

# Avrupa Birliği, kurtarmakla Yunanistan'a kötölük yapıyor

---

Saruhan Özel 2010.05.05

Avrupa'nın hasta adamı Yunanistan, sonunda pes etti. Piyasalardan geri ödeyebileceği faizlerde borçlanamayınca IMF ile AB'den 110 milyar Euro'luk yüklü bir maddi desteği almak durumunda kaldı.

Aksi takdirde Yunanistan, 269 milyar Euro'luk kamu borcunun vadesi gelen ödemelerini yapamayacak ve borcunu yeniden yapılandıracaktı. Sadece mayıs ayında 11,5 milyar Euro borç geri ödemesi olan Yunanistan, 2011 yılı sonuna kadar 52 milyar Euro'luk bir geri ödeme yapmak zorunda.

Bu destek sayesinde Yunanistan, alacaklılara vadesi gelen borçlarını ödeyebilecek ve bir süre yeniden piyasalardan borçlanmak zorunda kalmayacak. Karşılığında ise 2014 yılı itibarı ile bütçe açığına ekonomisinin yüzde 3'üne indirebilecek kadar bir tasarruf yapmayı kabul etmiş durumda. Bu, kabaca kamu bütçesinden 4 yılda 25 milyar Euro'luk bir tasarruf yapmak anlamına geliyor.



Ama bu kadar büyük destek paketine rağmen ikinci piyasada Yunanistan tahvillerinin getirileri gerileyemedi. 10 yıllık Yunanistan tahvilleri ikinci piyasada yüzde 9 civarında, Türkiye tahvillerinin yaklaşık 400 puan üzerinde bir getiri ile satılabiliyor (Grafik). Demek ki, piyasalar hâlâ Yunanistan'ın söz verdiği tasarrufu yapabileceğine ve borcunu zamanında ödeyebileceğine pek inanmıyorlar ve haksız da değiller. Verdikleri sözü tutacak siyasi itibarları olmadığı gibi bunu mümkün hale getirebilecek bir ekonomik güçleri de yok. Yunanistan, bu duruma nasıl geldi?



Komşumuzun yıllardır bütçe ve cari denge açıkları çok yüksek. Yani ağırlıklı kamu bütçesi üzerinden ekonomiye aktarılan ve yurtdışındaki tasarruf sahiplerinin finanse ettiği büyük bir döviz açığı var. Aslında kamu sektörü, bu kaynakları özel sektör gibi akılcı bir şekilde ekonomiye aktarabilse ve ülkenin yurtiçi tüketim ve ihracat imkânlarını artıracak, dünyanın talep edeceği katma değeri yüksek malları üretecek sektörleri meydana getirebilse bu borçlar rahatlıkla ödenebilir. Ama durum öyle değil. Yunanistan ekonomisi büyüyemiyor. Ne demografik yapısının desteklediği güçlü bir iç talebi var ne de önemli bir ihracat bazı. Geleneksel olarak ekonomisini sürükleyen turizm ve denizcilik gibi hizmet sektörleri kendisini yenileyemiyor ve eski ihracat potansiyelinden uzaklaşıyorlar. Artık Avrupa'da turizm denince akla Yunanistan ve İspanya değil, Türkiye ve Hırvatistan gibi ülkeler geliyor. Denizcilik tarafında da Uzakdoğu, ipleri eline almış durumda.

Bu sektörler giderek çöküyor çünkü kendilerini rakiplerinin önüne çıkartacak yatırımları yapmalarına imkân tanıyacak kârları sağlayamıyorlar. Sürekli değer kazanan Euro, Yunanistan ihracatının rekabet gücünü zayıflatıyor. Hatta Yunanistan tam tersine Almanya, Fransa, Belçika, Hollanda gibi ülkelerin ihracat yaptıkları bir pazar konumunda.



Özetle, güçlü Euro'nun boğduğu Yunanistan, bu sorunu aşabilecek bir üretim altyapısı oluşturamayıp mirasından yemeye çalışınca bir süre sonra ekonomik bir potansiyel vaat edemeyen ve bu nedenle de borçlarını geri ödeyemeyecek bir ekonomi haline geldi. Zaten böyle olduğu için Yunan bankaları, geleceği yurtdışında aramaya başladı. Bugün en büyük Yunan bankası NBG'nin bilançosunun üçte biri ve gelirlerinin yüzde 40'ı Yunanistan dışından geliyor. Dünyanın likiditeye boğulduğu 2002-2007 döneminde bu sorunları göz ardı ederek durumu idare edebilen piyasalar 2008 sonrasındaki kriz ortamında likidite imkânları zorlaşınca bu gidişle birkaç yıl içinde borç yükü ödenemez hale gelecek olan Yunanistan'a eskisi kadar ucuz ve bol borç verememeye başladılar (Tablo). Olay bu kadar basit.

---

## Kuyruk köpeği sallıyor, dikkat!

Sorun basit ama çözüm o kadar basit değil. Yunanistan'ın önünde iki seçenek var:

Mevcut gelirlerini, borcunu ödeyebilecek şekilde artırmak. Bunun için başta kamu sektörü olmak üzere büyük bir tasarruf yapmak ve ekonomik büyümeyi hızlandırmak.

Borcunu kısmen azaltıp vadesini uzatarak mevcut gelirleriyle ödenebilir hale getirmek.

Birinci çözüm zor çünkü Euro baskısı altında ezilmekte olan Yunanistan ekonomisinin ne kısa sürede artırabileceği ihracat geliri ne de 11 milyonluk küçük nüfusunun ve 237 milyar Euro'luk küçük ekonomisinin sürükleyebildiği bir iç talep motoru var. Birinci seçenek mümkün olsa bile Yunan ekonomisinde sonuçlarının alınması uzun yıllar sürecektir olan bir yapısal dönüşüm gerektiriyor.

İkinci seçenek olan borç yeniden yapılandırmaya da cesaret edilemiyor çünkü;

Yunanistan tahvillerinin yüzde 70'i yurtdışında ve çoğunlukla AB ülkelerinde tutuluyor. Borcun yeniden yapılandırılmasından sırasıyla en fazla Fransız, İsviçre ve Alman bankaları zararlı çıkacak.

AB içinde Portekiz, İrlanda, İspanya gibi Yunanistan benzeri sıkıntılar yaşayan başka ekonomiler de var ve Yunanistan'ın devrildiğini gören piyasaların sonraki hedefleri olabilirler.

Euro bölgesi ekonomileri, bu sorunlarla ciddi bir resesyon yaşayabilirler ve global ekonominin yeniden ayağa kalktığı bugünlerde yarıştan koparlar.

AB'nin ve Euro'nun itibarı yerle bir olur.

Sonuçta bunları göze alamayan AB, verdiği destekle Yunanistan'ın vadesi gelen borçlarını ödemeyi taahhüt ederek günü kurtarmış oldu. Bunun Yunanistan'ın asıl sorunu olan zayıf rekabet gücü ve dar ekonomik büyüme potansiyelini değiştirmeyeceğini ve böyle bir ekonominin de zaten AB'ye ve IMF'ye de borcunu da ödeyemeyeceğini gayet iyi bildiği halde. Ne Yunanistan bugün destek karşılığında söz verdiği tasarrufu yapabilir ne de bunu yapmaya çalıştığında ekonomisi büyüyebilir.

## Yapılması gereken

Sağlıklı bir çözüm için Yunanistan hem ödeme gücünü artırmalı hem de borcunu ödenebilir hale getirmeli. AB'nin maddi destekle mevcut çaresizliği devam ettirmektense mevzuatını değiştirerek Yunanistan'ı Euro bölgesinden çıkarması (ama AB içinde tutması) gerekiyor. Böylece yeniden Drahmi'ye dönecek Yunanistan

borçlarını Drahmi'ye çevirdikten sonra Drahmi'yi Euro karşısında yüzde 35 civarında devalüe etmeli. Aynı zamanda vadesi gelen borçlarının vadesini uzatmalı. Böylece ihracatçı hizmet sektörlerine kısa vadede rekabet avantajı oluşturarak döviz gelirlerini artıracak ve borç geri ödeme kapasitesini güçlendirecek. Bu şekilde nefes alan Yunanistan, ekonomisini tasarruf önlemleri ile boğmadan dış taleple büyütebilecek ve kısa vadede elde ettiği rekabet gücünü yapısal değişikliklerle kalıcı hale getirmeye çalışacak.

Eğer bunu başarır da piyasalar yeniden Yunanistan'a sermaye aktarmaya başlayacak, ülke reytingi yükselecek ve Drahmi yeniden Euro'ya eşitlenene kadar değerelebilecek. O dönemde Euro bölgesi üyelik şartları (yani Maastricht kriterleri) yerine gelmiş ise yeniden Euro'ya geri dönecek. Bunu gören Euro üyeleri, Euro'dan çıkarılma utancını yaşamamak için bundan sonra bütçe politikalarını disipline edecekler. Euro, itibarını yeniden kazanacak.

Bu da yapılmazsa köpek kuyruğunu değil, kuyruk köpeği sallamaya devam edecek.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Ekonomi yavaş ama istikrarlı büyüyor...

*Saruhan Özel 2010.05.12*

Mart ayında sanayi üretimi geçen yılın aynı ayına göre % 21 artınca yine ekonominin fazla ısınmaya başladığı, bunun enflasyonu artırıp Merkez Bankası'nı son çeyrekte daha önce faiz artırmaya yönelteceği yorumları yağmaya başladı.

Bu yorumları yapanlar belli ki kriz dönemlerinde 12 ay öncesine göre bakarak yorum yapmanın yanlış olduğunun farkında değiller. Bu yılın ilk 3 ayında reel olarak % 17 büyüyen sanayi sektörü, global krizin en şiddetli şekilde yaşandığı geçen yılın aynı döneminde % 22 küçülmüştü. Yani sektör daha kriz döneminde kaybettiklerini bile tam olarak yerine koyabilmiş değil (Grafik 1). Bu durumda bir ekonominin çok ısınmış olduğu nasıl iddia edilebilir?

Krizden çıkış 2001'dekinden daha yavaş

Sanayi sektörü en son bankacılık sisteminin şiddetli bir kriz yaşadığı 2001 yılında % 8,7 küçülmüştü. Finansal sistemin hızla yeniden yapılanması ve bunun maliyetinin vergi mükelleflerine yıllara dağıtılarak yüklenmesi sonrasında kaybedilen üretim 1 yıl içinde yeniden yerine konulabilmiş ve sektör % 9,4 büyümüştü. Ama 2009 yılında % 9,6 küçülen sanayi sektörü 2001 krizine göre daha fazla tahrip olduğu gibi krizden çıkışı daha yavaş oluyor. Üstelik, para politikasının çok daha basiretli ve vizyonlu uygulandığı ve böyle bir dönemde olması gerektiği gibi ekonomik büyümeye destek verdiği halde. Neden?

2001'den farklı olarak önemli ihracat pazarlarımızda sorun var. Avrupa, krizden en yavaş ve en gecikmeli çıkmakta olan bir bölge. 2001'de iç piyasa karıştığında ihracat motorunu kullanarak uçuşa geçen ekonominin bu sefer böyle bir itici gücü yok; ihracat geriden geliyor (Grafik 2). Her ne kadar önemli bir mesafe alınmış olsa da henüz ihracatımız Avrupa'daki talep kaybını telafi edebilecek kadar farklı bölgelere yayılabilmiş değil. Dolayısıyla, iç talep yeniden eski gücünü kazanana kadar ekonominin potansiyel büyüme hızına erişmesi zaman alacak.

İhracat pazarı daralırken TL bu daralmada dahi penetrasyona ve pazar payı artışına destek verecek bir değer kaybı yaşayarak rekabet gücümüzü artıramadı (hatta Euro'ya karşı bakıldığında durum daha da kötü).

2001 krizinde bankacılık sektörüne verilen kamu desteğinin bir benzeri bu sefer reel sektöre verilemedi. Destekler genellikle küçük kaldı ve geç geldi. Örneğin hâlâ istenen düzeyde çalışamayan Kredi Garanti Fonu'nun 2008 yılı sonunda devreye girmesi gerekirdi.

2001'de enflasyon artışından destek alan reel sektör, bu sefer krizin etkisini azaltmak için enflasyonu kullanamıyor. Daha önceki resesyonda nominal üretim enflasyon sayesinde artabilirken bu sefer ekonomi sadece reel değil, nominal olarak da daraldı. Bu, reel sektörün Türkiye'de hiç de alışık olmadığı bir ortam. Satışlarını artırmak ya da stoklarını eritmek için fiyatlarını düşürmek zorunda kalmaları bilançoları ciddi şekilde hırpalıyor.

2009 resesyonu öncesinde ekonomi uzun süreli hızlı büyüme süreci yaşadı ve 2003-2008 döneminde yılda ortalama % 20 büyüyen ciddi bir üretim altyapısı oluşturdu. 7 yıllık süreçte yapılan yatırımlar ekonominin hızlı büyümesinin önemli sebeplerinden biriydi. 2001 ile kıyaslandığında bu sefer kriz sonrasında telafi edilmesi gereken atıl kapasite daha büyük. Yeni yatırımların yeniden devreye girerek büyümeye destek vermesi zaman alacak.

Buna paralel olarak, kazaya uğrayan geminin bu sefer çok daha büyük olduğu gerçeği söz konusu. Türkiye'nin 2008 sonundaki ekonomisi 2000 yılındakinin yaklaşık 6 katı idi. Doğal olarak büyük gemi kazasının maddi boyutu da büyük oluyor ve tamiri uzun sürüyor. Bu da bize daha büyük gemi kullanan kaptanların manevra kabiliyetinin azaldığını ve sonra tamirin uzun süre alacağını bilerek daha dikkatli, daha vizyonlu ve daha önceden hareket etmeleri gerektiğini gösteriyor.

Bankacılık sektörü ekonomiye destek verebilecek durumda. Ama hem 2001 sonrasında farklı olarak karşısında uzun bir süre dizginlenmiş olup patlamaya hazır bir kredi talebi yok hem de bu sefer bilançosunu yurtdışı toptan piyasalar yerine yurtiçi kaynaklarla (yani mevduatla) büyötmeye çalışacak. Kriz döneminde likiditenin değerlendirildiği tahvil portföylerinden kredilere dönüş çok hızlı olmayacak.

Dolayısıyla, sektörel farklılıklar olsa da iş dünyasının krizden çıkışın yavaş olacağını, zamana yayılacağını ama aynı zamanda istikrarlı bir şekilde devam edeceğini düşünerek planlarını yapmaları gerekir. Şu ana kadar da rakamlar durumun böyle olduğunu teyit ediyor. Ve en önemlisi, böyle olması çok daha hayırlı.

Merkez Bankası erken davranmamalı!

Global kriz reel sektörü tahrip etti belki ama aynı zamanda Türkiye'de uygulanmakta olan para politikasının makus talihini de değiştirdi. Geçmişte politika faizinin sürekli döviz talebini azaltmak için kullanılması TL'yi istikrarlı bir reel sektör finansman kaynağı olmaktan ziyade bir finansal spekülasyon mekanizması haline dönüştürmüştü. Bu sefer aşırı bir döviz talebi oluşmamasından güç alan para otoritesi, gelişmiş bir ekonomide olması gerektiği gibi TL'nin (reel) fonlama maliyetini makul seviyelere indirebildi (Grafik 3).

TL'nin bu yeni konumunun devam edebilmesi için para politikasında aynı soğukkanlılığın krizden çıkış döneminde de gösterilmesi gerekiyor (yeter koşul değil ama şart koşul). Kriz döneminde faiz indirim süreci hızlandırılıp daha erken, % 6,5 yerine % 8 gibi bir seviyede durulsa ve Merkez Bankası, riskli faizin seviyesinde değil süresinde almış olsa bu soğukkanlılığı göstermek şüphesiz daha kolay olacaktı. Belki devletin borçlanma maliyeti biraz daha yükselecek ve mortgage faizlerindeki düşüş zamana yayılacaktı ama büyüme biraz hızlandı, enflasyon yükseldi diye gereksiz yere piyasalarda faiz artırımlarının öne çekilmesi gerektiği görüşü rağbet görmeyecekti. Bu nedenle yılın son çeyreğinde % 8'lere geri dönmek makul karşılanabilir ama bugün için ne daha önce silaha davranmanın ne de daha uzağa ateş etmenin gerektiğini gösteren bir sinyal yok.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Yeni Mali Kural bütçe politikasında bir devrimdir!..

---

*Saruhan Özel 2010.05.19*

Türkiye'de kamuoyunda bütçe politikasına karşı müthiş bir bağnazlık oluşmuş durumda. Haksız da değil.

Devlet bütçesi, yıllarca bütçe gelirlerini ülkenin geleceğini düşünüp eğitim, sağlık, enerji ve altyapı gibi yatırımlara ayırmak yerine popülist (oy cezbetme amaçlı) harcamalara yönelten, gelirler yetmediğinde bolca borçlanan, borçlanmakta zorlandığında ise kamu bankalarını ve kamu şirketlerini devreye sokan bir anlayışla yönetildi. Bunun bedeli de 2001'de kamu bankalarının önemli rol oynadığı bankacılık krizi ile (yine vergi mükellefleri tarafından) ödendi.

2001 krizi sonrasında ise, biraz da mecburiyetten, Türkiye'nin bütçe politikasına tek bir anlayış hakim oldu: Mümkün olduğunca tasarruf yaparak GSYH'nın yüzde 80'ine yakın bir seviyeye çıkmış olan kamu borcunu azaltmak. Bunun için de IMF Türkiye'ye katı bir "mali kural" getirdi ve faiz ödemeleri dışarıda bırakıldığında bütçesinde her yıl GSYH'nın yüzde 6,5'u kadar bir tasarruf yapmasını istedi.

ABD'de 1930 depresyonu ve Almanya'da 1923 hiperenflasyonu sonrasında otoritelerin bu sorunların bir daha yaşanmaması yönünde oluşturdukları sert tutumlar gibi Türkiye'de de bu süreçte artık devletin hiçbir zaman disiplinli bütçe politikasından taviz vermemesi gerektiği düşüncesi hakim oldu. Gelişmiş ülkelerde hükümetler bütçe gelirlerini nasıl ülke insanının yararına kullanabileceklerini, yapacakları altyapı yatırımları ile reel sektörün işlerini nasıl daha kolaylaştıracaklarını ortaya koyup oy isterlerken Türkiye'de nasıl popülist davranılmayacağı ve hangi kesimlerden nasıl bolca tasarruf yapıp kamu borcunun azaltılacağını anlatarak oy istediler. Bütçe gerçekleştirmeleri ekonomistlerin en önem verdikleri analizlerden biri oldu ve ekonomi haberlerinde en öne çıktı. Merkez Bankası her raporunda düzenli bir şekilde (basiretli) bütçe politikası istedi. Ekonomistlerde "bütçe açığı artarsa para politikası sıkılır" inancı yerleşti. Özellikle 2006 öncesinde hep bütçe açıklarından çekinildiği için para politikasının normalleştirilmesine (politika faizinin makul seviyelere indirilmesine) cesaret edilemedi.

Sonuçta IMF'nin katı mali kuralına tam olarak uyulmasa da, olay sadece tasarruf kaynaklı olmasa da 2003-2008 döneminde ekonomi yönetimi yılda ortalama yüzde 4,1'lik bir faiz dışı bütçe fazlası oranını tutturarak hedefe

yaklaştı (Grafik 1). (Brüt) kamu borcunun ekonomiye oranı yüzde 42'lere kadar geriledi. 2008 global kriziyle birlikte birçok ülke ekonomisine vermek zorunda kaldığı destekler sebebiyle kamu borcunu hızla yükseltince Türkiye bir anda 5-6 yıl önce hayal edilemeyecek şekilde (ekonomik büyüklüğüne oranla) Avrupa'nın (ve dünyanın) en az borçlu devletlerinden biri haline geliverdi (Grafik 2).

Ama ilginç olan, hâlâ kamuoyundaki bu tutucu görüşlerin devam ediyor olması. Karar alıcılar da o kadar etkilenmiş durumda ki global krizin en şiddetlendiği anda KOBİ ağırlıklı reel sektör tahrip olurken ve geçmişte görülmeyen vizyonel bir yaklaşımla para politikası radikal şekilde gevşetilirken dahi "disiplinli bir bütçe politikasının ne kadar önemli olduğu" vurgusundan vazgeçilmedi. Finansal sistem faiz indirimlerinden yararlanırken reel sektör kamu desteklerinden o nispette ve öncelikte faydalanamadı. Örneğin, bütçe disiplininin taviz verilemeyince krizde en çok sorun yaşayan ve bu sebeple kredi bulmakta zorlanan KOBİ'lere önemli destek verecek bir Kredi Garanti Fonu (KGF) zamanında devreye giremedi (ilginç olan KGF'nin devreye giremediği böyle bir dönemde kamu bankalarının kredi portföylerini büyötmeleriydi).

### **Yeni kuralla herkes mutlu**

Stand-by ile birlikte IMF'nin yüzde 6,5 faiz dışı fazla kuralı da bitti ama bütçe disiplininin ancak kurallarla tesis edilebileceğine olan inanış hemen yeni bir mali kuralı gündeme getirdi. Artık bütçe politikasının nasıl yürütöleceğini ekonominin yüzde 1 olarak belirlenen uzun vadeli açık hedefinden ve yüzde 5 olarak belirlenen uzun vadeli büyüme hedefinden ne kadar sapıldığı belirleyecek.

Bu mali kuralın katsayılarını ya da uzun vadeli hedeflerini yargılayarak analiz etmek mümkün. Açık ya da büyüme hedeflerinden sapıldığında hedefe neden 2 yılda değil de 3 yılda geri gidileceği, bu yapılamadığında ortaya konulan yaptırımın yetersizliği, 1 yıl sonra yeterli tasarruf yapılamazsa sürecin hızlandırılmıyor oluşu, neden denk bütçe değil de yüzde 1 açık hedeflendiği ve benzeri mikro detaylar tartışılabilir. Zaten bunları tartışan da çok. Ama asıl önemli olan bu tür detaylar değil büyük resimdir ve bu mali kuralla Türkiye yılların bütçe politikasına, yılların bağnaz görüşüne önemli bir darbe vurmuştur.

Artık Türkiye'nin "normalleşmiş" bir ekonomide olması gerektiği gibi esnek ve "her koşulda tartışmasız tasarruf" bağnazlığını bitirerek büyümeyi çok daha fazla dikkate alacak bir bütçe politikası olacaktır. Kriz ya da durgunluk dönemlerinde zaten büyüyemeyen ve vergi geliri oluşturmakta zorlanan reel sektöre bir darbe de yüzde 6,5 faiz dışı fazla mecburiyeti var diye bütçe harcamalarını kısmak zorunda kalan kamu sektöründen gelmeyecek ve ekonomi bir kısır döngüye sokulmayacaktır. Son global krizin en önemli derslerinden biri budur; bütçe politikası ekonomik konjonktürün tersine çalışmalıdır. Büyüyüp kaynak oluşturarak bir konjonktürde fırtınalı günler için tasarruf yapılmalı ama fırtınalı günler geldiğinde de bu tasarruflar 'çekinmeden' ekonomiye verilebilmelidir.

Bu yapılırken ortalığı karıştırabilecek "her koşulda bütçe disiplini" bağnazlığının eline silah da verilmemelidir. İplerin elden kaçmadığı ve harcamaların disiplinsizlikten değil, geçici bir süre için ekonomik destek amaçlı artırıldığı mesajı verilebilmeli ve bu ikna edici olmalıdır. Yeni mali kuralın en önemli faydaların biri budur. Kamu otoritesi artık bütçe politikasında kendisine 3 yıllık bir manevra alanı meydana getirmiş ve aynı zamanda uzun vadeli beklentileri de bir çıpaya bağlamış durumdadır. Kural sayesinde piyasalara 3 yıl içinde disiplini yeniden tesis edeceği güvenini verir hale gelmiştir.

Eğer hedeflere ve parametrelere uyulursa yeni mali kural normalleşen Türkiye ekonomisinde artık faydadan çok zarar vermeye başlayan bütçe politikasındaki tıkanmışlığı ortadan kaldıracak, devrim niteliğinde çok cesur bir adımdır. Türkiye ekonominin yatırım derecesine çıkmasını isteyen her kesim tarafından sahiplenilmelidir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Oligopol yapı, bankacılığın neresinde?..

---

*Saruhan Özel 2010.06.02*

Türk bankacılık sektöründe bir oligopol yapı oluşmaya başladığından ve bunun engellenmesi gerektiğinden bahsediliyor. Bundan kastedilen, bir sektörde birkaç büyük oyuncunun fiyatlamayı etkilemesi, rekabetin artmasını ve kâr marjlarının normalleşmesini engellemeleri.

Doğru ya da yanlış, bu tür bir düşüncenin neden ortaya çıktığını anlamak zor değil. 2001 krizinden sonra yeniden yapılanan Türk bankacılık sistemi, sonraki yıllarda ortalama % 2,2 aktif ve % 17 özkaynak kârlılığı gibi gıpta edilen yüksek kârlılıklarla çalıştı. Özellikle 2009 yılının global kriz ortamında birçok sektör sıkıntı yaşarken bu kârlılığını sürdürebildi. Bunun basiretli ve doğru bir bankacılığın sonucu olduğunu, bu dönemde ekonominin bu sayede hızla büyüebildiğini, ülkenin ihtiyacı olan büyük yatırımların bu sayede finanse edilebildiğini, kamu sektörünün borç sorununu bu sayede çözdüğünü, krizde bile sektörün destek almadan güçlü konumunu bu sayede sürdürebildiğini görmek yerine kamuoyuna bunun zayıf rekabet ya da yüksek kâr marjları ile olduğunu düşündürmek işin kolay tarafı.

Ayrıca kriz sonrasında tüm dünyada regülasyon ve vergileme iştahı iyice kabarmışken Türk bankacılık sistemi de gözlerden ırak kalamıyor. Zaten ciddi şekilde vergilendirilen ve aslında işlemsel vergi yükü düşürülmesi gereken sektöre hemen bir ek şube vergisi geldiyse sebebi var. Gelişmiş ülkeler sistemik risk nedeniyle batamayacak kadar büyük olan bankaları krizde kurtarmak zorunda kalınca bankaların büyüklüğünü ve sistemik önemlerini hedef haline getirdiler. Şimdi aynı şeyi Türkiye için konuşmak zorunda kalıyoruz.

### Rakamlarla konuşalım

2005 sonunda Türkiye'de ilk beş bankanın aktif payı % 63, ilk on bankanın % 85 ve kamu bankalarının % 31'di. 2009 sonunda ise ilk beş banka ve kamu bankalarının payları değişmezken ilk on bankanın payı sadece 2 puan arttı (Grafik). Bir kere sektörün giderek oligopol bir yapıya büründüğü tezi baştan çürüyor. Hatta ikinci beşteki daha ufak bankaların payının artması, aksi takdirde bu pazar payının büyük bankalara gideceği düşünülerek, rekabetin daha da arttığı şeklinde de değerlendirilebilir. Benzer şekilde ilk beş bankanın sektörün toplam kârından aldıkları pay bazı yıllar dışında fazla değişmezken ikinci beş düzenli şekilde kâr payını artırıyor. Kamu bankaları yine yatay.



Üstelik ilk on banka pazar payı artışını da hak ediyorlar çünkü ekonomiye daha fazla kredi aktarıyorlar. Bu grup 2005 yılında toplam kredilerin % 80'ini verirken şimdi % 85'ini veriyor. Mevduattan aldıkları pay ise o nispette artmıyor. O kadar kredi vermedikleri halde mevduatlarda kamu bankalarının ciddi bir ağırlığı var. Örneğin

Ziraat Bankası bir devlet bankası olarak sektördeki toplam mevduatın % 19'unu alıyor ve bu mevduatın sadece üçte birini kredi olarak kullandırıyor (toplam aktiflerinin % 56'sı devlet borçlanma senetlerinde). Aksine dünya bankacılığında konsantrasyon artıyor

Dünya oligopol yapıyı önlemeye çalışır gözüktürken tam tersine büyük bankaların pazar payları sürekli artıyor. OECD verilerine göre 2005-2008 döneminde Kanada'da en büyük üç bankanın pazar payı % 42'den % 48'e, Almanya'da % 19'dan % 33'e, Fransa'da % 28'den % 40'a, İngiltere'de % 26'dan % 38'e, İtalya'da % 32'den % 39'a, ABD'de ise % 12'den % 16'ya çıktı. Çünkü krizde sorun yaşayıp tek başına yola devam edemeyecek bankalarını mümkün olduğunca iyi durumda olanlarla birleştiriyorlar. Örneğin, ABD'nin en büyük bankası haline gelen Bank of America, Merrill Lynch gibi büyük bir yatırım bankasını ve Countrywide gibi ABD'nin en büyük mortgage finansman kurumunu bünyesine katarak bunu becerdi. Almanya'da 2. ve 3. büyük bankalar Commerzbank ve Dresdner birleşerek diğerleriyle arayı daha da açtılar. Brezilya'da Itau 5. sıradaki Unibanco ile birleşerek piyasa değerinde dünyada ilk 10'a girmeyi başardı. İspanya bankaları bugün krizi bankalarını küçülterek büyütürken (birleştirerek) aşmaya çalışıyor.

Açık ve net. Bankalarının büyümelerine izin vermiyor görüntüsü yaratanlar aslında bankacılığın global güç bağlamında ne kadar büyük bir silah olduğunu bildikleri için iyi durumdaki bankalarını aslında daha da güçlendiriyorlar. Bu şekilde konsolide olan, ölçeği büyütürken verimlilik artıran ve farklı pazarlarda güçlü konumdaki bankaların birleşmesiyle sinerji yaratan ülkelerin bankacılık sistemleri gelecekte bir adım önde olacaklar.

---

## Bankacılığın asıl sorunu ve yapılması gereken

Türkiye ekonomisinin yüksek bir hızda istikrarlı bir şekilde büyümesi isteniyorsa reel sektörünün sürekli yatırım yaparak kapasitesini büyütmesi ve yenilemesi gerekiyor. Yatırımlar uzun vadeli finansman gerektiriyor ve bu da halen ancak döviz borçlanılarak yapılabilir. Yani ancak yurtdışının risk iştahının arttığı ve Türkiye'ye para aktarmak istediği durumda mümkün olabiliyor. O zaman da her yerde cari açık alarmları çalıyor (yurtdışı sermaye girişi = cari açık). Özetle, Türk bankalarının cari açık derdi ile uğraşmadan ekonominin ihtiyacı olan yatırımları sağlıklı bir şekilde finanse edebilmeleri için düzenli bir şekilde büyüyen uzun vadeli TL kaynağa şiddetle ihtiyaçları var.

Ama bunun en önemli mekanizması olan TL mevduatların vadesi çok kısa (ortalama 1 ay). Türkiye'de 1 milyon TL ve üzeri mevduatların toplama oranı % 44, bu hesapların sahibi mudilerin toplama oranı ise % 0,004 (sadece 31 bin mudi). Bu grubun pazarlık gücü hem vade hem de mevduat faizlerinde bankaların makul maliyetlerde ve uzun vadede reel sektöre kaynak aktarabilmesini zorlaştırıyor. Bu tür bir kaynak yapısında bankacılığın rekabet düzeyi fazla bile. Birçok banka çok düşük miktarda tasarruflara gecelik mevduat imkanı sunmak zorunda kalıyor. Detaya girmeyeceğim ama bu 'tasarrufçu egemenliğinin' önemli bir nedeni yıllarca uygulanan yanlış para politikalarının sunduğu gereksiz yüksek kısa vadeli getirilerdi. Bugün ortam farklı ama yılların kemikleşmiş tasarrufçu eğilimlerinin değişmesi zaman alacak.

Bu bağlamda Türk bankacılığı bir an evvel mevduat vadelerini uzatmak, Merkez Bankası döviz alımları ile tasarrufları TL'leştirmek ve aynı zamanda 'fonlama kaynaklarını çeşitlendirmek' zorunda. Üçüncüsü çok önemli çünkü ilk ikisinin bir limiti ve doğal süreci var. Acilen hem bankaların hem de şirketlerin tahville borçlanmalarını teşvik etmek gerekiyor.

Eğri oturup doğru konuşalım. Türk bankacılığının asıl sorunu oligopol yapı değil. Özellikle TL cinsi uzun vadeli kaynak yetersizliği. Türkiye'de en önemli tasarruf mekanizması olan banka mevduatı az bir sayının elinde



yoğunlaştığına göre asıl oligopol olan bankalar değil kaynak tarafındaki müşterileri. Bir an evvel mevduat vadesinin uzamasına ve TL kaynaklarının çeşitlenmesine destek olacak etkili ve radikal adımlar atılmalı ve gerekiyorsa dünyanın yaptığı gibi güç birlikleri teşvik edilmeli. TL sadece reel maliyetinin yanında vadesi ile de borçlanabilir olmadığı sürece Türkiye ekonomisinin potansiyeline ulaşma yolunda fırsatları harcamaya devam edeceği unutulmamalı.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## İhracatçılarımıza açık mektup!!!...

---

*Saruhan Özel 2010.06.09*

Sayın ihracatçılarımız,Türkiye'nin gurur duyması ve takdir edilmesi gereken gruptan birisiniz. Daha 10 yıl önce 30 milyar doların altında olan bir ihracat bazını yılda ortalama bileşik yüzde 21 gibi yüksek bir hızla büyüterek 130 milyar doların üzerine taşıdınız.

Dünyanın en ağır krizlerinden birinin yaşandığı, dış ticaret finansmanının zora girdiği, ihracat talebinin neredeyse durduğu bir yılda bile 100 milyar doların üzerinde tutabildiniz. İhracatı hızlı büyüyen ekonominin de ötesinde büyütürken 10 yıl önce GSYH'nın yüzde 10'u gibi bir rakamdan yüzde 18'lere getirdiniz. Üstelik bunu başka birçok gelişmekte olan ülkenin yaptığı gibi doğal kaynak ihraç ederek değil, dengeli bir şekilde sanayi üretimi ve hizmet ihracatı ile yaptınız. Hizmet ihracatını turizmden denizciliğe ve yurtdışı inşaat projelerine kadar çeşitlendirdiniz. Sanayi üretimi ihracatını da 10 en büyük sektörün ancak yüzde 60'ını oluşturabildiği yaygınlıkta gerçekleştirdiniz. Bunlar kesinlikle her babayığının harcı değil. Bu sayede ülkenin döviz gelirlerine, istihdamına, kamunun vergi gelirlerine ve birçok bölgemizin kalkınmasına büyük katkı yaptınız. Yapmaya da devam ediyorsunuz. Üstelik bunları yaparken otoritelerin sizlere olması gerektiği ölçüde destek veremediği ve (amacı o olmasa da) zorlaştırdığı halde. Geçtiğimiz yıl bayrağı Almanya'dan devralarak dünyanın en büyük ihracatçısı konumuna gelen Çin devletinin ihracatçılara verdiği destekleri size verebilsek acaba ne süreçte ne boyutlara gelirsiniz?

Bu bağlamda haklı olarak kamuoyuna sesinizi duyurmaya, ülke ekonomisine yaptığınız katkının farkına varılmasına ve otoritelerin size elden geldiğince destek vermeleri durumunda tüm ülkenin kazanacağını anlamalarına yardımcı olmaya çalışıyorsunuz. Ne var ki, mevcut şekliyle çabalarınızın patinaj yaptığı ve yıllardır çok az şeyi değiştirebildiği de açık. Gündemdeki tartışmalar hiç değişmiyor. Çin ne yapıyor biz ne yapıyoruz demek, TL'nin yeteri kadar rekabetçi olmadığını tekrar etmek, işçi ve enerji maliyetlerinin ve genelde vergilerin yüksekliğinden bahsetmek çok az şeyi değiştirebiliyor. Sürekli sorunlarınızı yazarak bize ezberleten köşe yazarlarından faydalanmaya çalışmak da amaca ulaşmıyor; çünkü bir yerden sonra artık vurdumduymazlık ve hatta antipati oluşturarak fayda yerine zarar vermeye başlıyorlar. Tüm bu çabalar ağaçlardan ziyade ormana bakılarak daha doğru temellere oturtulabilse ve tavsiyeler yapılması mümkün hale getirilebilse belki bir şeyler değişebilir. Bunu yapabilmek için de öncelikle konuya bakış açısının değişmesi gerekiyor.

Bir kere Türkiye Çin değil. Çin, döviz kurlarıyla düzeltilemeyecek kadar ucuz çalışmaya hazır dev bir istihdam havuzu, her imkânını kullanarak bu istihdamı ihracat üzerinden güç haline getirmeye çalışan bir devlet, ihracat gelirleriyle sürekli büyüyen büyük bir tasarruf kaynağı, ekonomisinin dövizlenmesine izin vermeyen ve para politikasını farklı amaçlar için kullanan bir merkez bankası ve buna da müsait bir finansal sistemi gibi önemli özelliklere sahip. Türkiye'nin ise bambaşka bir demografik yapısı, coğrafik ve sosyopolitik konumu, çok değişik kısıtlarla çalışan finansal sistemi ve sadece ihracat değil çok farklı ekonomik hedeflere hizmet etmeye çalışan

bir ekonomik politika seti var. Ayrıca geçmişten gelen ve ancak farklı bakış açısı ve daha geniş vizyonlu yeni nesillerin karar almada devreye girmesiyle uzun vadede ortadan kalkabilecek bağınazlıklarımız mevcut. Çok açık ve net. Çin ve benzeri konumdaki devletlerin ihracatçıları için yaptığı birçok şeyi Türkiye'nin aynen yapabilmesi mümkün değil.

Çok daha önemlisi ve asıl vurgulamak istediğim konu, döviz kurlarına yönelik istekleriniz. Birçok ihracatçı ülkede olduğu gibi, kârlılığınıza doğrudan katkı yapan rekabetçi döviz kurları ile desteklenmeniz gerçekten çok önemli. Döviz kurları "enflasyon artmasın diye ithalat rekabeti meydana getirerek sanayi sektörünü terbiye etmek" için kullanılmamalı. Tam tersine "ihracatçılarımız daha kârlı çalışsınlar, bu artan kârları ile gerekli finansman imkânlarına daha kolay ulaşarak daha fazla yatırım yapsınlar, teknolojilerini arttırarak daha verimli çalışsınlar ve dünyanın ihtiyaç duyduğu katma değeri yüksek malları üretebilsinler" denerek yönetilmeli. Ama başka bir şeye dokunmadan döviz kurlarını tek başına rekabetçi hale getirmek de mümkün değil (tekrar edeyim, Türkiye Çin değil). Döviz kurları ve döviz kur sistemi Türkiye'de uygulanmakta olan mevcut makroekonomik politika setinin sadece bir parçası. Setin içindeki faktörler birbirleriyle çok yakından ilişkili. Bu seti tamamen değiştirmeden sadece döviz kurları ile oynayarak bir fayda sağlamaya çalışmak miyopik bir yaklaşım.

