

## Makro Ekonomi ve Strateji

### Kuyruk Köpeği Sallıyor, Dikkat...

Euro bölgesi (yani Euro para birimini kullanan ülkeler grubu) en büyük ekonomileri olan Almanya ve Fransa liderliğinde Yunanistan'a yardım kararı aldılar. Yayınlanan açıklamada

- Yunanistan'ın aldığı önlemleri takdir ettikleri,
- Yunanistan'ın bu önlemleri kararlı bir şekilde uygulaması gerektiği,
- AB Komisyonu'nun durumu yakından takip edip gerekirse IMF'nin uzmanlığından da faydalanarak yeni önlemler isteyeceği,
- İlk değerlendirmenin Mart ayında yapılacağı ve
- Euro üyesi ülkelerin kararlı ve koordineli hareket ederek Euro bölgesinin finansal istikrarını koruyacakları ama henüz Yunan hükümetinin mali destek istemediği

belirtili. Bu açıklama kısa ama aslında çok şey anlatıyor. Ve maalesef AB'nin çok çaresiz durumda bulunduğunu, radikal bir hareket olduğu için "doğru stratejiyi" uygulamaya cesaret edemediklerini ve bundan sonra Yunanistan sorununun çok daha büyük sıkıntılar yaratacağını gösteriyor. Yatırımcıların buna dikkat etmesinde fayda var. O nedenle ne Yunanistan hisse senedi piyasası ne de Euro yaşanan gelişmelere olumlu tepki veremiyor.

### Yunanistan'ın Önemi...

Yunanistan ekonomisi Euro bölgesinin (yani Euro para birimini kullanan ülkeler grubunun) yaklaşık %3'ü büyüklüğünde. Diğer bir deyişle, ekonomik olarak aslında önemsiz. Tek başına Yunanistan'da ekonomik aktivitenin daralması bölgedeki ekonomik aktiviteye zarar vermez. Ne tüketim ne de üretim tarafında önemli bir oyuncu değil. Kısa vadede bu önemini arttıracak bir potansiyeli de yok.

Ama buna rağmen AB gerçek anlamda panik yaparak Yunanistan için bir şeyler yapmak zorunda olduğunu görüyor (11 Şubat zirvesinin gündeminde bambaşka konular varken bir anda Yunanistan neredeyse tek gündem maddesi haline geldi). Açıklamadan da görüldüğü üzere, AB bölgede Yunanistan kaynaklı bir finansal istikrarsızlık yaşanmasından endişe ediyor. Piyasaların Yunanistan konusunda ciddi olduğunu anlamış durumdadır. Üstelik olay Nobel ödüllü Stiglitz'in iddia ettiği gibi tamamen piyasa spekülasyonu kaynaklı bir sorun da değil. Stiglitz gibi (akademik açıdan) saygın bir ekonomist elbette spekülasyonun her zaman ve her yerde temel dengesizliklerden beslendiğini (aksi takdirde başarıya ulaşamayacağını) bilir. Ama Yunanistan başbakanının danışmanlığını yapıyorsa farklı konuşmak zorundadır (o nedenle Stiglitz'i dinleyenler söylediklerini bu tür bilgilere dikkat ederek değerlendirmelidir).

Yunanistan ekonomik anlamda önemsiz olduğu halde yaşadığı sorunlar neden ciddiye alınıyor?

- 1) Yapılan açıklamanın tersine Yunanistan'ın açıkladığı planın makul bir süreçte sorunu çözebileceğine inanan çok az. Ne 20 yılın kötü ekonomik politikaları ve rekabet gücüne verdiği tahribat 1-2 yılda çözülebilir ne de "çözeceğiz" dendiğinde inandırıcı olur. Politikacıların ve kamu genel müdürlerinin maaşlarını yarıya indirmekle

ve yeni vergilerle, 2010 yılında GSYH'nın %125'ine ulaşacak bir kamu borcunun maliyeti ekonomik büyümenin altına çekilemez çünkü çekilmeye kalkındığında ekonomi ağır bir resesyon yaşar (üstelik global ekonomik koşulların böyle bir kalın ayara imkan tanımadığı bir dönemde). Yunanistan gibi halkın ve meslek gruplarının politik kaldırmaçlarını çok kolay kullanabildiği bir ülkede siyasi istikrarsızlık yaşanır. Şimdiden ülkede genel grevler ve protestolar başladı bile.

