

26 Aralık 2011, Sayı: 47

- **Yurtdışı Gelişmeler**
- **Yurtiçi Gelişmeler**
- **Finansal Göstergeler**
- **Makro Ekonomi & Strateji**
  - **2012'de Türkiye'ye Yönelik 3 Endişe**
    - 1) Euro Bölgesi'ndeki kriz ihracatımızı nasıl etkileyecek ?
    - 2) Türk Bankaları Avrupa'dan Borçlanabilecekler mi ?
    - 3) Büyümenin motoru ne olacak ?
  - **Euro Bölgesi Krizi Nasıl Çözülebilir**

## Ekonomik Araştırma ve Strateji

Dr. Saruhan Özel

Ercan Ergüzel

Berke Gümüş

Doğukan Ulusoy

**DenizBank** 

DEXIA

# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Yurtdışı Gelişmeler

- **Vergi indirimi konusunda Cumhuriyetçilerin inadı kırıldı.** Temsilciler Meclisi'nde Cumhuriyetçilerin ısrarcı tutumlarından geri adım atmaları sonucunda maaş vergi indirimlerinin görüşülmesi 2012'ye bırakıldı. Sürenin sonunda Temsilciler Meclisi ve Senato vergi indirimlerinin uzatılması konusunda tekrar bir araya gelecek. Kongrenin yılsonuna kadar yaşanan çıkmazı aşamaması halinde çalışanlar yıllık 1000 ABD \$'ı civarında tasarruftan mahrum kalacaklardı ve bordro vergileri %4.2'den %6.2'ye yükselerek milyonlarca ABD'liyi işsizlik maaşından yoksun bırakacaktı. Başkan Obama'nın Kongre'den geçmesi için yoğun çaba sarf ettiği maaş bordrosu vergi indirimlerinin ve işsizlik yardımlarının uzatılması konusu uzun süredir ABD'nin gündemini meşgul ediyordu.
- **ABD'de istihdam toparlıyor.** ABD'de 17 Aralık itibarıyla 380K olan piyasa beklentisinin altında 364K olarak açıklanan olumlu işsizlik maaşı başvuruları %2 olan piyasa beklentisinin altında %1.8 olarak açıklanan üçüncü çeyrek GSYİH büyümesinin negatif etkisini bertaraf etti. Nisan 2008'den bu yana en düşük seviyeye gerileyen işsizlik maaşı başvuruları 2012'ye girilirken istihdama yönelik olumlu beklentileri güçlendirdi. 2011'in sonuna yaklaşılrken genel itibarıyla düzelen ekonomik verilerde FED'in uyguladığı gevşek para politikasının olumlu katkısı var. Diğer taraftan GSYİH'nin üçüncü çeyrekte düşük gelmesinde cılız tüketim harcamaları etkili oldu.
- **ABD'de konut verileri de olumlu seyrediyor.** Kasım ayında ABD'de ikinci el konut satışları ciddi oranda gerilese de diğer konut sektörü verileri yatırımcıları sevindiriyor. Kasım ayı yeni konut başlangıçları %9.3 artışla piyasa beklentisi olan 635K'nın üzerinde 685K olarak açıklandı ve Nisan 2010'dan bu yana en yüksek seviyesine ulaştı. İnşaat ruhsatları ise piyasa beklentisi olan 635K'nın üzerinde 681K olarak açıklandı. İkinci el konut satışları ise Kasım ayı için piyasa beklentisi olan 5.05 milyonun altında 4.42 milyon olarak açıklandı. ABD'den gelen konut piyasası verileri yatırımcılar tarafından 2011'in son günlerinde olumlu algılandı.
- **ECB 523 bankaya 489 milyar €'luk kredi kullandı.** Avrupa Merkez Bankası (ECB) Euro Bölgesi bankalarına 3 yıllık refinansman operasyonu dahilinde piyasa beklentisi olan 293 milyar €'nun oldukça üzerinde 489 milyar € kredi kullandı. Borç sorununa çözüm olması amacıyla 8 Aralık'taki faiz toplantısında devreye alınacağı ECB Başkanı Draghi tarafından açıklanan 3 yıllık limitsiz krediye 523 banka başvurdu. Ayrıca krediyi kullanan bankaların isimlerinin ECB tarafından açıklanmayacağı duyuruldu. ECB bu yolla bankaların likidite sıkışıklığına çözüm olarak kendisinden ucuza borçlanılarak carry trade metoduyla PIIGS tahvillerine olan yatırımı teşvik etmeye çalışıyor ve borçlanma faizlerini aşağı düşürmeyi amaçlıyor.
- **İspanya borçlanması yüzleri güldürdü.** İspanya düzenlediği iki bono ihalesiyle toplamda 5.64 milyar € ile 4.5 milyar €'luk hedefin üzerinde borçlandı. 6 aylık ihraçta borçlanma faizi %5.227'den %2.435'e indi. İspanya'da faizlerin gerilemesi krize karşı çeşitli mali kesintiler ve reformlar içeren bir paket hazırlayan ülkenin yeni başbakanı Rajoy'un elini güçlendirdi. Paket dahilinde işsizliğin 5.4 milyon'a ulaştığı İspanya'da istihdam yaratılması, bütçe açıklarının daraltılması, bankacılık sisteminin sağlamlaştırılması ve gereksiz bürokrasinin elimine edilmesi hedefleniyor. İspanya'nın bu sene için GSYİH'nin %6 olan bütçe açığı hedefini tutturması halinde bile 2012 hedefi olan %4.4'ü tutturması için en az 16.5 milyar €'luk kemer sıkma operasyonu yapması gerekiyor.
- **Euro Bölgesi 150 milyar €'luk kaynağı topladı .** AB ülkeleri gerçekleşen görüşmeler sonucunda borç krizinde kullanılmak üzere IMF'ye 150 milyar € kaynak aktarılması konusunda anlaşmaya vardı. Toplantı öncesi IMF'ye 17 Euro Bölgesi ülkesinden 150 milyar € diğer AB ülkelerinden de 50 milyar € olmak üzere 200 milyar €'luk bir kaynak aktarılması planlanıyordu. Fakat yapılan görüşmelerde İngiltere katkı sağlamayacağını sinyallerini verdi ve 150 milyar € toplandı. Toplantı sonrası AB maliye bakanları yaptığı yazılı açıklamada İngiltere'nin konu ile kararını 2012 başlarında vereceği açıklandı.
- **Kuzey Kore'de lider değişimi.** Komünizm ile yönetilen Kuzey Kore'de lider Kim Jong İl'in ölümü ile Asya piyasaları dalgalandı. Artan belirsizlik bir miktar tedirginlik yaratsa da başa geçen oğul Kim Jung Un'un benzer politikalar izleyeceği ve Kuzey-Güney Kore arasındaki gerginliğin hafifleyeceği beklentisi sonucu yerini olumlu havaya bıraktı.

# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Yurtiçi Gelişmeler

### TCMB PPK Kararları, Aralık 2011

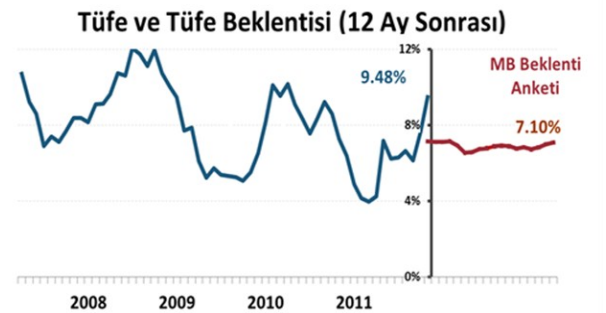
22 Aralık'ta yapılan toplantıda alınan kararlar şu şekilde oldu:

- MB haftalık repo faiz oranını %5.75 düzeyinde sabit tuttu.
- Banka Ekim ayında gerçekleştirdiği düzenlemelerin ardından bu ayda bir değişikliğe gitmedi ve MB'nin borç alma ve borç verme faiz koridoru %5-12.5 aralığında sabit kaldı. Piyasa Yapıcı (PY) bankaların gecelik borçlanma faizi değişmeyerek %12 seviyesinde kaldı. Munzam karşılıklarda da herhangi bir değişikliğe gidilmedi.
- MB Aralık ayı kararında iç ve dış talepteki dengelenmenin devam ettiği tekrar vurgulanırken, net ihracatın büyümeye katkısına değinildi. Hatırlanacağı üzere son açıklanan 3. Çeyrek büyüme verilerinde dokuz çeyrekte net ihracat büyümeye 0.6 puanlık pozitif bir katkı sağlamıştı. Cari İşlemler açığındaki düzelmeye ise daha da belirginleştiği ifade edildi.
- Enflasyon tarafında neredeyse aynı ifadeler kullanıldı. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisine tekrar değinilirken, enflasyonun Aralık ayı yükseliş trendinde olacak olmasına rağmen ikincil etkilerin zayıf olacağı yinelenildi. Geçen aydan farklı olarak kurul kararında 2012 yılında enflasyonun kademeli olarak düşüş göstereceği ve yılın son aylarına doğru %5 hedefine yaklaşacağı açıkça belirtildi.
- Mevcut sıkılaştırıcı para politikasının bir süre daha sürmesinin gerekliliğine dikkat çekilirken, faiz koridorunun sağladığı esneklik açısından gerekliliğine dikkat çekildi. Kredi büyümesinde ise aşağı yönlü trendin devam ettiği vurgulandı ve haftalık repo ihaleleri ile para politikasının ayarlanmaya devam edileceği dile getirildi.

Kararda geçen aydan farklı olarak enflasyonun önümüzdeki dönemde düşüş trendine gireceği daha net ifadelerle belirtildi. Ayrıca mevcut para politikasının etkilerinin belirginleştiğinin ve bir süre devam etmesinin gerekliliğinin belirtilmesi ile de MB'nin kısa vadede para politikasında radikal bir değişikliğe gitmeyeceğinin sinyali verildi.