Ayrıca döviz kurlarına yönelik şikâyet ya da önerilerle aksiyon almasını istediğiniz Merkez Bankası konunun gerçek muhatabı da değil. Kamu otoritesi enflasyon hedeflemesi adı altında bir ekonomi politikasını benimsemiş ve bunun için de kanun gücünü kullanarak Merkez Bankası'ndan bu politikayı uygulamasını istemiş durumda. Enflasyon hedeflemesinin amacına ulaşmaya çalışırken kullandığı mekanizmalar belli. O nedenle bakış açısı değiştirilmesi gereken asıl muhatap kamu otoritesi. Hatta Merkez Bankası'nın özellikle 2006'daki yönetim değişikliği sonrasında bu konuda çok daha yapıcı olmaya başladığını ve kendisine verilen görevi unutmadan reel sektörün sıkıntılarını biraz olsun hafifletmek için bu konuda kamuoyundaki tüm bağınazlıklara rağmen esneklik gösterdiğini de söylemek gerekir.

Bu bağlamda karar alıcıların işe yarayacak şekilde dikkatini çekebilmek için tek tek ağaçlarla uğraşmak yerine ortaya komple yeni bir politika seti, yani farklı bir ekonomik model koymanız gerekiyor. Aksi takdirde "döviz kur sistemi değişirse başka sorunlar ortaya çıkar" cevabına karşı yapılacak bir şey yok. Bu model mevcut uygulamaya göre bir alternatif olarak görülebilmeli. Türkiye'nin demografik, finansal, politik ve kamusal kısıtlarıyla uyumlu ve dolayısıyla da uygulanabilir olabilmeli. Dünyanın önemli akademisyenlerinin yaptıkları çalışmalar ile desteklenebilmeli ve arzu edilen sonuçlarının alınabileceği (ampirik olarak) ortaya konulabilmeli.

Örneğin, bu model, döviz kurlarının ihracata destek verecek şekilde yönetilmesinin, enflasyonun Türkiye gibi iç talep ağırlıklı bir ekonomide düşük ve istikrarlı seyretmesine engel olmayacağını, ekonomideki sermaye hareketlerinin bunu zorlaştırmayacağını ve spekülasyon unsuru haline getirmeyeceğini, finansal sistemin bu tür hareketlere karşı risk yönetim zaafı göstermek zorunda kalmadan kârlı çalışabileceğini, hâlâ önemli bir büyüklükte olan kamu refinansman ihtiyacının kurlara verilen destekten olumsuz etkilenmeyeceğini, bunun sadece ihracat sektörüne değil başka sektörler de katkı yapabileceğini, çok ama çok önemli olan verimlilik artışını engellemeyeceğini, tersine teşvik edebileceğini ve bazı alanlarda olumsuz etkisi olsa bile ihracata olan katkısının bunları kolaylıkla telafi ederek toplam ekonomik faydayı arttıracığını gösterebilmeli.

Bu şekilde büyük resme dokunmadan, mikro düzeyde kalan öneriler ve analizlerle temin edilebilecek destek de mikro düzeyde kalacak ve patinaj devam edecek.

Saygılarımla.

Saruhan Özel

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Faizler uzun süre düşük seyredecek!..

---

*Saruhan Özel 2010.06.16*

Anglo-Sakson finans sisteminin çökmesiyle başlayan global kriz kısa sürede kredi ve ticaret kanalları üzerinden tüm dünya ekonomisine yayıldı.

Farklı coğrafyalarda birçok ülke resesyon yaşamaya (yani üretimleri gerilemeye) başladı. Bunun daha da ağırlaşıp depresyona dönüşebileceğinden korkan otoriteler, bunu engellemek için çok radikal tedbirler aldılar. Merkez bankaları tarihlerinde ilk defa faizleri sıfırlayıp para musluklarını sonuna kadar açtılar. Bankalarının bu kaynakları reel sektöre aktarmalarını sağlamak için bolca sermaye aktardılar ve zayıfların güçlülerle birleşerek yola devam etmelerini teşvik ettiler. Kamu otoriteleri bankalar yeniden ayağa kalkana kadar reel sektörün iyice tahrip olmasını engellemek için cömert destek paketleri açıkladılar.

Böylece kamu sektörü, özel sektörü ezmekte olan borç yükünün altına girerek omuz verdi. Yükü biraz hafifleyen özel sektör nefes aldı. Plana göre özel sektör eski gücüne kavuşunca kamu sektörü yükü yeniden özel sektöre devrederek kenara çekilecekti. Şirketler yeniden vergi ödeyebilecek duruma geldiğinde hem vergi gelirleri artacak hem de mevcut teşviklere ihtiyaçları kalmayacaktı. Bütçe açıklarının büyümesi duracak ve hatta gerileyecekti. Bankalar daha az kredi batırınca daha fazla kredi verebilecek ve kârlarını artırıp kısa sürede kendilerine verilen destekleri geri ödeyebileceklerdi. Bu süreçte devletlerin borçlanma ihtiyaçlarını daha kolay finanse edebileceklerdi. Böyle bir ortamda merkez bankaları da faizleri yeniden normal seviyelerine yükseltebilecek ve aşırı boyuttaki kredi desteğini azaltabileceklerdi.

Radikal destekler işe yaradı ve uçurumun kenarından dönüldü. Resesyon depresyona dönüşmedi ve 2009 ortasından itibaren birçok gelişmiş ülke ekonomisi yeniden üretimini artırmaya başladı (Grafik 1). Çin ve Hindistan gibi ülkeler yeniden büyüme hızlarını çift hanelere taşımaya başladılar. IMF, OECD gibi kurumlar hem banka zarar tahminlerini aşağı yönlü hem de ekonomik büyüme tahminlerini yukarı yönlü revize ettiler. Türkiye dahil hisse senedi piyasaları krizden çıkışı kutlayarak yeni zirveler yaptılar. Arif olan herkes otoritelerin ekonomilerin kendi ayakları üzerinde durabileceğinden emin olana kadar bu desteklerini devam ettireceklerini ve para ve bütçe politikalarının gevşek seyredeceğini anladı.

Bu kadar kolay mıydı?

Elbette değildi. Bu cömert kamu desteklerinin önemli risklerinden biri, kamu sektörlerinin bu destekler sayesinde artan borç yüklerini ödeyemez duruma gelmeleriydi. Nitekim korkulan oldu ve borç yüklerini kaldıramayacak kadar küçük ve dışarıdan finansmanla beslenen devletler arka arkaya sorun yaşamaya başladılar. İzlanda, Dubai derken sıra Yunanistan'a, Portekiz'e ve en son da Macaristan'a geldi.

Küçükler belki idare edilebilirdi ama asıl risk bu durumun önce İspanya, İtalya gibi sorunlu büyüklere ve oradan da İngiltere, Fransa ve hatta ABD ve Almanya'ya kadar yansması idi. Bu ülkelerin de vadesi gelen borçları ve artan bütçe açıkları için piyasalardan yeteri kadar finansman bulamaması, yeniden global krizin başına dönmek demektir. Özel sektörü kurtaran kamu sektörünü kim kurtaracaktı? Piyasalar kafalarına vurunca birçok ülke bütçe politikalarını uzun süre gevşek götürmenin o kadar kolay olmayacağını anladı. Bir anda panik başladı ve Avrupalılar liderliğinde arka arkaya bütçe tedbirleri açıklandı. Gerçi tedbirler açıklandığı kadar sıkı ve şiddetli değildi ama piyasalar en azından mevcut desteklerin eskisi gibi cömert devam etmeyeceğini gördüler. Bu da

özel sektörün tam olarak kendi ayakları üzerinde duramadığı düşünülerek yeniden resesyona dönülebileceği endişesi oluşturdu. Hisse senedi piyasalarındaki coşku bir anda kayboldu.

Yük şimdi para politikalarında

Olan biten çok açık. İki motordan biri durunca artık global ekonomi tek motorla uçmaya devam etmeye çalışacak. İstemeseler de bütçe politikalarını amaçladıklarından daha önce sıkılmak zorunda kalan özellikle gelişmiş ülkeler, uzun süre ekonomilerine desteklerini para politikaları üzerinden verecekler. Politika (yani merkez bankalarının bankaları fonlama) faizleri uzun süre çok düşük seyredecek ve merkez bankaları bu düşük maliyetlerinden finansal sistemlerine para aktarmaya devam edecekler. Mevcut durumda bunu en uzun süre devam ettirecek olan da Avrupa (Euro bölgesi) gibi gözüküyor. Bunun elbette Türkiye'ye de paralel yönde yansımaları olacak.

Peki bunun bir riski yok mu? Elbette var. Para politikalarının bu kadar gevşetilmesi ve uzun süre de böyle devam etmesi mal ve hizmet fiyatlarında hızlı bir yükseliş, yani enflasyon riski taşıyor.

Merkez bankaları şimdilik bundan çok korkmuyorlar çünkü talep biraz canlansa da krizde büyük bir atıl kapasite olduğu için fiyatlara hâlâ herhangi bir baskı gelmiş değil. Üstelik bütçe politikalarının kısılmaya başlaması da başlı başına canlanmakta olan talebi olumsuz etkileyecek bir gelişme. Hatta ABD'de ve Euro bölgesinde referans enflasyon göstergeleri geriliyor (Grafik 2). Bazı merkez bankaları acemice hatalar yaparak gelecekte enflasyonu kontrol altında tutabileceklerine yönelik soru işaretleri oluştursalar da enflasyon beklentileri gayet ılımlı seyreliyor.

Ne var ki, enflasyon sadece mal fiyatları için geçerli değil. Son yaşanan krizin sebebi de zaten mal fiyatlarında yaşanan bir enflasyon değil gayrimenkul, hisse senedi, emtia gibi varlık fiyatlarında yaşanan enflasyondur. O nedenle merkez bankalarının ekonomilere sunduğu bol kredi imkanlarının reel sektör yerine finansal piyasalara kayarak varlık fiyatlarının şişmesine neden olma ve yeni balonlar oluşturma riski var. Bu balonlar 3-5 yıl gibi bir süreç sonunda çok daha büyük krizlerin yaşanmasına neden olabilir.

Balon nerede oluşacak?

Elbette otoriteler yeni balonların oluşmasını karşıdan seyretmeyecekler. Kredi desteklerinin finansal piyasalara büyük borç yükleri meydana getirerek akmasını engellemek için finansal sistemlerinde regülasyonun dozunu artıracaklar. Zaten bunlar krizin etkisiyle çok popüler hale gelen tedbirler olduğu için kamuoyu desteği de arkalarında olacak. Kaldıraç, likidite ve sermaye limitleriyle risk iştahları dizginlenen bankalar, spekülasyonu beslemek yerine devletlerinin finansmanlarına çok daha fazla kaynak ayırmak zorunda bırakılacaklar (ki devletler finansman ihtiyaçlarını rahat karşılasın). Özellikle gelişmiş ülkelerde enflasyonun varlık fiyatlarına kayması ve yeni balonların ortaya çıkması bankaların risk iştahı dizginlenerek engellenecek.

Ama bu da balonların tamamen önü alınabilecek demek değil. Çünkü özellikle gelişmiş ülkeler regülasyonu bu kadar ön plana çıkartırken buna o kadar ihtiyacı olmayan gelişmekte olan ülkeler regülasyonda o kadar sıkı olmayacaklar. Dolayısıyla, yeni balonlar bu ülkelerde ortaya çıkacak. Çin ağırlıklı Asya'da gayrimenkul fiyatlarının hızla yükselmesi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tahvil getiri farklarının bu kadar daralması hep bu yöndeki gelişmeler. Bu büyük resme dikkat etmek gerekir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## AB üyeliğini zorlamanın zamanıdır

*Saruhan Özel 2010.06.23*

Son 2 yılda Avrupa Birliği (AB) ekonomilerinde üretim 150 milyar Euro geriledi, 7 milyondan fazla kişi işini kaybetti ve ortalama kamu borcu GSYH'nin % 80'ine kadar yükseldi.

Öyle gibi gözükse de AB'de yaşananların asıl sebebi global kriz değil. Global kriz bize sadece kralın çıplak olduğunu ve Euro sisteminin aslında önemli yapısal sorunları olduğunu gösterdi. Global finansal sistem 11 yıl boyunca biriken bu sorunları taşıyamaz hale gelince ipler koptu. Warren Buffet'ın tabiriyle havuzda sular çekilince kimin çıplak kimin mayolu yüzdüğü bir bir ortaya çıktı.

Yapısal sorundan kastedilen Euro sisteminin bir türlü "optimal (ekonomik faydası en büyük) para birliği" özelliklerine kavuşamamış olması. Ünlü ekonomist Robert Mundell'e Nobel kazandıran bu teoriye göre bir ülke grubunun tek para birimine geçip de bundan ekonomik olarak fayda sağlayabilmesi için politik ve mali entegrasyon (tek bir Meclis ve kamu otoritesi), liberal ekonomi, işgücü, sermaye ve diğer üretim faktörlerinde serbest dolaşım, ücret ve fiyat esnekliği ve benzeri bazı özelliklere sahip olması gerekiyor. Örneğin, her bir eyaleti farklı ekonomilere sahip olan ABD (yani dolar bölgesi) bu özelliklerin çoğuna sahip. Kaliforniya'da turizm sektörü istihdam yaratamayınca işgücü, komşu eyalet Idaho'nun tarım sektöründe ya da tam öbür uçta Florida'nın turizm sektöründe iş bulabiliyor (çünkü lisan, kültürel adaptasyon, taşınma, çalışma izni gibi sorunlar yok). Devlet bütçesinden herhangi bir eyalete verilen teşviklere itiraz edilmiyor çünkü Kaliforniyalılar da, Floridalılar da, Idaholular da nihayetinde Amerikalı. Bölge tek bir merkez bankası yanında tek bir kamu otoritesine (federal bütçeye) sahip. Euro sistemi bu özelliklerin önemli bir kısmını sağlayamamış durumda.

### AB ve Euro'nun sıkıntıları

AB, tek bir merkez bankası ve para birimine geçti ama maliye politikalarını yakınlaştıracak tek bir kamu otoritesi kuramadı. İşgücü, sermaye gibi serbest dolaşamadı. Lisan ve kültür farklılığı politik entegrasyonu engelledi. Farklı otoriteler tarafından denetlenen bankacılık sistemlerinde denetim zafiyeti oluştu. Üye ülkelerin ekonomileri zamanla birbirlerinden çok farklı hareket etmeye başladılar. Almanya'nın açık ara liderliğinde bazı ülkeler büyük cari fazla verirken küçükler yüksek cari açıklarla büyüdüler (Grafik 1). Cari fazlası olanlar bunu Euro'nun güçlenmesine karşı verimlilik artırarak ve üretimlerini işgücü maliyetleri düşük küçük AB üyelerine kaydırarak becerdiler. Yunanistan, Portekiz gibi küçükler güçlü Euro ile boğuldukça ekonomilerini kamu teşvikleri ile beslenen tüketimle büyütebildiler. Kamu borcu çok yüksek olup da bütçesini fazla açamayan İtalya ekonomisi yavaşlamak zorunda kaldı. İspanya hızlı büyüyebilmek için inşaat sektöründe zamanla çok verimli olmadığı anlaşılan (ve bugün batık kredilere dönüşen) büyük yatırımlar yaptı. Büyük ülkelerin doymuş tüketim talebi, Doğu Avrupalı küçük üyelerin tüketim dinamizmi ile telafi edilmeye çalışıldı. Bölgede yaptırım gücü olan bir kamu otoritesi olmayınca bütçe açıkları engelleneneğine tersine finanse edilerek teşvik edildi. Almanya, Fransa ve İtalya bankaları küçük ülkelere kaydırılan üretim altyapısını, Yunanistan'ın giderek büyüyen bütçe açıklarını ve İspanya'nın inşaat sektörünü finanse ederek para kazanmaya çalıştılar.

Finansman sağlandığı sürece bölgedeki dengesizlikler daha da büyüdü. Krizle bankalar bu finansmanı sağlayamaz hale gelince balon patladı. Yatırımcıların bölgeye olan güveni sarsıldı. Özellikle cari ve bütçe

açıkları yüksek olup ağırlıklı yurtdışından finanse eden AB üyeleri, artan borçlarını finanse etmekte zorlandılar ve iflas tehlikesi yaşadılar. Bunun geçici bir durum olmadığı ve yapısal sıkıntılardan kaynaklandığı görülünce Euro hızla değer kaybetmeye başladı.

Euro'ya yönelik güven kaybının sistemin dağılmasına neden olabileceğini gören AB ülkeleri, büyük küçük demeden ciddi tasarruf önlemleri açıkladılar. Euro hızlı değer kaybına devam ederse enflasyonun da hızla yükseleceğini ve Avrupa Merkez Bankası'nın gereğinden erken faiz artırmak zorunda kalarak bölgeyi yeniden resesyona sokabileceğini gördüler. Bu panikle belli bir süreçte Almanya'dan 80, Yunanistan ve İtalya'dan 24'er, İspanya'dan 15, İrlanda'dan 10 ve İngiltere'den 6 milyar Euro gibi ekonomilerinin boyutuna göre gayet yüksek tasarruf önlemleri geldi. Danimarka, Romanya, Çek Cumhuriyeti ve İsveç gibi sorunlarıyla gündemde olmayanlar da tedbirler aldılar.



## AB ekonomileri nasıl büyüyecek?

AB Euro projesini devam ettirmek istediği için bu tasarruf önlemlerini almak zorundaydı. Ama tüm otoriteler gayet iyi biliyorlar ki, AB üyeleri, bu tasarruf önlemlerini ancak ekonomilerini büyüterek gerçekleştirebilirler. Aksi durumda ne bu tasarruf tedbirleri gerçekleşebilir, ne bankacılık sistemlerindeki batıklar temizlenebilir ne de yatırımcılar Avrupa'nın sorunlarını aşabileceği konusunda ikna olabilirler. Üstelik mevcut haliyle tasarruf önlemleri zaten başlı başına bölgenin büyüme dinamiğini olumsuz etkileyecek. IMF, OECD, IIF gibi kuruluşlar 2010 ve sonrasında Euro bölgesinin büyüme performansının diğer bölgelerin çok gerisinde kalacağını ve yılda ortalama % 1'in üzerine çıkmayacağını öngörüyorlar (Grafik 2). Yani en küçük sarsıntıda bölge yeniden resesyona girebilecek durumda. Bölgenin para politikası da sonuna kadar gevşetilmiş durumda. AB'nin bir an evvel özellikle büyüme motoru yaratmak zorunda olduğu açık.

Almanya liderliğinde ihracatın büyüme motoru olması mümkün. Euro'nun değer kaybı da buna destek veriyor. Ama bu, ne arzu edilen ne de çok etkili olabilecek bir çözüm yolu. Bölge içindeki dengesizlikleri gidermeyeceği gibi tersine daha da büyütecek. Örneğin, Euro değer kaybetse de Yunanistan, Almanlar için daha ucuz bir turizm bölgesi haline gelemeyecek. Euro'daki değer kaybının bölge dışından ihracata bir katkı yapabilmesi için de global ekonominin kriz öncesindeki hızlı büyüme dinamiğini yakalaması gerekiyor. Orada da kriz sonrasında istikrarlı ama yavaş bir düzelme var. Hatta Çin ve diğer gelişmekte olan ülkeler balon oluşmaması için büyümelerini dizginlemeye çalışıyorlar. Tek başına ihracatla bölgenin tatminkar büyüme hızına ulaşması kolay değil.

## Avrupa'nın Türkiye motoruna ihtiyacı var

Daha önce küçük Doğu Avrupalı ülkelerin dinamizminden faydalanmaya çalışan doygun Euro sistemi, artık tüm yeni üyelerin büyüklüğüne yakın Türkiye'nin yılda % 5-7 arasında büyüme potansiyeline sahip yatırım derecesine yükselmek üzere olan ekonomisine, genç ve kaliteli işgücüne, büyük tüketim pazarına, sağlıklı bankacılık sistemine ve her zamankinden daha fazla muhtaç durumda. Geçmişte Türkiye'ye karşı ideolojik sebeplerle itiraz edenlerin elleri bölgenin içinde bulunduğu ekonomik sıkıntı nedeniyle artık çok daha zayıf. Türkiye, bu fırsatı kaçırmamalı ve bu ihtiyacın farkına vararak üzerine gitmeli. AB kamuoyunda Türkiye'nin Euro sistemini kurtarıcı rolü vurgulanmalı. Çare, AB krizde zayıfladı diye farklı bölgelere entegrasyonda değil, Türkiye'nin de ekonomik katkılarıyla krizden yapısal sıkıntılarını aşarak daha güçlü çıkabilecek AB'ye üyelikte aranmalı. Dış basında hemen her gün "Batı gereken önemi vermediği için Türkiye'nin yönü değişiyor" özeleştirileri yapılırken bu daha da mümkün.

## G-20'den ne şiş yansın ne kebab!..

---

*Saruhan Özel 2010.06.30*

Özellikle kriz sonrasında global güç dengeleri ve karar alma mekanizmaları değişiyor ve G-20 platformu giderek önemini artırıyor.

Bu platformda dünya ekonomisinin yaklaşık % 90'ını oluşturan (Türkiye dahil) 20 ülkenin kamu otoriteleri en üst düzeyde bir araya gelip global ekonominin geleceğine yönelik karar almaya çalışıyorlar. Eskiden bu tür kararlar G-5 (ABD, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa), G-7 (G3+Kanada+İtalya) ve 2000'li yıllarda popüler hale gelen G-8 (G7+Rusya) gibi gruplarda alınmaya çalışılıyordu.

Geçmişte bu gruplar global ekonominin ve finansal piyasaların gidişatını değiştirecek kararlar alabiliyorlardı. Örneğin, 1985 yılında New York'un Plaza Otel'inde bir araya gelen G-5 üyeleri Plaza Anlaşması diye bilinen bir toplantıda yen'in aşırı rekabetçi seviyede olduğu kararına vararak merkez bankaları üzerinden ortaklaşa 10 milyar \$'lık bir dolar satış/yen alış müdahalesi yapmışlar ve yen/dolar paritesinin 2 senede 250'den 120'ye indiği bir trendi başlatmışlardı. Benzer şekilde 1987 yılında Paris'in Louvre bölgesinde bir araya gelen G-6 Grubu, doların daha fazla düşmemesi gerektiği yönünde karar aldıktan sonra dolar önce istikrar kazanmış sonra da yeniden güçlenmeye başlamıştı.

Bu örnekler belki bu tür toplantıların ne kadar önemli olduğunu gösteriyor ama dünya ekonomisi 1980'lerden sonra çok değişti. Artık global ekonominin ipleri eskisi kadar G-5 ya da G-7'nin elinde değil. BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) adı verilen yeni bir 'geleceğin gelişmiş ülke grubu' ortaya çıktı. Global ekonomiyi belli bir yöne sevk etmek artık kendi büyüklükleri yanında çevrelerindeki küçük ekonomileri de ihya eden bu ülkelerin işbirliği olmadan mümkün değil. Artık 10 milyar dolar müdahale ile günde 3 trilyon dolar işlem hacmi olan dolar/Euro paritesi belki 5 cent bile oynamaz. Eskiden Plaza anlaşmasıyla Japonya'yı ikna edip yen'i güçlendirerek rekabet gücünü zayıflatmak mümkündü. Bugün aynı konumda olan Çin, yuan'ı güçlendirmek konusunda kök söktürüyor. Eskiden G-3 global tarım sektöründe kendi çıkarlarına yönelik kararları alıp rahatlıkla uygularken artık Brezilya ve Hindistan gibi ülkelerin rızası olmadan ortak uygulamalara gidemiyorlar.

G-20 en son Pittsburgh'da toplanmış ve kriz sonrasında dünyadaki tüketim-tasarruf dengesizliğini düzeltecek (yani cari dengeler arasındaki büyük farklılığı giderecek) önlemlerin alınması, finansal sistemin daha etkili şekilde regüle edilmesi, iş modeli eskiyen IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kurumların yeniden yapılanmaları ve Finansal İstikrar Kurulu (FSB) gibi ülkeler üstü koordinatör görevli kurumların kurulması yönünde kararlar almıştı.

Bu yılki toplantılarda ne oldu?

Öncelikle daha önce alınan kararların takibi mahiyetinde Pittsburgh gündemi Toronto'ya da yansdı ve nasıl bir ilerleme sağlandığı tartışıldı. Ama bu yılki toplantılara damgasını vuran Pittsburgh sonrasında ortaya çıkan ve otoriteleri çok endişelendiren "devlet iflasları" konusuydu. G-20, Toronto'daki toplantılarda özellikle bu konuya atıfta bulundu. Daha doğrusu, atıfta bulunmak zorunda kaldı çünkü bugün itibarı ile global piyasalar açıklarının yüksekliği sebebiyle çok endişe duyduğu bazı Avrupa ülkelerinin kamu sektörlerine ve bunların tahvillerini ellerinde bulunduran bankalarına borç vermiyorlar.

G-20 temsilcileri önce alınan tedbirlerin işe yaradığını ve dünya ekonomisinin krizden çıkmakta olduğunu belirterek bu tedbirleri övdüler. Çünkü iflas endişelerinin devletlerin krizden çıkmak için verdikleri teşviklerle

hızla artan bütçe açıkları ve kamu borç stoklarından kaynaklandıklarını biliyorlardı. Bir anlamda piyasalara "tüm bunları yapmak zorundaydık, hata değildi" hatırlatması yaptılar. Sonra da hemen yüksek bütçe açıklarına ve kamu borçlarına yönelik son derece dikkatli olduklarını ve her türlü gerekli önlemleri süratle alacaklarını açıkladılar. Hatta gelişmiş ülkeler adına 2013 yılı itibarı ile bütçe açıklarının yarıya düşürüleceği ve 2016 yılı itibarı ile de kamu borcu/GSYH oranlarının en azından artışının duracağı yönünde güvence verdiler.

Otoriteler bu konunun iki ucu pis bir değnek olduğunun çok iyi farkındalar. Çünkü piyasalar ve ekonomistler devletlerin bu teşviklerle büyüttüğü borçlarını ödeyemeyeceklerinden kaygı duydukları gibi bütçe politikalarının hızla sıkılması durumunda yeniden resesyona girilmesinden endişe ediyorlar. Ekonomiler büyüyemezse de otoriteler istedikleri kadar yeni vergi getirsinler ödenemeyeceğini ya da o durumda otoritelerin tasarruf yapamayacaklarını biliyorlar. Bu nedenle G-20 toplantılarında "büyüme dostu bütçe önlemleri" tabiri sıkça kullanıldı.

Ama bu tabir de açık değil. Para politikalarını daha fazla gevşetmek mümkün değilken nasıl olur da hem bütçe açıkları azaltılır hem de ekonomiler büyür? Herhalde otoriteler bundan açıkların zamana yayılan bir şekilde ve daha ziyade ekonominin büyürken meydana getirdiği gelirlerle ya da ihtiyaç kalmayan teşviklerden vazgeçilmesiyle azaltılmasını kastediyorlar. Eğer piyasalar bunun yeterli olacağına inanırsa da yüksek açıklı ülkelere ekonomileri büyütebilmeleri için gerekli finansmanı sağlamaya devam edecekler. Bu da bir an evvel (bugünlerde gördüğümüz gibi) ikna edici piyasalara açıklanmalı ki etkili olsun. Örneğin, Fransa geçtiğimiz günlerde iddialı bir 100 milyar Euro'luk önlem paketi açıkladı ama sonra bunun yarısının ekonomik büyümeyle vergi gelir artışından kaynaklanacak tasarruf olduğu anlaşıldı. Ayrıca G-20 her ülkenin aynı sertlikte bütçe önlemleri almaması, açıkları daha az olanların daha yumuşak davranmaları gerektiğini de tartıştı.

Bu kararların bir anlamı var mı?

Hiç değilse bir tarih verilmesi açısından bütçe önlemlerine yönelik kararın bir anlamı olduğu söylenebilir. Ama bunun nasıl yapılacağı ve "gelişmiş ülke" tanımı ile kimlerin kastedildiği belirsiz. Fransa, İngiltere, Almanya gibi bazı üyeler zaten G-20 öncesi bu planlarını açıklamışlardı. Eğer "gelişmiş" G-20 üyeleri bu tarihlerde isteneni yapamazsa acaba ne yaptırım uygulanacak?

Gündemdeki diğer önemli konu olan, finansal sistemin regülasyonu da bir o kadar belirsiz ve güzel temennilerle doluydu. G-20, bu konuda görevlendirilen Basel Komitesi'nin üzerinde çalışmakta olduğu sermaye, likidite ve kaldıraç (borçlanma) limitlerini övmekten öteye geçmedi. Bu konuda piyasalar açısından belki en önemli vurgu, finansal sistemin ekonomik büyümeye destek vermesinin çok önemli olduğu ve bu nedenle tüm G-20 üyeleri tarafından 2012 sonuna kadar uygulamaya başlanması amaçlanan yeni Basel kurallarının belli bir geçiş sürecine tabi olacağı idi (Pittsburgh'da bundan amaç değil hedef olarak bahsedilmişti). Bu piyasaların gözünde "büyüme dostu bütçe önlemleri" türü bir "esneklik" getirilmesi demek. Basel Komitesi gerçekten de bu konu üzerinde ciddi şekilde çalışıyor ama henüz rakamsal olarak üzerinde anlaşılmış bir şey yok. Kimse bu limitleri uygulayacak ülkelerin bankacılık sistemlerinde ne gibi ihtiyaçlar veya sıkıntılar yaratacağını da henüz bilmiyor.

G-20 benzer şekilde tasarruf-tüketim dengesizlikleri konusunda "cari fazlası yüksek olanlar (Çin ve Almanya gibi) sosyal sigorta sistemlerini geliştirerek, altyapı harcamalarını artırarak ve kur rejimlerini serbestleştirerek iç taleplerine destek versinler ve cari açıklarını azaltsınlar, cari açığı yüksek olanlar da (ABD ve İspanya gibi) iç tasarruflarını artırsınlar" şeklinde "İktisada Giriş" öğrencilerinin de verebileceği tavsiyeleri tekrarladı. Çin'e açık bir ithamda bulunulamadı.

Çiçeği burnunda İngiltere Başbakanı Cameron, herkesin merakla beklediği Kanada'daki bu son G-20 toplantılarına gitmek için uçağa binerken gazetecilere bu tür geniş tabanlı global forumların fazla bir icra



kapasitesi olmadığını söyleyerek, daha başlamadan toplantıların fiyatlarını bozmuştu. Bol bol görüş alışverişinde bulunulacaktı ama geçmişe bakıldığında icraat tarafına güvenilmemeliydi. Bu söylem onun dünya platformundaki tecrübesizliğine atfedilmişti ama görünen o ki haklı çıkacak. Birkaç ay önce herkes Toronto'da "krizin bitişi kutlanacak ve çıkış stratejileri başlatılacak" diye düşünürken ne krizin bittiği kutlanabildi ne de somut çıkış stratejileri ortaya konulabildi. Piyasalar zorlayınca ne şiş yansın ne kebab misali uzun vadeye yayılan gayet esnek tedbirler açıklandı. Piyasalarda şu ana kadar olumlu bir etkisi olmadığına göre inandırıcılığı da yok.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Türkiye ekonomisinde neler oluyor?

---

*Saruhan Özel 2010.07.07*

Dikkatler yanı başımızdaki Avrupa'nın ekonomik ve finansal problemlerine yönelmişken kendi ekonomimizde neler olduğunu gözden kaçırmamak gerekiyor. Arka arkaya gelen veriler bu konuda güzel fikir veriyor ve Türkiye ekonomisinde global kriz sonrasında yaşananları anlamamıza yardımcı oluyor.

Kriz döneminde yıllık bazda yüzde 8 gibi ciddi boyutta küçülen (yani 100 birim mal üretirken 92 birime düşüren) Türkiye ekonomisi 2009 ikinci çeyreğinden itibaren dünyadaki iyileşmeye paralel bir düzelme içerisinde.

Yıllık üretim (mal ve hizmet) ilk defa 2010 yılının ilk çeyreğinde bir yıl öncesine göre artış kaydetti (Grafik 1).



Ama bir yıl öncesi krizin en şiddetli olduğu ve üretim kaybının en çok olduğu bir dönem. Bu sebeple asıl heyecan meydana getirecek olan şey kriz öncesinde zirveleri yeniden yakalayabilmek. Bu da en erken 2010 yılının üçüncü çeyreğinde olabilecek.

Türkiye kriz döneminde ciddi bir bankacılık ve finans krizi yaşamadı. Bu açıdan bakıldığında dünyadaki sayılı ekonomilerden biri. Ekonomik büyüme performansı açısından bakıldığında da fena değil, ama o kadar ön sıralarda değil. Asya liderliğinde bazı ülkeler global kriz süresince hiç küçülmedikleri gibi krizden sonra daha da üzerine koyarak gidiyorlar. Hatta bu ülkelerdeki otoriteler artık ekonomilerine nasıl teşvikler vereceklerini değil, hızlı büyümeyi nasıl dizginleyeceklerini düşünüyor. Avrupa liderliğindeki bazı ekonomiler ise krizdeki kayıplarını uzun süre yerine koymayacak durumda. Krizdeki kayıplarını yerine koymak üzere olan Türkiye ekonomisinin performansı orta sıralarda.

Ekonomi, krizden tüketim harcamalarıyla çıkıyor. İç talep kriz öncesi canlılığı tam anlamıyla yakalayabilmiş değil, ama tüketici güveni yavaş yavaş yerine geliyor; bir süre durgun seyreden kredi kartları yeniden hareketleniyor ve harcamalar artıyor. Bu dinamiğin enflasyon üzerinde şimdilik olumsuz bir etkisi yok. Ekonomideki atıl üretim kapasitesi 'normalleşmekte' olan bu tüketimin fiyatları baskılayamayacağı kadar yüksek. Enflasyon belki hedeflenenden daha yüksek ama bu talepten ziyade arz tarafından ve maliyet artışlarının kısmen yansıtılmak zorunda olmasından kaynaklanıyor.

İhracat da kriz sonrasında normalleşiyor ama iç talebe göre çok daha yavaş. Yılın ilk 5 ayında ithalat (geçen yılın aynı dönemine göre) yüzde 37 artarken ihracat ancak yüzde 16 artabildi. Global tüketim pazarındaki

daralma, en büyük ihracat pazarı olan Avrupa'daki sıkıntılar ve TL'nin bu problemleri de aşabilecek kadar değer kaybetmemiş olması (ve hatta Euro'ya karşı neredeyse kriz öncesi seviyelere kadar güçlenmiş olması) ihracatın hızlanmasını engelliyor.

Ekonomik büyümenin çok hızlanmamasında stoklara çok fazla yüklenilmemesi de önemli rol oynuyor. Görünen o ki, üreticiler global ekonomik sorunların ve kırılganlığın gayet farkında olup işlerini dikkatli bir şekilde yapıyorlar. Gelecek dönemlerdeki büyümeden çalacak şekilde stok seviyelerinde aşırıya kaçmıyor ve finansman ihtiyaçlarını da buna göre belirliyorlar.

Krizde çok ciddi bir darbe alan yatırım harcamalarında da enerji ve altyapı sektörlerinin önderliğinde hareketlenme var. Global ekonomik belirsizliklerin hâlâ yüksek olduğu, çok itibarlı ekonomistlerin ikinci resesyon ihtimalinin yüksekliğinden konuştukları bir dönemde mecburi yatırımların dışında yeni yatırımlara girişilmesi büyük bir cesaret ve sıkı bir vizyon ister. Bu bağlamda yatırımlarda özel sektörün makine yatırımları liderliğindeki normalleşme yavaş da olsa son derece olumlu karşılanmalı.

## YAN ETKİLER

Ekonomi büyürken bazı olumlu ve olumsuz yan etkileri de ortaya çıkıyor. En olumlu kısmı bütçe dengesinde yaşananlar. Ekonomi hareketlenmeye başlayınca vergi gelirleri de artıyor. Yılın ilk 5 ayında vergi gelirleri geçen yılın aynı dönemi ile kıyaslandığında yüzde 25 artarken, sadece ekonomik aktiviteden kaynaklanan dahilde ve ithalattan alınan Katma Değer Vergisi ile Özel Tüketim Vergisi'ne bakıldığında artış yüzde 37 gibi çok daha yüksek bir oran (Grafik 2).



Vergi gelirlerindeki bu güzel artış sayesinde gelişmiş ülkelerin çoğu henüz daha 'bütçe açığı azaltma sözü verme' aşamasındayken Türkiye bütçe açığını azaltmaya başladı bile. Bu dönemde açık 11.5 milyar lira azalırken, faiz ödemeleri dışarıda bırakıldığında bütçe dengesi 10 milyar lira daha yukarıda gerçekleşti. Hazine kriz döneminde vadesi gelen borçlarından daha fazla yeniden borçlanmak zorunda kalırken bu sayede artık çok daha az borçlanabiliyor ve bu da piyasalardaki tahvil getirilerini son derece olumlu etkiliyor.

Diğer önemli yan etkisi, ödemeler dengesi üzerinde. Ekonomi bu kadar büyüyebiliyorsa bunu içerden ve dışarıdan finanse edebiliyor demektir. Gerçekten de bu yılın ilk 4 ayında ekonomi bankaları ve kamu sektörü kanalları ağırlıklı olmak üzere yaklaşık 21 milyar dolarlık bir döviz fonlama sağlayabildi (geçen yıl durum bunun tam tersiydi). Örneğin, kriz sırasında önünü göremeyerek geri çekilen bankalar ekonominin toparlanmaya başladığını ve döviz kredilerine olan talebin artmaya başladığını görünce yeniden sendikasyon piyasasına çıktılar ve geri ödemelerinden daha fazla borçlanarak reel sektöre aktarmak üzere uzun vadeli döviz kaynak oluşturmaya çalışıyorlar.

Bu döviz fonlama sayesinde cari denge açığı artıyor. Çünkü kriz sırasında ithalatını, stoklarını ve yatırım harcamalarını ciddi şekilde azaltmış olan reel sektör yeniden normal ithalat ve stok seviyelerine doğru hareketlenecek ve yatırım harcamalarını artıracak finansmanı sağlayabilmiş oluyor. İhracat aynı paralelde eşlik edemeyince de cari açık beklenenden biraz daha hızlı artıyor. Yılın ilk 4 ayında ekonomi geçen yılın tümünden daha fazla bir cari açık verdi (Grafik 3). Bu hızlı geri dönüşten 'şimdilik' fazla endişe etmemek gerekir, çünkü ekonomi krizde kaybettiklerini geri alıp büyüme hızında istikrar kazanınca cari denge açığı da daha yavaş artacaktır.