- 2) Yunanistan ekonomik olarak önemsiz ama finansal olarak önemli. Yaklaşık 300 milyar €'luk Yunanistan kamu borcunun sadece 40 milyar €'luk kısmı Yunan bankalarında. BIS verilerine göre, Fransa bankaları 79 milyar \$'la AB içinde en fazla Yunanistan riski taşıyan grup (o nedenle Sarkozy bir yardım paketi için çırpınıyor ve AB'de "ekonomik hükümet" kurulması gibi garip isteklerde bulunuyor). Fransa'nın yanında İsviçre'nin de 79 milyar \$, Almanya'nın 43 milyar \$, İngiltere'nin 12.5 milyar \$ riskleri var. İsviçre belki AB içinde değil ama finansal olarak oldukça entegre. Bu sorundan dolayı İsviçre bankaları sorun yaşarsa doğal olarak diğerleri de zincirleme sorun yaşar. Ayrıca Yunanistan tahvilleri ünlü Alman Pfandbrief (teminatlı tahvil) piyasasının da teminatları arasında (yaklaşık 15 milyar €).
- 3) Yunanistan'dan biraz daha avantajlı olsalar da oradan başlayacak bir sıkıntının sızabileceği Portekiz, İrlanda/İtalya, İspanya gibi başka ekonomiler de var (bunlara İngilizce isimlerinin başharfleri kullanılarak PIGS ya da PIIGS adı veriliyor). Yine BIS verilerine göre, Portekiz, Yunanistan ve İspanya'nın tüm kamu ve özel tahvillerinin %90'ı ağırlıklı Almanya ve Fransa olmak üzere diğer AB ülkeleri bankalarında. O nedenle virüsü yayılmaya başlamadan durdurmak gerekiyor. Bu virüsü tedavi ederek de olabilir virüslü kısmı kesip atarak da.
- 4) Yunanistan aslında AB'yi değil Euro para biriminin itibarını sarsıyor. Piyasalar geç de olsa bütçe ve/veya politik konsolidasyon olmadıkça parasal konsolidasyonun bir anlamının olmadığını görmüş durumdadır. ABD'de Kaliforniya eyaleti borçlarını ödeyemez hale gelse de federal destekle yoluna devam edebilir çünkü New York'ta vergi ödeyenler için Kaliforniyalılar da Amerikalıdır. Ama Almanya'da ya da İsveç'te vergi ödeyenler için durum çok daha farklıdır (acaba İngiltere yıllardır neden Sterlin'i bırakıp Euro'ya geçmiyor?)
- 5) Euro birliği genişledikçe bölge Euro açısından optimal bir bölge olmaktan uzaklaşıyor. Kaliforniya resesyona girdiğinde orada yaşayanlar Florida'ya gidip yerleşebilir, iş bulabilir ve yaşamlarını sürdürebilirler. Çünkü aynı dili konuşurlar, kültürel bir birliktelik vardır ve yasalar herkese aynı şekilde uygulanır. Her türlü seviyeden Kaliforniyalıya Florida'da uygun ortam sağlanabilir. Yunanistan çok acı bir ilaç içip bir süre resesyona girdiğinde işsizlik sorun olur çünkü o süreçte işsiz kalan Yunanlıların diğer AB ülkelerine gidip yaşamlarını sürdürmeleri kolay değil. Yunanistan'ın sorunları bugün Euro birliğinin optimallikten uzaklaştığının ve Euro'ya geçme kararlarının daha ziyade politik ve coğrafik kararlarla verildiğinin bir göstergesi.