### TCMB Beklenti Anketi, Aralık II. Dönem 2011

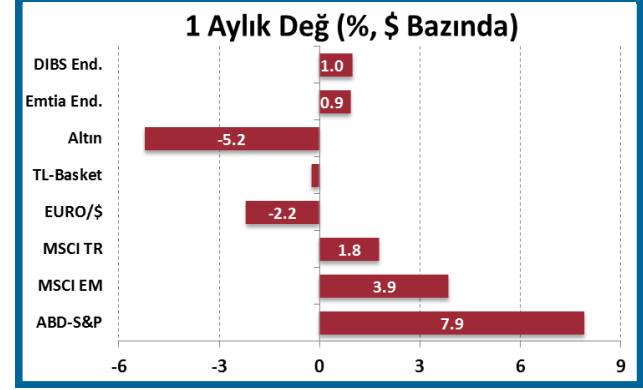
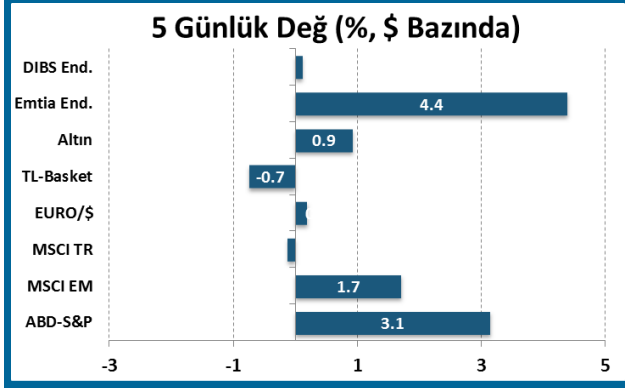
- Aralık ayı II. Dönem Beklenti Anketi'nde beklentiler MB'nin son PPK kararındaki ifadelerle paralel enflasyonist etkilerin uzun vadede sınırlı olacağı yönünde. 12 aylık TÜFE beklentisi %7.15'den %7.10'a revize edilirken 24 aylık TÜFE beklentisi ise %6.54'den %6.48'e geriledi.
- Bir haftalık repo faiz oranı (politika faiz oranı) beklentisi üç ay sonrası için %5.75'de sabit kalırken, gelecek 12 ay sonundaki repo faiz oranı beklentisi %6.25'den %6.23'e geriledi.
- Son dönemde kurların tekrar yukarı yönlü hareketlenmesi ile yılsonu \$/TL beklentisi 1.82'den 1.86'ya çıkarak beklenti anketlerindeki en yüksek seviyesini aldı. 12 ay sonrasının beklentisi ise daha sınırlı artış ile 1.80'den 1.82'ye yukarı yönlü revize edildi.
- Ekim ayında cari açığın 4.15 milyar \$ olarak gerçekleşerek yavaşlama adına ciddi bir sinyal vermemesinin ardından, yıl sonu cari denge açığı beklentileri de açıklanan veriye paralel çok sınırlı bir artış gösterdi ve 75.3 milyar \$ olarak gerçekleşti. Türkiye'nin 2012 yılındaki büyüme performansının düşeceğine yönelik beklentiler ve uygulanan sıkı para politikasının bir süre daha devam edeceği beklentisi ile gelecek yıla ait cari denge açığı beklentileri ise 64.1 milyar \$'dan 62.9 milyar \$'a geriledi.
- Büyüme tarafında ise son dönemde gelen güçlü sanayi üretimi ve 3. Çeyrek büyüme verilerinin etkisiyle 2011 büyüme beklentisi %7.1'den %7.5'e yükselirken, yıl sonu büyümesinin Kasım başında %6.8 olması bekleniyordu. 2012 yılı için büyüme tahmini ise %3.5'den %3.4'e revize edildi.



## DenizBank Ekonomi Bülteni

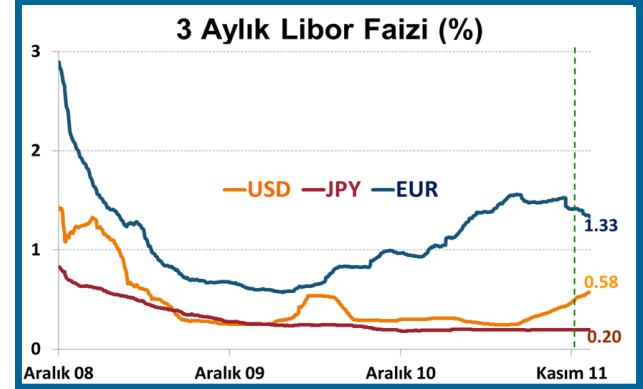
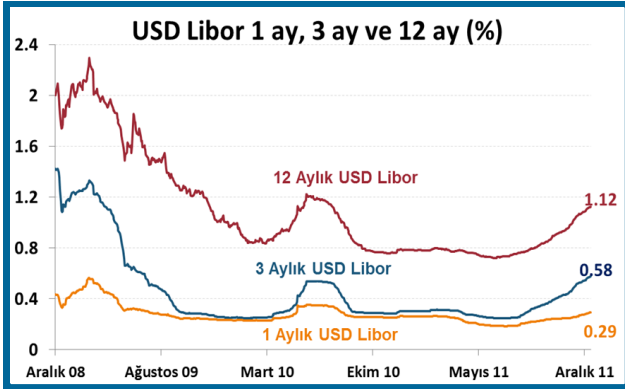
## Finansal Göstergeler

## Haftalık ve Aylık Getiri



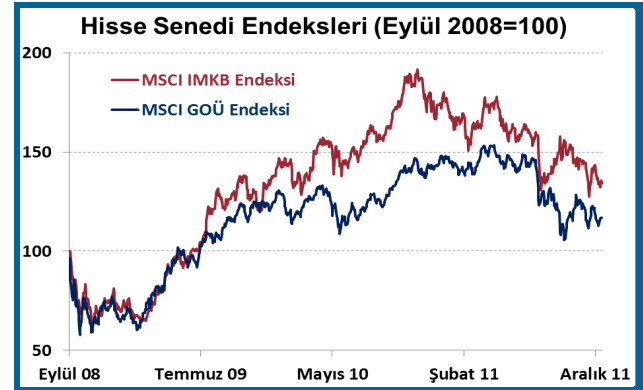
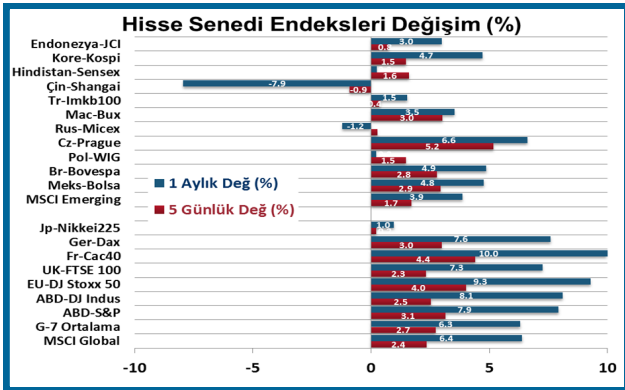
Risk iştahındaki artış ile finansal varlıklar haftalık bazda değer kazandı.

## Para Piyasaları



USD libor faizlerindeki artış piyasaların atılan adımlardan memnun olmadığını göstergesi..