## GEÇMİŞ DEĞİL GELECEK ÖNEMLİ

Tüm bunlar ekonominin krizde kaybettiklerini yerine koyarken nasıl bir dinamik içinde hareket ettiğini gösteriyor ve gelişmeler tamamen beklentiler dahilinde. Ama asıl önemli olan, ekonominin bundan sonra, kriz öncesi seviyelere geldiğinde, nasıl bir büyüme sürecine gireceği. Açık ve net olan konu, ekonominin krizden çıkmaya başladığı 2009'un ikinci çeyreğinden itibaren büyüme hızını giderek düşürüyor olması. Hatta 2010 ilk çeyreğinde 2009 sonuna göre ekonominin aslında yerinde saydığını görüyoruz.

Eğer ekonomi dünya ekonomisinin içinde bulunduğu kırılgan ortamda krizde kaybettiklerini yerine koyduktan sonra potansiyel büyüme hızında istikrar kazanmaya çalışacaksa iç talep motoruna çok daha fazla yüklenmek zorunda kalacak demektir. O zaman da bugün uygulanmakta olan makroekonomik politika seti Merkez Bankası'nın işe karışmasını ve ortaya çıkacak enflasyonist baskıyı engellemesini gerektirecektir. Bu da TL faizlerinin yükselmesi ve TL'nin daha da güçlenmesi anlamına gelir ve aslında mevcut dengesizliği daha da bozar. O nedenle aslında Türkiye bugün 'krizden ne kadar başarılı çıkmakta olduğunu değil', bu başarıyı mevcut ekonomik modeli ile devam ettirip ettiremeyeceğini, ettiremeyecekse de ne yapması gerektiğini tartışmalıdır.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Ekonomik model değişmeden kur rejimi değişmez!..

*Saruhan Özel 2010.07.14*

Son 2 ayda bu köşede iki önemli konuya dikkat çektim. Birincisi, en büyük pazarı Avrupa'da art arda gelen kamu tasarruf önlemlerinin tüketim harcamalarını dizginlemesi ile Türkiye ihracatının sıkıntı yaşayabileceği uyarısı idi.

TL de Euro'ya karşı güçleniyordu. Hem ihracatçılarımız hem de otoriteler tedbirler almalıydı. Önce ihracatçılarımız kendi taraflarında verimliliği artırıp birim işçilik ücretlerini nasıl düşürmeye çalıştıklarını ve mümkün olan her korunma mekanizmasını kullandıkları halde kurlara yönelik dalgalanmaların büyük zarar vermeye devam ettiğini kamuoyuna açık bir şekilde anlatmalıydılar. Buna karşılık da otoriteler teşviklerden döviz kurlarına kadar birçok alanda bu çabalarına nasıl destek olacaklarını göstermeliydiler.

Diğeri ise ihracatçılarımıza yazılmış bir açık mektuptu. Ekonomide oluşturdukları katma değer çok önemliydi. Ama destek ararken ya da engellerin kaldırılmasını isterken sürekli TL'nin değerli olduğunu vurgulamak ve Merkez Bankası'ndan yeni kur rejimi ya da yönetim değişiklikleri istemek yeterli olmuyor ve otoriteleri ikna edemiyordu. Bu bağlamda ihracatçılarımızın otoritelerin önüne diğer makroekonomik amaçlarla uyumlu bir şekilde ihracata kur ve diğer desteklerin de dahil edildiği komple yeni bir ekonomik model önermeleri gerekiyordu.

Geçtiğimiz günlerdeki ekonomik gündeme bakılırsa ne kadar anlatsak boş, eski hamam eski tas devam. Avrupa'daki sıkıntıların ihracat üzerinde meydana getireceği olumsuz etkilere yönelik uyarımız belki bir işe yarayabilir çünkü son haftalarda ihracatçılar seslerini yükselterek ekonomi gündeminde ön sıralara çıktılar. Sektör gerçekten de arzu edilen performanstan uzak. 2008'e kadarki 6 yıllık dönemde yılda ortalama % 25 hızla büyüyen ihracat 2009'da kötü bir darbe aldı ve % 23 küçüldü (Grafik 1). Bu yılın ilk 5 ayında ise ancak % 16 artabildi. Bu artışa bakıp "daha ne olsun % 16 kötü mü denebilir" ama daha önce sürekli rekor kırarak giden ihracat, global krizin en ağır dönemindeki ihracat seviyemizin ancak % 16 üzerindeyse ve bu dönemde çok daha canlı olan iç talebe de hizmet eden enerji dışı ithalat artışı % 38 ise bundan memnun olunamaz. TİM

verileri haziranda daha da yavaşladığını gösteriyor (bu arada Çin'in AB'ye ihracatı ise % 37 yukarıda). Avrupa'daki tasarruf önlemleri henüz açıklama safhasında; etkileri 2011 ve sonrasında daha belirgin olacak. Bölgedeki sorunlar yapısal ve Japonya'da olduğu gibi uzun süreli durgunluğa sebep olabilir. Üstelik TL de bu dönemde % 20 civarındaki enflasyona rağmen Euro'ya karşı 2007 seviyelerine geri gelmiş durumda. Yani ihracattan para kazanmak giderek zorlaşıyor ve zorlaşacak. Türkiye, kısa sürede dünya fiyatlarını kabul eden ihracattan fiyat belirleyen ihracata geçemeyeceğine göre (hizmet ve tarım dahil) ihracata yönelik orta vadeli yeni bir vizyon ve stratejiye gerçekten de ihtiyaç var.

Öte yandan ihracatçılarımız Merkez Bankası'nın kur yönetiminden gelmesi istenen destek merkezli öneriler yapmaya devam ediyorlar. Bekleneceği üzere Merkez Bankası da hemen savunmaya geçiyor ve reel kur endekslerini güncelleyip TL'nin o kadar değerli olmadığını gösteriyor. Aynı zamanda ekonomi politikasını enflasyon hedefine kilitleyen ve dalgalı kur rejiminden vazgeçmek istemeyen hükümeti (haklı olarak) adres gösteriyor. Köşe yazarları da ezberlerine devam ediyorlar. Kur sonuçmuş oynanamazmış, dalgalı kura ayar gerekirmiş, ihracatçılar daha verimli çalışmalarmış, (en komiği de bu) sabit kura dönülürse 2001'deki gibi kriz olurmuş, vs... Bazı şeyler gerçekten hiç değişmiyor.

Kopya modellerden vazgeçelim

Türkiye, ne çektiyse dünyadaki uygulamaları kopyalamaktan çekti. Kendi ihtiyaçlarımıza değil, dünyada ne yapıldığına bakıldı. Dünyada öyle oluyor diye yıllarca "sabit reel kur" adı altında kurlardaki değişim enflasyona endekslendi. Hüsrarla sonuçlanınca dönemin moda rejimi olan "para kurulu"na geçildi. O daha büyük hüsrarla sonuçlanınca bu sefer de "enflasyon hedeflemesi (ve dalgalı kur rejimi)" modasına uyuldu. Daha da vahimi, bunlar modayı iyi takip edebildiğimizden değil, çoğunlukla IMF öyle buyurduğu için uygulanan modellerdi.

Enflasyon hedeflemesine hele ilk başlardaki katı şekliyle uygulanmasına her fırsatta itiraz ettim. Yanlış anlaşılmasın, itirazım enflasyon hedeflemesine değil, Türkiye'de uygulanmasına idi. Radikal enflasyon hedeflerine kilitlenmekle Türkiye'nin başka önemli makroekonomik ihtiyaçlarını göz ardı etmek zorunda kalacağını, manevra alanını daraltıp itibarını zedeleyeceğini ve ekonominin potansiyeline ulaşmasını engelleyeceğini her ortamda dile getirmeye çalıştım. 2001 krizinde mecburen hızla yükselen kamu borcunu aşağıya çekmek zorunluluğundan dolayı zaten bütçe politikasında esneklik yoktu. Para politikasını da iddialı hedeflere kilitleyip hele Türkiye gibi çok dinamik ve sermaye hareketleri çok akışkan bir ülkede döviz ikamesi nedeniyle zaten kısıtlı olan manevra alanını daha da daraltmak son derece anlamsızdı. Ama beni en çok rahatsız eden, enflasyon hedeflemesinin sanki alternatifi yokmuş gibi göklere çıkartılıp mucize ilaç şeklinde sunulması ve "enflasyon düşerse her sorun çözülür" yaklaşımında ısrar edilmesiydi. İncancım, her ekonomik modelin alternatifinin bulunduğu, hiçbirinin mucize ilaç olmadığı, risklerinin ve faydalarının olduğu, başka modelleri kopyalayıp sonuç verir diye dua etmektense önce ülke ihtiyaçlarının belirlenip sonra buna en uygun optimal modelin dizayn edilmesi gerektiği idi. Hâlâ da öyle.

Nitekim uygulama başladıktan sonra hedef hiçbir sene tutmadı (Grafik 2). Bu uğurda gereksiz faiz artırımlarına mecbur kalınarak ekonomiye büyük maliyet ödetildi ve enflasyon TL'nin güçlenmesiyle dizginlenmeye çalışıldı. Bakıldı ki olmuyor, sonunda hedef bant haline getirildi ve manevra alanı genişletildi. O da yetmeyince mecburen hedefler daha makul seviyelere, diğer makroekonomik amaçlara da hizmet edebilen seviyelere yükseltildi. Ancak o zaman krizde ekonominin % 5 küçülmesinin de yardımıyla hedefe yaklaşılabildi. O dönemin mimarları da zaten artık eskisi kadar enflasyon hedeflemeci değiller (global kriz sonrasında dünyada da enflasyon hedeflemesi modası geçmeye başladı da ondan). İddialı olacak gerçi ama Türkiye'nin global krizde büyük bir finansal darbe almamasının sebebi 2001'den farklı olarak enflasyon hedeflemesi değil, bankacılık sektörünün ve bütçe politikasının doğru yönetiliyor olmasıydı. Sabit kur rejimi de olsa büyük ihtimalle bir şey olmazdı; TL zaten öncesinde o kadar güçlenmezdi. Bu aynı zamanda enflasyondaki istikrarın

da önemli bir sebebiydi. Bankacılık sistemi ve bütçe politikası zamanında doğru yönetilse "para kurulu" rejimi de hüsrarla sonuçlanmaz ve enflasyonu düşürürdü.

Yeni bir anlayışa ihtiyaç olduğu kesin

Önce ihracatı dikkate alan yeni bir anlayıştan beklenenlerin bazılarını sıralayalım: Ekonomi iç talebin yanında ihracatla dengeli şekilde büyümeli ki enflasyon ve cari açık patlamasın. TL yerel sektörleri ikame edecek kadar ithalatı cezbetmeyen ve ihracatçıları TL maliyet artışlarına karşı koruyabilen seviyelerde yönetilebilsin. Kurlardaki dönemsel değişimler yumuşatılsın (ki örneğin siparişler doğru fiyatlanabilsin). Bunun için kayıt içinde olanlar, sektör hatta firma bazında hesaplanacak verimlilik artışına endeksli teşviklerle desteklenebilsin. Spekülatif oynaklığı hedefleyen, by-pass edilmesi zor, kolay anlaşılır sermaye kontrollerinden destek alınsın. Ülkenin hak ettiğinden gereksiz daha yüksek bir reel TL faizi olmasın ve TL özellikle yatırım finansmanında tercih edilecek şekilde makul maliyetli orta ve uzun vadeli finansman mekanizması haline gelebilsin. İhracatçı şirketler yurtiçinde, TL ve döviz, uzun vadeli tahvillerle borçlanabilsinler. Bunlar olurken finansal sistemde gelecekteki istikrarı tehdit edecek riskler alınmak zorunda kalınmasın.

Bunların çoğu mevcut enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kur rejiminde dikkate alınamaz. Ama ekonomik büyümenin çeşidi ve dinamiği enflasyon yerine "nominal GSYH artışı hedefleyerek", kur konusundakiler de zaman içinde ayarlanabilen bir "merkezi kur çevresinde simetrik bant istemi" ve vergi bazlı, çıkışı değil girişi kontrol eden sermaye kontrolü seti ile dikkate alınabilir. Bunu görebilmek için de cesur bir yaklaşımla "moda" uygulamaların dışına bakmak gereklidir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## AB bankalarının stres testi, piyasaları ikna etmeyecek

*Saruhan Özel 2010.07.21*

İki gün sonra piyasalar açısından önemli bir gün. Çünkü Avrupa Birliği (AB), bankalarına yapmakta olduğu stres testlerinin sonuçlarını açıklayacak.

Bu testlerle banka bilançoları bazı makroekonomik şoklara maruz bırakılıyor ve şoklar sonucunda yazdıkları zararı hazmedip edemeyecekleri görülmeye çalışılıyor. Test, AB'de bankacılık varlıklarının yüzde 65'ini oluşturan 91 bankaya yapılıyor. Bunların yarısı da çok merak edilen İspanyol, Alman ve Yunan bankaları. 2010 ve 2011'de belli bir makroekonomik ve finansal şoka tabi tutulup zararları yazdıktan sonra sermaye yeterlilikleri yüzde 6 ve üzerinde kalanlar testi geçmiş olacak. Test senaryolarının detayları açıklanmadı, ama temelde ekonomik küçülmenin ve devlet iflaslarının etkilerine, yani ne kadar kredi batıracaklarına ve ellerindeki devlet tahvili portföylerinin ne kadarının ödenmeyeceğine bakılıyor. Bu açıklamaya yönelik beklentiler bugünlerde Avrupa bankalarının hisse senetlerinden dolar-Euro paritesine kadar çeşitli göstergeleri ciddi şekilde etkiliyor (Grafik).

## TEST NİÇİN YAPILIYOR?

Bu köşede daha önce takip edildiği üzere Yunanistan, Portekiz, İrlanda ve İspanya gibi bazı AB üyeleri global krizden çok olumsuz etkilendi. Hem ekonomileri küçüldü hem de bunun şiddetini azaltmak için ekonomilerine verdikleri desteklerle bütçe açıklarının gayri safi yurtiçi hasılaya (GSYH) oranı çift hanelere yükseldi. Piyasalar çok endişelendi. Çünkü yüksek bütçe açıklarının devam ettiği durumda kamu borçlarının hızla ödenemeyecek seviyelere çıkacağını, açıklara karşı tasarruf önlemleri aldıklarında ise ekonomilerin durgunluktan çıkmayacağını ve yine borçlarını geri ödeyecek geliri elde edemeyeceklerini gördüler. Bölgenin büyükleri ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) bir süre küçük ülkeleri yüzdürmeye çalışsalar da sorunun büyüklere sıçraması ihtimali büyüktü. Ayrıca bu ülkelere yardım yapanlar sıkı tasarruf önlemleri isteyeceklerdi ve bunların uygulanmaya çalışılması bile bölgede uzun süre durgunluk yaşanması demekti.

Endişeler kısa sürede bankacılık sektörüne sıçradı, zira bazıları bilançolarında yüklü şekilde bu ülkelerin devlet tahvillerini taşıyordu. Ayrıca tasarruf önlemleri ile ekonomik küçülme devam ettiğinde şirketlere verdikleri kredilerin geri ödenebilmeleri de zora girecekti. Örneğin, BIS verilerine göre 2009 sonunda Alman, Fransız ve İngiliz bankaları Yunanistan, Portekiz, İrlanda ve İspanya devlet tahvillerine sırasıyla 514 milyar dolar, 387 milyar dolar ve 317 milyar dolar gibi büyük yatırımlar yapmışlardı (Tablo). Tüm AB bankalarının bu ülkelere olan riski de 1,8 trilyon dolara ulaşıyordu. Bu ülkelerin borçlarını yeniden yapılandırıp bir kısmını ödememeleri bu bankaların bilançolarında ciddi zararlar oluşturacaktı.

Olay ciddi bir güven kaybına dönüşünce, bankalar hem birbirlerinden hem de diğer bölgelerden borçlanamamaya başladı. Likit olan bazı bankalar ellerindeki fonları diğer bankalara aktarmaktansa geri alabileceklerini bildikleri ECB'ye verdiler. Likit olmayanlar da diğer bankalardan fon bulamayınca ECB'den borçlanmaya başladılar. Yunan ve İspanyol bankalarının ECB'den kullandıkları borç kısa sürede 2-3 katına çıktı. Bu ülkelerin tahvilleri de ikinci piyasada satılamaz hale geldi ve fiyat düşüşleri ECB alımları sayesinde biraz dizginlenebildi. İş çıkırından çıkmaya başlayınca AB otoriteleri bilançoların sağlığına yönelik belirsizlikleri ortadan kaldırmak ve güven tesis etmek için stres testleri yapacağını açıkladı. Nasılsa benzer bir olayı ABD de yapmış ve sonuçları amaca hizmet etmişti. FED, toplam varlıkların üçte ikisini ve toplam kredilerin yarısından fazlasını oluşturan 19 büyük bankayı test ettikten sonra 2009 yılı Mayıs ayında sonuçları kamuoyu ile paylaştı. Bank of America, Citigroup ve Wells Fargo gibi en büyüklerin de dahil bulunduğu 10 bankanın şok senaryolarda oluşan zararlara karşı yeterli sermayeleri olmadığı görüldü. Bankalara sermaye artırmak için 1 ay süre verildi. Bu süreçte bankalar kısmen devlet kısmen dışarıdan ve kısmen de varlık satışları ile sermayelerini güçlendirerek güven tesis edip yola devam etti. Banka hisse fiyatları hızla kriz öncesi seviyelere yükselirken sistemin yeniden kredi verebilir hale gelmesi ekonomik büyümeye önemli bir destek verdi.

## AMA AVRUPA'DA O KADAR KOLAY OLMAYACAK

Stres testi piyasalar için çok önemli. Birincisi, bankaların üzerindeki sis perdesinin kalkması ile (kalkabilirse tabii) piyasalar riskleri daha doğru fiyatlayabildiklerini düşünerek risk iştahlarını artıracılabilecek. İkincisi, sonuç ABD'deki gibi olur diye test sonuçları açıklanmadan önce iyi haberler satın alınacak ve sonuçların çok kötü olmadığı, tamir edilebilecek düzeyde olduğu görülünce risk iştahındaki artışın devam etmesiyle yüksek getiriler elde edecekler. Belki de en önemlisi, bölgedeki bankaların yeniden kredi verir hale gelmesi ile Avrupa kaynaklı ikinci dip (resesyon) endişeleri son bulacak ve global ekonomik büyüme eski artış trendine geri dönecek.

Ama piyasalar stres testlerinden umduklarını bulamayacak. Öncelikle, stres testinin doğru dizayn edilerek bankaların sorunlarını doğru teşhis edebileceği belli değil. AB, ABD'nin tersine, stres test senaryolarını açık bir şekilde kamuoyu ile paylaşmadı; üstü kapalı bıraktı. Bunu yapmadı, çünkü piyasaların istediği kadar kurban vermek istemiyor. Büyük bankaların testi başarıyla geçecekleri neredeyse kesin ama AB küçükler tarafında

samimi değil ve kuvvetle muhtemel piyasalar açıklanacak sonuçlardan tatmin olmayacaklar. Daha sonuçlar açıklanmadan bölgesel Alman bankalarının (Landesbanken) yöneticileri banka bazında 'sonuç açıklanmasın' diye lobi faaliyetindeler. En vahimi ise yine ABD'den farklı olarak, testi geçemeyen AB bankalarının bilançolarının nasıl tamir edileceğine yönelik ortada bir plan yok.

Herkes bazı Avrupa ülkelerinin borç yeniden yapılandırmasına gitmeden, bütçelerini sıkılamakla gerekli gelirleri temin edemeyeceğini biliyor. Bu ülkelere borç vermiş olanlar bu yanlış kararlarının bedelini ödemek zorunda. Stres testleri ile bu gerçekten kaçılması mümkün olmayacak.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Altın fiyatlarındaki hareketlilik ne anlatıyor?

*Saruhan Özel 2010.07.28*

Altın, herkesin gayet iyi bildiği sebeplerden dolayı, Türklerin çok sevdiği bir yatırım aracı. Bunu bilen görsel ve yazılı basın da düzenli şekilde altın fiyatlarıyla ilgili haberler yayınlıyorlar. Ama kaliteli yorumlar çok az.

Beni en çok eğlendiren, televizyon kanallarının ana haber bültenlerinde Kapalıçarşı piyasasındaki tacirlerden alınan yorumlar. Geçenlerde bir tanesi o dönemdeki fiyat artışını "Hindistan'daki düşük sezonu kaynaklı talep artışına" bağlamıştı. Doğrudur belki de ama bu fikri nereden ve nasıl edindiğini çok merak etmiştim. Altın fiyatlarını etkileyen faktörler Altının belli bir faiz ve temettü gibi düzenli getirisi yok. Altına yatırım yapanlar ancak (dolar bazındaki) fiyat hareketlerinden para kazanabiliyorlar. Fiyat hareketlerini de temelde 3 faktör belirliyor: Birincisi, arz ve talep koşulları. Arza göre çok daha değişken olan talep koşulları ön planda. Kapalıçarşı tacirinin bahsettiği mücevher talebi yıllık 3.550 ton civarındaki toplam talebin yaklaşık yarısı ve bunun da yaklaşık % 70'i Hindistan'dan gelen talep. O nedenle altın fiyatları hemen Hindistan'da ne olduğu ile açıklanmaya çalışılıyor (kalan kısmın % 10 civarı sanayi talebi, kalanı da yatırım amaçlı talep). Arz tarafının sadece yarısı madenlerdeki üretim ve o da son yıllarda yatay. Merkez bankaları ve hazineler yaklaşık dörtte biri ABD olmak üzere 30 bin tonun üzerinde altın rezervleri tutuyorlar. Bu rezervlerin piyasalara çıkmasına yönelik haberler de fiyatları ciddi şekilde oynatabiliyor. Bir diğer faktör, altının para birimleri (ve dolayısı ile enflasyon) ile olan ilişkisi. Altın, ABD Doları ile alınıp satılsa da neticede dolar kolaylıkla diğer para birimlerine çevrilebiliyor. Dolar ve/veya genelde para birimlerine olan güven azaldığında altın talep görüyor ve fiyatlar yükseliyor. Para birimlerine olan güveni de para arzı, yani enflasyon beklentileri belirliyor. Bunun ardında ise merkez bankalarının enflasyona ne kadar hakim olduklarına yönelik verdiği güven var. Enflasyon yükseliyor olsa da piyasalar merkez bankalarının kontrolü elden kaçırdığı düşünülmediği sürece sorun yok. Üçüncü faktör ise spekülasyon. Hedge fonlar gibi genellikle kısa vadeli düşünen kurumsal yatırımcıların liderliğinde alınan altın pozisyonlarındaki ani değişimler, fiyatları sert şekilde oynatabiliyor. Ama bu tür spekülatif yatırımcılar da pozisyonlarını öylesine değil yukarıdaki diğer faktörleri düşünerek ve diğer yatırım araçlarının (faiz ve temettü gibi) getiri beklentilerine bakarak alıyorlar. Çünkü ne temel faktörler altın fiyatının artabileceğini gösterirken tersini yapıp kısa vadede kazanmak ne de faizler yüksek ya da yükselme trendinde iken bolca borçlanıp altın spekülasyonu yapmak kolay değil. Önce pozisyonlarını alıyorlar, sonra diğer yatırımcıları (küçükleri) temel faktörlerin yönünü gösteren açıklamalarla ikna edip piyasaya sokuyorlar. Fiyatlar daha da yükselince de pozisyonlarından çıkıyorlar. Genel oyun planı bu. Bugün hangi faktör etkili? Savaş, afet, terörizm gibi arz ve talebi sert şekilde etkileyen belirsizlikler ortaya çıkmadıkça birinci faktör kısa vadede çok değişmiyor. Hindistan

ve Çin gibi ülkelerde gelir artışına bağlı düzenli şekilde artan bir mücevher talebi var ama bu, uzun vadeye yayılan, düzenli ama küçük boyutta bir etki. Son faktör için de özellikle küçük yatırımcılar açısından yapacak fazla bir şey yok. Fiyatlar çok sert inip çıktığı dönemlerde oyuna katılıp büyük balıklara yem olmak anlamsız. Uzunca bir süredir altın fiyatlarını etkileyen en önemli faktör ikincisi. Elbette dolar diğer para birimlerine karşı değer kaybettiğinde altının fiyatı artabiliyor. Ama yatırımcıların bunun ötesine bakmaları gerekir. Sadece dolara değil, genel olarak para birimlerine olan güvenin ne durumda olduğu önemli. 2009 son çeyreğinden beri olan da bu. Dolar diğer para birimlerine karşı ciddi şekilde değer kazanırken, örneğin dolar-Euro paritesi 1,50'lerden 1,20'lere inerken (dolar bazında alınıp satılan) altın fiyatları da düzenli bir şekilde yükseldi (Grafik 1). Acaba neden? Çünkü global kriz yatırımcıların genel olarak para birimlerine bakışını değiştirdi. Uzun süreden beri ilk defa merkez bankalarının global ekonomik konjonktürel dalgalanmaları kontrol edemeyecekleri düşünülmeye başladı. Krizin ilk etkilerini gösterdiği 2007 sonunda ons başına 400 \$ gibi uzun vadeli trendine göre makul bir düzeyde olan altın fiyatları hızla artmaya başladı (Grafik 2). Arada sırada spekülasyon alım satımlarla salınımlar sergilese de bugüne kadar da artmaya devam etti ve 1.200 \$'a kadar geldi. Konjonktürel salınının kontrolden çıkması ise dünya ekonomisinin resesyona girmesi ve bunun getireceği deflasyon (fiyat düşüşü) ile resesyonun ağırlaşması ya da tersine enflasyonun hızla ve kontrolsüz şekilde yükselmesi demek. Ya çok para basılıp resesyondan çıkılmaya ya da faizler radikal şekilde hızla yükseltilip enflasyonun önü alınmaya çalışılacak. Her durumda para birimlerinin alım gücüne olan güvenin kaybolması ve altın fiyatlarının hızla artması söz konusu. Piyasalar bu senaryoların ortaya çıkmasından çekindikleri için altın düzenli şekilde artıyor. Haksız da değiller. Krizin ortaya çıkmasıyla ekonomiler resesyona girince merkez bankalarının tepkisi bolca para basma yönünde oldu ve 2 yıl öncesine göre ABD Merkez Bankası (FED) ve İngiltere Merkez Bankası (BOE) bilançoları % 150 ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) bilançosu % 50 büyüdü (Grafik 3). Yani ABD, Euro bölgesi ve İngiltere merkez bankaları kriz sonrası resesyona savaşmak için ciddi şekilde para bastılar. Bu sayede ekonomilerin yeniden resesyona dönmeyecekleri kesin olmadığı gibi (çünkü hâlâ ikinci dip endişeleri var) yeniden talep canlandığında da bu basılan paraların ne kadarını nasıl ve ne süreçte geri çekebileceklerine yönelik güveni tesis edebilmiş değiller. Yatırımcılar gerçekten bu senaryolardan birine inanıyorlarsa altın alabilirler. Yoksa dokunulmazlar. Çünkü bu uç senaryolar yaşanmadan ekonomilerin yavaş yavaş eski büyüme hızlarına erişeceği ve merkez bankalarının da olaya hakim olabilecekleri genel görüş olmaya başladığında altın fiyatlarının hem de gayet sert bir şekilde düşebileceğine dikkat etmeliler.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Dünyada neler olduğunun farkında mıyız?..

*Saruhan Özel 2010.08.04*

Dünya ekonomisi sessiz ve derinden gayet istikrarlı şekilde belli bir yöne doğru seyreliyor.

Günlerimizi ABD gayrimenkul krizi, Lehman Brothers'ın batışı, Ergenekon, Yunanistan, ikinci resesyon (dip) olasılığı, referandum ve erken seçim gibi konularla geçirirken bu paradigma değişikliğini gözden kaçırmak gayet mümkün. Aşağıdaki listenin amacı dünyadaki bu dinamiği gözler önüne sermek. Bakın son yıllarda dünyada neler oluyor...

1) Gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisinden (üretiminden) aldığı pay sürekli artıyor. 1980 yılında (Türkiye dahil 29 ülkeden oluşan) gelişmekte olan ülkeler grubunun dünya üretiminden aldığı pay %36 iken 2008'de %45'e çıktı. 2014'te ise %51'e ulaşmış olacak. (Grafik 1)





2) Gelişmekte olan ülkelerin tüketimi de hızla artıyor. Artık dünyanın en büyük tüketim gücü ABD ekonomisi değil. 2000 yılında tek başına dünya tüketiminin %34'ünü oluşturan ABD'nin tüketimi düzenli bir şekilde geriliyor ve 2010 yılını %27'lik bir payla tamamlamış olacak. (Grafik 2) 2000 yılında dünya tüketiminin sadece %23'ünü oluşturan gelişmekte olan ülkeler ise bu yıl sonunda ulaşacağı %33'lük payla artık dünyanın en büyük tüketim gücü.



3) Gelişmekte olan ülkelerin liderleri konumundaki BRIC ülkelerinin (yani Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin grubunun) global hisse senedi piyasa değeri içindeki payı hızla yükseliyor.

ABD borsalarının piyasa değerinin payı 2006-2009 döneminde %34'ten %30'a gerilerken BRIC ülkelerinin payı iki kat artarak %7'den %14'e çıktı. (Grafik 3) Acaba bu ülkelerdeki piyasa değerleri niye artıyor?



4) Ekonomik kararlar G-3 ya da G-5'te değil, G-20 grubunda alınıyor (daha doğrusu G-3+BRIC). Artık ABD ve Avrupa Hindistan'ın rızasını almadan pamuk fiyatlarını, Brezilya'nın rızasını almadan şeker fiyatlarını, Çin'in rızasını almadan demir-çelik veya bakır fiyatlarını ayarlayamıyorlar.

5) Çin 2009 yılında 14 milyon adetle dünyanın en çok otomobil satılan ülkesi unvanını ABD'den almış durumda. 2010 yılında Çin'in iç talebindeki büyüme ihracat artışından 300 milyar \$ daha fazla olacak ve ilk defa iç piyasa ekonomik büyümeye ihracattan daha fazla katkı yapmış olacak.

6) ABD'nin gelişmekte olan ülkelere olan ihracatı 2009 yılında toplamdan aldığı %52'lik payla ilk defa gelişmiş ülkelere yaptığı ihracatını geçti. Bu arada Almanya dünyanın en büyük ihracatçısı unvanını Çin'e kaptırdı.

7) Çin'in Japonya dışı Asya'dan yaptığı ithalatın toplam ithalatı içindeki payı %46 ile ilk defa gelişmiş ülkelerden yaptığı ithalatı geçti. (%37) 2002 yılında bu oranlar birbirlerine eşitti. Yani Çin çevresi ile daha fazla entegre oluyor ve yaptığı ithalatla tüm Asya ülkelerini ihya ediyor.

8) Şirketlerin stratejileri de bu paradigma değişikliğine göre belirleniyor. Eskiden gelişmekte olan ülkelere buralardaki ucuz işçilikten faydalanıp kendi ülkelerine satış yapmak üzere giden büyük global şirketler artık bu ülkelerdeki üretim ve yatırımlarını yine bu ülkelerde satmak üzere yapıyorlar. Bu sayede 2009 kriz yılında tüm dünyada doğrudan yatırımlar %40 azalırken Çin'de yatay seyretti. Birkaç örnek;

ABD'nin otomotiv devi General Motors kendi ülkesinde iflas ederken Çin'de ABD'den daha fazla otomobil sattığını görünce yatırımlarını ABD'den Çin'e kaydırıyor.

Starbucks ABD'nin çeşitli bölgelerindeki 600 dükkânını kapatıp Çin'de açmayı ve Çin'deki şube sayısını kısa sürede 376'dan 1000'e çıkartmayı planlıyor.

Citigroup, Almanya'daki kârlı "bireysel bankacılık" operasyonunu satıp Vietnam'da bireysel bankacılığa başlarken Çin'deki şube ağını genişletiyor.

Alman teknoloji devi Siemens, Çin'de 2012 sonuna kadar 1,6 milyar Euro yeni yatırım planlıyor ve Ar-Ge operasyonlarının bir kısmını Çin'e taşıyor.

Daimler, yeni nesil elektrikli otomobilini Çin'de geliştiriyor.

9) Son 2 yılda ABD, Almanya ve İngiltere'de banka kredileri gerilerken Çin'de 1,5 trilyon \$ ya da %53 arttı. Herkes krediler batacak derken bugün batık oranı %1,5 ve Çin'in batığı en büyük denem devletin ziraat bankası

AgBank 22 milyar \$'la dünya tarihinin en büyük halka arzını gerçekleştirdi (bankanın %15'i). Bir önceki rekor da AgBank'ın biraz altında yine Çin'in en büyük bankası ICBC idi. (Acaba kim ve neden bu bankalara bu kadar sermaye koymak istiyor, çok batıkları olduğunu bu yatırımcılar bilmiyor mu?)

10) Bankaların piyasa değerleri tüm bu gelişmeleri yansıtıyor. 10 yıl önce dünyanın en değerli on bankasının sekizi Anglosakson (ABD ve İngiltere) bankası iken 2009 sonunda ilk on içerisinde 4 Çin bankası var. Dünyanın en değerli bankası artık Citigroup değil. 2009 yılı sonundaki 270 milyar \$'lık değeri ile Çin Sanayi ve Ticaret Bankası (ICBC). İkinci sırada da yine 200 milyar \$'ın üzerindeki değeri ile China Construction Bank var. (Acaba bu bankalar neden bu kadar değerli?)

11) Gelişmekte olan ülkeler giderek artan bir hızda gelişmiş ülkelerin global markalarını satın alıyorlar. Son birkaç yılda Çinli Geely Volvo'yu, Hintli Tata Land Rover'ı ve Jaguar'ı, Çinli Lenovo IBM'in PC kısmını, Tayvanlı BenQ Siemens'in mobil telefon teknolojisini, Rus Abramovich Chelsea'yi, BAE Şeyhi Mansour Manchester City'yi aldılar.

12) Gelişmekte olan ülkelerin rezervlerini de kullanan ve bilinen varlıklarının tutarı 4 trilyon \$'a ulaşan "Ulusal Fonlar" bugün dünyanın en büyük ve önemli yatırımcı grubu haline gelmiş durumdadır. Afrika'daki madenlerden çevre ülkelerdeki sanayi şirketlerine, ABD'deki bankalardan Avrupa'daki teknoloji şirketlerine kadar korumacılık duvarları elverdiği ölçüde satın almalar yapıyorlar. Bu fonlar içinde önemli bir paya sahip olan Körfez ülkeleri fonları da artık yatırımlarını off-shore merkezlerde ABD veya AB tahvillerinde değil, çevre ülkelerde ve stratejik ortaklıklarda değerlendirmeye çalışıyorlar.

Dünyada sessiz ve derinden giden bu paradigma değişikliğini gösteren daha birçok gelişme var ama benim yazacak yerim yok. Türkiye ekonomisinin, gelişmekte olan ülkelerin önemli bir üyesi olduğu için bu paradigma değişikliğinden faydalanacağı kesin. Ama ihracatıyla mı yoksa iç talebiyle mi? Sanayi üretimiyle mi yoksa hizmet üretimiyle mi? Stratejik sektörleri üzerinden inovasyonla marka ve yüksek katma değer yaratarak mı yoksa kur ve teşvik destekleri isteyerek mi? Bunları zaman gösterecek.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Türkiye ekonomik potansiyeline nasıl ulaşır?

*Saruhan Özel 2010.08.11*

Brezilyalılar ülkelerinin büyük bir ekonomik potansiyelinin olduğunu ama hep böyle olmaya da devam edeceğini söylerler. Yani ekonomi yönetimlerinin bir türlü ekonominin potansiyeline ulaşmasını sağlayacak radikal kararları alma cesaretini ve vizyonunu gösteremeyeceğini düşünürler.

Türkiye'nin de büyük bir potansiyeli var. Yılda % 6 büyümeye devam edebilirse 2050 yılında bugünün birçok gelişmiş ülkesini geride bırakarak dünyanın en büyük 9. ekonomisi olacak (Grafik 1). İstihdam (düzenli gelir) ve kredi imkânı ile birleştiğinde önemli bir tüketim gücü haline gelen büyük, genç, hızlı büyüyen ve az borçlu bir nüfusu var. Girişimci reel sektörü turizmden denizciliğe, otomotivden elektroniğe hem hizmet hem imalat üretimi ile bu talebe cevap verebilecek durumda. İç pazarı sıkıştığında ihracata yönelebiliyor. Dünyanın en az borçlu devletlerinden biri. Risk yönetim başarısı kanıtlanmış, yüksek sermayesi ve gelişmiş teknolojisi ile bugünlerde dünyanın gıpta ile baktığı bir bankacılık sektörü var. Ekonominin aktörleri (bankalar, şirketler, hanehalkı ve kamu) çok değerli bir kriz tecrübesine sahipler.

Ama sadece potansiyelin olması yetmiyor. Potansiyeli yakalayabilmek için gerekli mekanizmaların devreye girmesi gerekiyor. Bugün uygulanmakta olan makropolitika setini daha doğru bir modelle değiştirme

cesaretimiz yok ise mevcut koşullarda potansiyele yaklaşabilmek için çok önemli iki vizyona ihtiyacımız var:



## 1) Doğru bütçe politikası

Yukarıda bilinçli olarak "bütçe ya da mali disiplin" başlığını kullanmadım. Türkiye'de geçmiş yılların kötü tecrübelerinden kaynaklanan sıkı bir bütçe bağnazlığı var. Birçok ekonomist en doğru bütçe politikasının "gözü kapalı tasarruf" olduğuna inanmış durumda. Halbuki bütçe politikası gerektiği zamanlarda gerektiği kadar gevşetilebilmeli. Özel sektör krizde geri çekildiğinde yerine geçerek ekonomiye destek verebilmeli. Normal zamanlarda özel sektörün önünü açabilecek gerekli harcamaları yapabilmeli. Ama bunun yanında özel sektör yatırım ve tüketim harcamaları ile üretimi hızlandırdığında artan vergi gelirlerini oy peşinde çarçur etmeden kötü günler için tasarruf da yapabilmeli. Ekonominin aktörleri kısa vadede ekonomiye destek verebilecek bir esneklik olduğunu görerek rahatlayabilmeli. Ama orta ve uzun vadede kamu sektörünü yeniden borç batağına sokmayacak bir bütçe dengesinin gözetileceği konusunda da ikna edilmeli (ki aktörler buna güvenerek ekonominin istikrarlı büyümek için gerekli uzun vadeli yatırım ve tüketim harcamalarını yapabilsin). Bunlar söz vererek olmaz. Yasal bağlayıcılığı olan kurallarla olur.



Bugün ekonomi yönetimi, bütçe politikasında yılların bağnazlığını bitirecek büyük bir reforma cesaret ederek bu tür bir "mali kuralı" masaya koymuş durumda. Bu, Türkiye'de birçok tartışmayı bitirecek, ekonominin potansiyeline ulaşması için çok gerekli bir mekanizma. Bundan sonra yapılması gereken, bunun ciddiyetini bozmadan bir an evvel yasalaştırmak ve Türkiye ekonomisinin büyümesini finanse edecek yatırımcıların önüne koymak. Bu aşamaya kadar geldikten sonra küçük hesaplarla bu kadar önemli bir reform heba edilmemeli.