## Bıyık ve Sakal...

AB açısından durum çok kritik. "Yardım edeceğiz" sözünün arkasına bir yol haritası eklenmemesinin nedeni bu. Acele hareket edip tamir edilemez bir hata yapmak istemiyorlar.

Euro bölgesinin (ve yukarıda belirttiğimiz gibi Euro'nun) itibarı üye ülkelerin ne kadar sorumlu davrandıklarına çok bağlı. Ortaya konan bir anlaşma var. Bütçe açığı ve kamu borç yükleri çok kısa süreler ya da kriz dönemleri hariç belli seviyelerin altında kalacak. Bunu yapmayan üyeler bir anda "bedavacılık" yapıyor ve diğerlerinden gelir transferi sağlıyorlar. Bu bedavacılığa prim tanınması ve zora düşüldüğünde destek verilmesi gelecekte aynı olayların sürekli tekrarlanması demek. Yunanistan'a destek verildiğini gören Portekiz neden radikal tedbirler uygulasin? Ya da bunu yapan İrlanda kendi iradesiyle uygulamaya başladığı acı reçeteden neden vazgeçmesin?

Ayrıca destek nasıl verilecek? Avrupa Merkez Bankası (ECB) zaten yeterince destek veriyor. Yunan bankaları ECB'den toplam aktiflerinin %9'una yakın finansal destek sağlıyorlar. Buna en yakın ülke olan İrlanda'da oran %5. Üstelik destek karşılığında verilen teminat devlet tahvilleri ve ECB normalde A- notunu kabul ederken kriz nedeniyle BBB- derecesini de kabul ediyor. Bugün Fitch Yunanistan'ın notunu A-'nin altına çekmiş durumda ve S&P veya Moody's de A-'nin altına indiğinde ECB kriz öncesi teminat seviyesine dönerse (ki 2010 içinde döneceğini söylüyor) artık Yunanistan devlet tahvillerini teminat kabul edemeyecek.

Bu durumda yardımın devletlerden gelmesi gerekiyor. Euro üyesi ülkeler Yunanistan'a ülke bazında borç verebilirler ya da bir araya gelerek bir yardım paketi oluşturabilirler. Her iki durumda da destek veren ülkeler bunu bütçe açıklarına ve/veya kamu borçlarına eklemek zorunda kalacaklar. Normal koşullarda buna tahammül etmek mümkün. Ama global kriz sonrasında hemen her ülkenin bütçe açığı ve kamu borcu yükseldi. Avrupa Komisyonu tahminlerine göre Euro bölgesinde 2010 yılında kamu borç stoğunun GSYH'ya oranı ortalama %84 olacak. Yardıma önderlik edecek olan Fransa %83 ve Almanya %77 ile en borçlu ülkeler arasında yer alıyorlar. Bu yükün artması daha fazla maliyet ya da Fransızların ve Almanların daha fazla vergi ödemesi demek. Politik olarak da kolay kararlar değil.

Diğer seçenek ise IMF'nin araya girmesi. O zaman olay AB'nin iç işi olmaktan çıkıyor (IMF deyince işin içine ABD giriyor). AB'nin bir Euro üyesi için IMF'den yardım istemesi başlı başına küçültücü bir durum. AB'den daha bağımsız bir kurum olan IMF'nin isteyeceklerinin politik olarak AB'de ne kadar kabul edilebileceği de ayrı bir soru. Yunanistan zaten klasik bir IMF reçetesini uygulamaya koydu ama ne kadar "uygulanabilir" olduğu belirsiz.