## H. Senedi Piyasaları

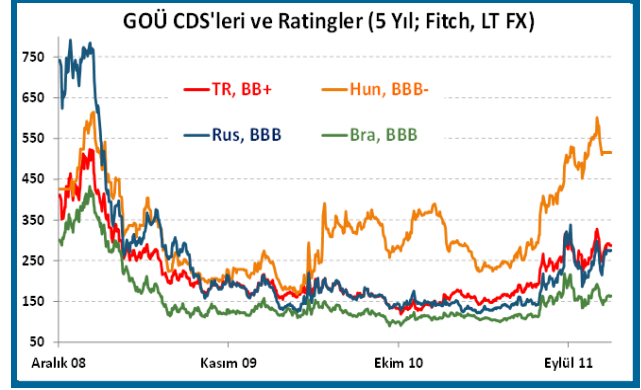
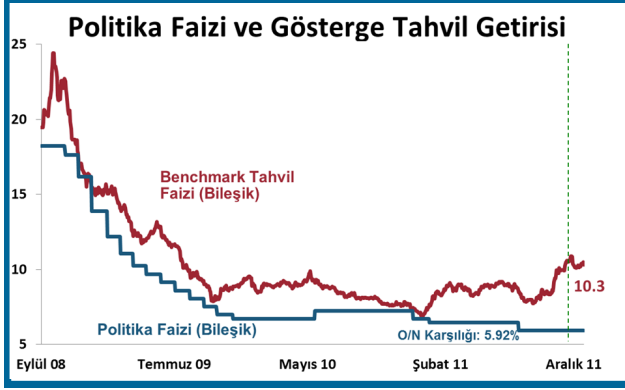


Artan risk algısı hisse senedi piyasalarına olumlu yansıdı.

## DenizBank Ekonomi Bülteni

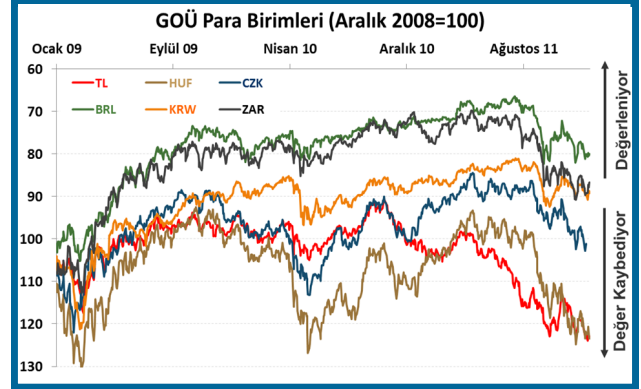
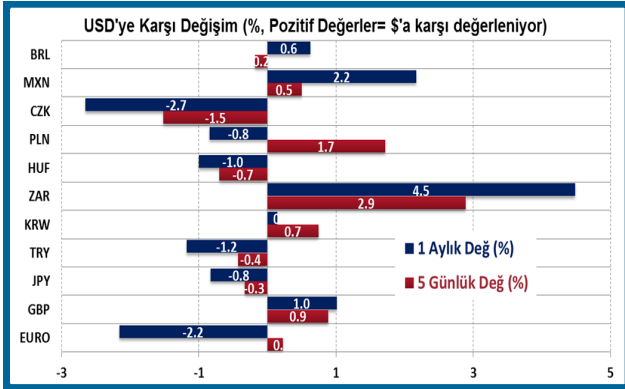
## Finansal Göstergeler

## Tahvil Piyasaları



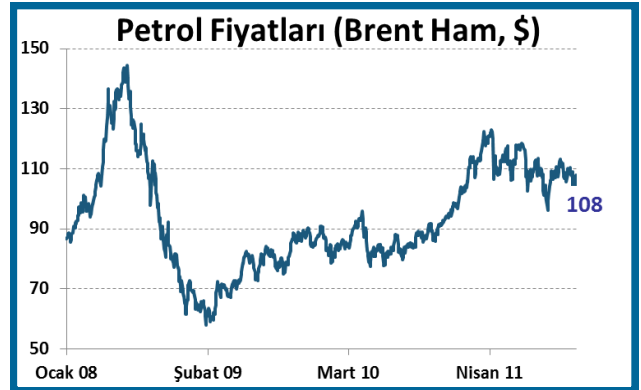
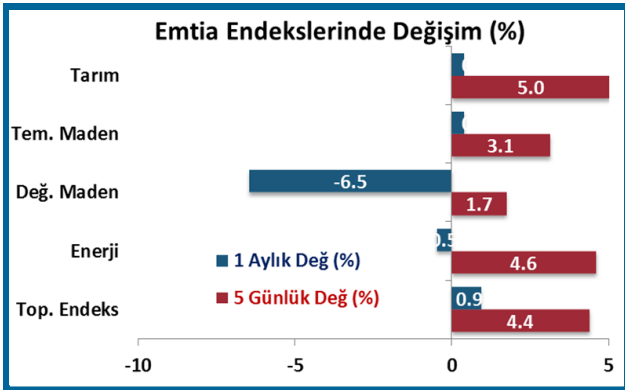
**MB'nın Aralık ayı PPK toplantısındaki enflasyon vurgusu gösterge faizi yükseltti.**