## 2) Finansal sistemin büyütülmesi

Türkiye gelişmiş ülkelerin düzeyini yakalarken kamu yerine özel sektörün tüketim ve yatırım harcamalarına yaslanacaksa bu sektörü yeterince destekleyecek bir bankacılık sektörüne (ve sermaye piyasalarına) sahip olmak zorunda. Bankacılık sektörünün genel kabul görmüş risk prensiplerine dikkat ederek önünü açabilmeli ve özel sektöre ihtiyacı olan finansal hizmeti verebilmesine yardımcı olmalı. Gelişmiş ülkelerin en önemli özelliği bankacılık sektörlerinin ekonomilerini belli bir gelişmişlik düzeyine kadar büyütebilecek finansman imkânlarını (kendi para birimlerinde, makul maliyetlerde ve yeteri kadar uzun vadede) sağlayabilmiş olmalarıdır. Sektörün önünün açılması basiretli bir düzenleyici otorite yanında bir o kadar basiretli, yapıcı ve akılcı bir para (ve kur) politikası gerektirir. Devletin de bankacılık sektörüne "nasıl vergi toplarım" miyopluğu ile değil, "nasıl daha fazla özel sektörü finanse ettirerek büyütebilirim" gözüyle bakması gerekir.

Bugün çok övünülen Türk bankacılık sisteminin kredileri daha ancak ekonominin % 42'sine gelebildi. Bu oran Türk bankalarına göre çok daha az sermaye oranı ile çalışan AB'de % 127, Çin'de % 131, ABD'de ise % 170 (Grafik 2). Finansman kaynaklarının üçte ikisi ülke içindeki tasarruflardan oluşuyor ve bunları kısa sürede hızla büyütme zor. Sistem bu açığı yurtdışından elden geldiğince uzun vadeli borçlanarak çözmeye çalışıyor ama o da daha ziyade yurtdışının risk iştahına bağlı. Sistemin kaldırıcı, yani aktiflerin sermayeye oranı, dünyanın en düşüklerinden biri (acaba bununla övünsek mi yoksa buna üzülsek mi). Bugün hâlâ Türk şirketleri uzun vadeli yatırımları için ilk başta TL'yi değil döviz, Türkiye'deki bankaları değil yurtdışındaki finansman kaynaklarını kullanmaya çalışıyor. Çünkü TL (reel) maliyeti ile uygun hale gelmiş olsa da hâlâ vadesi itibarı ile uzun vadeli yatırımlar için uygun bir para birimi değil. Birçok gelişmiş ülkenin kalkınma mekanizması olan ipotek finansmanının ekonomiye oranını bugünkü % 5'lik seviyelerinden ABD'deki % 75, AB'deki % 50 gibi seviyelere getirebilmek için Türkiye'nin uzun vadeli TL finansman imkanları olan ve mevcut sermayesi ile daha fazla iş

yapabilen bir bankacılık sistemine ihtiyacı var. Ekonomi yönetimi destek vermeden bankaların bunu kendi başlarına başarmaları kolay değil.

## İkisi bir araya gelirse

Türkiye mali kural ile kamu sektörünü doğru yerde ve doğru şekilde devreye sokup ekonominin motoru görevini kâr maksimizasyonu hedefleyen özel sektöre bırakırsa ve bu sayede bankacılık sektöründe toplanacak yurtdışı ve yurtiçi kaynakların (kendi parası cinsinden ucuz ve uzun vadeli şekilde) özel sektöre akabilmesini vargüçüyle destekleyebilirse Türkiye potansiyeline ulaşır. 'Doğru' bütçe politikası bankalara kaynak sağlar, bankalar ekonomiyi büyütecek özel sektöre bu kaynakları aktarır ve büyüyen ekonomi yeniden kamuya gelir oluşturarak doğru bütçe politikasının acısız devamını sağlayarak bu verimli döngüyü destekler. Yoksa Türkiye, Brezilya gibi potansiyeli olan ülke konumunda yıllarca devam eder.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Cari açığın hızla artmasına sevinelim mi, üzülelim mi?

*Saruhan Özel 2010.08.18*

2009 yılının tümünde 14 milyar dolar (\$) açık veren cari işlemler, yani ekonominin döviz gelir gider dengesi haziran sonunda yıllık 27 milyar \$'a ulaşınca hemen cari açık uyarıları gelmeye başladı. Acaba bu gelişme çok mu sürpriz? Uyarılar haklı mı, gerçekten endişelenmeli miyiz?

Türkiye'deki müzmin cari açık sorunu, yıllardır benimsenmiş olan makroekonomik modelin bir sonucu. Ekonomi iç tüketime yaslanarak büyüyor. Ülke özellikleri buna çok uygun. Yaşam standardını yükseltmeye hazır genç ve büyük bir nüfusa sahip. Dünya ölçeğinde hiç de az olmayan, birçok gelişmiş Avrupa ülkesinden daha yüksek, Gayri Safi Yurtiçi Hasılası (GSYH)'nın % 20'sine yakın bir tasarruf seviyesi var (belki buna yakın da yurtdışında). Ama bu tüketim gücüne hizmet vermek için o kadar büyük bir yatırım iştahı var ki ülke içindeki bu tasarruflar yetmiyor. Yurtdışından tasarruf (sermaye) ithal etmek zorunda kalınıyor. Bu sayede gerekli yatırımlar yapılarak, üretim için gerekli hammadde, aramal ve yatırım malları ithal edilerek ekonomi büyütülebiliyor. Karşılığında da dış ticaret açığı ve cari açık yükselmiş oluyor. Türkiye'nin cari denge fazlası vermesi ya da açığını düşürmesi için ekonomik aktivitesini yavaşlatması gerekiyor ki, bu da sadece kriz dönemlerinde ekonomi mecburen küçüldüğünde olabiliyor.

Merkez Bankası malum dalgalı kur rejimi sebebiyle işe karışmadığı için gelen dövizin önemli bir kısmı yurtiçinde getirisi daha cazip, kullanımı daha rahat olan TL'ye dönüyor ve döviz kurlarını aşağı bastırıyor. Türkiye'deki tasarruf sahibinin "ihtiyatı" amaçlı döviz tutma sevdası kurların çok daha fazla düşmesini engellese de ithalat ucuzlayıp daha cazip hale gelirken ihracatçılar sıkıntı yaşıyorlar. Yapabilenler birim üretim maliyetlerini azaltarak kurlardaki düşüşü telafi etmeye çalışıyorlar ama bu hem o kadar kolay değil hem de bir sınırı var. Yurtdışından döviz girişi arttıkça ekonomi daha da hızlı büyüyor ama TL de daha fazla değerleniyor. Verimlilik artışında sınıra gelen sektörler ve şirketler yavaş yavaş eleniyorlar ve/veya kayıt dışına kaçarak bir süre daha tutunmaya çalışıyorlar. İhracat pazar payı bu sektörler ve şirketler için kalıcı olarak geriliyor. Cari açık daha da büyüyor.

Çaresi yok mu, var. Merkez Bankası, ekonomiye gelen dövizini satın alarak rezervlerini büyütür ve yeterince alırsa kurların aşağı gitmesini engelleyebilir. Ya da döviz girişi, özellikle kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı olan kısmı,

sermaye kontrolleri ile engellenir. Ama enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kur rejimi aşkına bunlar yapılamıyor. Ekonomik model değişmedikçe döviz girişinin azalması büyümenin de yavaşlaması anlamına geleceği için açığı azaltmak aslında istenen bir şey değil. Çünkü ekonomik başarı, ekonominin ne kadar istikrarlı büyüdüğü ile değil ne kadar rekor hızda büyüdüğü ile ölçülüyor.

Ekonomik büyüme ve cari açık kontrol edilemeyecekse geriye kalan seçenek ülkeye gelen döviz girişinin "kriz oluşturmayacak şekilde istikrarlı ve kalıcı" olmasına çalışmak. Gerekirse TL faizi artırılarak, gerekirse kamu şirketleri özelleştirilerek, gerekirse de ekonomik reformlar yapılarak. Bu şekilde döviz krizleri dizginleniyor belki ama daha orta vadeli sıkıntı olan "pazar payı" sorunu devam ediyor.

Aynı senaryoya devam

Yılın ilk 6 ayında cari açık yine bu dinamik nedeniyle hızla arttı. 2009 yılında global krizden etkilenecek küçülen (ve böylece de cari açığını hızla daraltan) ekonomi, geçen yılın son çeyreğinden itibaren hızla büyümeye başlayınca cari açığı da büyütmeğe başladı. Şaşılacak bir durum, sürpriz yok. Kriz sırasında borçlanmayan, üretimini yavaşlatan, stoklarından satışla temkinli hareket eden reel sektör krizin rahatladığını gördükçe üretimini hızlandırmaya, stoklarını yeniden normal seviyelerine yükseltmeye ve bunun için de kredi talep etmeye başlamış durumda. Yine kriz sırasında kredi talebinin daraldığını görerek yurtdışındaki yüksek fon maliyetleri sebebiyle kredilerini yenilemeyen bankacılık sektörü yeniden borçlanmaya başladı. Geçen yılın tümünde (ne olduğu belirsiz girişler dahil) 14 milyar \$ yabancı sermaye girişi olmuşken bu yılın ilk 6 ayında bunun iki katı kadar bir döviz girişi oldu. (Grafik 1) Bu artan finansal imkânlar sayesinde, yukarıdaki dinamik çerçevesinde, cari denge açığı krizde azaldığı hızla yeniden artıyor. (Grafik 2)

Ne zaman ki, ekonomi normal stok ve üretim seviyelerine geri gelecek, o zaman büyüme hızı daha yavaş ve istikrarlı bir hıza kavuşacak. Buna paralel cari denge açığının bugünkü ürkütücü artışı da yavaşlayacak. Üstelik kriz dönemindeki durgunluğa göre bu yıl daha iyi bir turizm sezonu yaşanabilirse yavaşlama daha da öne çekilecek. Bu bağlamda 2009 değil de 2008'e bakarak kıyaslandığında aslında cari açık o kadar yüksek değil. (Grafik 3) 2010 yılı sonunda ekonominin büyüklüğüne göre % 4 civarında bir yere gelecek ki bu seviye, geçmişte cari denge açıkları kaynaklı döviz krizlerine bakılarak referans kabul edilen % 5-6 gibi kritik oranların altında.

Endişe değil belki ama dikkat edilmesi gereken iki de olumsuz gelişme var. Birincisi, global krize kadarki yüksek cari açık döneminin en önemli savunma mekanizması olan, kalıcı, istikrarlı, kaliteli sermaye tipi doğrudan sermaye girişi geçmişe göre çok azaldı. (Grafik 4) Çünkü artık ne banka ya da gayrimenkul alma iştahı ne de büyük şirket özelleştirmeleri olmadığı gibi kriz sonrasında artık yabancı yatırımcıların uzun vadeli kredi imkânları kısıtlı. Bu sebeple döviz girişleri ağırlıklı olarak bankalar üzerinden ve devlet (döviz) borçlanması ile, yani daha az güvenilir şekillerde, gerçekleşiyor.

Diğer olumsuz gelişme ise cari denge açığındaki artışın geçmişten farklı olarak ekonominin döviz kazanma kabiliyetindeki sorunu yansıtıyor olması. 2003-2008 döneminde cari açık artarken ithalatın yanında ihracat da hızla artıyordu. Ekonominin döviz kazanma kabiliyetinde sorun yoktu, sadece kazandığından daha fazla harcıyordu. Ama şimdi ithalat yeniden hızlanırken ihracat gelirleri kriz öncesine dönebilmiş değil. Global ihracat rekabeti had safhada, en önemli pazarımız olan AB tüketimde zorlanıyor ve ihracatçılara verilen destek sınırlı.

Şimdilik bu sorunları idare etmek mümkün. Nasılsa ekonominin iç talebe dayalı bir "büyüme hikâyesi" var ve dünyada hızlı büyüyen ekonomiler arasındaki cazip konumunu koruyor.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Türkiye'de mortgage potansiyeli

---

*Saruhan Özel 2010.08.25*

Türkiye'de şirketlerin borç yükü yüksek ama hanehalkı ve bankalar açısından gidecek çok yol var. Ekonomi, bu kesimlerin borçluluklarını artırmasıyla büyüyüp geliştikçe şirketlerin borçlulukları da daha kolay yönetilebilecek.

Bankalar mevcut mevzuatta ancak 8-9 katı kadar kaldıraçla, yani sermayelerinin 8-9 katı borçlanarak kredilendirme yapabiliyorlar (birçoğu aşırı ihtiyatlı davranıp bu limite bile çıkmıyor). Halbuki kriz sonrasında bile gelişmiş ülkelerin bankaları 20-30 kaldıraçlarla çalışıyorlar. ABD'de kriz sonrası yeni mevzuatta bile bankalara 33 kat kaldıraç imkânı tanınmış durumda. Türkiye'de hanehalkı da dünyanın en az borçlu kesimlerinden biri. ABD'de % 117 olan hanehalkı borcunun gelire oranı Türkiye'de % 26. Bankaların tüketici kredilerinin (mortgage ve kredi kartı dahil) büyüklüğü GSYH'nin % 15'ine daha yeni gelebildi.

Bankaların ve hanehalkının kaldıraçlarını artıracak en önemli mekanizmalardan biri mortgage (ipotek) kredileri. Birçok ülkenin gelişmişlik düzeyini yakalamasında mortgage kredilerinin büyük rolü var. En basit haliyle, bankacılık sektörü konutları teminat kabul edip kredi veriyor, devlet bu kredileri teşvik ediyor, inşaat sektörü bu sayede oluşan konut talebine yönelik yatırımlar yaparak ekonominin birçok farklı sektörüne ve özellikle istihdama destek veriyor. İnsanlar ev (ve iş) sahibi oluyor, medeni bir hayat yaşıyor ve bu statülerini kaybetmemek için "ödenabilir" olması çok önemli olan mortgage kredilerini ödemek için çalışıyorlar. Ülke bu şekilde kalkınıyor. Ayrıca mortgage kredileri normal ekonomik koşullarda geri ödemeleri en az sorunlu kredi türü. ABD'de GSYH'nin % 73'ü, AB'de % 47'si olan mortgage kredilerinin Türkiye'deki oranı sadece % 5 (Grafik 1). Bunun % 10'lara gelmesi bile Türkiye ekonomisini kesinlikle farklı bir yere taşır. Bugün sadece yeni konutları değil, sokaklardaki ödenmiş birçok taşınmazı mortgage üzerinden ekonomiye kazandırmak ve alım/harcama gücü oluşturmak mümkün.

Sıkıntı nerede?

Mortgage kredilerinin bir 'raconu' var. En önemlisi, mortgage kredisinin ödenebilir olması. Konut alanlar tasarruflarıyla konut bedelinin % 20-25'ini peşin ödemeli ve kalan kısmını borçlanmalı. Kredi gelirle aynı para biriminde ve aylık taksit aylık gelirin % 40'ı civarında olmalı (ki geriye yine medeni şekilde yaşayabilecek bir gelir kalsın). Bankalar da bu şekilde mortgage kredisi vermeli. Taksitlerin büyüklüğünü belirleyen ise 3 faktör var: Kredi miktarı (yani konut fiyatının dörtte üçü), kredi faiz oranı ve kredinin vadesi. Vade belki de en önemlisi. Vade ne kadar uzarsa mortgage kredisi o kadar 'ödenebilir' hale geliyor. Gelişmiş ülkelerde bankalar vadelerde 30-40 yıl hatta daha da üzerine çıkarak taksitleri ödenebilir hale getirebiliyorlar.

Bugün Türkiye'de konut fiyatları, krizin de etkisiyle makul seviyelerde. Başarılı bir para politikası ve ülke risk priminin düşmesi sayesinde borçlanma maliyeti, yani faiz, gayet düşük; hatta enflasyondan arındırılmış olarak, neredeyse sıfır. Gelirler enflasyon kadar artsa kendiliğinden faiz ödemelerini karşılayacak durumda. Ama vade tarafında büyük sıkıntı var. Tasarruf sahipleri bankalarda ortalama 1 ayın üzerinde mevduat yapmak istemiyorlar. Bankalar da 1 ay gibi çok kısa vade sonrasında başka bankaya gidebilecek bir mevduat kaynağına güvenip uzun vadeli kredi vermekte zorlanıyorlar. Gelecekte öngörülemeyecek faiz artışları olduğu ya da ani likidite kayıpları yaşandığında büyük zararlar yazmak istemiyorlar. Yurtdışından birkaç yıl vadeli borçlanarak, türev enstrümanlarla TL vadeleri uzatarak ve mortgage kredilerinin toplamda hâlâ küçük bir oranda olmasından güç alarak 10-12 yıl vadelere çıkabiliyorlar. Bu şekilde bankaların mortgage portföyleri yıllık % 33 hızla büyüyor (Grafik 2).

Ama bundan sonra daha uzun vadelere gidebilmek ve hatta mevcut vadelerde portföyleri büyütebilmek için daha fazlasına ihtiyaç var. Mortgage kredileri sabit faizli olduğu ve krediyi alanlar faizler düştüğünde çok az bir ceza ile kredilerini düşük faizle yeniden fiyatlayabildikleri sürece mortgage kredilerini 'bilanço içinde taşıyarak' büyüme kolay değil.

Kısa vadede tasarruf sahiplerinin alışkanlıkları radikal şekilde değişemeyeceğine göre bankaların aynı gelişmiş ülkelerde olduğu gibi mortgage kredi havuzlarını uzun vadeli menkul kıymet haline getirip satarak bilançolarından çıkarabilmeleri gerekir. İkinci piyasada kolay el değiştirebilecek olan bu tahviller, yabancı sermayenin de ekonomiye gireceği önemli bir mekanizma olacak. ABD'deki son ipotek krizini düşünüp benzer bir sistemle Türkiye'deki mortgage potansiyeline ulaşma planına ihtiyatlı yaklaşılmaya da gerek yok. ABD bu sorunları yaşıyorsa sebebi sistem ya da mortgage kötü diye değil, sadece 'raconuna' göre yapılmadığı içindi. O nedenle amaç potansiyeli dizginlemek değil, işi 'raconuna göre yaptırarak' potansiyele ulaşılmasını sağlamak olmalı.

Potansiyel nerede?

İlişikteki tabloda mortgage kredilerinin hangi koşullarda hangi fiyatta gayrimenkul alım satımını destekleyebileceğinin analizi yer alıyor. Bankaların mortgage kredilerini müşterilerinin gelirlerini doğru ölçüp taksitlerin gelirin % 40'ını aşmayacağına dikkat ederek verdikleri ve gayrimenkul bedelinin en fazla dörtte üçünü kredilendirdikleri varsayılarak oluşturulan ilişikteki tabloya göre aylık geliri 5 bin TL olan bir müstakbel ev sahibi 10 yıl vadede ayda % 1 faizle kredi aldığında bankalar fiyatı 186 bin TL civarında olan bir konutu finanse edebilecek durumdadır. Türkiye'de GSYH hane halkı sayısına bölündüğünde ayda 4-5 bin TL civarında ortalama gelir makul gözüküyor. Geniş kesimlerin ortalama geliri gerçekte daha düşük olsa bile mortgage imkânları muhakkak ki üst gelirden başlayarak aşağıya inecek. Aynı gelir grubunda bir müşteri için bankaların kredi ile destekleyebileceği konut fiyatı vade 20 yıla uzadığında ve aylık faiz % 0,5'e indiğinde ise 372 bin TL'ye çıkıyor.

Türkiye'nin finansal koşulları, yani önümüzdeki birkaç yılda vade nereye çıkabilir, faiz nereye inebilir belli. Mortgage imkânını kullanarak satışlarını yapmayı düşünenlerin ne tür konutlar yapılması gerektiğinin analizi

ortada. İnşaat/konut sektöründe yeni yatırım düşünenlerin dikkatine.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)



## Piyasalar ikinci dip konusunda fazla kötümser...

*Saruhan Özel 2010.09.01*

2007 yılı sonunda ABD'de finans sistemi çatırdamaya başlayınca global finansal piyasalar hızla ağır bir resesyonu (reel üretim düşüşünü) fiyatlamaya başladılar.

Gayrimenkul ve hisse senedi fiyatları şiddetli değer kaybına uğradı. Merkez bankalarının resesyona savaşmak için faizleri hızla düşürüp uzun süre de düşük tutacağı görülünce devlet tahvili getirileri tarihi düşük seviyelerine geriledi. Krizin kısa sürede reel sektöre olan kredi akışını durduracağı ve otoriteler destek verseler de finansal sistemin yeniden ayağa kalkmasının uzun bir süre alacağı görüldü. Boğazına kadar borçlanmış olan tüketiciler tüketimlerini sürdürmek için artık finansal sistemden daha fazla borçlanamayacak haldeydiler. Şirketler de bir şekilde finansman bulabilseler bile azalan tüketim karşısında çareyi üretimlerini kısmakta ve mevcut stoklarını eritmeye çalışmak durumunda kaldılar. 2000'li yıllara damgasını vuran globalizasyon ya da ekonomik entegrasyon gelişmiş ülkelerdeki bu sorunların dünyanın dört köşesine sıçramasına imkan tanıdı.

Nitekim piyasaların düşündükleri gerçekleşti. 2008 yılında büyümeleri yavaşlayan gelişmiş ekonomiler, 2009 yılında son yılların en ağır resesyonunu yaşadılar. ABD ekonomisi % 2,4, Almanya % 5 ve Japonya % 5,2 küçüldüler. Bu resesyona dünya ticaretinin % 12 daralmasıyla dünyanın diğer bölgelerine de yayıldı (Grafik 1).



Gelişmiş ülkelere ticaretle büyüyen ülkeler de ya küçüldüler ya da büyüme hızlarını yavaşlatmak zorunda kaldılar. Bir anlamda piyasalar doğru fiyatlamaya yapmış oldular. ABD'de S&P 500 borsa endeksinin 2009 yılı başında 2007 sonuna göre yarıya inmesinin gerçekten bir sebebi vardı (Grafik 2).



Ama aynı piyasalar otoritelerin bu ağır resesyondan çıkmak için nasıl büyük bir savaş başlattıklarını ve ellerinden gelen en radikal önlemleri nasıl aldıklarını görünce resesyona daha da ağırlaşmayacağını düşünmeye başladılar. Gayrimenkul fiyatlarındaki düşüş durdu, hisse senedi fiyatları hızla yeniden yükselmeye başladı ve merkez bankalarının para musluklarını yeniden kapatabileceği öngörüsüyle devlet tahvili getirileri hızla yükseldi. Ekonomi basınında en çok tartışılan konu 'enflasyon tehlikesi' ve bunu engellemek için otoritelerin (özellikle merkez bankalarının) ne yapmaları gerektiği (çıkış stratejisi) idi.



Bu bağlamda ekonomilerin 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren resesyondan çıkıp büyümeye başlamaları yine piyasaların doğru bir zamanlama yaptığını gösterdi. 2010 ilk yarısında ABD ekonomisinin % 2,8, Almanya'nın % 2,9 ve Japonya'nın % 4,2 büyüdüğü açıklandı (sonradan ABD biraz aşağı, Almanya ise yukarı revize edildi). Ama öncekinden farkı, piyasaların bu sefer iyimserlik dozajını biraz artırmış olmalarıydı. Fiyatlamaya, otoritelerin radikal önlemleri sayesinde ekonomilerin V şeklindeki bu geri dönüşlerinin sürdürülebilir olup gelecek çeyreklerde devam edeceği yönündeydi. Piyasalar bu konuda hata yaptı.



Şimdi yeniden resesyon fiyatlanıyor

Otoritelerin radikal önlemleri sayesinde bankalara yönelik belirsizlik azalmış, tüketiciler biraz nefes almış ve şirketler de stoklarını eritip yeniden eski stok seviyelerine doğru üretim çarklarını çevirmeye başlamışlardı ama bu önlemlerin de bir limiti ve süresi vardı. Faizler sıfırlanıp da ipotek kredileri ucuzlayınca imkanı olanlar evlerini aldılar, mevcut kredilerini ödeyemeyenler de yeniden yapılandırıp ödeyebilir hale geldiler, sektörel teşvikler satışları artırınca otomobil üreticileri kendilerine geldiler, Gelir Vergisi teşvikleri yine tüketime destek verdi. Yani bu önlemler sayesinde gelecekteki tüketim öne çekilmiş oldu. Ayrıca bu radikal teşvikler sayesinde kamu otoritelerinin borç yükü hızla arttı. Piyasalar gelişmiş ülkelerde iflas ya da en azından not/rating düşüşü risklerinin hızla arttığını görünce radikal kamu önlemlerinin devam edemeyeceğini, bu önlemler olmadan ekonomilerin yeniden yavaşlamak zorunda kalacağını ve zaten sıfırlanmış faizler daha da indirilemeyeceği için para politikası üzerinden de yeni bir destek gelemeyeceğini görmeye başladılar.

Gerçekten de yılın ikinci yarısında ekonomik veriler kötü gelmeye başlayınca piyasalarda 'ikinci dip' endişeleri iyice arttı. 2009'un ikinci çeyreğinden itibaren hızla artmaya başlayan hisse senedi fiyatları bu yılın ilk çeyreğinden itibaren gerilemeye başladı. Devlet tahvillerindeki reaksiyon daha da şiddetliydi. Yine bu yılın ilk çeyreğinden itibaren hızla gerilemeye başlayan devlet tahvili getirileri ABD ve İngiltere'de 2008 kriz dönemindeki seviyelere yeniden yaklaşırken Almanya'da kriz döneminin de altına, yakın tarihinin en düşük seviyelerine indi (Grafik 3). Daha birkaç ay öncesine kadar enflasyonu tartışan ekonomi gündemi deflasyonu konuşmaya başladı. Merkez bankalarının çıkış stratejileri unutulurken deflasyonu engellemek için nasıl daha fazla destek verebilecekleri tartışma konusu oldu.

Piyasalar yine hata yapıyor

Aynı V şeklindeki kriz geri dönüşünün sürdürülebilir olduğunu ve devam edeceğini fiyatlayarak hata yapan piyasalar şimdi de aşırı kötümser hareket ederek hata yapıyorlar. Otoriteler söylemleri farklı olsa da ekonomilerinin kendi başlarına ayakta durabildiklerini görmedikleri sürece desteklerine devam edecekler. Bugünkü farklı söylemleri ile sadece uzun vadeye yönelik güven tesis etmeye çalışıyorlar. Bugün bütçe önlemleri konusunda sesi en çok çıkan Almanya bile 2011 ortasından önce dişe dokunur bir önlem almaya başlamayacak. Merkez bankaları da faizleri çok daha uzun süre düşük götürecekleri gibi devlet tahvillerini düşünmeden satın alarak kamu sektörlerinin radikal destekleri için finansman kaynağı bulabilmelerine destek olacaklar. İrlanda, İspanya ve Portekiz gibi düne kadar iflas edeceği konuşulan ülkeler bile bugün rahatlıkla borçlanabilmeye başladılar çünkü yatırımcılar arkalarında Avrupa Merkez Bankası'nın olduğunu biliyorlar.

Piyasalar, yakın zamanda yeniden resesyona girilmeyeceğini görerek kötümserlikten vazgeçip risk iştahlarını artıracaklar. Ama bu sefer 2009 başında yaptıkları gibi iyimserliği abartmayacaklar. Özellikle gelişmiş ülkelerin "yeni normal (büyüme)" adı altında potansiyellerinin (ve kriz öncesi tempolarının) çok altında uzun süre düşük büyüme hızı ile devam edecekleri ana senaryo haline gelecek. Hızlı büyümeden pay almak isteyenler ise gelişmiş ülkelere bakmak "zorunda" kalacak. Bundan faydalanabilenler de gelişmekte'likten gelişmiş'liğe adım atacak.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Türkiye'de faiz (artık) yüksek değil!...

---

Ekonomi basınında son günlerin tartışması Türkiye'de faizlerin hâlâ yüksek olduğu şeklinde. Bu görüş ortaya konurken de (1) diğer ülkelerdeki faizlerle kıyas yapılıyor, (2) mevcut reel faiz düzeyinin daha da düşmesi gerektiği ve hatta negatif olması gerektiği iddia ediliyor.

Üstelik yüksek olduğu iddia edilen faiz, tanım gereği ekonomideki en düşük, Merkez Bankası'nın bankalardan (teminat karşılığında) gecelik borçlanmaya ödediği ve son 2 yılda yarıdan fazla gerileyerek yıllık % 6,5'a indirilen "borç alma" faizi. Bu faiz banka dışı kesime hitap etmediği için çok anlamlı olmayabilir ama tahvil, mevduat, kredi faizlerinin temelinde hep bu var. Bu faiz düşmeden diğer faiz türlerinin düşmesi çok zor.

Gerçekten de ilk bakışta Türkiye'nin bu "en düşük faizi" başka ülkelerle kıyaslandığında yüksek. Gecelik faiz bugünlerde gelişmiş ülkelerde sıfıra yakın. Gelişmekte olan ülkelere bakıldığında da Türkiye'nin faizi yine yukarıda. Dünyanın her bölgesinden 16 tane önemli gelişmekte olan ülkenin gecelik faizlerinin ortalaması % 4,1 ve Türkiye % 6,5 ile bunların üzerinde (Grafik 1).

### **Ama önemli olan reel faiz**

Yukarıda bahsettiğim faizler hep nominal ve gerçek getiriye (alım gücünü) ya da borçlanma maliyetini göstermiyorlar. Örneğin % 10 faiz getirisi olan bir yatırım vade sonunda enflasyon % 10 artmışsa aslında tüketimin artabilmesini sağlayamıyor. Ancak eskisi kadar mal tüketilebiliyor. Benzer şekilde bir şirket % 10 faizle kredi kullanmışsa ve sonrasında bu krediyi kullanarak ürettiği malları enflasyon sayesinde % 10 daha pahalıya satabiliyorsa aslında kredisi bedavaya geliyor. O nedenle nominal faizden enflasyonu çıkarıp bakmak, yani reel faizi dikkate almak gerekiyor. Bu faiz bir anlamda merkez bankalarının ekonomiyi yönetirken kullandıkları bir joystick. Merkez bankaları bu joystickle oynayarak ekonomik aktiviteyi, enflasyonu ve piyasalardaki risk iştahını yönetmeye çalışıyorlar. Türkiye'de neredeyse TL kadar döviz de kullanıldığı için TL faizinin joystick kabiliyeti çok değil ama yine de önemli.

Reel faizi bulurken nominal faizden çıkartılan ise enflasyonun kendisi değil, beklentisi. Çünkü faiz ileriki döneme hitap ederken açıklanan enflasyon geçmişe ait. Bugün Türkiye'de en çok referans alınan enflasyon beklentisi Merkez Bankası'nın yaptığı "Beklenti Anketi". En son ankete göre sonraki 12 aya yönelik enflasyon beklentisi % 7,2. Bu durumda Türkiye'de aslında "negatif" yani enflasyon beklentisinin altında bir gecelik faiz düzeyi var.

Acaba nominal faize bakıp da Türkiye'nin altında dediğimiz ülkelerde reel faiz nasıl? Birçoğunda pozitif ve yüksek (Grafik 2). Hiç de şaşırtıcı değil çünkü iktisada giriş öğrencileri dahi bilirler ki ekonomilerde çok anormal koşullar yoksa faiz enflasyon beklentilerine yakın seyrederek reel faiz düşük tek hanelerde ve pozitif olur. Enflasyon beklentisi yüksekse faiz de yüksektir ya da tersi. Anormal koşulların başında ise ekonominin potansiyelin çok altında olması veya çok hızlı büyüyor olması ile bir kriz ortamı yaşıyor olması gelir. Çünkü öyle durumlarda gerçek enflasyon yüksek olsa bile beklenti düşük olabilir (ya da tersi). O nedenle aslında Türkiye'deki negatif reel faiz bugün birçok ülkeden aslında daha düşük. Yani iddia edilenin tam tersi.

Üstelik Türkiye ekonomisi halen bu ülkelerin birçoğundan daha hızlı büyüyor ve bir kriz ortamında değil. Yani aslında Türkiye ekonomisinin reel faizi bu ülkelerdekinden yüksek olması gerekirken hepsinden daha düşük. Nedeni de Merkez Bankası'nın basiretli ve vizyonlu para politikası uygulaması. Ekonomisinin geleceğini düşünerek risk aldığı için.



### **Reel faiz ile döviz bazında faiz**

Türkiye'de faizin yüksek olduğu değerlendirilmelerinde yapılan bir başka hata TL'nin döviz bazındaki getirisinin reel faiz olarak adlandırılması. Tek bir reel faiz vardır o da TL faizinin enflasyon beklentisinden net halidir. Nominal TL faizinin belli bir dönemde başka bir para birimi bazında getirisi reel faiz değildir çünkü o para biriminin de bir enflasyonu vardır. O hesaba katılmadığı sürece döviz bazındaki getiri ile, reel faiz ile karıştırılmamalıdır.

TL'nin daha ziyade yerel yatırımcıları ilgilendiren reel faizi düşük iken TL reel ve hatta nominal olarak güçleniyorsa (yani kur değişimi enflasyonun altında veya negatif oluyorsa) elbette döviz bazında getirisi çok yüksek olabilir. Yabancı sermayeye gereğinden yüksek bir getiri verildiği düşünülebilir. Ama kur rejimi değiştirilmedikçe bunda yapılacak bir şey yoktur. Merkez Bankası döviz bazında getiriye değil reel faize bakmak zorundadır.

Bu istenmiyorsa devreye hükümet girmek durumundadır. Ya kur rejimi değiştirilir ve Merkez Bankası'ndan TL'nin en az enflasyon kadar değer kaybetmesinin sağlanması istenir. Ya da sermaye kontrolleri ile bu yüksek döviz bazındaki getiriden faydalanmak için gelmeye çalışan yabancı sermayenin istediği gibi gelip gitmesi engellenir (Örneğin spekülasyon yabancı sermayeye vergi getirilerek).

## Sonuç

1. Türkiye'de faiz yüksek değildir. Çünkü asıl önemli olan reel faiz birçok ülkeden daha düşüktür. 2008 öncesinde % 10-15'lere kadar çıkan reel faiz bugün düşük olması bir yana negatiftir. Üstelik bu durum benzer ülkelerden farklı olarak ekonomide bir kriz ortamı olmadığı ve ekonomi potansiyeline yakın büyüdüğü halde böyledir.
2. Nominal bakıldığında bile daha 2 yıl öncesine kadar benzer ülkelerin ortalamasından 10 puan yukarıda olan TL politika faizi bugün sadece 2 puan kadar yukarıdadır. Enflasyon da bu ülkelerin ortalamasına inmedikçe farkın daha da kapanması pek mümkün değildir.
3. Döviz bazında faiz biraz yüksektir ve yurtdışı kaynak transferinin azalması için daha düşük olmasının arzu edilmesi doğaldır. Ama Türkiye'de bugün uygulanmakta olan para politikası bunu dikkate alamaz. Alması için hükümetin devreye girmesi gerekir.
4. Merkez Bankası gecelik borç alma faizi yerine belki daha anlamlı olan kredi faizlerinin yüksek olduğu iddia edilebilir. Ama Türkiye gibi kredi talebinin canlı olduğu bir ekonomide kredi faizi ile fonlama maliyeti farkının cansız ekonomilere göre yüksek olması da son derece normaldir. Ayrıca bu iddiada bile hakkaniyetli davranılmalı ve bankaların üzerindeki vergiler, sektörel yükler ve aldıkları riskler düşünülerek hesap yapılmalıdır. O zaman kredi faizlerinin de o kadar yüksek olmadığı görülecektir.
5. TL faizinin asıl sorunu artık yüksekliği değil vadesinin kısıllığıdır.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Tarım fiyatları neden artıyor, artış devam edecek mi?

*Saruhan Özel 2010.09.15*

Son aylarda dünya tarım fiyatlarında önemli artışlar var.

Emtia fiyatlarını bir sepet olarak izleyebildiğimiz S&P GSCI endeksinin tarım alt grubu geçtiğimiz 3 ay içinde % 36 yükseldi (Grafik 1). Bu süreçte pamuk son 15 yılın, şeker son 28 yılın, kakao son 23 yılın, kahve son 13 yılın,

buğday fiyatları son 2 yılın zirvelerini yakaladı (Grafik 2).

Et fiyatları da iki hafta önce son 20 yılın en yüksekini gördü. Yurtiçinde artan et fiyatları sanki ülkeye özel bir arz sorunu gibi gösteriliyor ama aslında dünyadaki bu artış trendinden etkileniyor.



Fiyat artışları tarım ürünlerine özel değil. Enerji, metaller ya da değerli madenler içinde de bazılarının fiyatları son haftalarda ciddi şekilde yükseldi. Ama tarım ürünlerini diğer emtia gruplarından farklılaştıran önemli yapısal özellikler var. Örneğin, bir süredir altın fiyatlarının yükselmesi dünya ekonomisinin yeniden resesyona girebileceği endişelerinden kaynaklandı. Ekonomilerin istikrarlı bir büyümeye geçtikleri görüldüğünde fiyatlar hızla gerileyecek. Diğer bir deyişle, altının arz ve talebine yönelik bir sorun yok; diğer makro ve finansal göstergeler altın fiyatını etkiliyor. Ama tarım ürünlerinin kendi içinde yapısal sorunları var. Tarım ürünlerinin global kriz öncesinde de istikrarlı bir artış trendinde olmasının sebebi buydu. Kriz döneminde duraklayan fiyatlar krizden çıkılınca yeniden eski artış trendine geri dönmüş gözüküyor.

