

Ekonomi Bülteni

16 Ocak 2012, Sayı: 2

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

AB'deki Olumlu Hava Geçici Olabilir...
Euro'dan Çıkış Stratejisi...

Ekonomik Araştırma ve Strateji

Dr. Saruhan Özel

Ercan Ergüzel

Berke Gümüş

Doğukan Ulusoy

DenizBank 

DEXIA

DenizBank Ekonomi Bülteni

Yurtdışı Gelişmeler

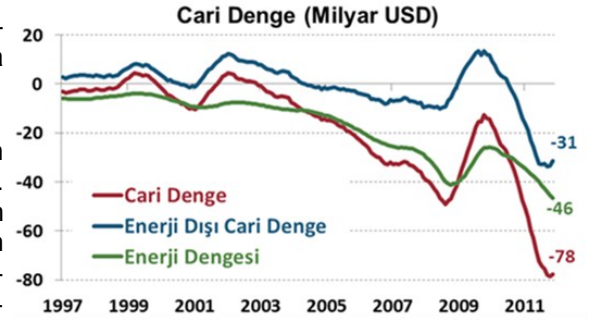
- **İtalya ve İspanya'nın başarılı borçlanması sonrası AB'de tahvil rallisi yaşandı.** İspanya 2015 ve 2016 vadeli tahvil ihraçlarıyla sırasıyla %3.4 ve % 3.8 faizle hedefin neredeyse iki katı 10 milyar € borçlanırken İtalya 1 yıllık tahvil ihalesinde %2.735 faizle 8.5 milyar € borçlandı. İtalya'nın bir ay önceki ihalesinde ise faiz %5.952'ydi. İkinci piyasada ise 10 yıllık İtalyan tahvilleri 37 baz puanlık gerileme ile tekrar kritik eşik olan %7'nin altında %6.56'ya gerilerken, İspanyol tahvilleri 21 baz puanla %5.13'e Fransız tahvilleri ise 14 baz puanlık düşüş ile %3 seviyelerine geriledi.
- **ECB gösterge faizi %1'de sabit bıraktı.** Avrupa Merkez Bankası (ECB) dün gerçekleştirdiği toplantısının ardından gösterge faizini piyasa beklentileri doğrultusunda değiştirmeyerek %1'de sabit bıraktığını açıkladı. ECB en son Temmuz ayında enflasyonla mücadeleyi gerekçe göstererek 25 baz puanlık faiz artırımını gerçekleştirmiş ve faiz oranını % 1.5'a yükseltmişti. Yeni Başkan Mario Draghi ise göreve geldiğinden beri katıldığı toplantılarda 2 kere 25 baz puanlık faiz indirimine gitmişti. ECB bu ay faizleri değiştirmemiş olsa da önümüzdeki dönemlerde faizleri daha düşük seviyelere çekeceği piyasa beklentileri dahilinde. Öte yandan Avrupa bankalarının ECB'de tuttıkları gecelik mevduatlar yeni bir rekor kırdı. Gelişme finans sistemindeki gerilimin piyasadaki bol likiditeye karşın devam ettiğini işaret ediyor. Pazar-tesi gecesi itibariyle mevduatlar 482 milyar €'ya çıktı ve önceki rekor seviye olan 463.6 milyar €'nun üzerine çıkmış oldu.
- **ECB Başkanı belirgin olmayan istikrar işaretleri olduğunu dile getirdi.** ECB Başkanı Mario Draghi faiz kararının ardından gerçekleştirdiği basın toplantısında ekonomik istikrara yönelik çok belirgin olmayan işaretler geldiğini dile getirdi. İtalyan ve İspanyol tahvil ihraçlarının başarılı geçtiğine değinirken ECB'nin geçen ay bankalara verdiği 3 yıl vadeli 489 milyar €'luk piyasalarda yaşanabilecek bir likidite sıkışmasının ve kredi daralmasının önüne geçtiği belirtti. Draghi'nin yorumlarının ardından EUR/USD paritesinde sert yukarı yönlü bir ralli yaşandı ve dolar karşısında %1'e yakın değer kazandı.