## Döviz Piyasaları



**Paritedeki düşüşü ECB'nin bankalara sunduğu 3 yıllık limitsiz kredi imkanı da engelleyemedi.**

## Emtia Piyasaları



**Artan risk iştahı petrol ve emtia endekslerini yükseltti.**

# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Makro Ekonomi & Strateji

### 2012'de Türkiye'ye Yönelik 3 Endişe...

2011 dünya ekonomisi açısından tam bir hayal kırıklığı oldu. Bir önceki yıl dünya ekonomisi yeniden %5'in üzerinde büyüyünce global finansal sistemin yeniden çalışmaya başladığı, stokların eritildiği, ve yatırımların yeniden hızlanacağı düşünülmüştü. Hatta 2011 başında gelen yavaşlama sinyalleri de çok ciddiye alınmamıştı. Zaten hızlı olan geri dönüşün biraz yavaşlaması normaldi. Japonya'daki deprem ve tsunami tedarik zincirini geçici olarak etkileyecekti. (Daha sonra ciddi bir revizyonla %1.9'dan %0.4'e düşürülen) ABD ekonomisinin ilk çeyrek büyüme verisi de gayet iyi gelmişti. Euro Bölgesi'nde Yunanistan sorunu vardı ama bölgenin %2'si bile etmeyen bir ekonominin sorunu nasılsa daha fazla büyümeden halledilebilirdi. Ama 2011 yılının ikinci yarısı hiç de beklendiği gibi gelişmedi. Özellikle de Euro Bölgesi Yunanistan sorununu basiretli bir şekilde çözmek yerine piyasaları kandırma yoluna gidince moraller iyice bozuldu.

2012 yılına baktığımızda resim daha da olumsuz. Büyüme beklentileri sürekli aşağı çekiliyor. Euro Bölgesi liderliğinde gelişmiş ekonomilerin durgunluk yaşayacağı ve bazılarının resesyona kayabileceği düşünülürken Çin ve Hindistan gibi hızlı büyüyen gelişmekte olan ülkelerin de ciddi şekilde yavaşlayacakları öngörülüyor.

Bu genel resim içinde Türkiye'ye yönelik endişeler de artıyor. Piyasaların merakla fiyatlamaya çalıştığı 3 soru var:

#### 1) Euro Bölgesi'ndeki kriz ihracatımızı nasıl etkileyecek ?

Son 4 yılda ihracatımız içindeki payı 10 puan geriledi ama AB Türkiye'nin hala en önemli ihracat pazarı. Üstelik Türkiye'de ihracattan daha fazla destek alan bir büyümenin hedeflendiği bir ortamda bu en önemli pazara yönelik endişeler can sıkıyor. Bölgenin gelişmiş ekonomileri tüketim yerine tasarrufa yöneldikçe bölgeye yapılan ihracat olumsuz etkilenecek. Zaten benzer bir durumu Japonya, Çin ve Güney Kore'nin bölgeye olan ihracatının sürekli gerilemesinden de teyit ediyoruz.

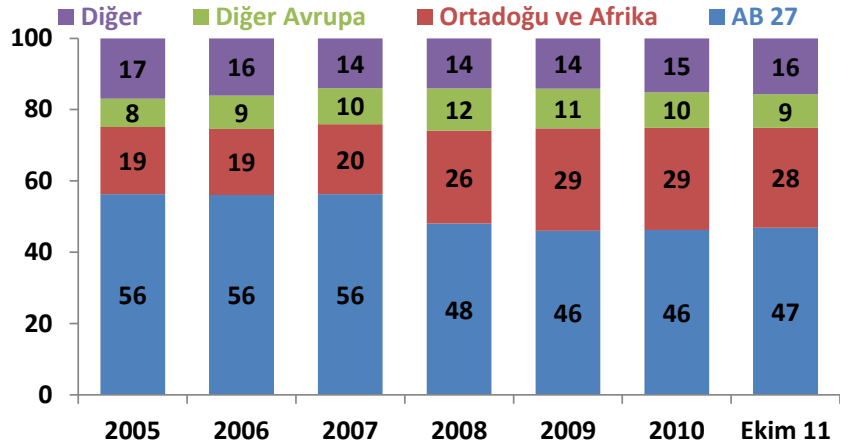
Ama tersine Türkiye'nin ihracatı gayet iyi. Yılın ilk 10 ayındaki ihracat artışı %22. Son 4 yılın en yüksek artış oranı. Üstelik sebebi sadece EURO/TL'de ilk 10 ayda yaşanan %19'luk değer kaybı da değil . AB'deki tasarruf eğilimi Türkiye ihracatına yarıyor çünkü marka primi olmadan daha ucuz ama fiyatına göre iyi kalite sunan Türkiye ihracatı kriz dönemlerinde talep görüyor. Ayrıca Asya fiyatları büyük miktardaki sevkiyatlarda avantajlı. Türkiye kriz dönemlerinin daha çabuk ve daha küçük miktarlardaki ithalat talebine Asya'ya göre çok daha kolay cevap verebiliyor. O nedenle, Avrupa'daki krizin ihracata olumsuz etkisinden çok endişe etmemek gerekir.

Ama tersine Türkiye'nin ihracatı gayet iyi. Yılın ilk 10 ayındaki ihracat artışı %22. Son 4 yılın en yüksek artış oranı. Üstelik sebebi sadece EURO/TL'de ilk 10 ayda yaşanan %19'luk değer kaybı da değil . AB'deki tasarruf eğilimi Türkiye ihracatına yarıyor çünkü marka primi olmadan daha ucuz ama fiyatına göre iyi kalite sunan Türkiye ihracatı kriz dönemlerinde talep görüyor. Ayrıca Asya fiyatları büyük miktardaki sevkiyatlarda avantajlı. Türkiye kriz dönemlerinin daha çabuk ve daha küçük miktarlardaki ithalat talebine Asya'ya göre çok daha kolay cevap verebiliyor. O nedenle, Avrupa'daki krizin ihracata olumsuz etkisinden çok endişe etmemek gerekir.