### Mecburi Ama Yanlış Çözüm...

AB mecburiyetten Yunanistan'ın arkasına geçti. Bundan sonraki tehlike köpeğin kuyruğunu değil, kuyruğun köpeği sallamasıdır. **Bu durum kendisini en açık ve net Euro'nun değer kaybetmesinde gösterecektir.**

**Doğru çözüm Euro bölgesi üyeliği (yani para birimi olarak Euro'yu kullanma hakkı) kurallarını yerine yapısal olarak yerine getiremeyecek hale gelenlerin birlikten ayrılmasıdır.** Bu çok radikaldir ama yapılması gereken en doğru ve kalıcı çözüm budur. Rekabetçi bir seviyeden eski para birimine dönülerek rekabet gücü kazanılır. Bu arada kamu borcu yeniden yapılandırılarak ödenebilir hale getirilir (oluşan zararlar da kısa vadede sineye çekilir, uzun vadede geri alınmaya çalışılır).

Bu süreçte yapılanların hakemi ne Komisyon ne de IMF'dir. Piyasalardır. Piyasalar yapılanları beğendikçe yeni para birimi değerlenir, kamu borcu daha kolay finanse edilir ve ülkeye yatırım gelir (aynı Türkiye örneğinde olduğu gibi). Bir süre sonra Euro üyeliği kurallarını yeniden benimseyebilecek duruma gelenler birliğe yeniden dönerler.

Bu tür bir yol izlenmedikçe, yani sorun yaşayanlar izole edilerek sorunları temizlenmeye çalışılmadıkça Euro bölgesi zarar görecektir ve kuyruk köpeği sallayacaktır. 1 ay önceki detaylı raporumuzda vurguladığımız ve müşterilerimizi uyardığımız üzere Dubai global krizin bir artçı şokudur ama Yunanistan artçı şok değildir. Yıllardır değerlenen Euro'nun sorunlarının açığa çıkması ve bu sorunların düzeltilme ihtiyacıdır. Warren Buffett'in dediği gibi sular çekilince kimin mayolu kimin mayosuz olduğu görülmüştür. Bir süre havuza yeniden su doldurulmayacağına göre bir an evvel mayosuzlara mayo giydirmek gerekecektir. **AB'nin Yunanistan'ın arkasına geçmesi global piyasaları rahatlatıcak değil, rahatsız edecek bir gelişmedir.**

### %10 Mevduat Sınırı...

Ekonomi basınında bir anda ABD'de yıllardır uygulanan (yeni bir şey olmayan) %10'luk mevduat sınırının Türkiye'de de uygulanıp uygulanmaması tartışılmaya başladı. Yandaki tablo bu tartışmanın ne kadar anlamsız ve magazinsel olduğunu gösteriyor.

Buna göre %10'luk sınırdan sorun yaşayacak 4 banka var ve başlarında Ziraat Bankası geliyor. Halen Ziraat Bankası bir

Mevduatı En Yüksek 10 Banka (solo bilançolar, 30/9/2009)	Sektör Payı	Kredi/Mevduat Oranı	%10 sınırı gelirse
Ziraat Bankası	19,5%	36%	70%
İş Bankası	14,3%	66%	95%
Garanti	12,0%	86%	104%
Akbank	11,1%	74%	82%
Vakıfbank	8,8%	78%	
Halkbank	8,5%	74%	
Yapı ve Kredi	8,5%	91%	
Finansbank	3,3%	102%	
DenizBank	2,4%	116%	
ING	2,0%	109%	

devlet bankası olarak sektördeki toplam mevduatın %20'sini alıyor ve bu mevduatın sadece %36'sını kredi olarak kullandırıyor. Toplam aktiflerinin %58'i ise devlet borçlanma senetleri (bu oran diğer kamu bankaları Vakıfbank için %27 ve Halkbank için %35 yani Ziraat kadar yüksek değil ama hiç de az değil).

Diğer bir deyişle, %10'luk bir mevduat sınırı getirmek demek en başta Ziraat Bankası'nın kamu borçlanmasına verdiği desteğe zarar vermek demektir. Kamu bankaları bu destekleri vermekten vazgeçemeyeceklerine göre reel sektöre verdikleri göreceli daha az desteği daha da azaltmak zorunda kalacaklardır. Böyle bir sınır getiriminin kamu açısından mantığı olamaz. Türkiye'de finans sisteminin önemli bir sorunu olan bankalararası mevduat faiz rekabetine bir katkısı da olmaz.