- **ABD'de İşsizlik Maaşı Başvuruları beklentilerin üzerinde gerçekleşti.** ABD'de 7 Ocak haftasını kapsayan işsizlik maaşı başvuruları 375 bin olan piyasa beklentilerin üzerinde 399 bin olarak gerçekleşti. Bir önceki haftaya göre 24 bin artan başvurular psikolojik eşik sayılan 400 bin sınırına dayandı. Bir süredir 400 bin altında seyreden ve işsizlik oranı gibi verilere paralel gerileyen başvurular tekrar yukarı yönlü bir eğilim gösterdi.
- **ABD'de FED'in Bej Kitap raporu olumlu.** ABD'de yayınlanan FED Bej Kitap raporunda ekonomide ılımlı bir büyüme olduğu, konut sektörünün zayıf olduğu ve istihdamın istenilen seviyede olmadığına yer verildi. Son dönemde gelen olumlu verilere rağmen FED üyeleri arasında 3. parasal genişleme iyiden iyiye konuşulmaya başladı. Fakat konu hakkında üyeler arasında görüş ayrılıkları mevcut.
- **ABD'de perakende satışlar beklentilerin altında gerçekleşti.** ABD'de açıklanan perakende satışlar piyasa beklentilerin biraz altında gerçekleşti. Piyasa beklentisi Aralık ayında perakende satışların %0.3 artacağı yönündeyken % 0.1'lik bir artış gerçekleşti, Kasım ayında ise %0.4'luk bir artış yaşanmıştı. Veride dikkat çekici noktalar ise otomobil satışlarında yaşanan %0.2'lik daralma ve tatil dönemine rağmen yaşanan sınırlı artış oldu.
- **Çin'de enflasyon %4.1'e geriledi.** Aralık ayında Çin enflasyonunun %4.1 ile son 15 ayın en düşük seviyesine geriledi. Daha önce açıklanan veride Çin ihracatının 2 yılın en düşük seviyesine gerilemesinin ardından yavaşlayan ekonomiyi canlandırmak adına Çin MB'dan gelebilecek faiz+munzam indirimi beklentisi enflasyon verisiyle daha da kuvvetlendi. Çin MB'dan gelebilecek ek adım sinyali global risk iştahını arttırdı.
- **Euro Bölgesi liderleri bir araya geldi.** Euro Bölgesi'nde Almanya Başbakanı Merkel, Fransa Cumhurbaşkanı Sarkozy, IMF Başkanı Lagarde ve İtalya Başbakanı Monti bir araya geldi. Görüşmelerde birlik mesajı çıkarken Ocak sonuna kadar mali disiplini zorunlu kılan yeni bir Avrupa müktesebatına ulaşılmasının kuvvetle muhtemel olduğu açıklandı. İtalyan hükümetinin çözüm çabaları ise takdir topladı.
- **İsviçre Merkez Bankası Başkanı istifa etti.** İsviçre Merkez Bankası Başkanı Hildebrand döviz ticareti yaptığı suçlamaları üzerine istifa etti. Hildebrand 83 bin \$ kar ettiği iddia edilen işlemleri karısının kendisinden haberi olmadan yaptığını fakat bunu kanıtlamanın imkânsız olduğunu bildiği için istifa etmesi gerektiğini belirterek görevini bıraktı. Gelişme sonrası Euro/Frank gerilerken İsviçre MB'dan 1.20'lik Euro/Frank bariyerinin korunacağı açıklaması geldi.