#### Arz ve talep sıkıntıları

Tarım ürünleri diğer emtialara göre konjonktürel dalgalanmalardan daha az etkileniyorlar. Global ekonomi ister resesyona girsin isterse yılda % 10 büyüsün insanlar ve hayvanlar tarım ürünlerini tüketmeye devam edecekler. Tarım sektöründe çok büyük teknolojik gelişmeler yaşanmış olsa da arz hâlâ önemli ölçüde üreticilerin kontrolü dışında hava koşullarından etkileniyor. Birçok üründe iklimsel özellikler çok belirleyici rol oynuyor ve dünyanın her bölgesi elverişli iklim koşulları sunamıyor. Türkiye gibi dört mevsim yaşayan ılıman iklime sahip bazı ülkeler de bunu yeterince kullanıp dünyaya arz sağlayamıyor. Hava koşullarının uygun olduğu dönemlerde çok üretilip gelecek yıllara aktarmak mümkün olmuyor çünkü stoklamak zor. Dünyanın önemli tarım ülkelerinden biri olan Hindistan üretiminin dörtte birini nakliye sırasında kaybediyor. Hava koşulları dışında su ve arazi kısıtları var. Su kaynaklarının bol olduğu yerlerde yeterli arazi yokken arazinin bol olduğu yerlerde de yeterli su kaynakları yok. Her ne kadar dünya tarım sektörü son 20 yılda Brezilya liderliğinde büyük bir teknolojik evrim geçirmiş olsa da bu kısıtlar hâlâ etkili. Temelde tarım fiyatlarının artmasını gerektiren faktörleri 4 grupta toplamak mümkün:

1) Gıda talebindeki artış: Bugün 7 milyara yaklaşan dünya nüfusu 2050 yılına kadar 2 milyar daha artacak bir hızda büyüyor. Ama çok daha önemlisi, bu nüfus artışının yanı sıra eskisinden farklı olarak gelirler de artıyor ve beslenme alışkanlıkları değişiyor. Geniş yoksul kesimler gelir artışıyla birlikte et ve süt gibi zengin protein tüketimlerini artırıyorlar. Geçtiğimiz 20 yılda artan alım güçleri sayesinde kişi başına yıllık et tüketimini 2,5 kat artırarak 50 kg'a çıkartan Çinliler soya ve pirinç yerine artık et yemek istiyorlar. Ama buna rağmen Çin'in mısır, soya fasulyesi talebi giderek artıyor çünkü bunları sadece kendilerini değil et için ihtiyaç duydukları hayvanları da beslemek için ithal ediyorlar. 2000 yılına göre Çin'in soya ithalatı 5 kat artarken mısır ithalatı yaklaşık 10 kat arttı. OECD, 2015 yılına kadar dünyadaki kırmızı et tüketiminin % 31 artacağını öngörüyor. 1 kg kırmızı et için 10 kg hububat üretimi gerektiği düşünülürse hububat fiyatlarına yapacağı katkı ortada.

2) Enerji açığının tarım ürünleri ile kapatılması: Dünyada enerji kaynakları sınırlı ve belli bölgelere yoğunlaşmış durumda. Özellikle gelişmiş ülkeler giderek artan enerji ihtiyaçlarını karşılarken politik tavizler vermek istemiyorlar. Ayrıca özellikle Asya'daki yoksul kesimlerin gelir ve yaşam kalitelerinin artmasıyla birlikte enerji tüketimleri de artıyor ve bu enerji fiyatlarını yükseltiyor. Bu nedenlerle etanol, biyodizel gibi alternatif enerji kaynakları geliştirmeye çalışan ülkeler bu yakıtları ürettikleri mısır, şeker kamışı, şeker pancarı, soya, ayçiçeği gibi ürünlere olan taleplerini artırıyorlar. ABD Enerji Bakanlığı, 2020 yılında olan toplam enerji tüketimi içinde

"alternatif yakıt" payının % 5'e çıkmasını planlıyor ve bu yönde etanolun litresine 14 sent teşvik vererek bugün 19 milyar litre olan etanol kullanımını 2015 yılında 132 milyar litreye çıkarmayı hedefliyor. ABD'de etanol üretiminde kullanılan mısır miktarı 2000 yılında 15 milyon ton iken 2008 yılında 85 milyon tona yükseldi.

3) Verim artışında zorlanması: Dünya Tarım ve Gıda Örgütü'ne göre, 1960'lı yıllarda toplam hububat üretiminin % 75'i verim artışından % 25'i ise yeni arazi kullanımından gelirken bugün sadece % 40'ı verim artışından gelebiliyor. Brezilya, ABD gibi bazı ülkeler tarımda verim artırıcı çok büyük teknolojik atılımlar ve reformlar yapmış olsalar da artan global talebe yetişmekte yetersiz kalıyorlar.

4) Küresel ısınma: Azalan su kaynakları ve değişen iklim koşulları özellikle su ihtiyacı yüksek tarım ürünlerini olumsuz etkiliyor. Bu doğrultuda dünyanın birçok tarafında çiftçilerin sulama verimini artırmaya, ürüne göre doğru sulama tekniklerini kullanmaya yöneldikleri ve bu yönde ciddi yatırımlar yaptıkları görülüyor. Örneğin, son haftalarda buğday fiyatlarındaki hızlı artışın ardında Rusya'daki yangınlar ve onların ardında da ülke tarihinde görülmeyen anormal sıcaklıkların getirdiği kuraklık var. Çin ve Pakistan'daki seller yine benzer şekilde çeltik tarlalarını yok etti. Bu mevsim değişiklikleri genelde tüm tarım ürünlerini etkilese de özellikle su ihtiyacı yüksek ürünleri daha fazla etkiliyor.

Özetle, bugünlerde hızla yükselen ve rekorlar kıran tarım fiyatlarının ardında temel yapısal sıkıntılar olduğu için bu artış istikrarlı bir şekilde devam edecek. Bunu gören spekülasyon arada sırada afetlerden de güç alarak fiyatları bu artış trendinin çok üzerine çekip bir süre sonra hızla altına inmesini sağlayabiliyor. Ama bu hareketler temel dinamiği görmemizi engellememeli.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Üretim kriz öncesi seviyeye yaklaştı, ya sonrası?

*Saruhan Özel 2010.09.22*

2009'un ilk yarısı Türkiye ekonomisi için oldukça kötü bir dönemdi. Mal ve hizmet üretimi (reel olarak) yüzde 11,1 küçüldü.

Yılın kalan kısmında biraz toparlansa da üretim 2009'un tümünde yüzde 4,7 küçülmekten kurtulamadı. İşsizlik bir anda yüzde 10'lardan yüzde 16'lara çıktı. 985 bin kişi işini kaybetti.

Türkiye bu kriz ortamını yaşadı ama bunun sebebi ekonomideki yapısal sorunlar değildi. Aynı dönemde dünyada ciddi bir kriz yaşanıyordu. Her gün dünyanın büyük bankalarının ne kadar büyük zararlar yazdıkları konuşuluyor ve dünyanın en büyük şirketleri iflas koruması talep ediyordu. Çalışan kalitesi üst düzeyde olan ve dünyada az bulunan bir kriz tecrübesine sahip bankalar ne olup bittiğinin farkındaydı. Ellerindeki kaynakları temkinli kullanmayı tercih ettiler (bankalar için mevduat sahibine tasarrufunu geri ödeyebilmek en az kredi vermek kadar önemli). Büyük sanayi kuruluşları da bankalar gibi kriz tecrübelerinden faydalanıp satışlarındaki muhtemel düşüşü önceden görerek, yüksek kâr marjlarında fazla ısrar etmeden stoklarını hızla aşağıya çekti. Bunun yanında faiz ve işgücü maliyetlerini de azaltarak satışlarının azaldığı bir yılda kâr edebildiler (bunu beceremeseler bugün çok farklı konular konuşuyor olurduk). İşsizlik de zaten bu sebeple arttı. Benzer bir yaklaşım tüketicilerde de söz konusuydu. Kriz döneminde kredi kartlarındaki hızlı büyüme durdu; hatta 2009'un ilk çeyreğinde küçüldü.

Dolayısıyla yaşanan kriz ekonomideki aktörlerin haklı kriz, reflekslerinden ve geleceğe yönelik kaygılarından kaynaklandı. Özel sektördeki bu kaygılar ekonomi yönetimi tarafından sözel telkinler yerine somut önlemlerle telafi edilebilirdi. Kısa çalışma ödenekleri ve işveren sigorta primlerindeki indirimler gibi istihdama esneklik

getiren başarılı uygulamalar yapıldı ama en başta bankacılık sektörünün kaygıları giderilemedi. Hayati önemdeki kredi garanti fonu, banka mevduatlarına veya yurtdışı borçlanmalara garantiler gibi bütçeye yük olmayacak gayri nakdi güven tesis edici önlemler zamanında devreye girebilse ekonomideki küçülme daha az şiddetli olabilirdi. Bu yılki performansımızla yarıştırdığımız Çin, bu tür önlemleri 2008 yılında yani daha krizin başında radikal şekilde devreye soktuğu için Türkiye 2009'da yüzde 4,7 küçülürken yüzde 9,1 büyüdü.

Ama belki de en önemli destek yine cesur ve vizyonlu davranan Merkez Bankası'ndan geldi. Sorunun artık enflasyon değil resesyon olduğunu görerek zamanında ve radikal biçimde faizleri yarıdan fazla düşürdü. Faiz maliyetlerindeki bu hızlı düşüş, kriz sonrası dönemde bankaların ve sanayi kuruluşlarının kârlarında önemli bir destek oldu.

2009'daki resesyon, yapısal sorun kaynaklı değildiyse global sorunlar yatışınca Türkiye ekonomisinin de hızla eski üretim seviyelerine geri dönmesi gerekirdi ki öyle de oluyor. 2009'un ilk yarısında yüzde 11,1 küçülen ekonomi 2010'un ilk yarısında yüzde 11 büyüyerek o dönemdeki kayıplarının çoğunu yerine koydu (Grafik 1). Kısa sürede gelen bu geri dönüş gerçekten önemli bir başarı. Ama sadece kayıpların yerine konulması anlamına gelen bu çift haneli büyüme hızının istatistiki illüzyonunu abartıp 2009'daki yüzde 9,1'lik büyüme sonrasında bir de 2010'un ilk yarısında yüzde 11,5 büyüyen Çin ekonomisi ile yarıştırmak da doğru değil. Bu tespitle birlikte vurgulanması gereken iki önemli mesaj var:

#### 1) Büyümenin şekli değişiyor

2010 yılındaki geri dönüşte özel tüketim harcamaları (iç talep) ve imalat sanayii üretimi başroldeydi ve ekonominin genelinden daha hızlı büyüdü. Ama 2009 ilk yarısında iç talebin neredeyse iki katı hızla gerileyen dış talep (ihracat) bu kaybının daha ancak yarısını yerine koyabildi (Grafik 2). İhracatçıların yakınmaları boşuna değil. Ülkenin en büyük pazarı olan AB'deki ekonomik sıkıntılar ihracatımızı olumsuz etkiliyor. Bölge, Almanya'nın ihracata dayalı büyümesiyle tutunuyor, yoksa iç tüketime dayalı ekonomilerde sıkıntı hâlâ devam ediyor ve uzun süre devam etmesi de gayet yüksek ihtimal. Üstelik mevcut kur rejimi ve enflasyon hedeflemesinin getirdiği çaresizlikler sebebiyle ihracatçıların bu hacim kaybını kurlar üzerinden fiyat tarafında telafi edebilmeleri de mümkün olmuyor. Hatta sıkıntılar artınca çare zaten Merkez Bankası'nın bana göre gereğinden bile fazla düşürdüğü faizleri 'daha da düşürmesi gerektiği' gibi ekonomiye zarar verecek çözüm önerilerinde aranıyor.

Büyümenin istikrarı açısından çok önemli olan yatırım harcamaları da henüz kriz öncesi seviyeleri yakalayamadığı gibi artık daha ziyade iç talebe ve hizmet sektörüne yönelik yatırımlara talep geliyor. Örneğin, 2001 sonrası dönemde imalat sanayii ve ihracata yönelik yatırımlar ağırlıktaydı.

#### 2) İç talep gücünü koruyabilecek mi?

Eğer ihracat tarafındaki sıkıntılar devam edecekse ekonominin yavaşlamaması için iç talebin gücünü koruması gerekiyor. Ekonominin yapısal olarak bunu destekleyecek büyük, genç, hızlı büyüyen ve daha da önemlisi az borçlu bir nüfusu var. Uygulanmakta olan model de zaten bunu hedefliyor. Çift para birimli (döviz ve TL) sistem yüzünden enflasyon tüketiminin ertelenmesiyle değil TL'nin güçlenmesi ve ithalatın ucuzlaması ile dizginleniyor. Reel sektör de TL'deki güçlenmeyi (yani ithalattaki ve cari açığındaki artışı) telafi etmek için çareyi maliyetlerini düşürmekte (veya kayıt dışına çıkmakta) buluyor. Bu da istihdamı olumsuz etkiliyor. İşsizlik son yıllarda artıyorsa sebebi var. Sonuçta tüketim için geniş kitlelerin gelirlerinin artmasına dayalı bir harcama dinamiği yerine borçlanmaya yönelik bir harcama dinamiği gerekiyor. Bugüne kadar bu borçlanmayı mümkün kılan bankacılık sisteminin eğer uzun vadeli TL kaynak oluşturabilirse ve risk iştahı gereksiz yere dizginlenmezse bunu devam ettirebilecek potansiyeli de var.

Ama kısa vadede durum çok parlak değil. Daha g¼ncel olan dış ticaret verileri ve AB ekonomilerine y¼nelik gelişmeler ihracatın sıkıntılarının devam edeceğini ve iç talebe daha da fazla y¼k bineceğini ama t¼keticici g¼ven endeksi t¼ketim dinamiğinin temmuz ve ağustos aylarında durakladığını ve sanayi ¼retim rakamları da ¼retimin t¼ketimdeki bu yavaşlamaya reaksiyon vermeye başladığını g¼steriyor (Grafik 3 ve 4). Bunlar yılın ikinci yarısında, ilk 6 aydaki hızda devam etmenin kolay olmayacağına y¼nelik ciddi sinyaller. ¼stelik bu d¼nemde ill¼zyonundan faydalanacak istatistiki etki de yok.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## İhracatçılar d¼viz alımı değil, 'Mali Kural' istemeli!..

*Saruhan ¼zel 2010.09.29*

Godot'nun geleceği 2 yıl ¼ncesinden belliydi. 2007 yılı sonuna doğru gelişmiş ¼lkelerin finans sistemlerinin tahrip olmaya başlamasıyla ortaya çıkan global finansal kriz kısa s¼rede ekonomik bir krize d¼n¼řt¼ ve 2009 yılında d¼nya (reel) ticaret hacmi tarihinde g¼r¼lmemiř bir darbe olarak y¼zde 18 daraldı (Grafik 1). T¼ketim geleneksel olarak ABD liderliğindeki alım g¼c¼ y¼ksek gelişmiş ¼lkelerdeydi.

2000'li yıllarda şiddetlenen globalizasyon bu t¼ketim mallarının ¼retiminin giderek hem ucuz hem de son yıllardaki teknolojik yatırımları ile daha kaliteli ¼retim yapmaya başlayan Çin liderliğinde gelişmekte olan ¼lkelere kaydırılmasını sağladı. ¼retim ve t¼ketim birbirinden coğrafik olarak ayrıřtıķça d¼nya ticaret (ihracat) hacmi de coştu. 2003-2007 yılları arasında yılda ortalama y¼zde 7 (reel) b¼y¼d¼.

Gelişmiş ¼lkelerdeki bu alım g¼c¼n¼n ardında finansal sistemin sağladığı c¼mert borçlanma imk¼nları vardı. Global kriz finansal sistemi tahrip edip borçlanma imk¼nlarını zorlaştırınca gelişmiş ¼lkelerin alım g¼c¼ zarar g¼rd¼. T¼keticiler daha fazla borçlanıp t¼ketmek yerine mecburen tasarruf edip borçlarını azaltmaya başlamak zorunda kaldı. Geçen 3 yıllık s¼rete ABD'de hanehalkı borcunun gelirin oranı y¼zde 137'den y¼zde 125'e geriledi (Grafik 2). D¼nya ihracat pazarının y¼zde 18 daralmasının sebebi, gelişmiş ¼lkeler t¼ketmekte zorlanınca gelişmekte olan ¼lkelerin de ihracatta zorlanmalarıydı. İşin k¼t¼s¼ 2011 sonunda bile bu kaybın yerine konulamayacak olması.

T¼rkiye'nin ihracatı da yaklaşık yarısı t¼ketim malı olup 2007 sonu itibarı ile (yani kriz ¼ncesinde) y¼zde 56'sı Avrupa Birliği'ne yapılmaktaydı. T¼rkiye'nin en b¼y¼k pazarı AB, Almanya liderliğinde son yılların en şiddetli talep daralmasını yaşadığı için ihracat daralacaktı. Godot geliyordu. Nitekim ihracat 2009 yılında dolar bazında y¼zde 23, reel olarak y¼zde 5,3 k¼¼ld¼. Halbuki d¼nya ihracat pazarının yılda ortalama (reel) y¼zde 7 b¼y¼d¼ę¼ d¼nemde T¼rkiye'nin ihracatı da yılda ortalama y¼zde 8 b¼y¼m¼řt¼. D¼viz kurları o d¼nemde y¼ksek oynaklık sergileyerek ciddi şekilde d¼ř¼yordu ama ihracatımızın miktar olarak s¼rekli artması TL'nin değerlenmesini kısmen de olsa telafi edebiliyordu.

İhracattaki bu k¼¼lmenin ardında AB'ye olan ihracatın gerilemesi ¼nemli rol oynadı, ¼nk¼ toplam ihracat gerilerken AB'ye olan ihracatın payı da iki yıl içinde y¼zde 56'dan y¼zde 46'ya d¼řt¼ (Grafik 3). Bu kadar kısa s¼re içinde ihracat ne farklı b¼lgelere kaydırılabilir ne de katma değeri (fiyatlama g¼c¼) y¼kseltilebilirdi. Son yıllarda Yakın/Ortadoğu pazarı giderek b¼y¼yordu ama bu aslında ancak 2004 yılı sonrasında ABD pazarındaki duraklamayı telafi ediyordu. Kaldı ki, 2009 yılında bu b¼lgeye yapılan ihracat da toplamdan daha fazla y¼zde 25 daraldı.

D¼viz kuru sorunun sebebi değil ama çaresi



Kriz sırasında TL de değer kaybettiği için aslında ihracatçılara destek verecekti ama ihracattaki daralma şiddetli olduğu için bunu telafi etmesi kolay değildi. Ekonomi yönetiminin acilen ihracat sektörüne destek vermesi gerekiyordu. Bugünlerde gündeme gelen birçok destek aslında 2 yıl önce acilen masaya getirilmeliydi.

Ama Godot gelene kadar beklenince ve ihracat bu kadar daraldıktan sonra ülkeye kriz sonrasında yeniden gelmeye başlayan döviz akışı ile birlikte TL de değerlenmeye başlayınca ihracatçılar yıllardır alışılageldiğimiz üzere sorunun sebebi olmasa da çaresi olacağını düşündükleri döviz kurlarının yükselmesini talep etmeye başladı. Talebin adresi yine sanki böyle bir görev kendisine verilmiş gibi Merkez Bankası oldu. Halbuki doğru adres aslında Merkez Bankası'na bu görevi vermesi gereken ekonomi yönetimiydi. Önce Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini güçlendirme bahanesiyle daha fazla döviz alıp bir anlamda kurlara müdahale etmesi istendi. Ama bu döviz alımının bir işe yaraması için alımın döviz girişinden daha fazla olması gerekiyordu ve bunu da önceden bilmek kolay olmadığı gibi döviz alımının kendisi aslında daha fazla döviz girişini bile teşvik edebilecekti (döviz satacıklara aksi durumdan daha yukarıda bir kur seviyesi sağlayacağı için).

Bu görülünce adresten vazgeçilmedi ama bu sefer faizlere yüklenildi. Mademki sorun döviz girişiydi, o zaman dünya ortalamasının hayli üzerinde olan TL faizi düşürülmeliydi ki liranın spekülasyon cazibesi kaybolsun ve bu tür döviz girişleri azalsın. Böylece kurların düşmesi engellensin. Halbuki bu da Merkez Bankası'nın görevi değil. Bankanın görevi TL faizi gibi hâlâ dünya ortalamalarının çok üzerinde olan enflasyonu düşürmek. Bunun için yüksek faiz/güçlü TL silahından başka çaresi de yok. Reel yani enflasyon beklentisinden arındırılmış gecelik politika faizi halen sıfır olduğu için aslında ihracatçılara elinden gelen tüm desteği zaten veriyor (Grafik 4).

Merkez Bankası faizi nasıl düşürür?

İhracatçılarımız çareyi gerçekten faizlerin düşmesinde ve böylece TL'nin spekülasyon cazibesinin azaltılmasında görüyorlarsa gidip ekonomi yönetiminden bir an evvel 'Mali Kural'ı uygulamaya başlamasını istemeli. Sebebi basit. Enflasyonun en önemli kaynaklarından biri talebi destekleyecek, bütçe harcamaları ise bu harcamalara getirilecek bir disiplin enflasyon beklentilerini düşürerek Merkez Bankası'nın düşük enflasyon hedefini yakalamasını kolaylaştıracak. Elbette bütçe disiplini sözel olmaz. Hukuki bağlayıcılığı olan ve disiplin bir şekilde zayıfladığında devreye girecek otomatik mekanizmalarla disiplinin yeniden sağlanacağı bir 'Mali Kural' ile olur. Aynı ekonomi yönetiminin üzerinde uzun bir süre çalışıp uygulanabilir hale getirdiği ama daha sonra rafa kaldırdığı Mali Kural bunu ve daha fazlasını sağlamaktadır.

Bu Mali Kural bir an evvel devreye girerse Merkez Bankası enflasyonun önemli bir darbe alacağını görecektir ve daha düşük bir faizle de enflasyonu kontrol edebileceğine inanacaktır. O nedenle ihracatçılarımızın Merkez Bankası'ndan kur desteği isteyeceklerine bir an evvel ekonomi yönetimine gidip Mali Kural'ı uygulamaya başlamalarını istemeleri gerekir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Enflasyon (ve politika faizi) nereye gidiyor?

Saruhan Özel 2010.10.06

Son 3 aydır enflasyon sürekli yükseliyor. Temmuz ayında yüzde 7,6'ya kadar gerileyen yıllık tüketici fiyat artışı sonrasında düzenli bir şekilde yükselerek eylül ayında yüzde 9,2'ye kadar çıktı (Grafik 1).



Görülen o ki, enflasyon yıl sonunda biraz gerileyerek yüzde 8 civarında gerçekleşecek. Merkez Bankası da son enflasyon raporunda enflasyonun yüzde 70 ihtimalle yüzde 6,5-yüzde 8,5 bandında gerçekleşeceğini açıklamıştı.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi uygulanıyor ve bu yılın hedefi yüzde 6,5. Hedefin  $\pm$  yüzde 2 yanılma payı var. Demek ki, Merkez Bankası bu yıl enflasyonda hedefinin tutmayacağını ama bandın üst tarafında yanılma payı içinde kalınacağını düşünüyor. Belirsizliklerle dolu bir yıl için başarılı bir performans olarak değerlendirebilir. Ama bu seviyelerde kalmak gelecek yıllar için yeterli olmayacak, çünkü hedef 2011 yılında yüzde 5,5'e, 2012 yılında ise yüzde 5'e inecek. Bu açıdan bakıldığında sanki Merkez Bankası'nın bu yılı ucundan kurtarıyor olmasının yeterli olmadığı ve para politikasını sıkılaştırmaya başlayarak enflasyonu 2011 hedefine doğru yönlendirmesi gerektiği gibi bir görüntü var.

### **Gerçekleşme değil beklentiler önemli**

Enflasyon hedefleyen bir para otoritesi sürekli geleceğe bakar. Enflasyondaki gerçekleşme kabul edilebilir bir aralıkta hedefe yakınlaşmış ise elbette büyük bir başarıdır ama bu olamıyorsa bile ileriki maçlara bakılır. Para otoritesi hem kendi analizini yaparak beklentisini oluşturur hem de ekonomik aktörlerin (yani işadamlarının, bankacıların, ekonomistlerin akademisyenlerin) beklentilerine bakar. Doğal olarak, gelecekte fiyatlar bu karar alıcı kesimlerin beklentileri doğrultusunda bütçelenecektir. Eğer ekonomik aktörlerin beklentileri para otoritesinin beklentilerinden çok farklıysa para politikası araçlarını (faiz, kur vs.) kullanarak beklentileri hedefe doğru yönlendirmek gerekir. Elbette bu beklentiler zaman içinde de değişebilir ve para otoritesi hiçbir şey yapmasa bile kendiliğinden (aylık gerçekleştirmeleri gördükçe) hedefe doğru yönelebilir.

Bugün Türkiye'de ekonomik aktörlerin (bir anket çerçevesinde beyan ettikleri) 2010 sonu enflasyon beklentisi yüzde 7,5. Yani Merkez Bankası'nın yüzde 6,5-8,5 tahmin bandının ortası. Ama artık önemli olan 2011 yılı. Bir yıl sonrasına, yani 2011 Eylül ayına bakıldığında ise ekonomik aktörlerin beklentisi yüzde 7,1'e, 2 yıl sonrasına bakıldığında ise yüzde 6,6'ya geriliyor (Grafik 2). Her ikisi de söz konusu yılların hedeflerine göre yüksek. Eğer Merkez Bankası beklentilerin ileriki aylarda kendiliğinden hedefe doğru gidebileceğini düşünmüyorsa bu açıdan bakıldığında da beklentileri etkileyecek bazı politika adımları atmak (yani para politikasını sıkılaştırmak) durumunda.

### **Ya Merkez Bankası'nın beklentisi?**

Yüzde 9,2 enflasyon da piyasaların beklentileri de bugün hedeflerin oldukça üstünde seyrediyor olabilir. Ama asıl olan Merkez Bankası'nın ne düşündüğü. Merkez Bankası enflasyondaki bu yüksekliğin geçici olduğunu, 2011'de düzenli bir şekilde gerileyip 2012 yıl başında enflasyonun yüzde 5'e yaklaşacağını ve bugüne bakıp beklentilerini yüksek tutan piyasaların da zaman içinde bu gidişatı görerek beklentilerini hedefe doğru yakınlaştıracaklarını düşünüyor (elbette bu süreçte bugünden öngörülemeyen bazı sürprizler olmasa). Bunu nasıl söyleyebiliyor?

Merkez Bankası en başta enflasyonu gıda/tarım ve enerji fiyatları gibi geçici fiyat artışlarının yükselttiğini görüyor ve bunu para politikası araçları ile kontrol edemeyeceğini biliyor. Bu ve benzeri mal gruplarını ayıklayıp baktığında eylül ayında yüzde 9,2 olan enflasyonun yüzde 3,7'ye kadar indiğini hesaplıyor (yani çekirdek enflasyon, Grafik 3). Elbette bu, halkı ilgilendiren enflasyonun aslında çok daha yüksek olduğu gerçeğini değiştirmiyor. Ama bugün normalden fazla artmış olan bu mal gruplarının zaten kontrol edilemeyen oynak fiyat artışları ileride tam tersine yavaşlayabilir. O zaman da bugün para politikasında bu doğrultuda yapılan bir sıkılaşma (örneğin faiz artışı) yanlış bir hareket haline gelmiş ve ekonomiye gereksiz bir maliyet yüklemiş olur. Dolayısıyla, Merkez Bankası, olması gerektiği gibi, ekonomideki arz talep dengesinin asıl göstergesinin çekirdek enflasyon, nam-ı diğer ana eğilim, olduğu gerçeğini göz önüne alarak para politikası

araçlarını nasıl kullanacağına karar veriyor. Bu sebeple bugün manşet enflasyondaki yükseklikten endişelenmiyor ve ek bir önlem almayı düşünmüyor.

Bu kafa karışıklığını gidermek için hedef manşet enflasyon yerine çekirdek enflasyon olarak belirlenemez mi? Belirlenir elbette ve hatta Merkez Bankası'nın itibarını artırmak için iyi de olur. Ama kamuoyu çekirdek enflasyonu kolay takip edemez, anlamakta zorluk çeker ve haklı olarak kendi enflasyonunu yansıtmadığını düşünerek itiraz eder. O sebeple, birçok ülkede yönetimi çok daha zor olsa da daha anlaşılır olan 'manşet enflasyon' tercih edilir.

Merkez Bankası için çekirdek enflasyonun bugünkü seviyesinden ziyade nasıl seyredeceği önemli. Buna da ekonominin arz-talep dengesine bakarak karar veriyor. Bugün Türkiye ekonomisi iç talebe normalden daha fazla yaslanarak büyüyor. 2010'un ilk iki çeyreğinde tüketim harcamaları reel olarak yüzde 7,3 artmış durumda. Ama hem tüketim dinamiğinde yılın ikinci yarısında biraz yavaşlama var hem de sadece talep değil arz tarafı da önemli. Eğer bu talep artışı mevcut kapasite içerisinde hazmedilebiliyorsa enflasyonist etki yapmayabilir. Merkez Bankası da bunu 'çıktı açığı' adı verilen atıl kapasite göstergesini hesaplayarak karar veriyor. Kamuoyu ile de paylaştığı bu göstergeye baktığında ekonominin mevcut dinamiğinde devam ettiği durumda 2013'e kadar enflasyonu yukarı baskılayacak bir kapasite eksikliği olmayacağını görüyor.

## Sonuç

Bugün Merkez Bankası hedeflerin oldukça üzerinde olan enflasyondan geleceğe yönelik olarak fazla endişelenmiyor. Yukarıdaki analize bakıldığında bir sürpriz olmazsa da haklı çıkacak. Ama bu, politika faizini düşürmesi gerektiği anlamına gelmez. Politika faizi bugün enflasyon beklentileriyle eşitlenmiş (yani reel bazda sıfırlanmış) olup zaten yeterince düşük (Grafik 4). Uzun bir süre yatay seyretmesi ama daha sonra 'çıktı açığı' kapanıp enflasyon baskısı oluşturmaya başlarsa artırılması bugün için en doğru faiz patikası. Eğer ekonomik aktivite faiz artışı değil de düşüş gerektiren bir hale gelirse de kimsenin buna sevinemeyeceği açık.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## BRIC kalmadı, CIVETS verelim...

*Saruhan Özel 2010.10.13*

Goldman Sachs 2001 yılında dünya finans jargonuna Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin dörtlüsünün İngilizce isimlerinin baş harflerinden oluşan BRIC kelimesini soktu (brik okunuyor).

Gelişmiş ülkelerin doymuş ekonomilerindeki düşük temettü getirilerinden tatmin olmayan hisse senedi yatırımcılarına bu ülkelerin piyasalarını tavsiye ettiler. BRIC'in arkasındaki düşünce son derece mantıklıydı. Bu ülkeler büyük, genç ve hızlı büyüyen nüfusları, geniş toprakları ve çok farklı sektörde sürekli gelişen altyapı/ üretim yatırımları ile ekonomilerini istikrarlı ve hızlı büyütebilecekler ve böylece bu büyümeden pay alacak yatırımcılara yüksek getiriler sunacaklardı.

O dönemde bu fikri yatırımcılara satmak kolay değildi. Rusya ve Brezilya yakın zamanda şiddetli finansal ve ekonomik kriz yaşamışlardı. Çin ve Hindistan ekonomileri ise koruma duvarları arkasında kapalı birer kutuydu. Nüfus büyüklükleri avantaj gibi gözükse de gelir dağılımı bozuk ve yoksulluk yüksekti. Politik açıdan tüm ülkeler sorunluydu. Rusya'da Putin yeni göreve başlamıştı ve Yeltsin dönemindeki çalkantılardan sonra ülkeyi siyasi istikrara nasıl taşıyacağı merak konusuydu. Brezilya'da Cardoso'nun görev süresi dolmak üzereydi ve en

önemli aday konumundaki Lula borç yeniden yapılandırmadan sermaye kontrollerine kadar çok sert söylemlerde bulunuyordu. Çin'de her an her şeyi yapabilecek konumdaki Komünist Parti'nin alternatifi yoktu. Hindistan ise çok fazla demokratik olup koalisyonların güdümünde bir türlü karar alamaz, alsa da uygulayamaz durumdaydı.

Ne var ki, bu belirsizliklerin içinde BRIC ekonomilerinin büyüme potansiyelini görebilenler çok akıllı hareket etmiş oldular. Politik endişeler yersiz çıktı. Putin Rusya'ya politik istikrarı getirirken Lula söylemlerinin tam tersine çok liberal davrandı. Ekonomi yönetimleri ülkeye akan sermayeyi ideolojik kanallardan çarçur etmediler. Kendilerinden hiç beklenmeyecek uzun vadeli vizyonlarla özel sektör yatırımları üzerinden ekonomilerini sağlıklı bir büyüme sürecine girmesini sağlayacak şekilde kullandılar. Çin imalat sanayiinde dünyanın fabrikası konumuna gelirken Hindistan teknoloji ağırlıklı hizmet sektöründe aynı başarıyı gösterdi. Brezilya tarım sektöründe büyük bir devrim gerçekleştirerek ağır sanayinin yanına tarımı da ekledi ve dünyanın tarım ambarı haline geldi. Rusya ise zaten dünyanın enerji deposuydu ve enerji ihtiyacı arttıkça bundan çok faydalandı. Hepsi bu süreçte 1 trilyon \$'lık büyüklüğün üzerine çıkan dev ekonomiler haline geldiler. "Yatırım yapılabilir" kategoriye yükseldiler (ve böylece çok daha büyük bir yatırımcı havuzun radarına girebilmiş oldular).

Bu doğrultuda BRIC hisse senetleri de yatırımcılarına çok yüksek getiriler sağladı. ABD Doları cinsinden hisse senedi fiyatları 2000 yılı sonundan global krizi öncesinde zirve yaptıkları 2007 yılı sonuna göre Rusya'da 6 kat, Brezilya'da 5 kat, Hindistan'da 4 kat ve Çin'de 3 kat yükseldi (Grafik 1). 2006 yılında dünya hisse senedi piyasa değerinin % 7'sini oluşturan BRIC ülkeleri 2009 sonunda payını % 14'e çıkardı (Grafik 2).

#### Şimdi Sırada CIVETS var

Yatırımcıların gündemine artık ikinci bir grup daha giriyor. Kolombiya, Endonezya, Vietnam, Mısır, Türkiye ve Güney Afrika altılısının İngilizce isimlerinin baş harflerinden oluşan CIVETS grubu (sivits okunuyor). Gerçekten de global ekonomik büyüme giderek BRIC ötesine doğru genişliyor ve bu grup henüz BRIC kadar yatırımcıların radarında değil.

Ülke seçimi yine son derece akıllıca. Tek tip ülke grubu değil ve hemen her kıta temsil ediliyor (Tablo). Kolombiya, Endonezya ve Güney Afrika doğal kaynakları ile ön plandayken Türkiye ve Mısır son yıllarda güçlü sanayi ve hizmet sektörleri yaratmış durumda. Türkiye, Güney Afrika ve Mısır'da iç talep daha önemli bir büyüme motoruyken Endonezya ve Vietnam ihracata yoğunlaşmış durumda. Vietnam'a zaten artık "küçük Çin" deniyor. Ama genelde hepsi nüfus büyüklüğü ve demografik yapıları ile gelecekte dünyanın önemli tüketim pazarları olabilecek dinamik ekonomiler. Geniş kesimlerin yaşam standardı düşük (Türkiye içlerinde kişi başına gelir olarak en zengini). Hanehalkı borçlanabildiğinde tüketmeye ve yaşam kalitesini artırmaya hazır. Bankacılık sistemleri bu borçlanmayı mümkün kılacak ve istikrarlı şekilde sürdürecektir bilanço yapısına sahip; yeterli likiditesi ve sermayesi var ve kaldırıcı düşük. Belki de en önemlisi, bu ülkelerin çoğunda hisse senedi piyasaları özellikle kurumsal yatırımcılara kolay giriş ve çıkış imkânları verecek şekilde likit ve işlem hacimleri yüksek. Küçük bireysel yatırımcılar için de büyük finans merkezlerinde bu ülkelerin endekslerini çok yakında takip eden ve kolaylıkla hisse senedi gibi alınıp satılan finansal enstrümanlar mevcut.

Riskler tarafında ise yine aynı BRIC için de zamanında konuşulduğu gibi politik konular, ortalama üzeri enflasyon ve yüksek cari denge açıkları ön plana çıkartılıyor. Sanki bu kadar tasarrufu düşük ve yatırım ihtiyacı yüksek ekonomilerde anormalmiş gibi. Bu sıkıntıları bittiğinde zaten bu ülkeler de "potansiyel" konumundan çıkıp "doğgun" kapsamına alınacaklar.

#### Uzun vadeli vizyon

Global kriz sonrasında gelişmiş ülkelerde para politikaları uzun süre gevşek seyredecek ve bu likidite bolluğu CIVETS gibi yüksek getiri imkânları sunan ekonomileri ihya edecek. Ama CIVETS grubuna yatırım yapmak isteyenler sadece spekülâtif (yani finansal piyasaların getirisine bakan) yatırımcılar değil. Şirketler de uzun vadeli stratejilerinde bu ülkelerde büyümek istiyorlar. Dünyanın en uluslararası bankası olarak bilinen HSBC CIVETS grubunu bundan sonra büyüyeceği ülkeler olarak belirlemiş durumda. Büyüklükleri 4 trilyon \$'a yaklaşan devlet yatırım fonları başka ülkelerde stratejik şirket alımları yaptıklarında tepki çekiyorlar ama bu tür ülkelerde büyük halka açık şirketlere yatırım yaptıklarında haber bile olmuyor. Spekülâtif yatırımcı grubu da bu ülkelere yine 5-10 yıl gibi uzun vadeli bakış açısıyla yaklaşıyorlar (nasılsa işlem hacimleri arzu edildiğinde çıkma fırsatı verecek düzeyde). CIVETS en azından "yatırım yapılabilir" kategoriye çıkana kadar da önleri açık (Güney Afrika dışındakiler henüz bu kategorinin altında). Aynı BRIC için olduğu gibi.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Döviz girişi Türkiye'yi yönetmeden enflasyon hedeflemesinden vazgeçelim

*Saruhan Özel 2010.10.20*

2008 ve 2009 yıllarının IMF toplantılarına katılanlar piyasaların beklentilerini anlamakta çok zorluk çekmişlerdi. Tam kriz dönemi olduğu için çok ünlü iktisatçılar ve finansçılar bile önlerini görmekte zorlanıyorlardı.

Ters yönlerde çok mantıklı argümanlarla desteklenen senaryolar görmek mümkündü. Örneğin, global ekonominin kriz sonrasında V, L, U, ya da W gibi çok farklı şekillerde büyüyeceği öngörülüyordu. Ama geçtiğimiz hafta Amerika'da yapılan ve benim de katıldığım 2010 toplantıları böyle değildi. Finansal regülasyondan kur savaşlarına ve yeni yatırım stratejilerine kadar birçok farklı konunun tartışıldığı toplantılara katılanlar çok net mesajlar aldılar.

En önemli mesajlardan biri, piyasaların artık ikinci dip ya da gelişmiş ekonomilerin yeniden resesyona gireceği beklentisinden sıyrılmış olmaları. Ama aynı zamanda gelişmiş ekonomilerin kısır bir döngü içine hapsedikleri da genel kabul görüyor. Tüketicilerin hâlâ aşırı borçlu olduklarını gören şirketler bankalardan kredi talep edip yeni yatırım yapmak ve istihdamı artırmakta nazlanıyorlar. İstihdam artmayınca da borçluluğu azaltmak zorlaşıyor. Bu şekilde devam edilirse gelişmiş ekonomiler uzunca bir süre kriz sonrasında çok yükselmiş olan işsizliği makul seviyelere indirebilecek büyüme hızlarına çıkamayacaklar (Grafik 1). Otoritelerin resesyona girildiğinde verdikleri destekleri geri çekmek bir yana daha da artırmaları gerektiği çok açık.