#### 2) Türk Bankaları Avrupa'dan Borçlanabilecekler mi ?

Euro bölgesinde finansal sistem son derece sıkıntılı. Bankalar geri alamayacaklarından şüphe ederek birbirlerine kredi vermekten imtina ediyorlar. Bölge bankalarının 2012 ortasına kadar 115 milyar € ek sermayeye ihtiyaçları var ve bunu bulamazlarsa bilançolarını küçülterek sermaye açıklarını kapamak durumundalar. İtalya, İspanya ve hatta Fransa gibi ülkelerin devletleri makul maliyetlerle borçlanmakta zorlandıkları için bankalarını yurtdışına kredi vermek yerine kendi devlet tahvillerini almaya zorlayabilir. Hatta Almanya'nın en önde gelen bankalarından olan Commerzbank Almanya dışına kredi vermeyeceğini açıkladı bile. Böyle bir ortamda bankaların Türkiye'ye yeteri kadar kaynak aktarmayabilecekleri önemli bir endişe kaynağı. Cari açığı hala yüksek olan Türkiye'nin bunu finanse ettiği en önemli kanal bankalar ve onların da en önemli finansman pazarları Avrupa. Öyle ki Ekim ayı itibarıyla özel sektörün yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredi borcunun %72'si Avrupa'dan. Yalnız 2008 krizinden önce de bu oran %73'tü ve o tarihten bugüne bu seviyelerde yatay seyrini sürdürüyor.

### Ülke Gruplarına Göre İhracat (%)



# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Makro Ekonomi & Strateji

Elbette bölge sorun yaşamasa daha iyi olurdu ama bu sorunu da çok abartmamak gerekir. Birincisi, Euro bölgesinde aslında yeteri kadar likidite var. Sadece bankalar arasında dolaşmıyor. Bankaların birbirlerine güvenmedikleri için ECB'ye gecelik yatırdıkları likidite miktarı yeniden 300 milyar €'nın üzerinde. Üstelik ECB 2012 ortasında % 0.50'lere kadar düşmesi beklenen bu ucuz fonlamayı artık 3 yıla kadar uzayan vadelerde yapmaya başladı. Bu hafta yapılan ihalede AB bankalarının ihtiyacı 250-300 milyar Euro olarak hesaplanırken talep 489 milyar Euro talep geldi ve ECB söz verdiği şekilde bunun tamamını bankalara verdi.

Avrupa Türkiye'ye arkasında dış ticaret işlemlerine dayanarak verilen sendikasyon, postfinansman gibi krediler de pek bir yılı aşmıyor ve gayet karlı (çünkü bu finansmanla Türkiye'de karlı işler yapılıyor). Ayrıca Türkiye'deki bankalar kredi geri ödemesi açısından Euro bölgesi bankalarına göre çok daha güvenilir konumda. Euro bölgesi 6 aydır zor bir süreçten geçiyor olmasına rağmen Türk bankaları son bir yılda vadesi gelen borcunun %58'i kadar daha fazla borçlanabildi. 2012'de bunun %100'ün altına inmesi bugüne kadar yaşanandan çok daha büyük bir kriz gerektirir.

Son olarak da, her ne kadar uzun vadeli projelere uygunluk açısından yurtdışı (döviz) krediler önemli olsa da banka bilançolarının yaklaşık dörtte biri devlet tahvillerinden oluşuyor. Devlet bütçesinde bu şekilde tasarruf yapmaya devam edip vadesi gelen borcunun altında borçlandıkça bankalara reel sektöre kalıcı bir şekilde aktarabileceği bir kaynağı sağlamış olacak. Bu da bir tür sigorta görevi görüyor.

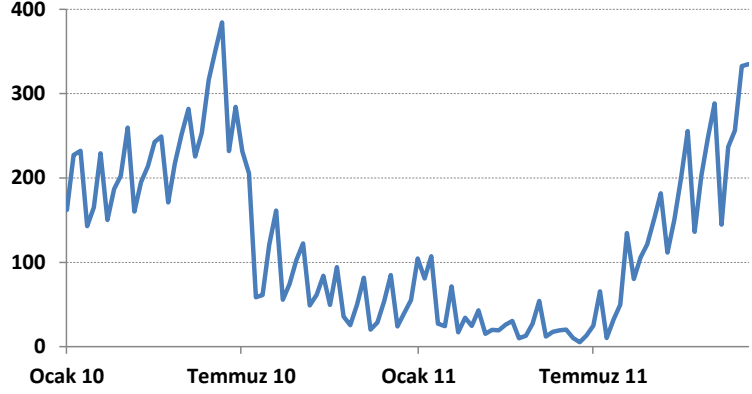
### 3) Büyümenin motoru ne olacak ?

Otoritelerin uyguladığı politikalar ekonomiyi iç talepten ziyade ihracata dayalı büyümeye yöneltiyor. Yukarıda da vurgulandığı üzere ihracatın yapısı itibarı ile sorun yaşamayacağını ve 2012'de çift haneli hızlarda büyümeye devam edebileceği görülüyor. Ne var ki, ihracat büyümenin ilacı değil. Ekonominin en önemli iki motoru iç talep ve iç talebe yönelik yatırım harcamaları. İç talep zayıflarken yatırım harcamaları da azalır Türkiye %5-7 arasındaki potansiyel büyümesinin oldukça altına inebilir.