DenizBank Ekonomi Bülteni

Yurtiçi Gelişmeler

Cari Denge, Kasım 2011

- Kasım ayında Cari Açık aylık bazda 5.3 milyar \$ olan piyasa beklentilerinin biraz altında 5.19 milyar \$ olarak gerçekleşti. İlk on aylık dönemde 70.2 milyar \$'a yükselen Cari Açığa yıllık bazda bakıldığında ise 78.71 milyar \$'dan 77.86 milyar \$'a gerilediği görülüyor.
- Ekim ayında yıllık bazda tarihi rekor seviyelere çıkararak tepe yapan Cari açığın 26 ay sonra ilk defa Kasım ayında azaldığını görüyoruz. Yıllık bazda artış hala %80 gibi çok ciddi seviyelerde olmasına karşın uzun süre sonra cari açığa aşağı yönlü bir hareket olması açığın daralması adına olumlu bir sinyal oldu. Dolar bazında enerji ithalatının Kasım ayında da sınırlı bir artış gerçekleştirdiği görülmesine rağmen Enerji Dışı Cari açığın giderek kapanması bir diğer olumlu göstere olarak karşımıza çıkıyor. Bu veriler ışığında Merkez Bankasının söylemlerinin Kasım ayı verilerinde daha da netleşmeye başladığı görülüyor.
- Finansman tarafına bakıldığında, Kasım ayında kaynağı belli olmayan döviz girişlerinin yer aldığı "Net Hata Noksan" kaleminin 684 milyon \$'a gerileyerek finansmanın %13'ünü oluşturduğu görülürken geçen ay bu oran %23 seviyelerindeydi. Bankacılık sektörünün yurtdışından kullandığı krediler ise bu ay 862 milyon \$ olarak gerçekleşerek geçen aya göre %35'lik bir düşüş gösterdi. Ayrıca rezervlerin Ekim ayında 3.7 milyar \$ ciddi bir azalış yaşamasının ardından Kasım ayında 1.9 milyar \$ arttığını ve rezerv artışının 11 aylık dönemde 3.6 milyar \$'a yükseldiği görülüyor.
- Portföy yatırımlarında ise Yurtdışı yerleşiklerin faizlerinin yükselmesinin etkisiyle de Ekim ayındaki 1.4 milyar \$'lık DİBS alımının ardından Kasım ayında da 1.5 milyar \$'lık DİBS alımı gerçekleştirdiği görülüyor. Öte yandan hisse senedi piyasalarından yabancı çıkışları devam ediyor önceki ay gerçekleşen 513 milyon \$'lık çıkışın ardından bu ay da 270 milyon \$'lık çıkış gerçekleşti. Bankaların mevduatlar tarafında ise 1.7 milyar \$'lık sert çıkış hareketinin ardından Kasım ayında 180 milyon \$'lık bir giriş yaşandı.



Sanayi Üretimi, Kasım 2011

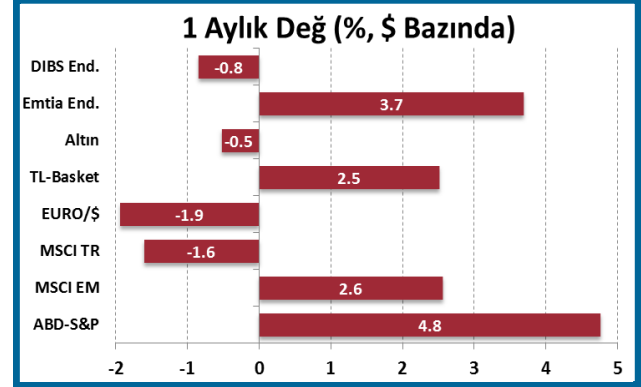
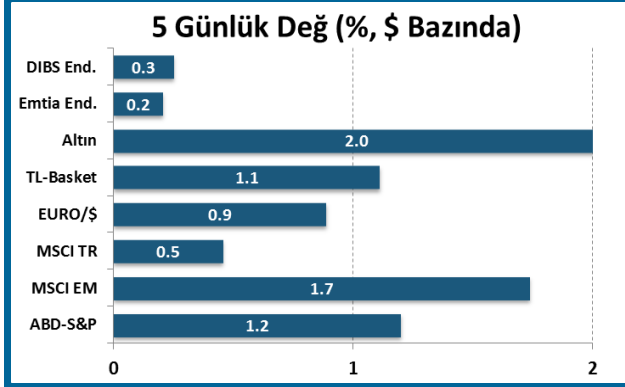
- Özellikle 3. Çeyreğin başlarında beklentilerin üzerinde ciddi artışlar gerçekleştiren Sanayi Üretim endeksinin Kasım ayında %9.6 olan piyasa beklentisinin altında %8.4'lık bir artış gerçekleştirdi. Kredi büyümesindeki sınırlamaların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine dair ilk sinyalini vermiş oldu.
- Şubat ayından beri aylık bazda aşağı yönlü bir trend izleyen Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi Ekim ayında gösterdiği %4.4'luk sert yükselişin ardından, Kasım ayında aylık bazda %2.5 geriledi.
- Sektörler incelediği zaman Kasım ayında taşıt sektöründeki %10'luk gıda sektöründe ise %8.4'lık artışlar dikkat çekerken, Petrol & Kömür bu ayda %15.1'lik daralma göstererek dikkat çekti. Petrol & Kömür sektörü geçen ay %10.5'lik ciddi bir daralma yaşamıştı.
- 11 aylık performansa göz attığımızda son iki aydır yaşadığı ciddi düşüşlerin etkisiyle Petrol & Kömür sektörünün ortalamasının altında kaldığı görülürken, Makine, Taşıt sektörleri %10'luk ortalamasının oldukça üzerinde büyümeye devam ettiğini görüyoruz, giyim ve tekstil sektörlerinde ise bu ay da ciddi bir hareket görülmedi.



