

# Ekonomi Bülteni

02 Ocak 2012, Sayı: 48

- **Yurtdışı Gelişmeler**
- **Yurtiçi Gelişmeler**
- **Finansal Göstergeler**
- **Makro Ekonomi & Strateji**

*Ultra Gevşek Para Politikaları Bir İşe Yarayacak mı ?...  
Aşırı Ucuz Paranın Sevimsiz Yüzü...*

## **Ekonomik Araştırma ve Strateji**

**Dr. Saruhan Özel**

**Ercan Ergüzel**

**Berke Gümüş**

**Doğukan Ulusoy**

**DenizBank** 

DEXIA

# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Yurtdışı Gelişmeler

- **ECB bilançosu rekor seviyeye ulaştı.** 23 Aralık ile biten haftada bankalara sağlanan krediler neticesinde Avrupa Merkez Bankası (ECB) bilançosu 2.73 milyar €'ya ulaştı. Bilançonun aşırı şişmesi başarılı geçen İtalya borçlanması sonucu oluşan olumlu havanın kaybolmasına neden oldu. Öte yandan Euro Bölgesi bankalarının 27 Aralık itibariyle ECB'ye yatırdıkları gecelik mevduatlar 452 milyar €'ya yükselerek rekor seviyeye ulaştı. ECB'den gelen olumsuz haberler neticesinde risk iştahında düşüş görüldü ve parite tarihi düşük seviyelere geriledi.
- **Başarılı İtalya borçlanması paritedeki düşüğe engel olmadı.** İtalya 6 aylık bono ihalesinde %3.25 (önceki: %6.5) ile 9 milyar € borçlanırken 2014 ve 2022 vadeleri arasında gerçekleştirdiği uzun vadeli tahvil ihalelerinde toplam 7.02 milyar € borçlandı. ECB'nin 3 yıllık likidite ihalesinin ardından gerçekleşen ihalelerde hafta başında İtalyan 10 yıllık tahvil faizinin riskli seviye olan %7 seviyesinin hemen altında seyretmesi ihalelerin önemini bir kat daha arttırmıştı. 2022 vadeli tahvil ihalesinde faizin 29 Kasım'da benzer vadeli ihalede %7.56'nın altında %6.98 olarak gerçekleşmesi ülkenin mevcut kamu borcunun artmaması ve yeni kurulan Monti hükümeti açısından olumlu bir gelişme.
- **ABD'de konut verileri olumlu gelmeye devam ediyor.** Kasım ayı Bekleyen Konut Satışları yıllık bazda %6.9 artarken aylık bazda piyasa beklentisi olan %1.5'in oldukça üzerinde %7.3 artarak Nisan 2010'dan bu yana en ciddi yükselişi kaydetti. Artışta düşük konut fiyatları, faizler ve son aylarda artan tüketici güveni etkili oldu. Satışların yüksek olması sektör açısından olumlu bir gelişme olsa da fiyatların düşüşünü sürdürmesi 2012 satışların ertelenmesine sebep olabilir. Konut sektörünü canlandırmak için Obama hükümeti "HARP" adlı programla konut kredisi borçlarını düşük faiz oranlarına sabitlerken FED Eylül ayında mortgage'a dayalı enstrümanlara tekrar yatırım yapmaya başlamıştı. Ayrıca Hafta içinde açıklanan ABD'nin 20 şehrindeki konut fiyatları dikkate alınarak hazırlanan S&P Case&Shiller Konut Fiyatları Endeksi Ekim ayında yıllık bazda %3.4 gerilemeye işaret ederek bu konuda endişelerin artmasına sebep oldu. Düşüşü etkileyen en önemli unsurun konut hacizlerinin fiyatlar üzerindeki baskılayıcı etkisi oldu. Aralık ayı Tüketici Güven Endeksi ise 64.5 ile Nisan ayından bu yana en yüksek seviyesini görerek piyasa beklentisi olan 58.9'un oldukça üzerinde geldi.
- **ABD'de işsizlik maaşı başvuruları üç haftanın ardından yükseldi.** 24 Aralık itibariyle açıklanan işsizlik maaşı başvuruları piyasa beklentisi olan 374K'nın üzerinde 381K olarak açıklandı. Son haftalarda oldukça olumlu seyreden başvuruların halen 400K'nın altında olması ve verinin dört haftalık ortalamasının geçen hafta 375K seviyesinde seyretmesi istihdamın olumluya gittiğini ve FED'in uyguladığı gevşek para politikasından sonuç aldığını teyit ediyor.
- **BoJ 2012 için kötümser.** Japonya Merkez Bankası (BoJ) açıkladığı Kasım ayı toplantı tutanaklarında Euro Bölgesi borç krizi ve Yen'deki değerlenmenin önümüzdeki dönem için risk unsuru olacağını belirtti. Yen %4.8 değer kazanımıyla 2011'in dolar karşısında en iyi performans gösteren para birimi olurken BoJ'un İsviçre Merkez Bankası'nın yaptığı gibi kura müdahale edeceğini açıklaması bile yatırımcıların Yen'e karşı duyduğu "güvenli liman" algısını değiştiremedi. Hatırlanacağı üzere Kasım ayı toplantısında BoJ 1995'ten beri %0.1 seviyesinde tuttuğu politika faizini korurken 20 trilyon Yen'lik varlık alım programını devam ettirme kararı almıştı. BoJ'un çizdiği karamsar tabloyu Kasım'da %2.6 düşen sanayi üretimi ve %2.3 düşen perakende satışlar verisi destekledi.
- **Çin'de ekonomik aktivite Aralık ayında da yavaşladı.** HSBC'nin Satın Alma Müdürleri Endeksi (PMI) Aralık ayında 48.7 değerini aldı iki ay üst üste daralmayı işaret etmiş oldu. 50'in aşağısının daralmayı işaret ettiği endeks Kasım ayında da 47.7'yi işaret etmişti. Çin'de uygulanan sıkı para politikasının ardından enflasyonun hızla gerilediğini ve büyümenin net bir şekilde hız kesmeye başladığını görüyoruz. Son gelen ekonomik veriler ışığında Çin, üç yıl aradan sonra bankaların munzam karşılıklarında indirime gitmesinin ardından, para politikasını gevşetecek ek adımlar atabilir.
- **Fransa'da işsizlik 12 yılın zirvesinde.** 2012'de 22 Nisan ve 6 Mayıs'ta yapılacak seçimler öncesinde Fransa'da istihdam verileri alarm veriyor. Kasım ayı itibariyle 12 yılın en yüksek düzeyine ulaşan işsizlik seçimler öncesi cumhurbaşkanı Sarkozy'nin elini zayıflatıyor. Kasım'da Fransa'da işsiz sayısı 2.9 milyona yükseldi.

# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Yurtiçi Gelişmeler

### TCMB “2012 yılında Para ve Kur Politikası” toplantısı, 27 Aralık 2011

TCMB, Para ve kur politikası toplantısından önce likidite politikasını yönlendirdiği iki araçta değişikliklere gittiğini açıkladı.

**1-) Bir ay vadeli repo ihalesi:** MB gecelik ve haftalık repo ihalelerine ek olarak Cuma günleri aylık (dört haftalık) repo haleleri açacağını duyurdu. 30 Aralık 2011 - 26 Ocak 2012 tarihleri arasında en fazla 12 milyar TL’lik repo imkanı sağlayacağını açıklayan MB, haftalık azami tutarı ise 3 milyar TL olarak belirledi. Banka ihalelerin haftalık repo ihalelerinden farklı olarak geleneksel (miktar ve fiyatın piyasalar şartları tarafından belirlendiği) ihale yöntemi uygulanacağı dile getirildi.

**2-) Döviz depo piyasasında vadenin uzatılması:** MB’den yaptığı açıklamada Döviz depo piyasasında tanımlanan limitler çerçevesinde döviz depolarının vadesini 1 haftadan 1 aya yükselttiğini açıkladı.

TCMB Başkanı Erdem Başçı toplantıdan bir gün sonra yaptığı açıklamada TCMB’nin günleri “normal” ve “istisnai” olarak kategorize ettiğini belirtti.

**Normal günlerde:** Döviz tarafında MB döviz ihalelerinde alınan tekliflerin 50 milyon \$’a kadar olan kısmını karşılayacak. Piyasalara doğrudan müdahale yapmayacak

**Fonlama tarafında:** 1 hafta vadeli ile yapılan fonlama tutarı 3-7 milyar TL arasında olacak. Açıklanan 1 ay vadeli repo imkanında ise ihale tutarı 3 milyar TL’yi aşmayacak. Bu işlemlerin sonucunda dönem boyunca bankalar arası para piyasasında oluşan gecelik faiz oranlarının %8 ile %12 aralığında, bankaların TCMB’den yaptıkları fonlamanın ağırlıklı ortalama maliyetinin ise %5.75 ile 8.50 aralığında gerçekleşmesi sağlanacak.

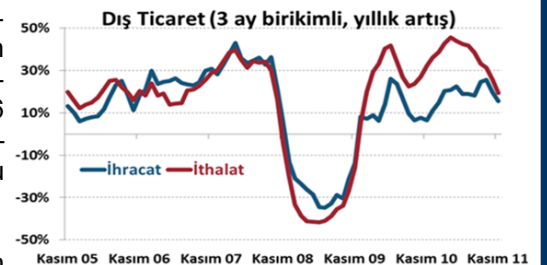
#### İstisnai günlerde:

**Döviz tarafında:** MB döviz ihalelerinde alınan tekliflerin 50 milyon \$’ın üzerinde olan kısmını karşılayabilecek. MB bir günde 1.35 milyar TL iki gün içerisinde ise 1.7 milyar TL’ye kadar döviz satabileceği daha önceden duyurmuştu. Doğrudan müdahaleler gerçekleşebilecek

**Fonlama tarafında:** %5.75 olan politika faizinden fonlama yapılmayacak. 1 hafta vadeli repo ihalelerinin geleneksel (miktar ve fiyatın piyasalar tarafından belirlendiği) ihale yöntemi ile gerçekleştirileceği dile getirildi. Böyle bir durumda faiz, politika faizi olan %5.75 ile PY bankaların gecelik repo imkanı kullanabildikleri %12 arasında oluşacak ve fonlama maliyetlerini artırmış olacak. İstisnai günlerde likidite sıkışıklığını önlemek amacıyla Cuma günleri gerçekleşen 1 ay vadeli repo ihaleleri yapılmaya devam edecek.