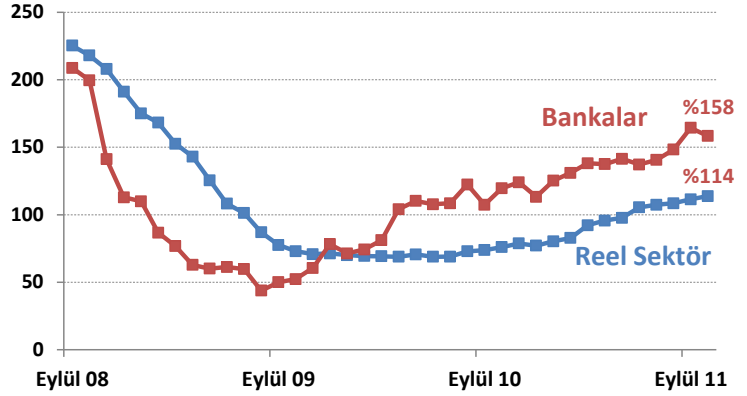
Öte yandan yurtiçi üretim yerine ithalata yüklenen reel sektör açık bir şekilde otoritelerin yurtiçi üretimi teşvik etmeye yönelik ciddi tedbirler aldığını, bu tedbirlerin mevcut kar marjlarını önemli ölçüde daralttığını ve uzunca bir süre sonuç alınincaya kadar bu politikada ısrar edileceğini görüyorlar. Yakında çözülmesi beklenmeyen global kriz de TL'yi rekabetçi tutarak bu amaca büyük destek veriyor. Bu ortamda son derece dinamik çalışan reel sektörün şimdiden bu teşviklerden faydalanarak ithalatlarını ikame edici projelere yönelindikleri görülüyor ve bu hızlanarak devam edecek. Dolayısıyla, iç talep zayıflasa da yatırım harcamaları üzerindeki etkisinin fazla olmayacağı düşünülebilir.

Özetle, bugün 2012'nin özellikle yılın ilk yarısında global anlamda kolay geçeceğini iddia etmek büyük cesaret ister. Ama Türkiye'ye yönelik endişelere temkinli yaklaşmak gerekir.

AB Bankalarının ECB'deki Mevduatı (Milyar €)



Borç Çevirme Oranı ( %, 12 Ay Kümülatif)



# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Makro Ekonomi & Strateji

### Euro Krizi Nasıl Çözülebilir ?...

2011 yılının en büyük sıkıntısı Euro Bölgesi'nde yaşananlar oldu. Yunanistan'la başlayan krize bir türlü zamanında önlem alınamadı. Kriz yayıldı ve tüm bölgeyi tehdit eder hale geldi. 2012 yılında da Euro krizi en önemli gündem maddesi olmaya devam edecek. Bu doğrultuda itibarlı ekonomistler dış basında krizin nasıl çözülebileceğine yönelik görüşler veriyorlar. Bunlardan biri de eski FED Başkan Yardımcısı, Clinton döneminin Ekonomi Danışman Kurulu Başkanı ve Princeton Üniversitesi Öğretim Üyesi Prof. Alan Blinder. Euro krizine yönelik çözümleri aşağıdaki yazısında son derece anlaşılır bir dille paylaşıyor.

### Euro Bölgesi'deki Krizin Sebebi Almanya !

Finans dünyası Euro'ya odaklanmış durumda. Avrupa'nın ortak para biriminin iki büyük sorunu var. Kamu borcu ve bankacılık krizi sorunun aciliyetinden dolayı tüm dikkatleri üzerinde topluyor. Tüm AB zirve toplantılarında yaşanan acınası durum da cabası. Fakat bu aşamada piyasaların dikkatini çekmemiş olan çok daha önemli sorun Euro Bölgesi içindeki bazı ülkelerin Euro nedeni ile rekabet gücünü kaybetmiş olmaları.

Temel sorun Euro para biriminin vaktinden daha önce hayata geçirilmiş olmasından kaynaklanıyor. Euro Bölgesi bir ülke değil. İlk başta 11 ülkeyle başlayıp sonra 17 ülkeye çıkan topluluğun parasal birliğe imza atmadan önce bütçe politikalarını, vergi sistemlerini ve bankacılık regülasyonlarını tek çatı altında toplamaları gerekiyordu. Dahası bu parasal birlik ülkeler arası para akışını daha disiplinli bir şekilde kontrol eden güçlü bir merkezi otoriteyi hayata geçirmeden kuruldu. Nobel ödüllü New York Üniversitesi ekonomisti Thomas Sargent'ın ABD'den esinlendiği benzetmede olduğu gibi 17 Euro Ülkesi kamu borcu ve bankacılık sorunlarını tek bir anayasa yerine eyaletlerinin kanunlarına göre çözmeye çalışıyor.

ABD'nin efsane beybolcularından "Solak Gomez" bir keresinde iyi olmaktansa şanslı olmayı yeğlediğini söylemişti. Euro Bölgesi ülkeleri oynadıkları bu cüretkar kumarda hem şanslı hem de iyi olmak zorundaydı. Kriz öncesi 10 senelik dönemde öyleydiler de. Fakat artık şans faktörü devreden çıkmaya başladı. Krizle birlikte para birliği içerisinde ülkelerin birbirinden farklı ekonomik dinamiklerinin birliğin yumuşak karnı olduğu anlaşıldı. Mevcut yapı devam ederse benzer sorunlar yarın da devam edecek. Yani basiretli politikalar uygulayan ülkelerle uygulamayanların aynı para birimini kullanmalarına izin vermek Yunan mitoloji figürlerinden Procrustes'in misafirlerini ağırlama şekline benziyor (Procrustes evine gelen misafirlerine uygun yatak vereceğine vücutlarını kesip ya da cendereye sıkıştırarak misafirlerini evdeki yatağa sığdırmaya çalışırdı). Bu durumda Procrustes'in ilk kurbanı yüksek kamu borcu nedeniyle Yunanistan oldu. Fakat unutmamak gerekir ki, problem farklı bir ülkede farklı bir şekilde de ortaya çıkabilirdi.

Normalde zayıf bir ekonominin kendisini savunması için üç yolu var. Para politikasının gevşetilmesi, bütçe politikasının gevşetilmesi veya kurun devalüe edilmesi (dalgalı kur rejimi uygulanıyorsa zaten piyasa bunu kendiliğinden belirleyecektir). Fakat Euro Bölgesi'ne dahil olmak ülkelerin elindeki iki kaçış yolunu bloke etmiş vaziyette. Bu durumda elde sadece bütçe politikası seçeneği kalıyor. Bir ülke borçlanma kapasitesini en üst limitine kadar zorlamış olunca (Yunanistan'ın yaptığı gibi) bu yol da kapanıyor. Peki o zaman ne oluyor?