### Sınır Tartışmasının Sebebi...

Global kriz bazı gelişmiş ülke bankalarının sorun yaşadığında sistemi tehdit etmeden batırılmayacak, kurtarılmak zorunda kalacak kadar büyümüş olduklarını ve bunun önemli bir sorun olduğunu gösterdi. Bunun üzerine ABD'de Obama Yönetimi bankaların çok fazla büyümelerini engelleyecek düzenlemeler yapmaya çalışıyorlar. Bunların içinde Hazine işlemleri ile kredi ve diğer aracılık hizmetlerinin ayrıştırıldığı yeni yapılar yanında banka boyutuna (ve riskine) göre büyüyen sermaye ve likidite limitlerinin yanısıra bankaların sektördeki mevduat paylarının %10'u geçmemesi gibi şartlar da var. Ne var ki bu %10 sınırı yeni değil, 1994'ten beri uygulanan bir düzenleme.

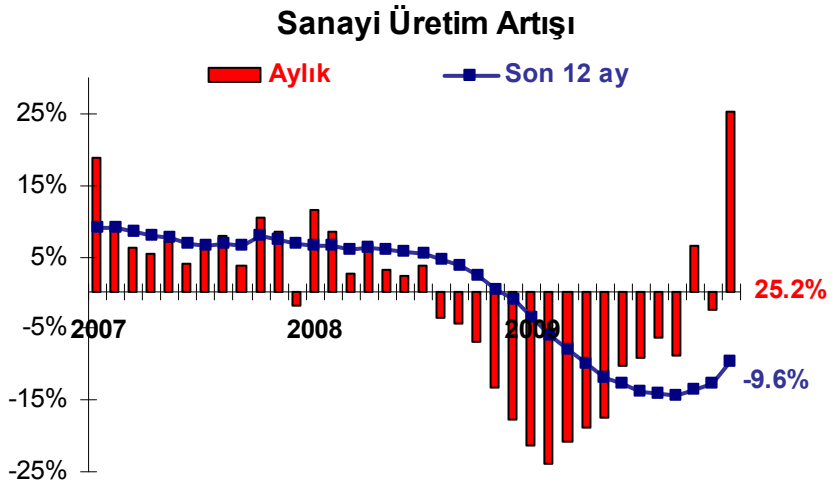
Daha da önemlisi, ABD finans sistemi bu düzenlemeye rağmen önemli bir kriz yaşadı. Diğer bir deyişle, mevduat kaynaklarına ulaşamayan ama büyümek isteyen bankalar farklı finansman yöntemlerine başvurdular ve bu amaçla türev piyasaları kullandılar. Mevcut sınırı aslında büyümek isteyen bankaların önünde bir engel oluşturmadı. Üstelik bu bankalar krizde likidite sıkıntısı yaşayınca bir de mevduat toplama izni verildi.

Türkiye'de yapılması gereken kamu sektörünün bütçesini disiplin altına alması, direkt ya da dolaylı yollardan ülkedeki mevduatları devlet tahvillerine kilitlemekten vazgeçmesidir. Örneğin, devlet kamu bankalarından borçlanıp sosyal sigorta sistemine kaynak aktaracağına sosyal sigorta sistemini mümkün olan en radikallikte yeniden yapılandırıp kendi kendine dönebilen bir finansman yapısına kavuşturmalıdır. Elbette bu hemen 1-2 yılda olmaz. Ama düzenli bir şekilde bu bütçe disiplini tesis edilmelidir. Bu mümkün oldukça bankalar sağlıklı fonlama yapısıyla kredi vermeye devam edebileceklerdir. Bunun dışındaki sınırlar bugün için gereksiz tartışmalardır.

### Üretim Artışı Görüldüğü Gibi Değil...

TÜİK 2009'un son ayında sanayi üretiminin %25 arttığını açıkladı. İlk bakışta "imalat sanayi coştı, krizden çıkıldı" gibi bir izlenim yaratıyor ama gerçek durum farklı.