### Dış Ticaret Verileri, Kasım 2011

Dış Ticaret Dengesi Kasım ayında 8.15 milyar \$ olan piyasa beklentilerin altında 7.53 milyar \$’lık bir açık verdi. Kasım ayı verileri incelendiğinde açığın bir önceki yılın aynı ayına göre %3 daraldığı görülürken (geçen ay %26 genişlemişti), ihracatın %18 artarak 11.1 milyar \$’a ithalatın ise %9 artarak 18.6 milyar \$’a yükseldiği görülüyor. Ocak - Kasım arasındaki dönemde Dış Ticaret Açığının 97.65 milyar \$’ı geçtiği görülürken, son 12 aylık dönemde ise bu açığın kısmi bir gerileme ile 106.3 milyar \$’a gerilediği görülüyor.



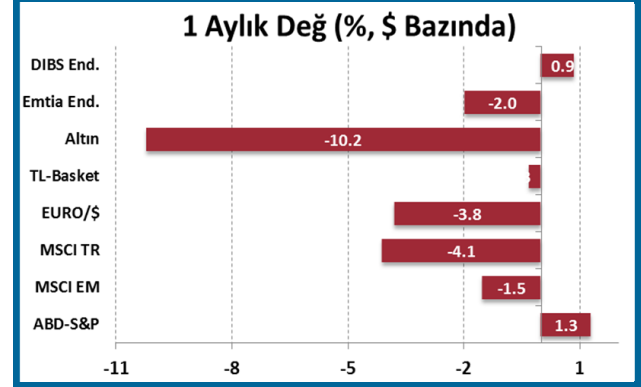
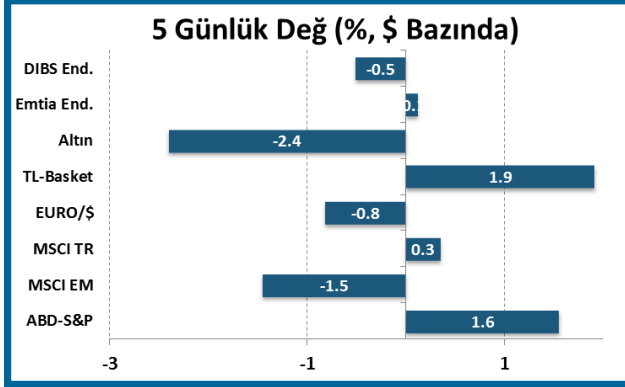
Dış Ticaret Açığındaki genişlemeye rağmen mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilere bakıldığında ihracatın bir önceki aya göre %14.6 arttığını ithalatın ise %4.5 azaldığı görülüyor.

Dış Ticaret Açığı Ekim ayında genişlemesine rağmen, Kasım ayında MB öngörülerine paralel daralmaya başladı. TL’nin değer kaybının dış ticaret dengesine olumlu katkı yaptığı görülürken, bu olumlu katkıyı önümüzdeki aylarda da görebiliriz. Ayrıca kredi büyümesine yönelik alınan tedbirlerin özellikle tüketim malları ithalatı tarafında etkisini göstermeye başlaması dikkat çekici bir veri olarak karşımıza çıktı. Olumlu gelen Dış Ticaret verisi Kasım ayı Cari Denge verileri öncesinde için olumlu bir öncü gösterge oldu.

## DenizBank Ekonomi Bülteni

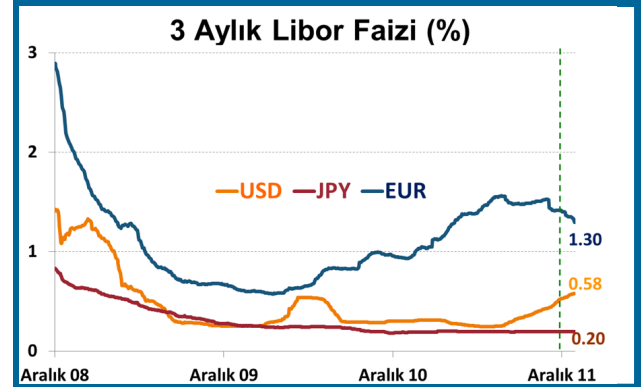
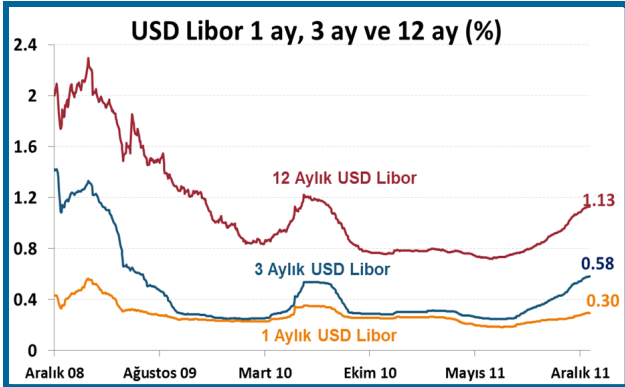
## Finansal Göstergeler