DenizBank Ekonomi Bülteni

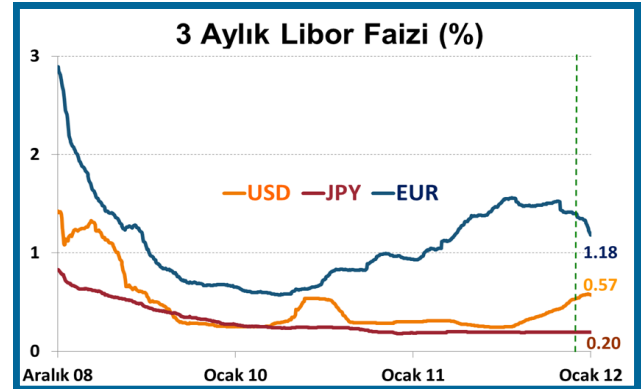
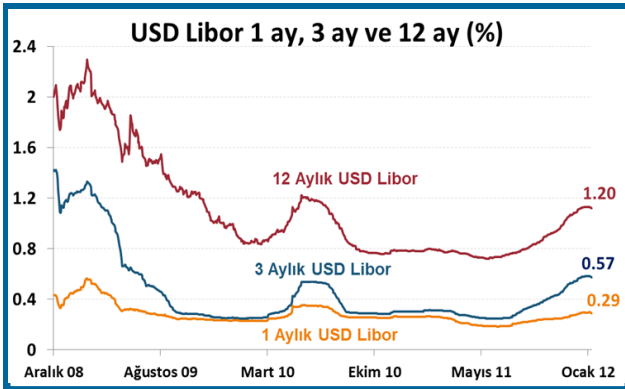
Finansal Göstergeler

Haftalık ve Aylık Getiri



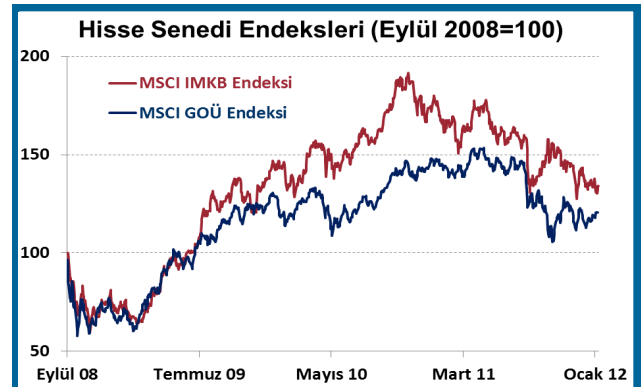
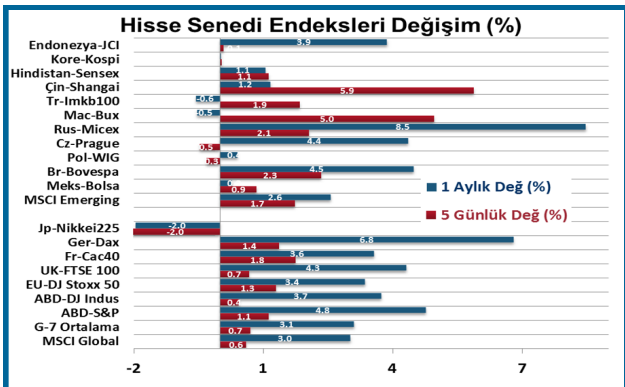
Artan risk iştahına paralel finansal varlık fiyatları yükseliyor...

Para Piyasaları



USD libor faizleri uzun süreli tırmanışın ardından yatay seyre geçti.