%25'lik artış Aralık ayındaki üretimin 2008 Aralık ayına göre ne kadar arttığını (reel olarak) gösteriyor. Türkiye'de ekonomistler yıllarca sanayi üretim artışını bu şekilde değerlendirdiler çünkü mevsimsellik etkisini yok etmenin en kolay yolu aynı ayları kıyas etmektir (mevsimsellikten kastedilen her ayın kendine özgü üretim karakteristiği olması). Mevsimselliği farklı şekillerde



(dummy değişkenler, filtreleme teknikleri gibi) yok etmek mümkünse de herkes farklı yöntemler kullanınca genel kabul gören referanslar üretmek zor oluyordu. Öte yandan özellikle kriz dönemlerinde ekonominin çok ani dur kalklar yapması istatistiki olarak aynı ayların kıyaslanmasıyla abartılı artışlar ya da düşüşler gösteriyordu. TÜİK ve Merkez Bankası sonunda bu soruna bir çözüm getirdiler ve artık sanayi üretim verileri açıklanırken hem takvim etkilerinden hem de mevsimsellikten arındırılmış endeksler hesaplanıyor ve ekonomistlerin önüne konuyor. Böylece artık üretimdeki kısa vadeli dinamiği, bir aydan diğerine olan ivmeyi yakalama ve genel kabul gören bir referansı kullanabilme imkanı var.

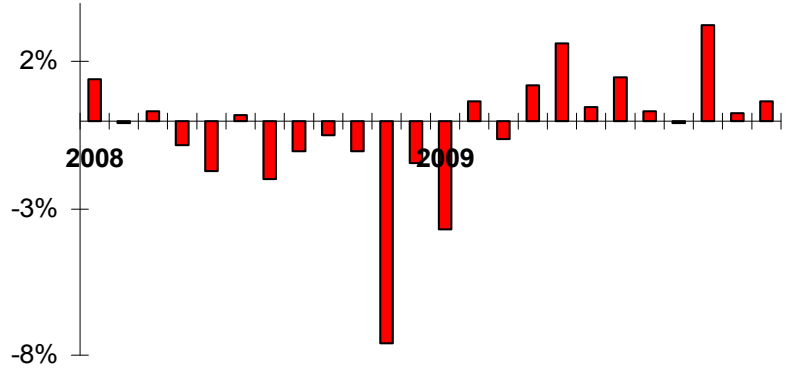
TÜİK verilerine göre öncelikle takvim etkisi ayıklandığında (yani aynı miktarda çalışma günü düşünülüğünde) %25'lik artış bir anda %8'e geriliyor (2008 Aralık ayına göre). Bir de mevsimsellik ayıklandığında sanayi üretiminin Kasım ayından Aralık ayına sadece %0.7 arttığı görülüyor (yandaki grafik).

Açıkça görüldüğü üzere ekonomide bir toparlanma var. Sanayi üretimi hemen her ay artıyor ama artış Merkez Bankası'nın ısrarla vurguladığı üzere yavaş gerçekleşiyor. Kriz öncesi seviyelere ulaşmak geçmiş resesyon dönemlerine kıyasla çok daha uzun süre alacak gibi gözüküyor.

Sanayi üretimindeki gelişmeler Merkez Bankası'nın şu anda düşündüğü faiz patikasına destek veriyor. Görünen o ki, yurtdışında ani faiz artışları olmazsa (ki FED olmayacağını söylüyor ve Yunanistan ve benzerleri de ECB'nin likidite desteğini azaltmasının önündeki en büyük engel) Merkez Bankası enflasyon baskısı olmayacağını düşünerek faizleri uzun süre mevcut seviyelerinde tutmaya devam edecek.

### Sanayi Üretim Artışı

(Aylık, Mevsimsellik ve Takvim Etkisinden Arındırılmış)



### Sanayi Üretim Endeksi

(Aylık, Mevsimsellik ve Takvim Etkisinden Arındırılmış)