## Haftalık ve Aylık Getiri



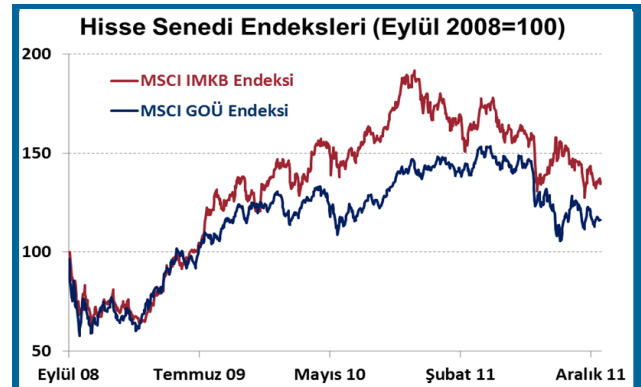
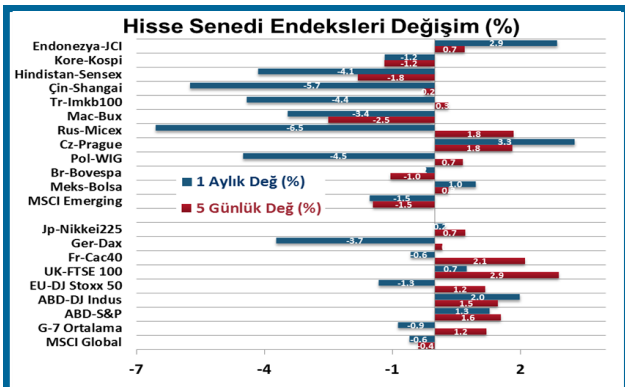
**Dolardaki yükseliş altını 5 ayın en düşük seviyesine indirdi.**

## Para Piyasaları



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

## H. Senedi Piyasaları



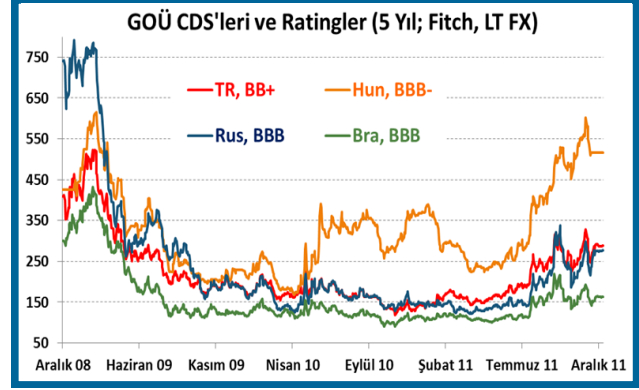
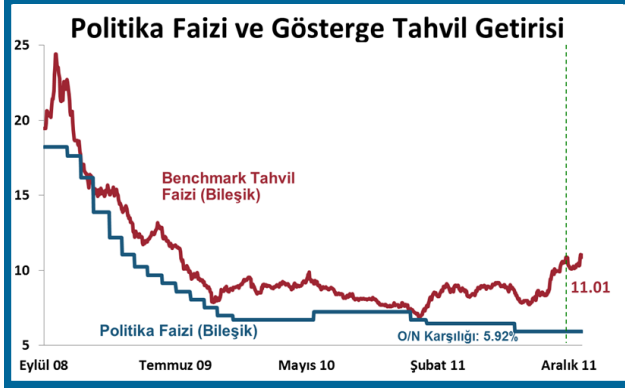
**Asya borsaları Euro Bölgesi borç krizi endişeleri nedeniyle toparlanamıyor.**

Not: Tüm veriler rapor tarihinde saat 12:00 itibarı ile güncellenmiştir.