Ama bu destekleri bütçe politikası üzerinden vermek artık çok zor. Ek bir yük gelmesi bile G-20 üyesi gelişmiş ülkelerin kamu borçları gelecek 4 yıl içinde GSYH'larının %114'üne gelecek (Grafik 2). O nedenle bazı küçük Avrupa ülkeleri gibi piyasalar tarafından cezalandırılmak istemiyorlarsa bütçe politikalarını gevşetmek bir yana tam tersine sıkımları gerekiyor. 2011 yılında birçok gelişmiş ülke bu doğrultuda bütçe önlemlerini devreye sokacaklar. Bu durumda yük para politikalarına biniyor. Ama artık faiz indirmek de mümkün değil çünkü birçok ülkede faizler zaten sıfıra yakın seyreliyor ve düşecek yeri yok. Geriye gelişmiş ülke merkez bankalarının tahvil alımları yaparak piyasalara para pompalamaları opsiyonu kalıyor. Bunu 2009 yılında ABD ve İngiltere merkez bankaları zaten bir kez yapmışlardı ve Avrupa Merkez Bankası halen yapıyor (ama devlet tahvilleri alırken verdiği likiditeyi sonrasında geri çektiğini iddia ediyor). Bu şekilde piyasalara para aktıkça hisse senetlerinden tahvillere ve konut fiyatlarına kadar birçok finansal varlığın fiyatı yükselecek ve böylece borçlarını azaltamayan

tüketiciler varlıklarını büyütürken borçluluk (borç/varlık) oranlarını düşürebilecekler. Gelişmiş ülkelerdeki otoritelerin ekonomiye destek amaçlı oyun planı bu.

Öte yandan bu oyun planının önemli yan etkileri olacak. Bu yılki toplantıların yıldızlarından biri olan ünlü yatırım şirketi PIMCO'nun bir o kadar ünlü yöneticisi Mohamed El-Arian'ın vurguladığı üzere yatırımcılar risk almaya zorlanamaz; ancak risk almayı isterlerse, risk almak cazip olursa risk alırlar. O nedenle oyun planı çerçevesinde oluşturulacak likiditenin amaçlandığı gibi gelişmiş ülkeler yerine gelişmekte olan ülkelere akması gayet mümkün çünkü bugün cazip olan uygun demografileri, yatırım ihtiyaçları ve dinamik yapıları ile büyüme potansiyeli çok daha yüksek olan gelişmekte olan ülkeler. Arzı gelişmiş ülkelerin para birimlerinin arzı kadar artamayacak olan emtia fiyatları da (dolar veya Euro cinsinden) bundan nasibini alacak. Olur ya da olmaz ama 2010 yılı toplantılarında ortaya çıkan piyasaların genel beklentisi bu. Zaten daha likidite oluşturulmaya başlamadan bu beklentinin satın alınmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasaları, altından pamuğa emtia fiyatları her geçen gün yeni rekorlar kırmaya başladı (Grafik 3). Yatırımcılar geçmiş krizlerle dolu Meksika'nın %6 yıllık getirili 100 yıllık (2110 vadeli) tahvilini almak için kuyruğa giriyorlar.

#### Türkiye'ye olan yansıması

2010 toplantılarının en gözde ülkelerinden biri olduğuna göre Türkiye de bu yatırımcı ilgisinden nasibini alacak ve zaten alıyor. Son bir yılda ekonomiye 45 milyar dolar döviz girmiş durumda. Doğrudan yatırım girişleri toplam döviz girişinin %12'sine kadar gerilerken hisse senedi fiyatları artış, tahvil getirileri düşüş rekorları kırıyor. Yukarıdaki oyun planı çerçevesinde 2011 yılı finansal spekülasyon ağırlıklı çok daha fazla döviz girişine aday.

İlk başta kulağa hoş gelse ve finansal piyasaları kısa vadede mutlu etse de bu maalesef o kadar sevinilecek bir durum değil. Artarak gelen döviz TL'yi değerlendirecek ve Türkiye ekonomisinin kriz sonrasında çok daha fazla rekabet gücüne ihtiyaç duyan ihracatına destek vermek bir yana köstek olacak. Ekonomik büyüme iç talep motoruna dayanacak ve bu enflasyonu azdıracak. Bankalar tüketici kredilerine yüklenecek, finansal piyasalar sürekli rekor tazeleyecekler, yeni inşaat projeleri için gerekli arsa fiyatları hızla yükselecek. Tüm bunlar zaten bugünlerde yaşanıyor. Ama gelişmiş ülkeler eninde sonunda oynadıkları oyuna son verecek ve oluşturdukları likiditeyi geri çekmeye başlayacaklar. O zaman ünlü yatırımcı Buffet'ın bir zamanlar dediği gibi mayosuz yüzenler ortaya çıkacak.

Maalesef bugün Türkiye ekonomisinde bu döviz girişini yöneterek uzun vadeli hasarını önleyecek bir makro politika seti yok. Ekonomi yönetimi hukuki bağlayıcılığı olan mali kural gibi çok önemli bir disiplin aracını bir kenara atarken diğer önemli otorite Merkez Bankası bir politika tuzağına düşmüş durumda. Dalgalı kur rejimi adı altında kurlara müdahale etme gücünden yoksun olduğu gibi yabancı yatırımcılar için çok cazip olan TL faizini de düşüremiyor çünkü ekonominin iç talebe çok yüklenerek büyümesi enflasyonun hedefin altına indirilebilmesini zorlaştırıyor (halen hedefin üzerinde ve işin kötüsü hedef her yıl gerileyecek). Aynı kısıtlar ve diğer anlamsız endişeler yeterince döviz almasını ve/veya sermaye kontrollerine başvurmasını engelliyor.

Görülen o ki, gelecek birkaç yıl Türkiye döviz girişini değil, döviz girişi Türkiye'yi yönetecek. Bunun uzun vadede getireceği hüsrana ise ancak acilen enflasyon hedeflemesinden vazgeçilerek önlenabilir. Çünkü enflasyon hedeflemesi yaşananları karşıdan seyrettirecek.



# Bak şu IMF'nin yaptığına!

*Saruhan Özel 2010.10.27*

Yıllarca IMF'den sağlıklı bir makroekonomik yapı için sermaye hareketlerine müdahale edilmemesi gerektiğini ve zaten edilse de bir işe yaramayacağını dinledik.

Yıllarca IMF'den sağlıklı bir makroekonomik yapı için sermaye hareketlerine müdahale edilmemesi gerektiğini ve zaten edilse de bir işe yaramayacağını dinledik. Daha 2007 yılında IMF direktörü Rodrigo de Rato Tayland'da sermaye kontrollerinin kolaylıkla etrafından dolanılabilen etkisiz mekanizmalar olduğunu söylemişti. 1997 Asya krizinde, IMF devalüasyon baskısı altındaki Malezya'ya "faiz artır, bütçeyi sık" tavsiyesi vermiş ama Malezya tam tersini yapıp bir de en az 1 yıllığına ülkedeki yabancı sermayenin çıkışını yasaklayarak devalüasyondan kurtulmuştu. IMF, Mark Mobius, George Soros ve The Economist gibi önemli kimlikler Malezya'ya yüklenmiş ve dünyadan izole edilmekte olduğunu iddia etmişler, ülke MSCI geliştirmekte olan ülke hisse senedi endeksinden çıkarılmış ve ülkenin rating'i birkaç kademe düşürülmüştü. Elbette hiçbir Malezya'nın değil kendi pozisyonlarını ve çıkarlarını savunuyorlardı. O dönemde Dani Rodrik ve Paul Krugman gibi Malezya'nın doğruyu yaptığını savunan kaliteli ekonomistler de vardı ama azınlıktaydılar. İşin ilginç, Malezya'ya saldıranların 1 yıl sonra ekonomide işlerin iyiye gittiğini görünce sermaye kontrolleri kaldırıldı halde ülkeden çıkmak istememeleriydi. O dönemde paralarını alamadıkları için Malezya'ya saldıran hedge foncular 2008-09 global krizinde paralarını çekmek isteyen kendi müşterilerinin fonlarını dondurdular. Yine Anglo-Sakson sistemi krizde zora girince tüm 'liberal prensiplerini' hiçe sayarak banka hisselerinin açığa satışını yasakladı. Demek ki zora girince bunlar yapılabiliyor.

IMF'nin son direktörü Dominique Strauss-Kahn da de Rato'nun tersine 17 Ekim'de Şanghay'daki bir uluslararası toplantıda IMF'nin bu klasik yaklaşımından çark ederek "gelişmiş ülkelere giderek artan hızla gelen yabancı sermayenin makroekonomik istikrarı bozacağını ve sermaye kontrollerinin bu döviz girişini yumuşatabileceğini" söyledi (Grafik). Sanki yıllardır tersini iddia eden IMF'nin kendisi değilmiş gibi. Zaten bir süre önce de IMF'nin internet sitesine konan 6 kadrolu ekonomistin hazırladığı bir çalışma ile nasıl olduysa bir anda sermaye kontrollerinin işe yarayabileceğini göstermişlerdi (DİPNOT\*). Belli ki son kriz dünya piyasalarını sarstı ama bir musibet bin nasihatten daha iyi misali oldukça eğitici bir faydası da oldu.

## SERMAYE KONTROLLERİ CESARET VE BİLGİ İŞİDİR

Yabancı sermaye için yol geçen hanı olan ekonomilerde döviz girişi hızlandığında herkes mutlu olur. Para birimi güçlenir, ekonomi iç talebe yaslanıp hızla büyümeye başlar ve finansal piyasalar coşar. Ama aynı zamanda otoriteler ekonomiyi yönetmekte zorlanırlar, finansal piyasalarda (ve gayrimenkul piyasasında) balonlar oluşur, makroekonomik istikrar tehlikeye düşer, ihracat sıkıntı yaşar ve artan iç talep sayesinde enflasyon baskısı oluşur. Otoriteler sonunda faiz artırarak finansal istikrarı ve ekonomik büyümeyi kendi elleriyle bozmak zorunda kalırlar.

Özellikle para otoriteleri tüm bunları gayet iyi bilirler. Ama tek görevleri enflasyonu düşürmek ise döviz girişlerinin para birimini güçlendirerek enflasyonu düşürmesinden de memnun olurlar. Kurlara müdahaleyi arzu etmezler çünkü popülist politikacılar özellikle hukuki açıdan az gelişmiş ülkelerde dövizin hangi kurdan alındığı konusunda merkez bankalarını sorgularlar. Döviz alındıktan sonra da başa dert olur. Rezervleri düşük riskle değerlendirmek gerekir, kasada tutmak maliyetlidir. Ama düşük riskin getirisi de düşüktür. Gelen döviz çok artarsa karşılığında çok para basılmak zorunda kalınır ve özellikle iç talebe dayalı ekonomilerde bu artan para arzı iç talebi körükleyerek enflasyonu artırır ve piyasalarda balonlar oluşturur. O nedenle merkez bankaları döviz karşılığı bastıkları yerli para arzını geri çekmek isterler (nam-ı diğer sterilizasyon). Bu da kolay değildir,

karşılığında bir faiz ödenir. Ekonomi ne kadar canlıysa bu parayı reel sektörde kullanmanın getirisi yüksek olacağı için geri çekme maliyeti (yani merkez bankalarının ödediği faiz) yükselir. Sterilizasyon maliyeti ile rezervlerdeki dövizin getirisi arasındaki fark merkez bankası bilançosuna zarar yazar. Özetle, yurtdışından sermaye gelmesi birçok yönden herkesi memnun eder ama yönetilmesi zordur ve sık sık başa bela olur (hızlı döviz girişleri sık sık krizlerle neticelenir).

Sermaye kontrolleri ise ekonomiye döviz giriş çıkışının başıboş olmasını engelleme amaçlıdır. İstendiği türde ve şekilde sermaye girişleri teşvik edilirken istenmeyen türdeki sermaye girişleri çeşitli mekanizmalarla caydırılmaya çalışılır. Bu tür mekanizmalar ezbere uygulanmaz. Ülkenin özelliklerine göre özel dizayn edilir ve belli şartlar ve koşullar altında uygulanır. Bunun için de elbette bilgi ve cesaret gerekir.

#### KONTROLLER NASIL OLMALI?

Yıllarca bu mekanizmaları reddeden IMF şimdi ekonomi potansiyel büyüme hızına yakın büyüyorsa, döviz rezerv seviyesi yeterli ise para birimi çok (aşırı) rekabetçi bir konumda değilse ve sermaye girişleri kısa vadede çıkış amacı taşıyorsa sermaye kontrollerinin işe yarayacağını söylüyor. Bu koşullar altında uygulandığında da kontrollerin yatırımcıların etrafından dolanmalarını engelleyebileceğini, döviz girişini azaltmaktan ziyade girme şeklini belirlemede etkili olabileceğini ve sanıldığı gibi doğrudan yatırım şeklindeki sermaye girişlerinin finansal riskinin düşünüldüğü kadar emniyetli olmayabileceğini iddia ediyor.

Okurların izniyle birkaç iddiada da ben bulunayım. Sermaye girişi kontrol edilmeli, çıkışı değil. Anlaşılabilir, kolay hesaplanabilir mekanizmalar kurulmalı. Spekülatif yabancı sermaye kesinlikle vergilendirilmeli (bu vergi geliri gerekirse ihracatçılara aktarılmalı ve kur baskısı hafifletilmeli). Yeni kontroller yabancı sermaye içerideyken değil dışarıdayken konmalı (örneğin, kriz dönemlerinin hemen sonrasında). Ya da konduğu dönemde içerideki sermaye muaf tutulmalı. Kontroller doğru bir makroekonomik politika setinin parçası olmalı (bağnazlık bırakılmalı ve dalgalı kur rejiminden kesinlikle vazgeçilmeli). Kontrol mekanizması olarak başka ülkelerin yaptıkları bire bir kopyalanmamalı, ülke özellikleri düşünülmeli, gerekirse hibrit mekanizmalar kullanılmalı ve zaman içinde günün koşullarına göre değiştirilebilmeli.

\*Capital Inflows: The Role of Controls, 19 Şubat 2010,  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Dalgalı kur rejimi neden tartışılmalıdır?

*Saruhan Özel 2010.11.03*

Dalgalı kur rejimi en basit haliyle kur seviyesinin ikincil döviz piyasasındaki alış satışlarla, yani arz ve talep koşulları ile belirlenmesi demek. Ekonomiye yurtdışından sermaye akışı olduğunda döviz bollaştığı için fiyatı ucuzluyor (kur düşüyor), ekonomiden fon çıkışı olduğunda da döviz arzı talebe göre azaldığı için fiyatı artıyor (kur yükseliyor).

Otorite, çok özel durumlar haricinde, arz ve talebini etkileyerek dövizin fiyatına (diğer malların fiyatlarına karıştığı gibi) karışmak istemiyor. Arz ve talebin en doğru fiyatı belirlediğine inanılıyor.

Türkiye'de bu sistemin tercih edilmesinin çeşitli sebepleri var: En çok dile getirilenlerden biri, Türkiye'ye fonlarını getirmek isteyen yatırımcılara kur garantisi verilmek istenmemesi. "Gelirken TL'yi değerlendirebilir ve yüksek getiriler elde ettiğinizi sanabilirsiniz ama çıkarken de TL değer kaybedeceği için getiriler düşündüğünüz kadar olmaz, hatta zarar bile edebilirsiniz, o nedenle bu kur riskini düşünerek gelin." mesajı verilmek isteniyor. Böylece ani çıkma ihtiyacı olabilecek spekülâtif girişlerin dizginleneceği düşünülüyor. Gerçekten de (ABD tedrisatına ait) iktisat ders kitaplarında dalgalı kur rejimi, "para (faiz) politikası kuru savunmak yerine ekonominin ihtiyacı için kullanılabilir" diye tavsiye edilir.

Bir diğeri, bu rejimin yüksek cari denge açığını dengeleyici otomatik bir mekanizma olduğuna inanılıyor olması. Ekonomi yönetimi "eğer Türkiye'nin döviz gelir gider açığının bir tehdit olduğu düşünülürse (en azından kısa vadeli) yatırımcılar ülkeden çıkmak isterler, o zaman kurlar yükselir, yükselen kurlar da ihracata destek verirken ithalatı dizginler ve cari denge açığı geriler" şeklindeki düşüncesini birçok kez kamuoyuyla paylaştı.

Ayrıca Merkez Bankası'nın döviz arz ve talebini etkileyerek oluşturduğu kur seviyesinin gerçekçi olmadığı ve eninde sonunda piyasa koşullarının hakim olacağı düşüncesi hakim. Bu süreç uzarsa kurlarda enerji birikimi olur ve biriken enerji boşalmak istediğinde resmî döviz rezervleri bunu engelleyemezse kurlar ani ve hızlı bir şekilde hareket ederek finansal istikrarı bozabilir. Bu tür bir savaşı kazanabilmek için yüksek döviz rezervi tutmak gerekir ve o da çok maliyetli. O nedenle, en iyisi kurlarda enerji birikimi olmaması ve her gün istediği kadar hareket edebilmesi.

Bunlara eklemeye değer bir başka sebep de kur garantisi verilmeyen bir ekonomide finansal sistemin ve reel sektörün kur riski alırken dikkat etmek zorunda kalacaklarına ve böylece ekonomideki kur riskinin dizginleneceğine yönelik inanış.

Bunlar sadece kâğıt üzerinde

Bu sebeplerin çoğu pratikte anlamsız. "Gelenler dikkat etsinler, çıkarken zarar ederler" görüşü piyasaları (yatırımcıları) fazla küçük gören bir yaklaşım. Bir kere, bu tür yatırımcılar için gerektiğinde getirdiği döviz alıp gidebilmek en az kâr etmek kadar önemli. Zarar etseler de ihtiyaçları olan döviz alana kadar kurları yukarı itirmek durumundalar ve planlarını da buna göre yaparak geliyorlar. Ayrıca otorite öncesinde istediği kadar kurlara karışmayacağına kesin kurlar belli seviyelere gelip kurunun yanında yaşı da yakmaya başlayınca ekonominin diğer kesimlerinin zarar görmesini engellemek için müdahale etmek zorunda kalacağını gayet iyi biliyorlar. Müdahale sadece döviz alıp satarak da olmuyor. Örneğin 2006 yılı ortasında dalgalı kur rejimi uygulanmakta olan Türkiye'de ekonominin ihtiyacı bu diye gecelik politika faizi indirilmekteydi. Ama aniden oluşan döviz talebiyle kurlar hızla (2001 krizindeki şiddette) yükselince döviz satışına ek olarak arka arkaya gelen artışlarla faiz 2 ay içinde 425 baz puan artırılmak zorunda kaldı. Sırf TL'yi cazip hale getirip kurlardaki yükselişi durdurmak için. Türkiye ekonomisi bu maliyeti 14 ay taşımak zorunda kaldı. Sonrasında da faizin eski seviyesine getirilmesi 16 ay daha sürdü (Bu faiz maliyetini acaba kim ödedi?) Demek ki, spekülâtif girişlere kur garantisi vermemek, ders kitaplarında yazdığı gibi kuru savunmayıp faizi ekonominin makro ihtiyacına yönelik kullanmak o kadar da kolay bir şey değil. Bu 2006'ya özel de değil. Geçmişte birçok kez tekrarlandı ve daha da kötüsü yarın aynı olay yaşansa yine aynı reaksiyon verilmek zorunda.

Dalgalı kur rejiminin cari denge açığını dizginlediği de doğru değil. Hatta tam tersine kurlar döviz alıp satıp değil de faizlerle dolaylı yoldan kontrol edildiği için gelen döviz TL'yi değerlendiriyor ve ihracatçının potansiyelini azaltırken ithalatı maliyet açısından daha cazip hale getiriyor. Zaten 2002 yılından beri Türkiye'de reel (enflasyondan arındırılmış kur) sürekli değerlendirildi ve cari açık da sürekli arttı (Grafik 1 ve 2).



Ayrıca 2004, 2006, 2008 yıllarında birkaç kez yaşanan ani ve hızlı kur hareketleri, dalgalı kur rejimiyle enerji birikiminin engellenmiş olmadığının da güzel göstergeleri.

Dalgalı kur rejiminin bir sihri yok

Ekonomi 2002 sonrasındaki ani ve hızlı kur hareketlerinde 2001'deki gibi darmadağın olmadıysa bunun sebebi dalgalı kur rejimi değil, bankacılık sisteminin sadece kur riski değil genelde tüm risklerine çok dikkat etmiş olmasıydı. Bu dönemde ağırlıklı bankalar üzerinden gelen döviz ekonomiyeye doğru bir şekilde kullandırıldı. Sabit kur rejimi de uygulansa bankalar yine eskisi gibi hesapsız kur riski almayacaklardı. Almaya kalsalar bile buna regülatör izin vermeyecekti. Zaten dalgalı kur rejimi kur riskini de engellemedi ki. Bankaların almadığı riski reel sektör aldı. Merkez Bankası reel sektörü az uyarmadı. Neyse ki sonradan onların da 2001 tecrübelerini konuşturup kur riskini gayet hesaplı almış oldukları anlaşıldı.

Türkiye bir an evvel dalgalı kur rejimini tartışmaya başlamalı; çünkü ekonomi yönetiminin düşündüğü şekilde çalışmıyor ve yarardan daha çok zarar veriyor. Üstelik 2003-2008 döneminin tersine bugün ve yakın gelecekte ekonominin kur desteğine çok daha ihtiyaç duyacağı açık şekilde ortadayken. Tartışma da mali kuralın oluşturulmasındaki ciddiyetle, yapıcı bir şekilde, gerekiyorsa rejimi değiştirmek için yapılmalı.

Rejim değiştirilemeyecekse de spekülatif sermaye girişleri dizginlenmeli. Sokak çocuklarını kontrol edemeyeceksek bari evimize sokmayalım. Bırakalım kavgalarını sokakta yapsınlar, evimizin içinde ortalığı yıkıp dökerek değil.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## FED isteneni yaptı şimdi ne olacak?

*Saruhan Özel 2010.11.10*

Uzun süredir beklenen oldu ve ABD Merkez Bankası (FED) tahvil alım programını açıkladı. Buna göre haziran sonuna kadar ayda 75 milyar dolarlık devlet tahvili alacak. Şartlar gerektirirse de programı değiştirebilecek. Yani ekonomik veriler yeteri kadar düzelmezse alım miktarını daha da artırabilir veya 8 ay sonra da alıma devam edebilir.

FED'in niyeti açık. FED'e bu tahvilleri satanlar portföylerine daha riskli varlıklar koyacaklar (şart değil ama en azından niyet bu). Ek likidite sayesinde uzun vadeli faizler daha da düşecek. Şirketler daha ucuza borçlanacak ve yatırım yapacak. Hanehalkının yaklaşık yüzde 70'inin ev sahibi ve yarısının da bir şekilde hisse senedi yatırımcısı olduğu ABD'de hisse senedi ve ev fiyatları yükselecek. Almış olduğu evin fiyatı kredi bakiyesinin çok altına inmiş olup da kredisini kapatıp düşen faizlerden yeniden açamayan ev sahipleri ev fiyatı yükselince bu imkâna kavuşacak. Aylık mortgage taksiti gerileyince taksitini ödeyemeyenler ödeyebilir hale gelecek, ödeyebilenler de arta kalanını tüketime ayırabilecek. Hisse senedi portföyü olanlar ve emeklilik fonu sahipleri geleceklerinden daha az endişe duyup tüketimlerini artıracak.



Piyasalara para pompalayacak olan sadece FED değil. İngiltere ve Japonya Merkez Bankası da FED'i takip edecek. Şimdilik Avrupa Merkez Bankası pek takılmıyor gözüküyor ama o da ileride aynısını yapmak zorunda kalacak (zaten çaktırmadan bir şeyler yapıyor). Üstelik FED ve diğerleri bunu daha önce kriz sırasında da yaptı.

O zaman amaç bankaların elindeki batık varlıkları alarak (karşılığında kredi veya devlet tahvili vererek) kurtarmaktı.

FED (ve diğerleri) bunu bir kez daha yapıyor çünkü ekonomileri krizden çıkıp büyüyor olsa da istihdam oluşturmuyor. Bunun bedelini ise politikacılar ödüyor. İşsizlik oranı yüzde 9,6'ya çıkan ABD'de Demokratlar, Temsilciler Meclisi'ni kaybetti ve Senato dengelendi. Belki de iş bulamayanlar çok nadir bir şeyi yapıp Demokrat Başkan Obama'ya ikinci bir dönem için oy vermeyecek. İngiltere'de ve Japonya'da hükümetler daha yeni değişti. Almanya'da istihdam koşulları biraz daha iyi ama Almanlar yine de kızgın. İşsizliğin yüzde 9,8 olduğu AB'yi ve Euro'yu kurtarmak için diğer üyelere finansal yardım yapmak zorunda kalıyorlar (Grafik 1). Şansölye Merkel, Obama gibi en stratejik bölgelerden (en büyük nüfuslu) Kuzey Westphalia eyaletini ve dolayısıyla Bundesrat'taki çoğunluğu kaybetti. Anketlere bakıldığında Sarkozy'nin popülaritesi yerlerde sürünüyor.

Merkez bankaları bu uygulamaları kendi ekonomilerini düşünerek yapıyor ama olay diğer ekonomileri de yakından ilgilendiriyor. Çok borçlu gelişmiş ekonomilerden ümitlerini kesen yatırımcılar daha fazla büyüme, dolayısıyla daha yüksek getiri imkânları sunan gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi, tahvil ve gayrimenkul piyasalarına veya emtialara yönelebilecek. Bunu öngörenler şimdiden pozisyon alıyor ve Türkiye dahil birçok gelişmekte olan ülkelerde yerel piyasalar (ve emtia fiyatları) rekorlar kırıyor (Grafik 2).

#### YENİ BİR KRİZ İÇİN HENÜZ ERKEN

Bu ortamda iki karşıt görüş çarpışıyor. Bir kesim sermayenin hızla akıp ihya ettiği riskli piyasaların getirilerinden faydalanılması gerektiğini düşünürken, diğer bir kesim de bu hızlı sermaye girişi ile riskli piyasalarda 'balonlar' oluşacağını, bunların zaman içinde patlamasıyla çok daha büyük krizlerin yaşanacağını iddia ederek riskli varlıklardan uzak durulması gerektiğini savunuyor. Acaba hangi kesim haklı?

Finansal krizlerin sebebi, bankalar, kurumsal yatırımcılar, bireyler ve devlet gibi aktörlerin aşırı borçlanmaları ve zaman içinde bu borçların sürdürülemez/çeviremez hale gelmeleridir. Krizlerde zor durumda olanlar batar ya da kurtarılır. Bu süreçte o borçlarla alınmış olan riskli varlıkların (hisse senedi, gayrimenkul, tahvil ve hatta para birimlerinin) fiyatları hızla düşer. Borçlarını taşıyamayacak durumda olanlar sistemden elenince dengeler yeniden kurulur. Riskli varlıkların fiyatları da yeniden artmaya başlar.

Kriz sonrasında dengelerin yeniden kurulmaya başladığı dönemler tecrübeli ve vizyonlu (ve elbette profesyonel) yatırımcıların en sevdiği dönemlerdir. Hâlâ risk çok yüksek algılandığı için getiriler de yüksektir ve yatırımcılar sadece sermayelerini kullanarak yüksek getiriler elde edebilecek durumdadır. Ağaçlar yeniden meyve vermeye başlamıştır ve yere yakın, kolay toplanacak çok meyve vardır.

Ama zaman içinde yüksek getirilere talep arttıkça getiriler düşer (riskli varlıkların fiyatı yükselir). Yere yakın meyveler toplanmış olur. Yatırımcılar yüksek getiri elde edebilmek için sermayelerinin üzerine 'ek borçlanma yaparak' düşen getirileri yükseltmeye çalışır. Risk alarak ağaca tırmanır ve toplaması zor konumdaki meyvelere ulaşmaya çalışırlar. İşte o dönemler balonların yeterince şiştiği ve yeni krizlerin tohumlarının atıldığı dönemlerdir. Rüzgâr esip de ağaçlar sarsılınca düşme tehlikesi yaşarlar (ve bazıları düşer).

Bugün özel sektör krize sebep olan yüksek borçlarını kamu sektörlerine aktarmış durumda. Bankalar, fonlar, girişim sermayeleri gibi kurumsal yatırımcılar borçluluğunu azaltırken ve aşırı borçlu olanlar sistemden elenirken bu borçları kamu sektörlerine devretti. Örneğin, FED daha önce yaptığı tahvil alımları sayesinde bugün sermayesinin 47 katı kadar varlığa sahip olan (yani krizde batan Lehman Brothers'tan daha yüksek) bir kurum haline gelirken, ABD Hazinesi'nin borcu mevcut gidişatla 2014'te GSYH'sının yüzde 107'si olacak. Diğer gelişmiş ülkelerin otoriteleri de benzer durumda (Grafik 3). Zaten bu sayede dengeler yeniden kuruldu ve özel

sektör çok borçlanmadan para kazanabilir hale geldi. Ama bu böyle devam etmeyecek. Getiriler yeniden düşmeye başlayınca özel sektör de yeniden borçlarını artırmak zorunda kalacak. İleride aşırıya kaçamaları diye regülatörler bugün uğraşüyor ama piyasalar yine bir yolunu bulacak.

Bu süreçleri çok iyi bilenler aynı döngünün yaşanacağını görerek uyarıyor. Ama hiçbiri özel sektörün ne zaman yeniden aşırı borçlanmış hale gelmiş olacağını da bilmiyorlar. Eğer yakın gelecekte FED'in veya ABD Hazinesi'nin iflas edeceğine ve/veya doların rezerv para statüsünü kaybedeceğine inanılmıyorsa henüz balonun yeterince şişmediği ve şişmesinin de daha uzun süre alacağı düşünülmeli. Uyarıların çokluğuna bakılırsa sütten ağzı yananlar uzun süre yoğurdu üfleyerek yiyecek.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## G20 (yine) fare doğurdu!..

---

*Saruhan Özel 2010.11.17*

2009 Nisan ayı başında Londra'da yapılan Liderler Zirvesi'nden beri G20 sürekli kan kaybediyor. Seul'de yapılan son zirve de törpülenmiş beklentilerin ötesine geçemedi.

Ama hiç de şaşırtıcı değil. Global krizin en şiddetli anındaki Londra zirvesinde can havliyle banka desteklerinden reel sektör teşviklerine ve koordineli para politikalarından banka regülasyonunun güçlendirilmesine kadar somut kararlar alınıp uygulanmıştı. Bu ciddiyetin farkına varan finansal piyasaların hemen sonrasında istikrarlı yükseliş trendine girmesi boşuna değildi.

Ama kriz geride bırakıldıktan sonra G20'nin etkinliği azaldı. Çünkü kriz sonrası ekonomik gidişat her ülkede/bölgede aynı değil ve artık menfaatler çakışmaya başladı. Seul gündeminde bazı figüran konular da vardı ama en sıcak gündem maddeleri banka regülasyonu ve global ekonomik dengelerin yeniden kurulması konusuydu. Basel Komitesi G20 toplantılarına detaylı bir banka regülasyon altyapısı sunmakta gecikeceğini açıklayınca da gözler bir anda global dengelere yönelik tartışmalara çevrildi. Ve farklı menfaatler de bu tartışmalarda devreye girdi.

Global dengesizliklerin dengesi

2008-09 global krizi ülkelerin cari işlemler hesabındaki aşırılıklara bağlanıyor. ABD'nin liderliğini yaptığı bazı ülkeler çok yüksek dış ticaret açıkları ile ekonomilerini büyütüp istihdam meydana getirirken Japonya, Almanya ve Çin ve çevresindeki ülkeler tam tersine çok yüksek dış ticaret fazlaları ile ekonomilerini büyütüyorlardı. (Grafik 1 ve 2) Dış ticaret açığı olan ülkeler sanayi üretimini giderek Çin ve çevresine bırakıp ithalat yaparken hizmet sektörlerine yöneliyorlar ve bunu da finans sektörünün büyük destekleriyle gerçekleştiriyorlardı. Örneğin, ABD ekonomisi 2000-2008 yılları arasında sanayi üretiminde 2,4 milyon istihdam kaybederken finans sisteminin kredilerle coşturduğu inşaat sektöründe 2,6 milyon istihdam oluşturarak bu istihdam kaybını fazlasıyla telafi edebilmişti. Sanayideki istihdamın kaptırıldığı yerler de ABD'ye sanayi üretimini ihraç eden Çin ve çevresindeki ülkelerdi. Almanya, Japonya, Rusya, Brezilya gibi ülkeler de ucuz işgücüyle dünyanın fabrikası haline Çin ve çevresine makine, teknoloji, petrol ve tarım ürünleri satıp dış ticaret fazlası vererek büyüyorlardı. (Okurlar 'Türkiye bunun neresinde?' demesinler; Çin'e petrol satan Ruslar ile makine satan Almanlar gelip Türkiye'nin güneyinde tatil yaptılar.)

Bu dengesizlikler uzun süre devam etti çünkü Çin gibi fazlası olanlar bu çarkı döndürmek için ABD gibi açığı olanları finanse ettiler. Ekonomik dengesizlikler böylece dengede gibi gözüktü. Ama sonunda bu finansmanı ekonomilerine aktaran dış açıkli ülkelerdeki finans sistemlerinin bunu son derece kontrolsüz ve aşırı riskli yaptığı ortaya çıkınca ortalık karıştı. Sadece bu bankaların ait oldukları ekonomiler değil, bu ekonomilere ihracat yapan dış fazlalı ülkeler de ekonomik kriz yaşadılar (en azından büyüme hızları yavaşladı). 2009'daki zirvede somut ve ciddi kararların alınıp uygulanmasının sebebi, bunun o dönemde herkesin işine gelmesi ve ekonomilerin bir anda içine girmiş oldukları resesyon ya da durgunluktan çıkma çabaları idi. Hep birlikte bankalarına destek verip sistemi kredi verebilir hale getirmeye ve reel sektörlerine yardımcı olup dünya ticaretini yeniden canlandırmaya çalıştılar.

Ama artık G20 tıkanı

ABD ekonomisi resesyondan çıkıp dış açığını artırmaya başladı ama bu sefer yeterince istihdam oluşturamıyor. Çünkü finans sistemi artık ne inşaat sektörünü yeniden ayağa kaldıracak ne de istihdam sağlayacak yeni sektörler oluşturabilecek güce sahip. Sanayideki istihdam kaybını durdurmak için de en çok ithalat yaptığı Çin'e "para birimini serbest bırakarak güçlenmesine izin ver ki Çin'deki üretimleri daha pahalı hale gelecek ABD'li ve diğer şirketler üretimlerini Çin'e götürmekten vazgeçsinler ve ayrıca alım gücü artan Çinliler de tüketimlerini artırıp diğer ülkelerin mallarını talep etsinler" diyor. Çin ise bu isteği ısrarla reddediyor, ülkeye gelen döviz alıyor ve parasını rekabetçi tutarak ekonomisinin istihdam kaynağı olan ihracatına destek veriyor. (Grafik 3) Zamanında Japonya'nın hatasını tekrarlayarak yuanın hızla güçlenmesiyle büyük üretim altyapısının atıl hale gelmesini, bankalarının batık kredilerle boğulmasını ve ülkede bir varlık balonu oluşmasını istemiyor.

ABD bu kur savaşını G20'ye taşıyıp da ortalığı iyice karıştırmaktansa farklı bir yaklaşımla zirve öncesinde dış dengesizliklere (GSYH'nın %4'ü gibi) bir sınır getirilmesini istedi. Ama Çin de Almanya da sert reaksiyonlar verdiler. Almanya "ben zaten kuru serbest bırakıyorum, ihracatım yüksekse bu üretimim daha rekabetçi olduğu için" diyerek limitlere karşı çıktı. Cari dengeleri limitleyemeyen ABD herkes çok aptalmış gibi resmî rezerv büyüklüklerine sınır getirerek ekonomilere gelen dövizin merkez bankaları tarafından alınmasını ve para birimlerinin rekabetçi tutulmasını engellemeye çalıştı ama doğal olarak onu da başaramadı.

ABD daha zirve öncesinden bunları kabul ettiremeyeceğini öngörünce kendi sorununu kendi çözmek amacıyla para basıp ekonomisini canlandırma planı açıkladı. Bunun dolaylı etkisi (diğerleri takip etmezse) doların zayıflaması ama ABD ısrarla bunu dolar zayıflasın diye değil iç talep canlansın diye yaptığını iddia ediyor. Bu uygulama G20 zirvesinde özellikle AB'den çok eleştiri aldı. Çin buna pek takılmıyor, çünkü parası yuanı dolara endekslediği için fark etmiyor. Hatta ABD ekonomisi bu şekilde canlanırsa ihracatı da artacağı için gizliden destekliyor. Diğer gelişmekte olan ülkeler de ABD'nin bastığı paraların kendi ekonomilerine akacağını ve rekabet güçlerini zayıflatacağını öngörerek Almanya gibi karşı çıkıyorlar.

Sonuç temennilerle dolu

Liderler zirve bildirgesinde ancak global dengesizliklerin (yani cari dengelerdeki aşırılıkların) giderilmesi için anlaştıklarını ve bu aşırılıkların belirlenmesinde ve sonra da azaltılmasında kullanılacak gösterge mekanizmalar kurulmasının planladığını açıklayabildiler. 2011 yılında bu konudaki çalışmaların takip edileceği dışında verilen bir tarih yok. Bir başka hayal kırıklığı da bu mekanizmaların oluşturulmasında (sanki çok kale alınıyormuş gibi) IMF'den teknik yardım ve değerlendirme alınacak olması.

Belki G20 bir tartışma platformu anlamında hiç yoktan iyidir. Ama yakın zamanda G20'den global dengesizlikleri değiştirecek bir hamle bekleyenler yanılıyorlar. Herkes kendi başının çaresine bakmaya (bakabilirse tabi) devam edecek.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

# Makro yanlış, mikro yok, vurun abalıya!..

*Saruhan Özel 2010.11.24*

Türkiye 2002 yılından beri enflasyon hedeflemesi uyguluyor. Bu politika, otoritenin aktif müdahil olmadığı bir kur rejimi, serbest sermaye giriş çıkışı, yeniden yapılanmış ve yoğurdu üfleyerek yiyen bir bankacılık sektörü ve (nakit harcamalar tarafında) disiplin altında tutulan bir bütçe politikası ile destekleniyor.

Otorite bu makro çerçeveden gayet memnun. Ekonomi, yüzde 70'ini oluşturan iç talebe yaslanıp hızla büyüyor. Kilit konu büyümenin nasıl finanse edileceği. Türkiye'de aslında GSYH'nın yüzde 20'si kadar, hiç de düşük sayılmayacak bir tasarruf seviyesi var. Ama ülkenin yatırım ihtiyacı o kadar yüksek ki bu tasarruf yetmiyor. Hayat standardını yükseltmeye hazır, genç ve hızlı büyüyen bir nüfusu var ve ekonominin altyapısı bu nüfusun (+ihracatın) ihtiyacına cevap vermeye yeterli değil. Her sene GSYH'nın dörtte biri kadar yatırım harcaması yapılıyor. Böyle iştah açıcı bir tüketim ve yatırım harcaması bugün az sayıda ülkede var. Yanına bir de getirisi yüksek TL eklenince bu makro çerçeveyi yurtdışından bolca temin edilen sermaye ile finanse etmek sorun olmuyor (=yüksek cari denge açığı). Bu büyüme Hazine'ye güzel bir vergi geliri sağlıyor ve bütçe disiplini politik açıdan kolaylaşıyor.