H. Senedi Piyasaları

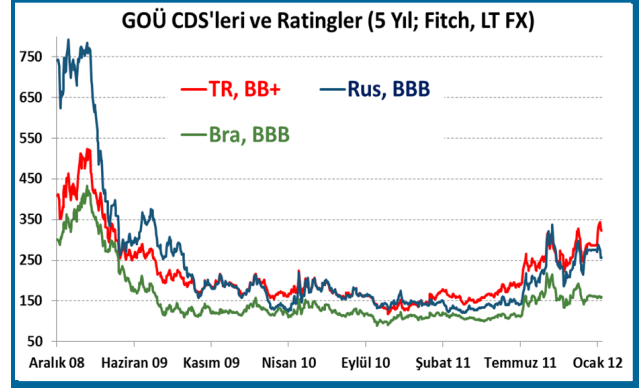
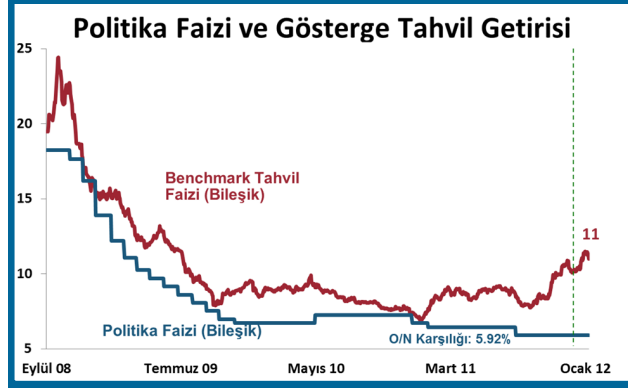


IMKB, GOÜ Hisse Senedi Endeksine (MSCI) paralel yükseldi...

DenizBank Ekonomi Bülteni

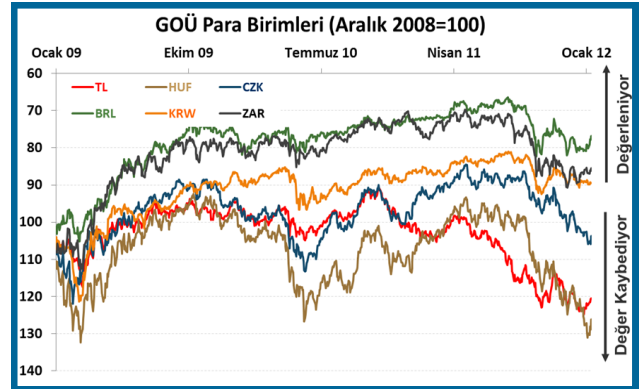
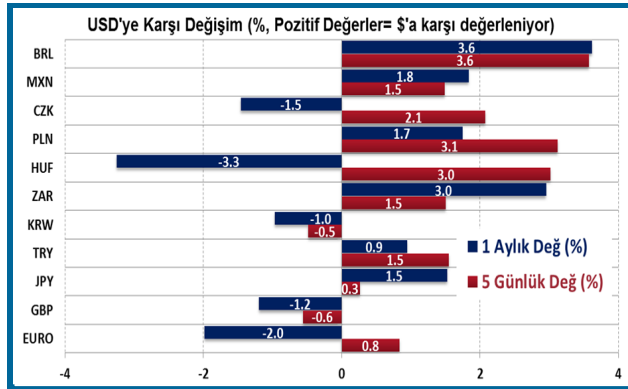
Finansal Göstergeler

Tahvil Piyasaları



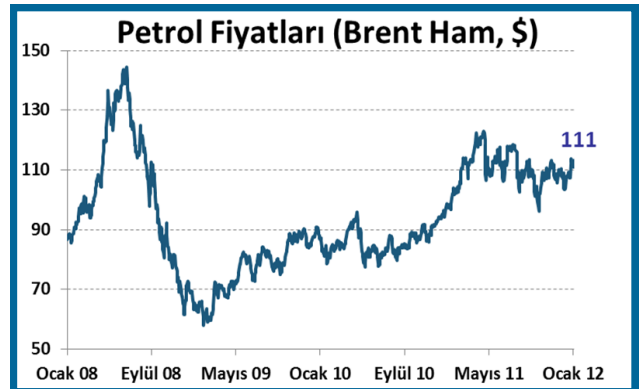
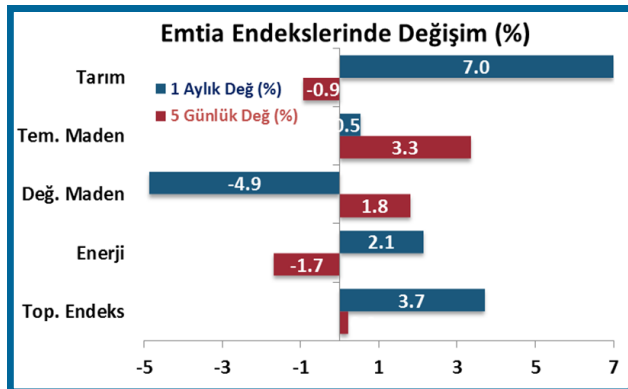
Gösterge tahvil getirisi %11'in altına geriledi.