## DenizBank Ekonomi Bülteni

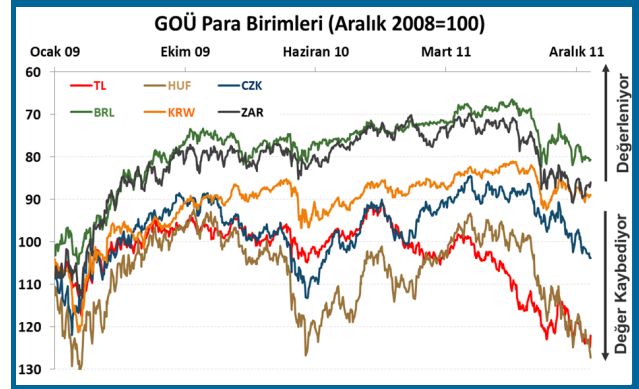
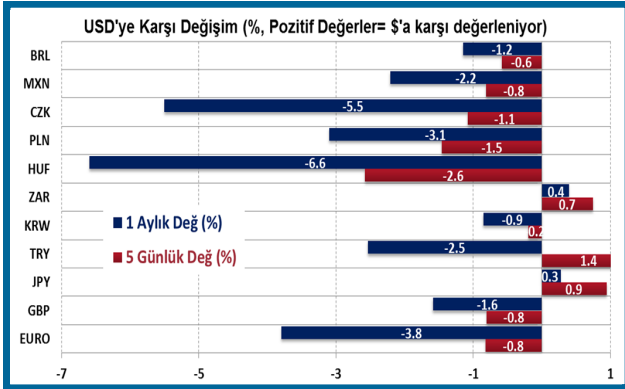
## Finansal Göstergeler

## Tahvil Piyasaları



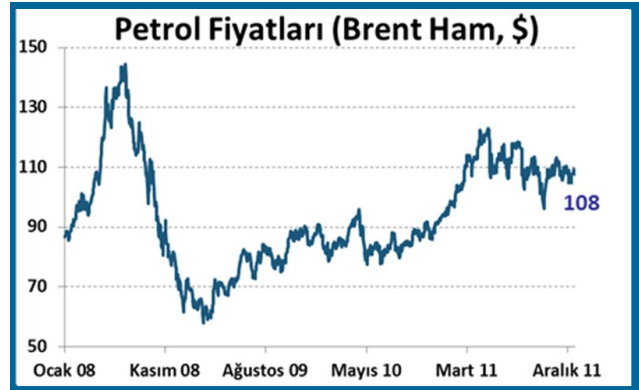
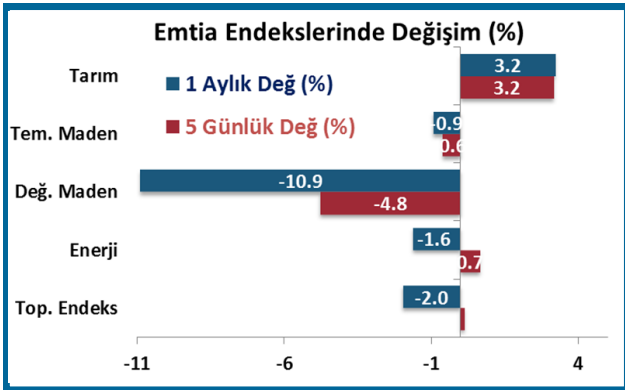
**MB Başkanı Başçı'nın açıklamaları gösterge faizi %11'in üzerine yükseltti.**

## Döviz Piyasaları



**ECB bilançosunun rekor seviyeye ulaşması pariteyi tarihi düşük seviyelere indirdi.**

## Emtia Piyasaları



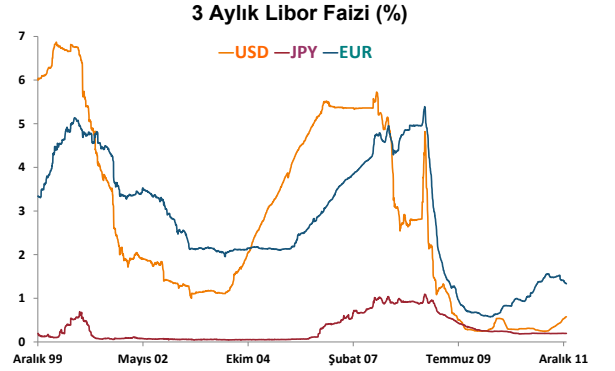
**Dolardaki yükseliş emtiaları olumsuz etkiledi.**