Bir sorun, bu iç talep motorunun enflasyon hedefinin tutmasını zorlaştırması. Ama bunun da çaresi var. Gelen dövizin (ikincil) döviz piyasasında satılmasıyla güçlenen TL ithalatı ucuzlatıyor ve enflasyonun fazla yükselmesini engelliyor. Gerçi bu ihracatçılara zarar veriyor. Ama onlar da iç piyasadan tedarik yerine ithalata yükleniyor veya özellikle istihdam tarafında kayıt dışında kalarak işgücü maliyetlerini düşürüyorlar (dışarıdan bakan da verimliliğin arttığını sanıyor).

Bir diğer problem ise kurların dönem dönem ani ve hızlı hareket edip finansal istikrarı bozması. O durumda dövizle iş yapanların ve varlığını döviz bazında ölçen Türk yatırımcısının sınırları bozuluyor. Yanlış kararlar veriyorlar. Bunun çaresi de hemen TL faizini yükseltip spekülatif cazibesini daha da artırmak oluyor.

## CARİ AÇIK GÖZBEĞİMİZ

Bu makro çerçevenin sürdürülebilirliği cari denge açığının sürdürülebilirliği demek. Yeter ki, ekonomi bu iç talep bazlı hızlı büyümesini finanse edecek yurtdışı sermayeyi cezbetmeye devam etsin.

Bunun için 'mikro' olarak adlandırılan ekonomik reformlarla yurtdışı finansörlerin ülkeye olan güvenini üst düzeyde tutmak gerekli. Vergi, istihdam, sosyal sigorta, hukuk reformları, mali kural gibi reformlarla TL'nin spekülatif cazibesini ikame ederek finansörlerin güvenini sürdürmek mümkün. Ama kriz yaşamadan, mecbur kalmadan reform yapmak zor. Vergi reformu beklerken vergi affı gelebiliyor. Zaten ekonomi yönetimi de 2001 krizi sonrası dönemin rüzgarı bittikten sonra ülkede reform yapılamadığından endişeli (bu yorum geçtiğimiz hafta ekonomi yönetimi ile yapılan dar kapsamlı bir toplantıya dayanıyor).

Gerçi makro çerçevedeki yanlışlığı mikro adımlarla kapatmak hayalperestlik ama sonuçta mikro reform da lafta kalıyor. Düne kadar enflasyon hedeflemesini en ateşli savununlar bile bugün bu uygulamayı sorguluyor. Ama 'manşet yerine çekirdek enflasyonu hedefleyelim' ya da 'formüle kurları da ekleyelim' gibi 'dahi' fikirlerin ötesine geçebilen yok.

## TEHLİKE NEREDE?

Artık herkes global kriz sonrası yeni düzende Türkiye'ye gereğinden fazla sermaye akışı olacağını görüyor. Yani cari açık sürekli artacak ama bunu mümkün kılacak sermayenin kontrolü giderek daha zor hale gelecek. Enflasyonla savaşmak veya finansal istikrarı sağlamak için eskisi gibi kolayca TL faizi yükseltilemeyecek. Çünkü artan TL faizinin daha da fazla sermaye akışını teşvik ettiği ve ekonomiye gereksiz maliyetler yüklediği sonunda anlaşıldı. Manevra alanı iyice daraldı.

En doğru çözüm yolu, cesaretle bilgiyi birleştirip makro çerçeveyi değiştirmek. Ama ısrarla bu yapılmıyor. Yerine sermaye girişinin en önemli kanallarından biri olan bankacılık sisteminin dizginlenmesi yoluna gidiliyor. Kaynakları en doğru şekilde dağıtacak (ve zaten dağıtmakta olan) sistemin kredi imkanları daraltılarak finansal istikrarın korunması amaçlanıyor. Son enflasyon raporunun 97. sayfasının ikinci paragrafında kastedilen bu. Banka kredilerinin çok hızlı arttığı iddia edilerek tüketici kredilerine vergi getirilmesi ve munzam karşılıkların artırılması gibi kararlarla amaçlanan bu.

Krediler 2010 yılında yüzde 25 senelik hızla büyüyor ama geçen yılki artış sadece yüzde 8. Yani kredi artışı abartıldığı kadar hızlı değil. Türk bankacılık sistemi mevcut haliyle finansal istikrara bir tehdit de değil. 2002-2008 döneminin Yunanistan'ı gibi aktiflerini ekonominin yüzde 129'undan yüzde 216'sına, kaldıracını (yani varlık/sermaye oranını) 10'dan 17'ye yükseltmedi. Bu dönemde İspanya'daki gibi ipotek kredilerini toplam kredilerin yüzde 40'ına çıkarıp konut fiyatlarını 3 kat artırmadı. Hanehalkının borçluluk oranını İrlanda gibi ekonominin yüzde 110'undan yüzde 200'üne çıkarmadı. Bu tür riskleri gözlemleyip dikkat çekecek başarılı bir regülatörü de zaten var.

Bu tür abartılı örneklerle bakıp da bugünden gelecek için endişelenmeye gerek yok. Türkiye'de bankalar hâlâ daha varlıklarının yüzde 30'u gibi dünya normlarında çok yüksek bir kısmını devlet tahvillerine ayırıp bir anlamda devletin finansmanına önemli bir kaynak ayırıyor (bunun sadece beşte biri repolanıp kendi finansmanını yaratıyor). Son yıllarda sistem tüketici finansmanı üzerinden büyüyor ama tüm tüketici kredilerinin (kredi kartı dahil) bilanço içindeki payı yüzde 17 ve hanehalkı borçluluğu sadece yüzde 15. Çok korkulan ipotek kredilerinin bilanço içindeki payı yüzde 6, krediler içindeki payı yüzde 13 (Grafik 1). Toplamda sistemin kaldıracı sadece 7,3, sermaye yeterliliği yüzde 20 (Grafik 2). Yani dünya standartlarına göre çok küçük bir sistem standartların çok üzerinde bir sermaye yükü ve gereksiz yüksek maliyetlerle çalışıyor. Bunu daha makul seviyelere çekmenin yolu da faiz marjlarının hızla düşmekte olduğu bir dönemde olması gerektiği gibi hacimleri artırmak. Ekonominin finansman ihtiyacını bankalar karşılayamazsa başkaları karşılar ki o çok daha istenmeyen bir durum. Kredi mekanizmasındaki gelişmelerin 'makroekonomik etkileri' aşırıya kaçtığına elbette önlem alınmalı. Ama tehlike kantarın topuzunun kaçmasında. Finansal istikrar için sistemin dizginlenmesine değil daha sağlıklı bir şekilde tersine sistemin büyütülmesine ihtiyaç var. TL finansman vadelerinin uzatılması ve finansman imkanlarının çeşitlendirilmesi gibi.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## İspanya giderse Euro da gider!..

*Saruhan Özel 2010.12.01*

Gülme komşuna gelir başına misali 2008 yılında büyük bir finansal ve ekonomik kriz yaşayan İzlanda'yla dalga geçenler, şimdi birer birer aynı sorunu yaşamaya başladılar.

Yunanistan, İrlanda ve Portekiz derken şimdi piyasalarda İspanya'nın da borçlarını ödeyemeyecek hale gelip diğerleri gibi IMF ve AB ortak fonundan yardım istemek zorunda kalabileceği konuşuluyor.

İspanya dışındaki ülkelerin sonları aynı olsa da problemin ortaya çıkış şekilleri farklı. İzlanda ve İrlanda kendi ülkelerinin dışına taşarak para kazanabilen çok büyük bankacılık sistemleri oluşturdu. Her iki ülkede de banka varlıklarının büyüklüğü ekonominin 9 katına çıktı. Yunan bankaları da fazla açılmışlardı ama asıl sorun Yunan devletinin popülist harcamalarıydı. 2003-2008 yılları arasında ekonomisinin yılda ortalama yüzde 6,5'i kadar bütçe açığı verdi ve sürekli kamu borcunu artırdı. 2009'daki yüzde 15'lik açık sonrasında kamu borcu bu yıl yüzde 125'lere kadar yükseldi. Portekiz'de de borcu ekonominin yüzde 83'üne kadar yükselen kamu sektörü ile varlıkları ekonominin 2 katına çıkan bankalar biraz fazla açılmışlardı ama asıl sorun hanehalkının ve şirketlerin ekonominin 2,5 katına kadar çıkmış olan borçlarıydı.

Sonuçta, finansal piyasalar ister bankaları, şirketleri ve hanehalkı, isterse de devletleri olsun bu ülkelerin artık borçlarını taşıyabileceklerine inanmıyor. Nitekim İzlanda daha baştan bankalarının borçlarını garanti etmeyip batmalarına göz yumarken, İrlanda devleti kendine güvenip bankalarını kurtarmak için borçlarını garanti etme yoluna gitti; ama şimdi bunları ödeyemiyor. Çok değil bundan 2,5 yıl önce Yunanistan'ın 10 yıllık devlet tahvilleri ile Almanya'nınkiler arasındaki getiri farkı sıfıra yakinken bugünlerde 900 baz puandan fazla (yani Alman devlet tahvilleri yüzde 2,75 getiri ile alınıp satılırken Yunan tahvilleri yüzde 12'ye yakın bir getiri ile alıcı bulabiliyor). Benzer şekilde İrlanda ile Alman tahvilleri getiri farkı 700, Portekiz ile 500 baz puana yaklaştı (Grafik 1). Bu kadar yüksek maliyetlerle borçlanıp vadesi geldiğinde ödemeleri yapmak hiç de kolay değil.

#### PİYASALAR NEDEN BÖYLE DÜŞÜNÜYOR?

Bu ülkelerin iki çok önemli ortak sorunları var. Birincisi, ekonomileri küçük. Ne tasarruf yaparak makul bir süreçte borçlarını azaltabilecek ne de üretim kapasiteleri itibarı ile ekonomilerini hızla büyütüp borçlarını ödenebilir hale getirebilecek durumdalar. Tasarruf yapmaya kalksalar ekonomileri hemen daralıyor. Piyasalar da verilen tasarruf sözlerine inanmıyor. Tasarruf yapmaya söz verenlerden sadece Portekiz biraz büyüyebiliyor ki o da 2010 yılında yüzde 1'in altında kalacak. Bu ülkeler aslında İzlanda'dan da kötü durumdalar çünkü, 'kendi para birimleri' olmadığı için döviz kurları ile oynayarak da dış borçlarını ödenebilir hale getiremiyorlar. Hepsi Euro kullanıyor olup Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) kararlarına bağımlı durumdalar ama ECB'nin de bölgenin en büyük ekonomisi Almanya'nın çıkarına aykırı davranması mümkün değil.

İkincisi, bu ülkelerin borçlarının çoğu dış borç olup yabancı bankaların, emeklilik fonu ve hedge fon gibi kurumsal yatırımcıların ve bireysel yatırımcıların elinde (Grafik 2). Örneğin, piyasalar kendisine kapanmadan önce Yunan devlet tahvillerinin yüzde 70'i yabancı yatırımcıların elindeydi. Portekiz devlet tahvillerinin de yaklaşık yüzde 85'i bu şekilde. Yabancı yatırımcılara bu kadar bağımlı olunca borçların geri ödenemeyeceği endişesi arttığında borçlanma maliyetleri hemen yükseliveriyor. Çünkü borçların yeniden yapılandırılmak zorunda kalacağını düşünenler hemen satmaya çalışıyor. ECB devreye girip bu ülkelerin tahvillerini alarak getirilerin daha fazla artmasını engellemeye çalışıyor.

#### KURTARMAK ÇÖZÜM DEĞİL

Piyasalar bu çok borçlu küçük (ve çaresiz) ülkelere yeni kredi açmakta nazlanınca AB devreye 3 farklı kaynaktan beslenen 'kurtarma mekanizması/fonu' koymak zorunda kaldı. AB bütçesinden ödenmek üzere tüm 27 üye için ortaya 60 milyar Euro kondu (kısaca EFSM). Euro kullanan üyeler tarafından garanti verilerek borçlanıp gerektiğinde yine bu üyelere kredi kullandıracak 440 milyar Euro'luk bir fon kuruldu (kısaca EFSF). Yanlarına da IMF'den diğer kaynakların yarısı kadar ya da en fazla 250 milyar Euro olabilecek bir destek daha eklendi. Toplam 750 milyar Euro'luk bu kaynağın yaklaşık 200 milyar Euro'su Yunanistan'a ve İrlanda'ya kullanılmış durumda. İrlanda kadar Portekiz'e de verilirse zaten fonun neredeyse yüzde 40'ı kullanılmış olacak.

Sorun da zaten bu. Bu ülkelerden çok daha büyük olan İspanya da eğer yardıma muhtaç hale gelirse AB (+IMF) kaynakları artık tükenmiş ve yeni iflasları hazmedemeyecek duruma gelmiş olacak. Piyasalardaki rahatsızlık artacak. Bu önemli bir problem, çünkü AB kolaylıkla bu kaynakları artırabilecek durumda değil. Mevcut kaynaklara çok nazlanarak katılan en büyük finansör konumundaki Almanya, üye ülkeleri kurtarmak için daha fazla kaynak ayırmak istemiyor. Hatta tersine bu ülkelerin borçlarının kısmen silinip yeniden yapılandırılmasıyla borç verenlerin kurtarma yükünü paylaşmalarını istiyor. Ama Alman ekonomisinin büyüme motoru olan ihracat gelirlerini başka ülkelere aktarmak politik olarak katlanılabilecek bir şey değil. Dolayısıyla, piyasaların İspanya'ya da kapıları kapatmaları diğerlerinden çok daha önemli ve tehlikeli.

## O ZAMAN NE OLUR?

İspanya da sıkıntıya girerse ortaya iki temel politika opsiyonu çıkacak. En ciddi olanı, Almanya'nın geleceği de hesaba katıp 'yeter artık' diyerek ya Euro'dan çıkıp mark'a geri dönmesi ya da sorunlu ülkeleri Euro'dan çıkmaya zorlaması. AB kurallarına göre üyeler ancak kendi inisiyatifleri ile Euro Bölgesi'nden çıkabilecekleri için ilk ihtimal, yani Almanya'nın kendi inisiyatifi ile Euro'dan çıkması gayet mümkün. Diğer ise ECB'nin çok daha büyük miktarlarda İspanya ve diğer ülke tahvillerini almaya başlayarak FED gibi para basması. Her iki durumda da Euro'nun önemli bir darbe alacağı açık. ECB'nin tahvil almaya başlaması durumunda ise gelişmekte olan ülkelere fon akışı ile emtia talebinin de hızla artması beklenmeli.

Piyasalar İspanya'dan ümidini keserse yaşanabilecek önemli senaryolar böyle. Ama İspanya diğerleri gibi değil. Ekonomisi çok daha büyük ve finansal sistemini yeniden yapılandırdıktan sonra çok daha hızlı büyüyüp katma değer oluşturabilecek durumda. Kamu borcunun yarısından fazlasının yerli yatırımcılarda olması da bir o kadar önemli. İspanya'dan ümit kesmek diğerleri kadar kolay değil.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Türkiye'nin çıkarı için hangisi daha doğru?

*Saruhan Özel 2010.12.08*

Bugün için global piyasaların en yüksek olasılıklı gördükleri senaryo, gelişmiş ekonomilerin uzunca bir süre düşük bir hızda büyüyecek olmaları. Geçmişte % 3 ve üstü olan büyüme hızı, bundan sonra % 2 ve altında seyredecek.

Bu büyüme hızları ile de yeterince istihdam yaratılamayacak ve bugün çift hanelere yaklaşan işsizlik oranları % 5 ve altına çekilemeyecek.

Bunun en önemli nedeni, son 10 yıllık süreçte gelişmiş ülkelerin çok borçlu hale gelmiş olmaları. Birçok ülkede hanehalkı borçlarının harcanabilir gelirlerine oranı % 100'ün üzerinde (Grafik 1). Finans dışı şirketlerin de borcu yüksek (Grafik 2). Eskiden fazla borçlu olmayan devletleri de özellikle son yaşanan krizde özel sektörlerine verdikleri desteklerin sonucunda çok borçlu hale geldi (Grafik 3).

Hiç yeni borçlanma yapmasalar dahi gelecek beş yıl içinde kamu borçları daha da artacak. Gelişmiş ülkelerin bankacılık sistemleri de fazla açılmış ve aşırı kredilendirme yapmış durumda. Bazı ülkelerin tek bir bankası o ülkenin ekonomisinden çok daha büyük. UBS, İsviçre ekonomisinin yaklaşık 4 katı, RBS İngiltere ekonomisinin 1,5 katı, BNP, Santander ve Deutsche gibi bankalar da neredeyse ait oldukları ekonomilerin boyutunda.



Dolayısıyla ya küçülecek, ya daha çok sermaye bulacak ya da iş modellerini değiştirmek zorunda kalacaklar (büyük olasılıkla üçü birden).

Son krizle birlikte görüldü ki, gelişmiş ülkelerin bu yüksek borç yükü artık taşınamıyor. Tüketiciler artık daha fazla tasarruf yapmak zorunda kalıyor, şirketler nakit varlıklarını yükseltiyor, İzlanda, İrlanda, Yunanistan, Portekiz gibi küçüklerin borçlanmakta zorlandığını gören devletler, bütçelerinde tasarruf planlıyor ve ABD'de, İngiltere'de ve Euro Bölgesi'nde bankaların kredi portföyleri yerinde sayıyor. Uzun süre düşük büyüme ve yüksek işsizlik beklentisinin sebebi bu.

Bunun politik sonuçlarının olacağını (olduğunu) gören merkez bankaları devreye girmek zorunda kalıyorlar. Para basıp devlet tahvilleri alarak hisse senedi, konut gibi varlık fiyatlarını yükseltmeye, devlet finansmanını kolaylaştırmaya ve ekonomilerini desteklemeye çalışıyorlar. Bu politika zaten yapısal olarak devam etmekte olan gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) yönelişi (ya da global düzeyde üretim ve tüketimin dengelenmesini) daha da hızlandırıyor.

### **Benim param ama senin derdin**

Sorun, gelişmiş ülkelerdeki bu kaynakların ümit edildiği gibi kendi ülkelerinde kalmayıp globalizasyon sayesinde borçluluğu daha düşük ve büyüme potansiyeli daha yüksek olan gelişmekte olan ülkelere (GOÜ'lere) akacak olması. IIF'e göre 2009 yılında 531 milyar \$ olan GOÜ'lere toplam yabancı sermaye akışı, 2010'da 709'a, 2011'de 746 milyar \$'a çıkacak.

Türkiye'nin de dahil olduğu bu ülkeler şimdi kara kara ekonomilerine akacak bu dış sermaye ile nasıl baş edeceklerini düşünüyorlar. Para birimini değerlendirerek ihracatı darbeleyeceğini, ekonominin bunun yerine iç talebe ve iç talebe yönelik yatırımlara yüklenip büyümeyi hızlandıracağını, güçlü finans sistemlerinin kolayca gerekli finansmanı sağlayarak borçluluğu artıracağını, aynı zamanda finansal varlıklara da akan sermayenin balonlar yaratacağını, bu ortamda enflasyon baskısı ve/veya cari açık tehlikesi olacağı için finansal istikrarın tehlikeye düşeceğini, ama kendi merkez bankalarının faiz artıramayacağını çünkü o zaman daha da fazla sermaye cezbedeceğini ve bir süre sonra borçluluk iyice artıp da gelişmiş ülkeler faiz artırmaya başlayınca mecburen faiz artırıp çok borçlanmış ekonomilerini tahrip etmek zorunda kalacaklarını görüyorlar.

### **Ne yapabilirler?**

Bugünlerde GOÜ'lerin çoğunda ekonomilerin koşullarına, ihtiyacına göre aşağıdaki seçeneklerden bazılarının kullanıldığını görüyoruz.

Kimisi bütçe politikalarını sıkarak içerideki balonun şişmesini engelliyor. Bunu çok düşük değilse vergilere yüklenmekten ziyade harcamalarını azaltarak yapıyor.

Bazılarında merkez bankaları gelen döviz alıyor. Ama karşılığında verdiği yerel parayı enflasyon yaratmasın diye geri çekince piyasa faizi artıyor ve daha fazla döviz geliyor. Enflasyon derdi olmayıp geri çekenler de içerideki balonu daha da şişirerek finansal istikrarı tehlikeye atıyorlar. Enflasyon dinamiği (ve varlık fiyatları) izin verenler faiz düşürüyor.

Yine bazıları sermaye kontrolleri ve vergilerle özellikle kısa vadeli döviz girişini vazgeçirmeye çalışırken bazıları da bankacılık sistemini daha fazla denetliyor veya reel sektöre kredi aktarım mekanizmasını yavaşlatmaya çalışıyorlar (munzam karşılıklar, tüketici kredilerine vergiler gibi).

### **Türkiye de aynı sıkıntıyı yaşıyor**

Döviz girişi giderek hızlanıyor (ilk 8 ayda 39 milyar \$). Karşılığında cari denge açığı artıyor (ilk 8 ayda 28 milyar \$). İç talep kaynaklı hızlı bir büyüme ve ihracatta kriz öncesine göre daha zayıf bir seyir var. Enflasyon hedefin üzerinde yüksek (% 7,5) ve ekonominin mevcut büyüme oranı hız limitini (potansiyel büyüme oranını) yakalamak üzere. Bilançoları güçlü bankaların % 30 yıllık hızla artan kredilerine bakılırsa ekonomi hızlı büyümeye ve cari denge açığı artmaya devam edecek.

Diğer ülkelerde olduğu gibi ekonomi yönetiminin düşünmesi gereken ilk önlem, bütçede tasarrufu artırarak özel sektördeki harcamayı dengelemek olmalı. İlk bakışta da sanki böyle olacağı gibi bir görüntü var. Orta Vadeli Program doğrultusunda 2010 yılında GSYH'ye oranı % 27 olan bütçe harcamaları sürekli azalarak 2013 yılında % 24'e inecek. Ama detayına bakıldığında görülüyor ki, bu tasarrufun hemen hepsi aslında bütçedeki faiz ödemelerindeki hızlı düşüşten kaynaklanıyor. Çünkü kısa vadeli borç yapısı sayesinde genel faiz düzeyindeki düşüş, kamunun faiz ödemelerini azaltıyor. Halbuki 2010 sonrasında "faiz dışı" harcamalar aslında olduğu yerde ve kriz öncesi dönemin (2006'daki % 17'nin) çok daha üzerinde duruyor (Grafik 4). Sermaye kontrollerine de cesaret edilemeyince geriye zaten yeterince denetlenmekte olup tutucu çalışan bankacılık sisteminden reel sektöre kredi aktarım mekanizmasının yavaşlatılması kalıyor.

Ama bunun sorgulanması gerekir. Acaba ekonominin "uzun vadeli çıkarı" için bu seçim doğru mu? Türkiye gibi bir ekonomide işe yarar mı? Acaba ekonomideki kaynak dağılımını kamu mu yoksa bankacılık sektörü mü daha doğru yapar?

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Üretim kaybı telafi edildi ama nasıl devam edecek?..

*Saruhan Özel 2010.12.15*

2003-2007 yılları arasında üretimini reel olarak yılda ortalama % 7 artıran Türkiye ekonomisi 2008 yılında ancak % 0,7 büyüebildi. 2009 yılında ise % 4,7 küçüldü. Bunlar yıl sonları itibarı ile ortaya çıkan rakamlar.

Aslında üretim kaybı yıl sonları itibarı ile ortaya çıkandan çok daha fazlaydı. 2008 yılının ikinci çeyreğinde zirveye ulaşan "yıllık" reel üretim seviyesi ile dibe vurulan 2009 üçüncü çeyreği arasında yaklaşık % 8'lik bir üretim kaybı yaşandı (Grafik 1).

Ekonomi global krizden çok olumsuz etkilendi ama bu yapısal sorunlarından kaynaklanmadı. Gelişmiş ülkelerdeki gibi hanehalkı ödeyebileceğinden çok daha fazla bir borç yükü altına girmiş, bankacılık sektörü de çok kötü yönetilip katlanabileceğinden çok daha büyük riskler almış durumda değildi. Finansal piyasalarda veya bankacılık sisteminde bir kriz yaşanmadı. Ekonominin küçülmesinde engin kriz tecrübesi önemli rol oynadı. Yakın ilişkide bulunduğu dünyanın büyük bankalarının sorunlarını gören bankacılık sistemi likit kalmak isteyerek kredi büyümesini durdurdu. Bu endişeleri reel sektör de gördü. Üretimini azaltıp stoklara yüklendi ve mecburi olanlar dışındaki yatırım planlarını erteledi. Sonuç % 4,7 küçülme oldu. Elbette Türkiye ekonomisi bu kadar küçülmek zorunda değildi. Şiddetli global krizin oluşturduğu belirsizlik nedeniyle özel sektörün haklı geri çekilişi kamunun devreye girmesiyle dengelenebilirdi. Aslında kamu devreye girmedi değil. Özel sektör bankaları kredilerini dizginlerken kamu bankaları hızla kredilerini artırdılar. Ayrıca otoriteler bazı mikro tedbirleri de devreye soktular. Ama bunların çoğu geç ve küçük boyutlu adımlar oldu ve özel sektörün endişelerini gidermede yetersiz kaldı. Yine de Türkiye'nin geçmişte kamu açıkları nedeniyle yaşadığı sorunlar düşünüldüğünde bu geç ve küçük adımları eleştirmek çok da haklı olmuyor.

Türkiye'de sorunun yapısal olmadığına göstergesi ekonominin küçüldüğü hızda geri dönmesi olacaktı ki gerçekten de öyle oluyor. 2009'un üçüncü çeyreğinde dibe vuran yıllık üretim seviyesi sonrasında düştüğü hızda yeniden yükselmeye başladı. Son yayımlanan milli gelir rakamlarına bakıldığında ise 2010 üçüncü çeyreği sonunda kriz öncesi seviyelere çok yaklaşılmış durumda (Grafik 1). 2010 yılının son çeyrek rakamları açıklandığında üzerine çıkmış olacak.

#### Geri dönüşte iç talep başrolde

Özel tüketim harcamaları (iç talep) 2009 son çeyreğinden beri düzenli şekilde artıyor ve giderek hızlanıyor. Diğer iki önemli talep kaynağı olan ihracat (dış talep) ve yatırım harcamaları henüz kriz öncesindeki zirvelerin uzağında iken özel tüketim harcamaları 3. çeyrekte kriz öncesinin üzerine çıktı (Grafik 2).

Şaşırtıcı değil çünkü kriz sırasında gelişmiş ülkelerde birçok tüketici yıllarca güvendiği emeklilik fonlarının eridiğini görürken Türkiye'de tüketici güvenini uzun süre baskılayacak şekilde hanehalkının varlıklarının erimesine yol açan bir finansal ya da bankacılık krizi yaşanmadı. Hatta tersine, kriz sonrasındaki hisse senedi, tahvil ve gayrimenkul fiyatlarındaki artış varlıkları destekledi. İşsizlik arttı ama o da hızla % 16'lardan % 11'lere geriledi.

Ayrıca bankalar da tüketimi desteklemeye devam ediyorlar. Bu yılın ilk 11 ayında kurumsal krediler % 25 artarken tüketici kredileri % 33 arttı. Getirileri daha yüksek olan bu krediler ek hizmet gelirleri oluşturabiliyor, riskin dağılmasını sağlıyor. Hatta tüketici kredileri sayesinde gelir dağılımındaki bozulmanın olumsuz etkileri de telafi edilebiliyor. Tüketimin yanında yatırım harcamaları da güçlü seyrediyor. Henüz kriz öncesi seviyelerin altında ama özellikle özel sektör makine yatırımları hızla o seviyeye doğru gidiyor (Grafik 3). Bu yatırımların debelenen ihracat yerine iç tüketime yönelik olduğu zor bir tahmin olmaz.

#### Otorite'nin kritik kararı

Türkiye ekonomisinin % 5-7 aralığında bir potansiyel (dengeleri bozmadan gerçekleştirebileceği) büyüme hızı var. İşsizliğin hâlâ yüksek olduğu ve genç nüfusun hızlı büyüdüğü bir ekonomi olarak bu potansiyelini istikrarlı şekilde kullanmak ve istihdam oluşturmak zorunda. Bunun için de özellikle dünyanın geri çekildiği dönemleri iyi değerlendirip pazar payı kapmak durumunda. Gelecek birkaç yıl da böyle bir dönem.

Ayrıca yatırım kategorisine yükselmek üzere olan Türkiye ekonomisinin bu büyüme potansiyeli yurtdışında giderek artan kaynakların önemli bir adresi haline geldi. Bankacılık sektörü de çok kilit bir konumda çünkü tüketim ve yatırım harcamalarının finansmanını sağlayacak yurtdışı kaynaklar ağırlıklı bankacılık sektörü üzerinden gelecek. Global kriz sonrasında bankacılık sektörünün yeteri kadar güçlü olduğunu, çok iyi yönetildiğini, yakından kontrol edildiğini ve kaynakları verimli, katma değer sağlayacak projelere yönlendirdiğini, yani bu önemli rolü oynayacak kapasitede olduğunu söylemek de gayet mümkün. Her şey olması gerektiği gibi gözükmeyle birlikte ortada önemli bir sıkıntı var. Merkez Bankası kaynak girişinin bu hızda devam ettiği durumda banka ve şirket bilançolarının kalitesini bozacağını (yani, yanlış kredi, tüketim ve yatırım kararlarına yol açacağını) ve aynı zamanda TL'yi güçlendirerek ekonominin rekabet gücünü zayıflatacağını düşünüyor. Bunun için ilk yapılması gereken birçok ülkede denendiği gibi bu kaynak girişinin kısa vadeli kısmını caydırmak (burada vergi ya da munzam yeteri kadar yüksek olursa faiz farkını telafi eder). Böylece finansal istikrar korunurken ekonominin büyüme potansiyeline ulaşması engellenmeyecek. Eğer sorun ekonominin enflasyonu azdıracak ve bilançoları bozacak kadar hızlı büyüyeceği beklentisi ise o zaman da gelişmiş ekonomilerde olduğu gibi gerektiğinde kredi "talebini" yavaşlatmak.

Ama Merkez Bankası bu amaçla politika faizini yükseltirse daha fazla özellikle spekülatif sermaye girişini cezbedeceğini görüyor (çünkü bunu vergi veya münzamlarla caydırmak istemiyor). Bunun yerine kısa vadeli

sermaye girişini TL'nin kısa vadeli getirisini düşürerek engellemek ve bunun bilançolar üzerindeki genişletici etkisini munzam karşılıklarla bankacılık sektörünün kaynak maliyetlerini yükselterek (kredi faizlerine yansıtacağı ümidiyle) bertaraf etmek niyetinde. Ekonominin gelecek 5 yılını etkileyecek çok kritik ve riskli bir karar.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Kamu'dan faiz geliri alınamayacak bir döneme hazır mıyız?

---

*Saruhan Özel 2010.12.22*

Piyasaların ve ekonomik aktörlerin kendilerine referans olarak aldıkları gecelik politika faizi, yani bankaların gecelik Merkez Bankası'na park ettikleri fonlara aldıkları faiz, 2008 yılı ortasındaki %16,75'ten 2009 sonunda %6,50'ye indirildi ve 2010 Eylül ayına kadar da orada kaldı.

O aşamada politika faizi bankaların geri alım vaadiyle devlet tahvillerini Merkez Bankası'na verip karşılığında haftalık temin ettiği fonlara ödedikleri faize çevrildi ve o da bugün %6,5. Büyük ihtimalle %5'lere doğru gidecek. Diğer bir deyişle, ekonomideki birçok başka faizin ve yatırım kararının referansı olan politika faizinde iki yıl gibi kısa bir sürede çok büyük bir düşüş yaşanmış oldu. Bunun yakın zamanda çok dikkat edilmesi gereken ekonomik sonuçları olacak çünkü kısa vadeli faizin bu kadar uzun süre bu kadar düşük olduğu bir dönem olmadı.

Bu faiz düşüşü kime yaradı?

Eğri oturup doğru konuşursak, TL'deki bu faiz düşüşünden en çok faydalanan kesimlerden biri bankalardı. Bankaların kriz dönemini yüksek kârlılıkla geçmelerinin ardında faiz düşüşünü avantaja dönüştüren bilanço yapıları büyük rol oynadı. En önemli kaynak kalemi olan mevduat ortalama 1 ay gibi kısa vadeliyken 1 yılın üzerine çıkan krediler ve yine ortalamada 2 yılın üzerindeki tahviller çok daha uzun vadeliydi. Kaynak maliyetleri kısa sürede hızla düşerken kredilerin düşen faizlerden yeniden fiyatlanması uzun sürdü (Grafik 1). Böylece kaynak ve kullanım arasındaki faiz farkı hızla açıldı.

TL'deki bu faiz düşüşünün ihya ettiği bir başka kesim ise Türkiye'nin TL'de en borçlu kesimi devletin kendisi oldu. Devlet böylece bütçesindeki makus talihinden kurtuldu. Kamu, geçmiş yıllardaki kadar savurgan olmasa da (özellikle uygulanan yanlış para politikalarının büyük katkısıyla) yıllarca bütçeye büyük faiz giderleri kaydetmek zorunda kalmıştı. Bunu karşılayabilmek için de topladığı kaynaklardan çok daha az harcayabiliyordu (böyle yapmasa borçlanma maliyetleri daha da artacaktı). Ama son 5 yılda yıllık bileşik %13-25 arasında değişen ikinci piyasadaki tahvil getirileri kısa vadeli faizlerin düşmesine paralel 2010 ortasında tek hanelere inmiş durumda (Grafik 2). Çok yakında %7'nin altına inecek. Bu sayede de Hazine birinci piyasada, yani ihalelerde, uzun süredir çok düşük maliyetlerle borçlanıyor.

İşin ilginç yanı, bankalar faiz düşüşünden hemen faydalandılar ama devlete yansıması detayına girmeyi gerek görmediğim teknik sebeplerden dolayı biraz daha geç oluyor. 2008 ve 2009 dönemindeki faiz düşüşünün 2010'da devletin bütçesine büyük katkı yaptığını gördük ve 2011 ve sonrasında bunun artarak devam edeceğini göreceğiz.

Şöyle ki; 2006 yılında bütçeye yazılan faiz gideri Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın (GSYH) %6,1'i büyüklüğündeydi. 2008 yılında %5,3'e indi. 2009 sonunda ise devlet tahvil getirileri önceki iki yılda kriz nedeniyle yükselince yeniden %5,6'ya çıktı. Ama sonrasında politika faizindeki düşüşe uyum sağlayınca 2010 sonundaki bütçe faiz gideri hızlı bir düşüşle GSYH'nın %4,4'ü civarına gerilemiş olacak (Grafik 3). Eğer "Orta Vadeli Program" söz verildiği gibi uygulanırsa bundan sonra da aynı hızda düşmeye devam edecek ve 2013 yılında %2'ye kadar gerileyecek. Bu oranlar 2013'te 2009'a göre 22 milyar TL, yani bankacılık sisteminin bir yıllık kârı kadar daha az faiz gideri demek. Bu analizde devletin vadesi gelen borcunu aynı vadede yeniden çevirdiği öngörülüyor. Arada borçlanırken bir de vade uzatılabilirse faiz giderinin bir kısmı gelecek yıllara atılmış olacak ve bütçeye yazılacak gider daha da düşecek.

Bundan sonrasına dikkat!

İşin özeti, uzun yıllar kamu sektörü artık eskisi gibi ekonomiye faiz giderleri üzerinden ciddi bir kaynak transferi yapmayacak. Ama kamu için kazanç olan bu durum başkaları için büyük bir kayıp. Bundan en fazla zarar görecektir olan da tahmin edileceği üzere bankalar. Çünkü iç borç stokunun yaklaşık üçte ikisi bankalarda (%18 civarı da tüzel kişilerde). Başka bir bakış açısıyla, banka bilançolarının üçte biri devlet tahvillerinde. Bu bazı büyük bankalarda ve kamu bankalarında üçte birlik ortalamanın da üzerinde. Bugüne kadar devletin yaptığı faiz ödemelerinden kârlılıklarına ciddi bir katkı sağlamış olan bankalar artık bundan eskisi kadar faydalanamayacaklar. Bundan sonra faiz düşüşü de çok sınırlı olacağı için faiz geliri yanında tahvillerden spekülasyon getiri elde etmek de zor. Bankalar tahvil portföylerinden elde edemeyecekleri katkıları reel sektöre (şirketlere ve bireylere) verdikleri kredileri artırıp elde edecekleri gelir artışı ile telafi etmek durumundalar.

Bankalar kârlılık açısından bu kadar hassas bir döneme girerken para politikası anlayışında da önemli bir değişiklik var. Faizler düşmeye devam edecek ama bu sefer de munzam karşılıkların ve krediler üzerindeki vergi yükünün artırılması, şube harçları gibi önlemlerle bankaların bilançolarının büyümesi yavaşlatılmak isteniyor. Eğer başarıya ulaşırsa en önemli kâr kalemlerinden birinden mahrum kalacak bankaların kredi hacimlerini yeteri kadar büyüterek bunu telafi etmeleri mümkün olmayacak.

Elbette bu sadece bankaların sorunu olarak kalamaz. Hacimler yeteri kadar büyüyemezse o zaman da bankacılık hizmeti pahalılaşacak demektir. Çünkü bankalar kaliteli bir insan gücü ve son yıllarda büyük yatırımlar yaptıkları yüksek teknoloji ile çalışıyorlar. Bunlardan kısıntı yapmalarını da başta regülatör istemez çünkü bu sistemin riskinin artması demek. Bankalar risk yönetimlerinde üstün teknolojik imkanlarından çok faydalanıyorlar ve bir kredinin batmamasında daha verilirken ne yapıldığı yani bankacının kalitesi önemli.

Kamudan faiz geliri olmayacak bir döneme giriyoruz ama inşallah bu başka sorunların tohumlarının atıldığı ve kamuya tekrar yol, su, elektrik olarak geri dönecek bir dönemin başlangıcı olmaz. Otorite unutmamalı ki, bir tarafı tamir edeyim derken diğer tarafı bozmamak gerekir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Dünyada bu yılın hikâyesi enflasyon olacak!

Saruhan Özel 2011.01.12

2008 ve 2009 yılları global krizin etkisinde deflasyon ve resesyon, yani fiyat ve üretim düşüşü korkuları ile geçti. Korku sebepsiz değildi.