Döviz Piyasaları



Risk iştahındaki artışla birlikte para birimleri ABD Dolar'ına karşı güçleniyor.

Emtia Piyasaları



Artan risk iştahı + gerileyen ABD Dolar'ına karşın maden dışındaki emtia endeksleri geriledi.

DenizBank Ekonomi Bülteni

Makro Ekonomi & Strateji

AB'deki Olumlu Hava Geçici Olabilir

Yeni yılın ikinci haftası ile birlikte Avrupa finansal piyasalarından toparlanma sinyalleri geliyor. En dikkat çekici gelişme %7.20 ve %6.6'lı seviyelere kadar çıkmış olan 10 yıllık İtalyan ve İspanyol tahvil getirilerinin sırasıyla %6.6 ve %5.1'e gerilemiş olması. Aralık sonunda Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin bankalara yaptığı 489 milyar Euro'luk devasa uzun vadeli fonlama bu olumlu havanın arkasındaki en büyük neden olarak gözüküyor. Buna paralel Ocak'ta gerçekleşen PIIGS'lerin borçlanma ihaleleri de gayet olumlu seyrediyor.

Fakat, geleceğe ilişkin soru işaretleri halen yüksek. Ocak'ta 15 milyar Euro borç çevirecek olan İtalya'nın Şubat'ta piyasadan bulması gereken rakam 53 milyar Euro. Mart ve Nisan'da da toplam 90 milyar Euro daha borçlanabilmesi gerekiyor. Fakat bu biraz zor olabilir. Sorunlu ülkelerin bütçe/borç ve büyüme problemleri devam ediyor. 2012 için AB büyüme beklentisi -%0.2. Mali birlik konusunda 9 Aralık'ta belirli adımlar atıldı fakat oldukça uzun bu yolda soru işaretleri fazla. Bankalar arası borçlanma piyasası halen sağlıklı işlemiyor, bankalar ellerindeki fazla likiditeyi ECB'ye park ediyor. Tüm bu yapı altında Şubat-Nisan arasındaki yeni tahvil ihalelerinde tansiyonun yeniden yükselmesi kimseyi şaşırtmamalı.

Geçen yılın son çeyreğinde finansal piyasaların en önemli gündem maddesi sorunlu ülkelerin kendi para birimlerine dönmesi konusuydu. Aşağıdaki makalede Robert Barro bugüne kadar konuşulanların dışında bir yaklaşımla Euro'nun nasıl terkedilebileceğini ortaya koyuyor. Barro günümüzün en saygın ekonomistlerinden biri. Harvard ve Stanford gibi saygın üniversitelerde profesörlüklerinin yanı sıra WSJ, NewYorkTimes ve BusinessWeek gibi önde gelen gazete ve dergilerde makaleler yazıyor. Barro'nun uzmanlık alanı makro ekonomi ve ekonomik büyüme. Bugün itibarıyla ise din ve politik ekonomi arasındaki etkileşim gibi oldukça ilginç bir konu üzerine çalışmalar yapıyor.

Euro'nun devam etmesini savunanların en önemli tezlerinden biri Euro'nun terkedilmesinin çok maliyetli ve yönetilmesinin zor bir süreç olması. Örneğin Euro üzerinden yapılmış milyonlarca sözleşme Euro terk edilirse neye göre işlem göreceği gibi bir sürü teknik ve hukuki soru işareti var. Barro'nun önerisi çok zekice. Ülkeler nasıl 2001'de Euro'ya girmeden önce 2 sene boyunca kendi para birimlerini kullanırken Euro'yu da hayata geçirdilerse (örneğin market raflarında fiyatlar hem yerel para birimi hem de Euro olarak yazılıyordu), şimdi de bu sürecin aynısını yapabilirler. Böylece 2 yılın sonunda tüm AB ülkeleri kendi para birimlerini tekrardan kullanır hale gelebilir.

Euro'dan Çıkış Stratejisi

Robert Barro, 9 Ocak 2012

Euro'nun kısa bir süre öncesine kadar tüm Avrupa'da kullanılacak bir para birimi olacağı düşünülüyordu. Fakat bu resim değişti. Artık ortak para birliği dışındaki ülkeler Euro'ya geçme konusunda istekli değiller. Avrupa Birliğine yeni katılan yedi Doğu Avrupa ülkesi (Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Letonya, Litvanya, Polonya ve Romanya) Euro'ya dâhil olmak için yerine getirecekleri yükümlülükleri tartışma niyetlerini çoktan beyan ettiler bile.