# DenizBank Ekonomi Bülteni

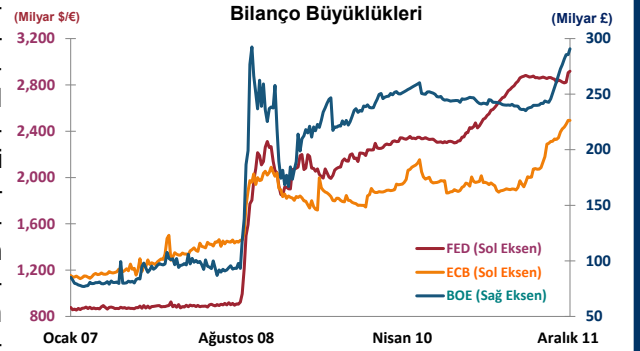
## Makro Ekonomi & Strateji

### Ultra Gevşek Para Politikaları Bir İşe Yarayacak mı ?...

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları geçmişte hep yaptıkları gibi 2008-2009 krizini aşmak içinde para politikalarını elden geldiğince gevşetiyorlar. FED, ECB, BOE, BOJ krizle birlikte hemen politika faizlerini sıfıra yakın oranlara düşürdüler. Bu ucuz maliyetlerde finansal sisteme ihtiyacı kadar olan krediyi verdiler. Libor maliyetleri son 10 yılın en düşük seviyelerine geriledi (Grafik). Bu kredileri kalitesi giderek düşen teminatlarla yaptılar. Örneğin, FED krediye ihtiyacı olan ABD bankalarını batık ipotek kredileri içeren tahvilleri teminat alıp fonladı. ECB Avrupa bankalarını piyasaların çok kısa vade dışında kredi açmadığı Yunan devletinin tahvillerini teminat kabul edip kredi verdi. Faizleri sıfırın altına çekemeyen merkez bankaları (FED, BOE, ve BOJ) "parasal genişleme" uygulaması adı altında bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik ve yatırım fonları gibi özel sektörün ellerindeki devlet tahvillerini ve benzeri varlıkları satın aldılar ve ekonomilerine doğrudan para aktardılar. SNB (İsviçre Merkez Bankası) kriz nedeniyle talep gören para birimini zayıflatmak için piyasaya sürekli Frank sürüp döviz aldı. Sonuçta merkez bankalarının bilançoları hızla büyüdü (Grafik).



Bunu yapıyorlar çünkü kriz, finansal sistemde (bankalarda ve piyasalarda) güvenin kaybolması ve likidite bulmanın çok zorlaşması demek. Elinde likidite (fon, para) olan bir banka geri alamayacağını düşündüğü için bunu ihtiyacı olan başka bir bankaya vermiyor. Finansal sistem bir anda tıkanınca varlık fiyatları düşüyor ve tüketiciler harcamaları kısarak tepki veriyorlar. Reel sektörde de çarkların dönmesi zorlaşıyor. Kriz öncesi satışların iyi olduğu dönemlerde büyük stoklarla çalışıldığı için bir anda stoklar şişiyor. Şirketler üretimi yavaşlatırken kar marjlarını daraltıp stoklarını eritmeye çalışıyorlar. Azalan karlılığa çalışan sayısını azaltıp genel maliyetlerini kısarak tepki veriyorlar. Bir fasit daire içine giriliyor. Ama sonuçta çözüm hep yeniden finansal sistemi çalıştırmakta aranıyor. Sürekli geriye bakıp resesyona şiddetlenmesinden korkan merkez bankaları parayı basıp finansal sistemin likidite ihtiyacını gideriyorlar. Çünkü aksi takdirde normal bir zamanda sermayeleri yeterli olan bankalar bile likidite bulamadıkları için havlu atmak zorunda kalabiliyorlar. Ve bu resesyona (üretim düşüşünü) şiddetlendiriyor. Ucuza kısa vadeli borçlanan sistem daha yüksek uzun vadeli faizlerden para kazanıp (yani meşhur carry trade) sermayesini güçlendiriyor. Ekonomi tekrar potansiyel büyüme hızına yaklaşış istihdam yaratmaya başladığında ise verdikleri likiditeleri geri çekmeye başlıyorlar.



### Kriz Uzaklaşırken Gevşemenin Şiddeti de Artıyor

Önce ABD sonra Euro bölgesi derken global krizin süresi uzadıkça rezerv para merkez bankaları da reaksiyonlarının şiddetini artırıyorlar. Faizin sıfırlanması, parasal genişleme, teminat kalitesini azaltma derken son hamleleri bu gevşek politikanın vadesini uzatmak oldu.

Normalde bol ve ucuz kredi vermek kısa vadeli yapılırsa sorun değil. Vadesi geldiğinde koşullar da uygunsa geri çekilebilir. Ama 2011 yılının son aylarında FED ve ECB verdikleri kredilerin vadesini de uzatarak olayı iyice abarttılar. FED daha önce yapılmayan bir şeyi yapıp 2013 ortasına kadar faiz arttırmayacağı güvencesini verdi. ECB de krizin en şiddetli anında bile en fazla 1 yıl yaptığı fonlamayı 3 yıla çıkartarak bir başka rekor kırdı. Bunu yapmadan önce de daha önce neden yükseltildiğini kimsenin anlamadığı politika faizini yeniden %1'e indirdi (büyük olasılıkla 2012 ortasına kadar %0.5'e indirecek). Teminatların kalitesini düşürdü. Diğer bir deyişle, Euro Bölgesi'nde bir banka istediği kadar likiditeyi karşılığında düşük kaliteli teminat karşılığında %1 faizle 3 yıllığına alabilecek konuma geldi. Bankalar bu muhteşem "carry trade" ikramını reddetmediler ve ilk ihalede 500 milyar €'ya yakın bir fonu ceplerine koydular (yakında vadesi gelen ECB'ye geri ödemeleri saymazsak aslında net borçlanma miktar 300 milyar € kadar oldu ama bu da ECB bilançosunun onda biri gibi önemli bir miktar).

# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Makro Ekonomi & Strateji

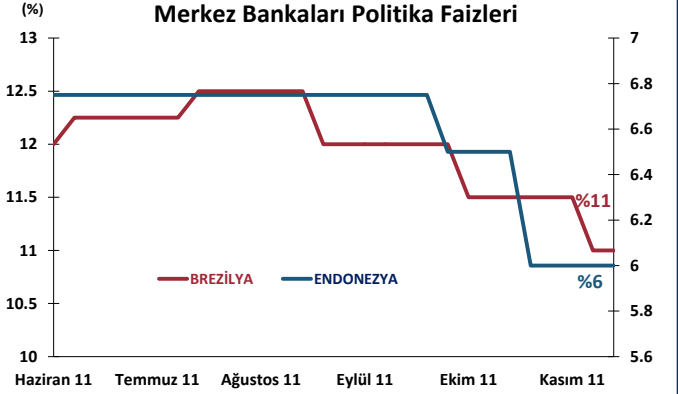
Gelişmiş ülkelerin bu iyice açılan para musluklarına artık gelişmekte olan ülkeler de destek vermeye başladılar. Global ekonomi büyüyor ve enflasyon baskısı oluşuyor diye 2010 yılında faizlerini yükseltmekte olan Brezilya, Çin, Endonezya 2011 ortasından itibaren faiz (ve munzam) indirime gittiler G. Kore, Polonya ve Hindistan faiz artışlarını durdurdu (Grafik).

### Sonuç

2007 sonunda başlayan ve hala etkileri devam eden global kriz özellikle gelişmiş ülkelerde 2. dünya savaşından beri yaşanan en şiddetli kriz. 2009 yılında dünya ekonomisinin geçmişte pek de rastlanmayan biçimde küçülmesi bunun kanıtı. İşsizlik oranları çok yüksek ve düşmüyor. 2010'da eski seviyelerine gidiyor gözükken büyüme yeniden baskı altında. Buna merkez bankalarının verdiği tepki de krizin kendisi kadar şiddetli. Dünyada para politikaları topyekün ve radikal şekilde gevşetiliyor (Türkiye dahil bir kaç ülke dışında ama onlar da ilk fırsatını bulduklarında gevşetecekler). Amaç, finansal sistemlerin iyice rahatlamasını ve rahatça kredi verebilecek hale gelebilmelerini sağlamak ve bu sayede birikmiş stokları biran evvel eritmek.

Bu ultra gevşek para politikaları yine görevini yapacak ve global ekonominin bir an evvel resesyondan çıkıp potansiyel büyümesine geri dönmesine önemli bir katkı yapacak. Yine geçmişte olduğu global ekonominin bu yönde devam etmesini ve talebin artmasını sağlayacak önemli itici güç varlık fiyatlarının yükselmesi olacak. Enflasyon mal ve hizmet fiyatlarında değil, varlık fiyatlarında olacak.

Öte yandan herkes böyle düşünmüyor ve ultra gevşek para politikalarının bir faydasının olacağına da inanmıyor. Bunlardan biri de ünlü fon yönetim şirketi PIMCO'nun bir o kadar ünlü yöneticisi Bill Gross. Geçtiğimiz hafta yurtdışında yayınlanan bir yazısında bu yöndeki görüşünü sundu. Aşağıda Türkçe tercümesinin yer aldığı bu yazısında saygı gösterilmesi ve dikkat edilmesi gereken hususlar var. Ama aynı zamanda özellikle FED'in ikinci parasal genişleme uygulamasına geçişinden beri de yatırımlarında sürekli terste kaldı ve fonları son 2 yılın en düşük getirili (ve hatta zarar eden) fonları arasında yer aldı. Bu süreçte de sürekli uygulanan politikaları eleştirdi. Yazısını değerlendirirken bu bilgiyi de akılda tutmakta fayda var. Yazının bir başka ilginçliği, Türkiye'deki sıfır faiz tartışmalarına da bir yorum getirmesi.



# DenizBank Ekonomi Bülteni

## Makro Ekonomi & Strateji

### Aşırı Ucuz Paranın Sevimsiz Yüzü...

Bill Gross, 19 Aralık 2011

Gresham Kanunu yeni bir yorum gerektiriyor. Kötü para iyi parayı dışlar, ama ucuz para da iyi parayı dışlar. Merkez bankalarının aşırı düşük ve sıfıra yakın politika faizleri finansal sistemin kaldırıcını arttırmasına destek vermek yerine kaldırıcıları azaltma ihtiyaçlarını arttırabilir ve ekonomiyi büyüteceği yerde tersine daraltır. Işık hızında Newton'ın fizik kurallarının geçerliliğini yitirip Einstein'ın kurallarının çalışmaya başlaması gibi sıfıra yaklaşan politika faiz oranlarında gevşek para politikaları da ekonomiyi canlandırma konusunda başarısız olabilir.