Yunanistan'ın şu an içinde bulunduğu durum yani depresyon (derin bir resesyon-üretimde sert düşüş) yaşanıyor. Para ve bütçe politikalarını gevşetmek, veya para birimini devalüe etmek mümkün değilse bu depresyon çok uzun süre alabilir. Nitekim Yunanistan ekonomisi krizin başından beri %12 küçüldü ve küçülmeye devam ediyor. Bu yüzden Yunanistan'ın Euro'yu terk etmesi yönünde yorumlar yapılıyor. Fakat bu Yunanistan ile sınırlı kalmadı. Piyasa avcıları Euro Bölgesi'ndeki diğer yaralı ceylanlara gözlerini diktiler: Portekiz, İrlanda, İspanya, İtalya ve sıradaki diğerleri...

Avrupa ülkeleri felaketi engellemeye çalışıyor. 9 Aralık Cuma günü son yapılan zirvede 17 Euro Bölgesi ülkesi ve İngiltere dışındaki 9 AB üyesi ülke eskisinden daha sert koşullar altında bütçe disiplinine uyma sözü verdiler. Fakat bu mutabakat bugünkü krizi çözmekten ziyade gelecekte olabilecek krizleri önlemeye yönelik. Bütçe politikalarının sıkılaştırılması mevcut resesyonu daha da derinleştirecek. Bu koşullar altında nefeslerimizi tutup Avrupa Merkez Bankası'ndan yüksek miktarlarda tahvil alımı yaparak bizi kurtarmasını beklemekten başta bir umudumuz kalmıyor.

Bu sorunların kolay olanı. Daha büyük asıl sorun rekabet güçlerinin zayıflamış olması. Bu yüksek kamu borcu sorununa göre çok daha temel ve çözümü zor bir sorun.

# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Makro Ekonomi & Strateji

Çünkü döviz kurlarının iki temel belirleyicisi var: 1) ülkeler arası verimlilik farkı (diğer parametrelerin sabit olduğu durumda daha hızlı artan verimliliğin ilgili para birimini değerlendirmesi gibi) ve 2) ülkeler arası işgücü ve mal fiyatları arasındaki fark (düşük enflasyonun para birimini değerlendirmesi gibi). Dolayısıyla para birliğinin başarılı olabilmesi için üye ülkelerde verimlilik artışı ile ücret ve mal fiyatlarındaki enflasyonun aynı olmaları gerekir.

Peki Euro Bölgesi'nin bu anlamda performansı nasıldı? Teoride Avrupa Merkez Bankası'nın ortak para politikasının tüm üye ülkelerde enflasyonu eşitlemesi beklenir. Ama bu gerçekleşmedi. Almanya ve Fransa'nın Euro'ya geçildikten sonra en düşük; İspanya ve Yunanistan'ın ise en yüksek enflasyon oranına sahip ülkeler olması herhalde hiçbirimizi şaşırtmıyor. Belki bu enflasyon farkları çok büyük değil ama yine de birliğin finansal istikrarını tehlikeye atabilecek boyutta.

Denklemin diğer kısmı ise daha kötü. Söz konusu verimlilik olunca Almanya diğer ülkelerden gözle görülür şekilde ayrışıyor. Bunun iki temel sebebi var. Önemli iş gücü reformlarını hayata geçirmiş olması ve Avrupa'nın güçlü ekonomisi konumuyla verimliliğini diğer Euro üyelerine göre arttırabilmiş olması. Son 10 yılda Almanya'nın işgücü maliyetleri diğer Euro üyelerine göre %20-30 daha az arttı. Bu fark, Almanya'nın diğer Euro üyelerine karşı ciddi bir ticaret fazlası oluşturmada önemli rol oynadı.

Almanya değil de Çin'den konuşuyor olsaydık Çin'i Yuan'ın değerini manipüle edip aşırı rekabetçi konumda tutarak dış ticarete haksız bir avantaj elde ettiği yönünde suçlayabilirdik. Ama tabii Almanya sözde bunu yapmıyor. Sadece para birliğini kullanarak para birimini rekabetçi bir seviyeden diğer para birimlerine sabitleyerek rekabet gücünü koruyor.

Diğer ülkelerin Almanya ile arasındaki bu devasa farkı kapatmalarının üç yolu olabilir. Birincisi, Almanya diğer ülkelere kıyasla daha yüksek bir enflasyona razı olabilir ve ücretlerinin daha hızlı artmasını sağlar. "Hayatta olmaz" Almanca'da nasıl söyleniyordu?

İkincisi, Almanya'nın olduğu yerde kaldığını varsayarak diğer üye ülkeler Almanya benzeri yapısal reformlarla verimliliklerini hızla (Almanya seviyelerine doğru) arttırabilirler. Bu konuda iyi şanslar diliyoruz. Bir şekilde mümkün olsa bile zamanlaması kötü. Reformların sonuç vermesi için yıllar geçmesi gerekiyor ve piyasaların bu kadar bekleyecek zamanı yok.

Üçüncüsü, sorunlu ülkelerde deflasyon yaşanabilir ve işgücü fiyatları yani ücretler ve mal fiyatları gerileyebilir. Bu oldukça zor ve sancılı bir süreç ve çoğunlukla da uzun süren resesyonlarda mümkün olabiliyor. Ama maalesef mevcut koşullar altında en olası yol olarak gözüküyor.

Özetle, Euro Bölgesi'nde ön planda kendini başarısızlık şeklinde gösteren bir büyük Yunanistan sorunu var. Ama arka planda ondan da büyük ve aslında bir başarı örneği olan Almanya sorunu var.

Hepsine başarılar diliyorum.