Euro bölgesi dışındaki iki AB üyesi ülke İngiltere ve Danimarka'nın imzaladıkları AB anlaşmalarında kendilerini ortak para birliği dışında tutan maddeler açıkça yazıyor, ki zaten son dönemlerde bu ülkelerin kamuoylarında Euro karşıtı söylem oldukça güçlendi. Bir diğer AB üyesi İsveç'in imzaladığı üyelik antlaşmasında ülkeyi para birliği dışında tutacak resmi bir madde olmamasına karşın, (ülke para birliğine dâhil olmamak için zekice bir hamle ile üyelik koşullarından birini yerine getirmeyi erteliyor) Kasım ayında ülke genelinde yapılan bir anket halkın %80 gibi büyük bir çoğunluğunun Euro'ya geçilmesine karşı çıktığını gösteriyor.

Para birliği ve uygulanması düşünülen mali birlik konusunda AB içinde devam eden tartışmalara baktığımda (ki mali birlik konusunda bugün atılmaya çalışılan adımlar muhtemelen gelecek günlerde kamuoyunda ortak para biriminden daha fazla tepki çekecek uygulamalar olacaktır), sürecin terse çevrilmesi ve ortak para birimi olan Euro'nun kullanımına son verilerek her ülkenin kendi para birimine dönmesi bence daha akılcı bir seçenek gibi duruyor.

Şimdi baktığımda ise diğer yükümlülükler olmadan parasal birliğe dâhil olmanın gerçekleşmesi imkansız bir hayal olduğunu görüyorum. Tek para biriminin kullanılmasına ilişkin sorunlar (örneğin likidite) ortaya çıktığında devreye girerek bunları çözen bir merkez bankasını zorunlu kılıyor. Bu yapı en son Yunanistan, Portekiz, İrlanda, İtalya ve İspanya'nın kurtarma operasyonlarında görüldüğü üzere aynı zamanda mali birliğin de en önemli unsurlarından biri.

DenizBank Ekonomi Bülteni

Makro Ekonomi & Strateji

Yaşadığımız bu krizin her aşamasında politik cevap mevcut "birliğin" daha da güçlendirilmesi yönünde oldu. Buna birkaç örnek vermek gerekirse: sorunlu ülkelere AB'den ve IMF'ten kaynak aktarılması, ECB'nin görevi olmamasına karşın ikinci piyasadan başta İtalya ve İspanya olmak üzere PIIGS tahvili alması, ve son olarak AB'nin üye ülkelerin mali politikalarına karışacağı düzenlemelerin hayata geçirilmesi... Ortak para birliği ile desteklenmiş Avrupa serbest ticaret bölgesi fikri bugün artık daha merkezi bir politik birliğe dönüşme yolunda. Fakat bence dil, tarih ve kültür açısından çok farklı olan toplulukları siyasi ve ekonomik bir birlik olmaya zorlamanın yaratacağı maliyet, büyük ülkelerin sahip olduğu ölçek avantajından muhtemelen çok daha fazla olacaktır.

Bu tezimizin tam aksi yönde bir örnek olarak ABD gösterilebilir. Yüksek borçları nedeniyle ABD'de yerel hükümetlerin de kurtarılmak zorunda kalınması riski (direkt olarak ya da 2009 ve 2010'da olduğu gibi teşvik paketleri aracılığıyla) olsa da bugüne kadar mali birlik ekonomiye olumlu katkıda bulundu. Vermont dışındaki bütün eyaletlerde bütçelerin denk olması zorunluluğu uzun yıllardır uygulanıyor. Ne var ki, eyaletlerin her geçen gün büyüyen kamu personeline yönelik sağlık ve emeklilik harcamaları denk bütçe kısıtına uyulmasını giderek zorlaştırıyor. ABD'nin de gelecek yıllarda AB'nin yaşadığına benzer borç/bütçe problemleri ile karşılaşabileceğine işaret ediyor.