Geçmişte merkez bankaları düşük faizlerin toplam talebi canlandıracağına ve finansal piyasalar tarafında risk iştahını yükselterek varlık alımlarını arttıracığına kesin gözü ile bakıyorlardı. Sıfıra yakın seyreden politika faizleri ve bir dizi "parasal genişleme" programı bir süre için ABD'de, Avrupa'da ve hatta Japonya'da piyasaları ve reel sektörü ayakta tuttu. Bugün politika faizlerini sıfıra yaklaştıran ve politik riskleri nedeniyle parasal genişlemenin limitlere dayandığı gelişmiş ekonomilerde geçmişte etkili olduklarına inanılan bu modellerin aslında ekonomilere zarar verebileceğini de tartışmak gerekir.

Gresham Kanunu'nun yukardaki yorumlanmış şekli likidite tuzağının farklı bir ifadesi değil. Likidite tuzağı kredi piyasalarında risk algısının artması ile kredi verme iştahının azalmasına dayanıyor. Sıfıra yakın faizlerin etkileri bundan da fazla. Faizsiz para -kredi kalitesi bir yana- kredi genişlemesini teşvik etmiyor. Ünlü finansçı Will Rogers bir keresinde depresyon dönemlerinde tasarrufuna yüksek faiz almaktan değil tasarrufunu geri alabilmekten endişe ettiğini söylemişti. Geniş perspektiften baktığımızda paranın nominal getirisinin sıfıra yaklaşması (reel getirinin negatif olması) normal koşullarda dönen çarkları durdurabilir.

Düşük faizlerde operasyonel maliyetlerini karşılayamayarak kar elde edemez hale gelen para piyasası fonları (likit fonlar) buna iyi bir örnek. Bu fonların varlıkları azaldığında tasarruf sahipleri bu varlıkları bankalara aktarsalar dahi finansal sistemin genelinde kaldırıcı azalacak çünkü bankalar bu fonları kısa vadeli özel sektör bonolarına yönlendirmek yerine FED'de tutmak isteyecekler. Ayrıca sıfıra yakın faizlerde bankalar mevduat toplamakta çok agresif olmayacaklar çünkü bunları krediye dönüştürecek imkanlar olmayacak. Bankaların mevduatlarını 2-3-5 yıl vadeli risksiz devlet tahvillerinde değerlendirmeleri mümkün ama bu tahvillerinin getirilerinin 20-90 baz puan aralığına kadar düştüğü durumda bankaların maliyetli operasyonları bunların da cazibesini azaltıyor. Sektör genelinde 10 binlerce çalışanın işten çıkartılması ve şubelerin azaltılması kesinlikle tesadüf değil.

Gresham Kanunu'nun yeni yorumu yukardaki düşük getirili devlet tahvili örneğinde mantıksız gibi gözükebilir. Teorik olarak bir bankanın sıfır faize yakın maliyetle borçlanabiliyorsa kar sorunu yaşamaması gerekir. Ama önemli olan getiri eğrisinin düz olmasıdır. Kapitalizm, kısa vadeli FED funds faizi ile 30 yıllık devlet tahvili faizinin aynı olduğu durumda çalışmaz. Kaldırıcın azalmak zorunda kalması sadece aşırı yüksek kaldırıcı, iflas ve likidite sorunlarından kaynaklanmaz. Uzun süre olduğu yerde kalacağı yönünde teminat verilen sıfır faizli kısa vadeli fonlama oranının ve bunun uzun vade üzerindeki etkisinden de kaynaklanır.

Kredi veremeyen finansal sistem küçülür. Bu durum hem kredi riski hem getiri tarafından görülmelidir. Hem getiri düşük hem de kredi riski yüksekse durum çok tehlikeli hale gelebilir. Son yaşanan MF Global örneği ve sorunlu AB ekonomilerindeki mevduat sahiplerinin davranışları bunun güzel örnekleri. Eğer tasarruf sahipleri ne yüksek getiri alabiliyor ne de emniyette olduklarını düşünüyorlarsa neden tasarruflarını mevduatta tutsunlar? (mevduat garantilerini dikkate almazsak) Tasarruflarını yastık altında tutarlarsa içleri çok daha rahat olur. Dolayısıyla, finansal sistem kredi vereceğine küçülmek zorunda kalır ve ekonomi büyüyemez.

Tarihsel örnekler ve merkez bankalarının modelleri büyük olasılıkla Gresham Kanunu'nun bu yeni yorumunu doğrulamayacaktır. FED Başkanı Bernanke de zaten 1930'ların ortasındaki ekonomik çöküntüden ve Japonya'nın 60 sene sonrasındaki kayıp senelerinde yaşanan kredi daralmasından politika faizindeki artışları sorumlu tutuyor. Fakat merkez bankalarının hep birlikte ultra gevşek para politikalarının likiditeyi arttırmak, kaldırıcı desteklemek ve ekonomiyi büyütmek yerine tersini yapıp likidite ile kaldırıcı öldürdüğünü ve ekonomik toparlanmayı engellediğini görmeleri gerekiyor. Keynes'in yerine Gresham bugünlere daha uygun bir ekonomist olabilir.