AB'de parasal birliğe aday ülkelerin üyelik şartlarına ilişkin çok detaylı kriterler bulunurken, birlikten çıkış konusunda herhangi bir düzenleme bulunmuyor. Mali disiplin veya başka bir ekonomik kriterde başarısız olan ülkelerin birlikten çıkarılması en doğal seçenek gibi duruyor. 1970'lerden beri mali yapısı bozuk olan Yunanistan bunun için uygun bir aday. Fakat AB Yunanistan'ı birlikten çıkartmak yerine destek vererek birlik içerisinde tutmaya devam ediyor.

Bugüne kadar para birliğinin sonuna ilişkin öneriler ortaya atılırken hep sorunlu ülkeler üzerine stratejiler inşa edildi. Bence bu para birliği sona erecekse en tepeden başlamak lazım. Almanya eski para birimi Mark'ı hayata geçirerek 1 Yeni Mark = 1 Euro şeklinde işe başlayabilir. Böyle bir durumda Alman hükümeti belirli bir tarihe kadar, örneğin iki yıl içerisinde, Alman devlet tahvili sahiplerine ellerindeki varlıkları Yeni Mark ile çıkartacağı tahvillerle bire bir değiştirme garantisi sağlayabilir. Özel sektörde Euro cinsinden yapılan sözleşmeler ise vadesi değiştirilmeden Yeni Mark cinsinden yeniden düzenlenebilir. Bu geçiş dönemi sürecinde Euro ve Yeni Mark aynı anda tedavülde olan ve kullanılan iki para birimi olabilir.

Diğer ülkeler de Almanya'nın yapacağı gibi iki yıllık süre içerisinde kendi para birimlerine dönüşü sağlayacak bu geçici uygulamayı kullanabilirler. Örneğin İtalya da çıkartacağı Yeni Lire'ti 1 €'ya eşitleyebilir. Eğer bütün Euro bölgesi ülkeleri bu uygulamaya geçerse, 2014 yılında Euro para birimi nin aynı 2001 yılında 11 farklı ülkenin para biriminin tedavülden kalkması gibi ortadan kaybolacak.

Bu geçiş dönemindeki kritik nokta ise İtalya ve diğer sorunlu ülkelerin tahvillerinde yaşanabilecek sert değer kayıplarının önüne geçilebilmesi. Zaten son aylarda ECB tarafından giderek artan bir şekilde yapılan sorunlu ülke tahvil alımlarının altında da aynı motivasyon yatıyor. Hükümetler ve piyasalarda endişe yaratan unsur ise bu değer kayıplarının Almanya ve Fransa gibi AB'nin (ve hatta AB dışının) önde gelen ülkelerinde bankaların batmasına veya finansal bir krizi yol açma riski.

Devlet tahvillerine karşı duyulan endişelerde haklılık payı var, çünkü ECB'den gelen desteklere rağmen İtalya ve diğer sorunlu ülkelerin uzun vadeli Euro yükümlülükleri yerine getirebilecekleri ve bu konuda istekli olacakları net değil. Ama İtalya Yeni Lire cinsinden yükümlülüklerini daha kolay ödeyebileceği ve dolayısıyla da ödemeye istekli olacağı için ulusal para birimlerinden oluşan yeni sistem daha inandırıcı olacaktır. İtalya'nın ve diğer Euro üyesi ülkelerin tahvillerinin 1999 öncesindeki itibarlarının ardında da kendi para birimlerinden çıkarılmış olmaları vardı. Bu eski sistem mükemmel değildi ama dönem dönem bazı ülkelerde enflasyonun yükselmesine imkan sağlaması dışında bugünkü sistemden daha iyiydi.

Bu yeni sistemin hayata geçirileceğinin piyasalara duyurulmasının ardından Alman tahvillerinin değer kazanacağını düşünüyorum. Bunda Almanya'nın yüksek itibarı ve ekonomik olarak zayıf komşularına karşı hiçbir sorumluluğunun kalmayacağı etkili olacaktır. Hatta sistemin toplamda işlevselliğinin artması ülkelerin tek başlarına itibar sorunlarını dengeleyeceği için İtalyan ve diğer bazı sorunlu ülkelerin tahvillerinin değer kazanması bile söz konusu olabilir.

Euro gerçekten saygı duyulması gereken bir deneydi fakat başarısız oldu. Sistemi genişletmek ve kurtarma fonlarını daha da büyütme için para harcamak yerine AB ve diğer ülkelerin kendi para birimlerine en iyi şekilde nasıl geri döneceklerini düşünmeleri daha doğru olacaktır.