Deflasyon beraberinde resesyonu getiriyor çünkü fiyatların düşmeye başlaması tüketimi ve buna cevaben üretimi yavaşlatıyor. Bunu görüp kapasitesini daraltan üreticiler istihdamı azaltınca ekonomi içinden çıkılması zor bir kısır döngüye giriyor. 2010 yılının ilk yarısına kadar özellikle gelişmiş ülkelerde asıl tehlike hızlı büyüme ve enflasyon değil, deflasyon olarak görülüyordu. Her ne kadar 2009 ilk çeyreğinden itibaren gelişmiş ülkeler resesyondan çıkmaya başladılarsa da çift hanelere tırmanan işsizlik gerileyemedi. (Grafik 1) Sebebi tüketicilerin borçlarının varlık seviyesine göre yüksek kalmasıydı. Bunu gören şirketler yatırım ve istihdam artışından imtina ettiler. Hem borçlar yüksek olup tasarruf gerektiriyordu hem de hisse senedi, ev gibi varlık fiyatları düşmüş olduğu için hanehalkı bu varlıklarına güvenerek yeni kredi almakta zorlanıyordu.

Sıfıra yakın faizleri daha da düşüremeyen gelişmiş ülkeler çareyi ABD liderliğinde "parasal genişleme" stratejilerinde buldular. Amaç para basıp bunun hisse senedi, gayrimenkul gibi riskli varlıklara kaymasını sağlayarak genelde varlık değerlerini artırmak ve kredi-tüketim-istihdam çarkına destek vermektir. Tüketim yeterince canlı olmadığı için bu tür parasal genişleme stratejilerinin en büyük riski olan enflasyonun hızlanması düşük olasılıktır. Hatta ABD'de deflasyon beklentilerini engellemek için enflasyon hedeflemesine geçilmesi tartışılıyordu.

Profesyonel yatırımcılar bu yaratılan ek likiditenin global finansal entegrasyon sayesinde kolayca gelişmekte olan ülkelere ve emtia piyasalarına akacağını öngördüler. Parasal genişleme stratejileri daha devreye girmeden buralara spekülasyon sermaye akışı başladı.

Bu durum sermaye akışının kendi ülkelerinde mal ve finansal varlık fiyatlarını artırarak enflasyona dönüşeceğini gören gelişmekte olan ülke otoritelerini rahatsız etti. Özellikle iç tüketime yaslanarak büyüyenler mal fiyatlarındaki artışın hızlanacağından endişelendiler. Çünkü birçok gelişmekte olan ülke gelişmişler gibi yapısal sorunlarla boğuşmadıkları için krizden çabuk çıkmış ve çift hanelere yakın büyümeye başlamışlardı. Üretim kapasiteleri zorlanmaya başlayınca enflasyon baskısı artacaktı. Ayrıca spekülasyon sermaye akışıyla emtia fiyatlarının yükselmesi de enflasyonu artırıcı bir etki yapacaktı.

Bir başka enflasyon endişesi de finansal piyasalarda, yani finansal enstrümanların fiyatlarındaydı. Gelişmekte olan ülke otoriteleri sermaye akışı ile ülkelerinde hisse senedi ve gayrimenkul gibi finansal varlıkların fiyatlarının hızla artabileceğini gördüler. Bu hızlı fiyat artışları yanlış ekonomik kararlara sebep olabilir, banka, şirket ve hanehalkı bilançolarının kalitesini bozabilirdi. Özellikle belli bir seviyeden sonra küçük yatırımcıların trenin en son vagonuna binmesiyle ileride yaşanacak hızlı fiyat düşüşlerinde ekonominin geneli büyük zarar görebilirdi.

Beklenenler oluyor

Beklendiği gibi krizden çabuk çıkıp büyüme hızlarını artıran gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hızlanıyor. 2000-2005 döneminde % 10'dan % 5'e kadar gerileyen gelişmekte olan ülke enflasyon ortalaması yeniden artış trendine girip % 7'lere yükseldi. Gelişmiş ülkelerin enflasyonu ise yeniden kriz öncesi seviyelere geldi. (Grafik 2) Parasal genişlemeye gitmeyen Euro Bölgesi'nde bile enflasyon % 2 limitinin üzerine çıktı. Ekonomisi büyüyemeyen İspanya'da enflasyonun hızlı büyüyen Almanya'dan daha fazla artıp % 2,9'a çıkması gibi garip şeyler de oluyor. 2009 kriz döneminde deflasyon yaşayan Çin'de enflasyon son bir yıl içinde % 0,6'dan % 5,1'e çıkan enflasyon diğer birçok gelişmekte olan ülkede son 1 yılda gözle görülür biçimde hızlandı. (Tablo)

Ekonomilerin hızlı büyümeleri yanında enflasyon artışının en önemli sebebi beklendiği gibi emtia fiyatlarındaki yükseliş oldu. Son bir yılda S&P GSCI emtia endeksi % 18 artarken tarım emtialarının fiyatları % 31 arttı. (Grafik 3) Bu artışlara bakılarak dünya genelinde enflasyonun tarım ve enerji kaynaklı olduğu, çekirdek enflasyonunda sorun olmadığı düşünülebilir. Ama pek öyle değil. Manşet enflasyonun altında olsa da gelişmekte olan ülkelerin çekirdek enflasyonlarında da ortalamada bir tırmanış söz konusu. Diğer bir deyişle, ekonomilerdeki

hızlı büyüme maliyet artışlarının fiyatlara yansımaları kolaylaştırıyor. Ayrıca manşet enflasyonun istikrarlı artışı enflasyon beklentilerini de yükseltebileceği için tehlikeli. Uzun süre göz yumulabilecek bir gelişme değil.

Dünyanın en büyük ekonomisi ABD'de ekonomik verilerin giderek iyileşmesi ve uzun süre devam edeceği açıklanan parasal genişlemenin büyümeyi beklenenin ötesinde hızlandırabileceği olasılığı da tedirginlik yaratıyor. Çünkü ABD şimdilik global enflasyonu ortalamada aşağı çekiyor.

Mal fiyatlarındaki artışın yanında finansal varlık fiyatlarında da beklenen artışlar görüldü. Türkiye'nin de içinde bulunduğu birçok büyük gelişmekte olan ülkenin hisse senedi endekslerinde ciddi fiyat artışları yaşandı. (Grafik 4)

Enflasyon nasıl engellenecek?

Normal koşullarda enflasyondaki tırmanışı engellemenin yolu faizleri artırıp tüketimi dizginlemek ve böylece para birimini güçlendirip ithalat maliyetlerini düşürmek. Ama her geçen ay enflasyon artışının hızlanıp tedirginliği artırdığı gelişmekte olan ülkeler bunu yapamaz durumdadır. Çoğunda reel faiz negatif. Global ihracat pazarının daraldığı bir ortamda iç tüketime daha az yaslanıp dengeli büyüebilmek için paralarını rekabetçi tutmaya çalışıyorlar. Bazıları faiz artırıp bunun özellikle spekülasyon fonları cezbedici etkisini sermaye kontrolleri ile bertaraf etmeye çalışıyor. Bazıları da faizlere dokunmadan (hatta Türkiye'de olduğu gibi tersine düşürüp) ihtiyati tedbirlerle bankacılık sektörünü dizginleyerek enflasyonla savaşıyor.

2011 bu savaşı kimin kazanacağını göreceğimiz bir yıl olacak. Enflasyon galip gelir diyenlerin bir an evvel kendilerini korumaya almalarında fayda var. Gidişat öyle söylüyor.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Merkez Bankası, faiz oranını indirmeye devam edebilecek mi?

*Saruhan Özel 2011.01.19*

Birkaç ay öncesine kadar Merkez Bankası'nın piyasalarla paylaştığı genel görüşü, politika faizinin uzun süre yatay gideceği ama sonraki hareketin yukarı doğru olacağı şeklindeydi.

Gerçi yıl içinde bunun zamanlaması sürekli değişti. Ocak ayı sonundaki 2010'un ikinci enflasyon raporunda kesin bir tarih belirtilmezken nisan sonundaki raporda 2010 yılının son çeyreği faizin yükselmeye başlayacağı dönem olarak ortaya kondu. Temmuz sonundaki raporda faiz artışı 2011 yılına ertelenirken ekim sonundaki yılın son raporunda ise piyasalar faiz artırımına 2011 yılının son çeyreğinden itibaren başlanmasının planlandığını okudular. Bir sonraki hareketin yönü hep yukarıydı. Sebepleri yeterince ikna edici olduğu için piyasalar da açıklamalara uygun hareket ettiler. Bütçeler bu tarihlerdeki faiz artışına göre yapılırken tahvil piyasası bu öngörülerini yansıttı.

Ama sonra enflasyonun beklediğinden de iyi gitmesinden güç alan Merkez Bankası, aralık ayı ortasında birden konum değiştirdi. Piyasalar para politikasının artık sadece önceki enflasyon raporlarında kastedildiği gibi

Merkez Bankası'nın enflasyon beklentisi doğrultusunda belirlenmeyeceğini öğrendiler. Para politikası artık finansal istikrarın tehdidi olarak görülen cari denge açığını ve bunun sebebi olarak görülen kredi genişlemesini de dikkate alacaktı. Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının ekonomilerini desteklemek için para basmaya başlamalarıyla birlikte yapısal sorunu olmayan, hızlı büyüyen ve riskinden çok daha yüksek kısa vadeli getiri imkânları sunan Türkiye'ye ciddi bir sermaye akışı olacağı görülüyordu. Böylece banka kredileri global kriz sonrasındaki hızlı artışına devam edecek ve cari denge açığı daha da yükselecekti. Türkiye "yatırım derecesinde" bir ekonomi olsa daha uzun vadeli bir finansmanla ekonomisini büyütebilecek ve böylece cari denge açığını daha kolay taşıyabilecekti. Ama rating şirketleri de ısrarla hızla artmakta olan cari açığa dikkat çekerek yatırım derecesinin önündeki engel olarak gösteriyorlardı.

Merkez Bankası karşıdan seyretmektense risk alıp bir şeyler yapmak istedi. Özellikle kısa vadeli spekülative fon girişinin iştahını azaltmak için politika faizini indireceğini açıkladı ve sonra da 50 baz puan indirdi. Bu, aslında daha 2 ay öncesine kadar piyasalara politika faizinin bir sonraki hareketinin yukarı olduğunu söylemekte olan banka için önemli bir riskti. Çok doğru anlatılabilmesi gerekiyordu. Faiz düşünce belki cari açığın artmasını sağlayan kaynakların kısa vadeli spekülative kısmı azalacaktı. TL biraz değer kaybedecek ve ihracatçı nefes alacaktı. Ama aynı zamanda politika faizindeki düşüşün kredi faizlerine yansımısıyla kredi talebi daha da artabilir ve zaten canlı seyreden ekonomik aktivite daha da hızlanabilirdi. Buna karşı da bankaların mevduat maliyetlerini yükseltici munzam karşılık önlemleri devreye sokulurken tüketici kredilerine ek vergi getirildi ve denetim biraz daha sıkılaştırıldı.

Bugün otoritelerin bu endişelerinin yersiz olmadığını söylemek pek mümkün değil. Kasım ayı sonunda yıllık cari açık 45 milyar \$ oldu ve 2008 Ağustos ayındaki 49 milyar \$'lık rekoruna çok yaklaştı. (Grafik 1) Yıl sonu itibarı ile de GSYH'nin % 6'sının üzerine çıkarak 2006 rekorunu kırmayı gayet mümkün. Öte yandan, yapısal sorunu olmayan ve üstelik bankacılık sektörü son derece güçlü ve düşük riskle yönetilen bir ekonomi için bu oranlardaki bir cari açığın finansal istikrara tehdit olduğunu söylemek de zor. Ama sonuçta ortada cari açığın daha önce 3 yılda geldiği büyüklüğe 1 yılda gelmiş olmasının verdiği rahatsızlık, rating şirketlerini ikna ihtiyacı ve finansmanın doğrudan yatırımdan ziyade kısa vade ağırlıklı borçlanmayla olduğu gerçekleri de var (bu kısa vade 1990'ların kısa vadesi değil ama neyse, kafaları karıştırmayalım).

Ama şartlar değişmeye başladı

Merkez Bankası risk alıp para politikası konumunu değiştirirken muhakkak ki spekülative fon girişini caydırmak için 50 baz puan faiz indiriminin yeterli olacağını düşünmüyordu. Kısa vadeli faizi yeterince, belki 100-150 baz puan düşürürken bankacılık sistemini yeni ihtiyati tedbirlerle daha fazla dizginlemeyi öngörüyordu. TL'nin (sepet bazında) değer kaybı ve tahvil getirilerinin % 7'nin de altına inmesi piyasaların da faizin 50 baz puandan çok daha fazla inebileceğine inandığının göstergesiydi. Ama değişen bazı global koşullar bu planın öngörüldüğü kadar radikal uygulanmayabileceğini veya buna gerek de kalmayabileceğini gösteriyor.

Bunlardan biri, Merkez Bankası'nın enflasyon tarafında en çok önem verdiği faktörlerden biri olan petrol fiyatlarının beklenenden çok daha olumsuz seyreliyor olması. Enflasyon baskısı artarken faiz indirmeye devam etmek kolay değil. 2010 yılında enflasyon tahmininde ortalamada varil başına 80 \$ varsayımı haklı çıkmıştı ama bu yılın 85 \$'lık varsayımına karşılık Brent petrolün varil başına fiyatı 100 \$'a yakın seyreliyor. (Grafik 2) Özellikle petrolün en büyük tüketicisi olan ABD ekonomisine yönelik sinyallerin giderek iyileşmesi ve büyümenin hızlanacağı beklentileri diğer emtiaların yanında petrol fiyatlarını da yukarı taşıyacağı benziyor.

Diğeri ise, gelişmekte olan ülkelerde giderek artan enflasyon baskıları neticesinde politika faizlerinin artış trendine girmesi. Büyük gelişmekte olan ülkelerde global krizin en çok şiddetlendiği 2008 Eylül ayından beri ortalama politika faiz seviyesi her ay düzenli bir şekilde düşerek % 7,5'tan % 4,5'a kadar inmişti ama 2010 Ekim



ayından beri yükselişe geçti ve Türkiye ile ara kapanıyor. Aynı durum Türkiye'ye daha fazla emsal olabilecek Doğu Avrupa için de geçerli. Diğer bir deyişle, Türkiye'de faizin büyük gelişmekte olan ülke ortalamasına doğru inmesi birkaç ay önce gayet mümkün gözükürken şimdi aradaki fark gelişmekte olan ülkelerin faiz artırımları nedeniyle kapanıyor. Bu ülkeler artan enflasyon baskısını faiz artışı ile dizginlemeyi, bunun para birimini değerlendirici etkisini de sermaye kontrolleri ile aşmayı daha doğru buluyorlar.

Sonuç olarak para politikasındaki anlayış değişikliği bundan birkaç ay önce planlandığı kadar radikal olmayacak gibi gözüküyor.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Avrupa Birliği'nde son tango!

---

*Saruhan Özel 2011.01.26*

Euro Bölgesi'nde (yani Euro para birimini kullanan 17 ülke grubunda) sorunlar her geçen gün büyüyor ama otoritelerin hâlâ kangren kolu kesmeye cesaretleri yok.

Pansumanla idare etmeye ve zaman kazanmaya çalışıyorlar. Ama kangren her geçen gün yayılıyor ve diğer Euro üyelerini tehdit ediyor.

Olayı çözmüş ekonomistler gayet iyi bilirler ki borç yükü çok yükselmiş bir devleti kurtarmak, diğer bir deyişle, makul bir süreçte borcunu ödeyebilir hale getirmek çok zordur. İki çare vardır: Ya borç bir şekilde azaltılır ve mevcut gelir kaynaklarıyla ödenebilir hale getirilir. Ya da devletin geliri borcu ödeyebilecek seviyeye yükseltilmeye çalışılır.

Borcun mevcut gelire uydurulması en etkili ama hep en son istenen durumdur. Çünkü o ülkeye borç verenler bu durumda para kaybedecekleri için her türlü imkânı seferber eder ve bunun en son çare olmasına çalışırlar. Bunun için her türlü politik baskı oluşturulur.

O nedenle ilk başvuru çare (ya tutarsa mantığı ile) kamunun en azından borcunun faizini ödeyecek ve biraz da anaparayı azaltacak kadar bir geliri ortaya koymasındır. Bunun harcamaların kısılıp vergi yükünün artırılmasıyla yapılması çok zordur. Çünkü o zaman ekonomi daralır. Büyüyemeyen ekonomi, artan vergi yükünü ödeyemeyeceği gibi tersine işsizlik başta olmak üzere sosyal sorunlar üretmeye başlar. Bir süre sonra hükümet mecburen vergi ve harcamalar üzerinden yeniden destek vermek zorunda kalır.

O nedenle tek yol ekonomiyi büyütüp vergi gelirlerini artırmak ve bunları harcamayıp borç ödemesine kullanmaktır. Soru, ekonominin nasıl hızla büyütülebileceğindedir. Bunun en bilinen yolları para biriminin devalüe edilerek ihracatı (ihracata yönelik yatırımları) körüklemesi ve/veya enflasyon artışı ile iç talebi desteklerken aynı zamanda borcun nominal değerinin azaltılmasıdır (borç yapısı buna izin veriyorsa).

Bugün kamu borçları çok büyümüş olan küçük Euro üyelerinin bu kanallardan ekonomilerini büyütme şansları yok. Ne değerini ayarlayabilecekleri para birimleri ne de para basacak merkez bankaları var. Ve artık kamunun tasarruf yapacak gücü kalmamış durumda. Bu durumdaki ülkelerden Yunanistan'ın 2015 yılında borcunu ekonomisinin % 165'inde tutabilmesi için her yıl bütçesinden ekonomisinin % 10'u kadar, İrlanda'nın ise

borcunu % 125'te tutabilmek % 13'ü kadar faiz dışı fazla vermeleri gerekiyor. (Tablo) Bu boyda ülkelerin bu büyüklükte tasarrufları yapmaları mümkün değil. Tek çareleri, borçlarını bir an evvel daha fazla büyümeden ödenebilir hale getirmek. Örneğin, üçte birini ödemeyip kalan kısmının vadesini uzatmak. Ve hatta bu kısmın faiz ödemesini de ekonominin büyümesine endekslemek.

Maalesef AB gerekeni yapamıyor çünkü bu ülkelerin borçlarının çoğu yine AB bankalarında (sırasıyla Almanya, Fransa ve İngiltere, grafik). Eğer sorunlu ülkeler borçlarını azaltırlarsa bu bankalar ciddi zararlar yazacaklar. Tahvilleri elden de çıkartamıyorlar çünkü piyasa fiyatı çok düşük. Bu zararları karşılayacak sermayeleri olup olmadığı belli değil. Tahvilleri vade sonundaki nominal değerinden değerleyip vadesi geldiğinde eksiksiz ödenecekleri umuduyla öyle bekliyorlar. Durum böyle olduğu halde, geçen yıl ortasında tahvil zararlarını dikkate almayan stres testleriyle güven yaratılmaya çalışıldı. Sonra da testten sağlam çıkan bankalar kamulaştırıldı. Şimdi piyasalarla alay edercesine bu testlerin daha güvenilir şekilde tekrar edileceği konuşuluyor. Ama yalancı çobana kaç defa güvenilebilir ki?



### **Cesaret yoksa çözüm de yok**

Bu köşede daha önce detaylarını verdiğim üzere, AB bir kurtarma mekanizması kurmuş durumda. Bunun en büyük kısmını büyük Euro üyelerinin garantilerine dayanarak borçlanıp kendi kaynağını oluşturmaya çalışan 440 milyar Euro'luk EFSF adlı bir fon oluşturuyor. Fon, önümüzdeki günlerde ilk borçlanmasını yapacak. Bununla sorunlu ülkeleri finanse ederek zaman kazanmaya çalışıyor ve bu süreçte bir ümitte bu sorunlu ülkelerin yeteri kadar tasarruf yapacaklarını hayal ediyorlar. Son 1 yıldır görüldüğü üzere, bu tasarruflar yapılamadığı gibi sorunlar daha da büyüdü ve artık bu kurtarma mekanizmasının boyutunu da tehdit eder hale geldi.

Almanya, Fransa gibi büyük AB ülkeleri, kurtarma mekanizmasının gücünü artırmaya yanaşmıyorlar. Çünkü bu yapıldığında kendi borç dinamiklerini bozma, borçlanma maliyetlerini artırma ve hatta ratinglerini düşürme riskleri var. Ayrıca bir Alman politikacı için başka bir ülke yerine kendi bankasına destek vermek kamuoyuna daha kabul ettirilebilecek bir karar.

Bu mekanizmanın yanında Avrupa Merkez Bankası (ECB) ikinci piyasadan sorunlu ülkelerin tahvillerini alarak da destek veriyor. Ama artık o da yolun sonuna yaklaştı çünkü bu işten yazdığı zararları, sermayesini ve dolayısı ile itibarını tehdit eder boyuta geldi.

Yolun sonuna geldiğini hisseden AB otoriteleri artık iyice panik yapmaya başladılar. Muhasebe oyunları ile piyasayı ikna etme stratejisinde kantarın topuzunu iyice kaçırdılar. Masaya getirilen en son öneri, sorunlu ülkelere ESFS üzerinden kaynak aktarıp ikinci piyasada % 30-40 ucuza satılan kendi tahvillerini aldirmaları (veya ESFS'nin tahvilleri alıp ilgili devletten daha uzun vadeli ile takas etmesi). Çünkü yukarıda belirttiğim gibi ECB'nin nefesi kesilmeye başladı ve ülkelere yardım edeyim derken pislik ECB'de toplanıyor). Akıllarınca bunu ülkelere yaptırınca, borç yükünü ucuza azaltmış olacaklar. Sanki ne olup bittiğini ESFS'e borç verecek olanlar anlamayacaklar.

AB'nin sorunları, Almanya ve Fransa, Euro Bölgesi'nin borçlarını garanti etmeyi kabul etmedikçe bitmeyecek ve her geçen gün artan maliyetlerle içinden daha da çıkılmaz bir hale girecek. Zaten süre uzadıkça ortadaki yük daha da artıyor ve Almanya ile Fransa'nın bunu garanti etmeleri olasılığı daha da azalıyor.

O nedenle eninde sonunda Euro'nun küçük üyeleri borçlarını yeniden yapılandırmak zorunda kalacaklar. Olayı anlayabilecek kalitedeki ekonomistler, bu borcu vermiş olanlara çok daha büyük zarar verip global ekonomiyi

yeniden resesyon tehdidinde sokmadan bunun yapılmasını öneriyorlar. AB otoriteleri ise bunu dikkate almamakta ve alengirli muhasebe oyunları ile durumu idare etmeye çalışmakta ısrar ediyorlar.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## [EKOANALİZ] Piyasalardaki sıkıntının sebepleri...

*Saruhan Özel 2011.02.02*

İki ayı aşkın bir süredir yurtiçi piyasalarda huzursuzluk var. TL, dolar-Euro sepeti bazında yüzde 10'un üzerinde ciddi bir değer kaybına uğrarken yüzde 7'nin altına kadar gerilemiş olan (referans) tahvil getirisi kısa sürede yüzde 8'in üzerine çıkıverdi.

İMKB 100 hisse senedi endeksi de benzer şekilde bu süreçte yüzde 10'un üzerinde değer kaybetti. Üstelik bunu yaparken günlük 3,5 milyar TL civarında seyreden işlem hacmi de oldukça yüksekti. Son günlerde bu düşüşlere CDS (yani kamu iflas sigortası) primlerindeki yükseliş de eklendi. (Grafik 1)

Doğal olarak, eşzamanlı piyasaların terse dönmesi ve ısrarlı şekilde düşmeye devam etmesi yurtiçindeki yatırımcıları rahatsız ediyor. Üstelik Türkiye'deki hareket diğer gelişmekte olan ülkelerdekinden de farklı. (Grafik 2, 3 ve 4) Diğer para birimleri değer kazandığı, hisse senedi endeksleri yatay seyrettiği halde TL değer kaybediyor, hisse senetleri düşüyor ve yerel tahvil fiyatları daha hızlı geriliyor. Üstelik Türkiye 2011 yılı içinde yatırım derecesine yükselebilecek birkaç ekonomiden biri olduğu halde. Buna rağmen Türkiye'de piyasaların topyekûn, bir trende dönüşme sinyalleri veren düşüş yaşıyor olmasını 3 sebeple açıklamak mümkün:

### 1) YENİ PARA POLİTİKASININ YOL AÇTIĞI BELİRSİZLİK

Son dönemde Türkiye ekonomisini diğer gelişmekte olan ülkelerden ayıran en önemli fark, para politikasındaki anlayış değişikliği. Halbuki amaç, diğer gelişmekte olan ülkelerden hiç farklı değil. İsrail'den Brezilya'ya, Güney Kore'den Türkiye'ye kadar birçok gelişmekte olan ülke, ekonomisini artan global spekülasyon ve likiditenin zararlarından korumaya çalışıyor. Bu sermayenin yüksek finansal getirileri ve büyüme hızlarının cazibesıyla yöneldiği ülkelerin para birimlerini güçlendirmesi gayet mümkün. Böylece ABD başta olmak üzere dünyanın büyük ihracat pazarlarının eskisi kadar tüketemediği bir ortamda o ülkenin global ihracat pastasından aldığı pay azalabilir. Büyüme daha ziyade iç tüketim talebine yaslanmak zorunda kalır ve enflasyon baskısı oluşmaya başlar. Aynı zamanda finansal piyasalarda balon tehlikesi baş gösterebilir ve bu ileride tamiri zor bilanço hasarları yaratabilir. Özetle, gelişmekte olan ülkelerin bu tür risklere sebep olacak kısa vadeli sermaye girişini engellemekten daha doğal bir istekleri olamaz.

Türkiye de aynı konumda ama yatırımcıların kafasının karışmasının en önemli sebebi Türkiye'nin izlediği yolun diğerlerinden ve geleneksel önlemlerden farklı olması. Diğer ülkeler genelde çeşitli sermaye kontrolleri ve faiz artışları ile kısa vadeli sermaye girişi ve enflasyon baskısı ile savaşırken, Türkiye tersine faiz düşürüyor. Üstelik (politika) faizi, Brezilya, Hindistan, Rusya, Endonezya gibi Türkiye muadili ülkelerin faizlerinden yüksek de değil. Doğu Avrupa'ya göre biraz daha yüksek ama onlar da enflasyon endişeleri nedeniyle faiz artırıyor. Zaten hızlı büyüyen ve diğer birçok ülkeye göre daha yüksek bir enflasyonu olan Türkiye, faiz düşüşünün bu ortamı daha da körükleyici etkisini munzam karşılıkları (yani bankaların topladıkları kaynakların Merkez Bankası'nda faizsiz tutmak zorunda oldukları ve bu sebeple krediye dönüştüremedikleri kısmını) artırarak engellemeye çalışıyor.

Tek munzam artıran Türkiye değil, ama neredeyse tek faiz düşüren Türkiye. Çin'den Brezilya'ya birçok ülke hem faiz artırıyor hem de munzam karşılıklarını.

Daha da ilginç, Türkiye aslında faiz düşürmekle yanlış yapmıyor. Yatırım derecesine oynayan kısa vadeli sermaye kısa vadede (risksiz) yüksek getiri elde edememeli. Ama sonuçta ortada nereye kadar devam edeceği ve nasıl sonuçlanacağı bilinmeyen bir belirsizlik var. Yatırımcılar bunu fiyatlamakta zorlanıyor ve belirsizlik azalana kadar tribünlere çekilmeyi tercih ediyor.

## 2) KUZEY AFRIKA VE ORTADOĞU'DAKİ GERGİNLİK

Tunus'la başlayıp Mısır'a yayılan ve yabancı basında Yemen, Libya, Suriye ve hatta İran gibi ülkelere de bulaşabileceği iddiaları ortaya konulan son politik gerginlik de Türkiye'deki huzursuzluğun bir nedeni. Türkiye elbette birçok açıdan çok farklı bir konumda. Ama 2004 sonrasında istikrarlı bir şekilde yılda yüzde 6 büyüyen, global krizde dahi büyümeye devam edebilen, son yıllarda özellikle finans sektöründe yaptığı reformlarla büyüme potansiyelini daha da yukarı çekip yabancı yatırımcıların sevdiği bir ekonomi haline gelen ve Türkiye'nin üçte biri büyüklüğüne rağmen Türkiye kadar doğrudan sermaye çekebilen Mısır'ın sorun yaşamaması genel olarak bu bölgedeki diğer 'sevilen' ülkelere karşı da bir belirsizlik yaratmış oldu. Olay ayrıca Mısır ekonomisi de değil. Mısır'ın Süveyş Kanalı üzerinden dünya enerji ve emtia taşımacılığına önemli bir katkısı var ve buradaki bir kesintinin global ekonomiye vereceği zarardan sadece Türkiye değil birçok ülke zarar görecektir. Bu riskin fiyatlanması da son derece normal.

## 3) KÂR REALİZASYONU İMKÂNI

Son bir faktör de Türkiye piyasalarının uzun süredir diğer ülkelere göre çok daha prim yapmış olması. TL global kriz sonrasında bir Brezilya Reali veya Güney Afrika Randı kadar güçlenmese de özellikle hisse senedi ve tahvil piyasaları diğer ülkelere göre çok daha fazla yükseldi. (Grafik 3) Bu durumda yurtiçi ve yurtdışı gelişmelerle artan belirsizliklerin fiyatlanması zorlaşmaya başlayınca spekülasyon yatırımcıların portföylerindeki kârlı ve likit piyasalardan biri olan Türkiye'de satış yapmak ve kâr realizasyonuna gitmek çok daha kolay hale geliyor.

Sebeplerin ne olduğunu görmek çok zor olmasa da piyasaların yeniden ne zaman rahatlayıp alıma geçeceklerini görebilmek o kadar kolay değil. Belki yeteri kadar satış oldu ama yeni para politikasının sonuçlarını almak ve bölgesel politik gerginliklerin bir çözümü ulaşması zaman alacak gibi gözüküyor.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

# Global büyüme hızlanıyor enflasyona dikkat!

Saruhan Özel 2011.02.09

Gelişmekte olan ülkeler global kriz sırasında durakladılar ama kısa sürede yeniden eski büyüme hızlarını yakaladılar. Krizde ağır bir üretim kaybı yaşayan (resesyona giren) gelişmiş ülkelerin yeniden büyüme sürecine girmeleri ise uzun sürdü. Resesyona girenler bütçe politikasından bankalarına ve para politikalarına kadar her türlü imkânla ekonomilerini radikal şekilde desteklediler.

Sorunları o kadar yapısal ve ağırdı ki, ekonomilerdeki yüksek borçluluğu azaltmak politikacıların katlanamayacağı kadar uzun sürecek ve acılı olacaktı. Genel görüş dünya ekonomisinin uzun süre durgun seyredeceği şeklindeydi. Çünkü nihayetinde gelişmekte olan ülkelerin hızlı büyümeye devam etmeleri hâlâ ABD liderliğinde gelişmiş ekonomilerin tüketim gücüne bağlıydı.

Sorunun temeli olan yüksek işsizliğin düşmekte zorlandığını gören gelişmiş ülkeler son bir çaba ile ABD liderliğinde "parasal genişleme" stratejisine geçtiler. Faizlerini sıfıra kadar indirmiş oldukları için başka çareleri de yoktu. Amaç para basıp bunun hisse senedi, gayrimenkul gibi riskli varlıklara kaymasını sağlayarak tüketim-kredi-istihdam çarkına destek vermektir. Varlık fiyatları arttığı ölçüde borcu düşürme ihtiyacı azalacaktı (borç/varlık oranı yani borçluluk gerileyecekti). Böylece borçluluğu azaltmak daha kısa sürecek ve daha az acılı olacaktı.

Parasal genişlemenin en önemli riski enflasyonun hızlanmasıydı. Ama işsizlik ve kapasite fazlası yüksek olduğu için enflasyondan ziyade tam tersi deflasyon (fiyat düşüşü) daha büyük bir risk olarak görülüyordu. Örneğin ABD'de şirketlerin kârlılığı ve nakit varlıkları sürekli artıyor ama bunun % 90'ı satışların artmasından değil mevcut istihdamın daha verimli çalışmasından kaynaklanıyordu. Yakın vadede tüketim artışından ümidi kesen şirketler likit kaynaklarını yeni yatırımlara aktarmaktansa belirsizliğe karşı ihtiyati olarak tutunca istihdam artamıyordu. FED'in enflasyon hedeflemesine geçerek deflasyon beklentilerini engellemesi tartışılıyordu.

Profesyonel yatırımcılar ortaya çıkan bu ek likidite imkânlarının niyetlendiği üzere gelişmiş ekonomilerde kalmayacağını ve global finansal entegrasyon sayesinde kolayca gelişmekte olan ülkelere ve emtia piyasalarına akacağını öngördüler. Bu yönde spekülâtif sermaye akışı başladı. Emtia fiyatları 2009 yılı ortasından itibaren hızla yükseldi. Art arda gelen doğal afetlerin arz tarafındaki olumsuz etkileriyle tarım emtialarındaki yükseliş özellikle 2010 yılı ortasından itibaren, çok daha hızlı oldu. (Grafik 1)

### **Manşet enflasyondan çekirdek enflasyona**

Emtia fiyatları artınca özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu ürünlerin önemli yer tuttuğu enflasyon endeksleri de hızla yükselmeye başladı. Artış sadece manşet enflasyonla da kalmadı. Sanayi şirketlerinin artan maliyetlerini mecburen satış fiyatlarına yansıtmaya başlamalarıyla çekirdek, yani tarım ve enerji fiyatlarından arındırılmış enflasyon endeksleri de yükseldi. (Grafik 2)

Gelişmekte olan ülkelerdeki bu durum piyasalarda önemli bir sorun olarak algılanmadı. Zaten hızlı büyüyen bu ekonomilerde otoritelerin faiz artışları ve diğer önlemlerle global büyümeye fazla bir zarar vermeden enflasyondaki artışı dizginleyebilecekleri düşünülüyordu. Gerçekten de bu ülkelerde merkez bankaları arka arkaya faiz artırarak çekirdek enflasyondaki artışa tepki vermeye başladılar. Piyasalarda gelişmiş ülkelerin hâlâ istihdam yaratmakta zorlandıkları için bu tür önlemleri almak zorunda kalmayacakları ve ekonomilerini (parasal genişleme ve gevşek bütçe politikalarıyla) desteklemeye devam edecekleri görüşü hakimdi.

Ne var ki, son ekonomik veriler artık enflasyonun gelişmiş ekonomiler için de bir sorun haline gelmeye başladığını gösteriyor. Avrupa Birliği ciddi bir açmaz içerisinde. 2010 son çeyreğinde ekonomisi küçülen İngiltere'de enflasyon % 3,7 ile % 2'lik hedefin çok üzerine çıktı. Yine büyümekte zorlanan Euro Bölgesi (Euro kullanan 17 ülke) % 2,4 ile yine % 2 hedefinin üzerinde.

Ama tedirginliği artıran asıl gelişme ABD ekonomisinde büyümenin hızlanmaya ve istihdamı olumlu etkilemeye başladığı yönünde gelen sinyaller. Henüz enflasyon göstergeleri hedefin altında ama eğer enflasyon bu en önemli kaleyi de fethetmeye başlarsa endişeler iyice artacak. Piyasaların bundan çekinmeye başladığının güzel bir göstergesi de 10 ve 2 yıllık ABD devlet tahvili getiri farkının hızla artmaya başlaması. (2

yıllık tahvil getirisi de artıyor olduğu halde, Grafik 3) Diğer bir deyişle, piyasalar uzun vadede enflasyon tehdidini daha fazla önemsemeye ve buna karşı istediği risk primini artırmaya başladı.

### **Enflasyona karşı korunmakta fayda var**

Kriz arkada kaldıkça daha önce alınan radikal önlemlerin enflasyonu artırıcı etkileri ortaya çıkmaya başladı. Eğer merkez bankalarının doğru bir şekilde ve zamanında parasal genişlemeden vazgeçip tersine sıkılaştırmaya gidebileceklerine inanılabilirse enflasyonda görülen bu artış tedirginlik oluşturmaz. Ama ne ABD ne de AB ekonomileri henüz gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi merkez bankalarının kararlı bir şekilde ihtiyatlı davranabilecekleri bir büyüme hızına da erişmiş değiller. ABD'de % 9 ve Euro Bölgesi'nde % 10 olan işsizlik oranları % 5'lere yaklaşmadan ne FED ne de ECB sert konuşmalardan öteye geçemezler. Kaldı ki, ECB Başkanı Trichet "gerekirse faiz artırım" diye rol kesmeye devam ediyor ama Bernanke bunu bile yapmayıp enflasyondaki artışın henüz bir tehdit olmadığı görüşünü savunuyor.

Ve en çok korkulması gereken risk de bu. Merkez bankaları giderek artan enflasyon tehdidini ciddiye almadan uzun süre karşıdan seyredeler ama sonra akları başlarına geldiğinde panikle piyasaların önüne geçmeye çalışırlarsa ortalık ciddi şekilde karışacak. Belki Türkiye'de dünya ortalamalarının çok üzerinde olan enflasyon, tarihinin en düşük seviyelerine indi ama dünyadaki durumun farklı olduğuna dikkat etmek gerekir. Üstelik bu ortamda Türkiye'de politika faizi geriliyor. Aslında doğru olan ve 5 yıl önce ortaya konması gereken anlayış maalesef şanssız bir döneme rastlamış oldu. O nedenle bugünkü sinyalleri göz ardı etmeyip yavaş yavaş enflasyona karşı korunmaya başlamakta fayda var.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## **Cari açık endişeleri aşırıya kaçıyor!**

*Saruhan Özel 2011.02.16*

Yıllardır kamuoyunda cari açığa dayalı bir ekonomik modele karşı çıkan bir iktisatçıyım. Yüksek cari denge açığını körükleyecek para politikaları ve kur rejimlerinde ısrar edilmemesi ve bu yöndeki bazı anlamsız kısıtlardan kurtularak politikaların esnekleştirilmesi görüşünü savunuyorum.

Ödemeler dengesinin ardındaki dinamikler kamuoyunda pek anlaşılamadığı için yıllarca anlamsız tartışmalarla vakit geçirildi, değerli fırsatlar harcandı. Bunun tek gerçek çözümü olan ekonomik modelin değişimine cesaret edilemedi. İlk defa ekonomi yönetiminin bu konuda gerçekten bir şeyler yapmak istediği bir dönemdeyiz. Ama artık bu konu ekonomi basınında o kadar yanlış yansıtılmaya başladı ki bana göre artık ekonominin uzun vadeli çıkarına zarar veren bir konuma gelmeye başladı.

Bugün sürekli gündemde tutulan üç veri var. Sanayi üretimi 2010 yılında %13 büyüdü, cari denge açığı GSYİH'nin %6,5'ine tekabül eden 50 milyar \$'a yaklaştı ve ekonomi eskiye göre çok daha fazla "sıcak" ya da kısa vadeli kaynaklarla finanse ediliyor. Hemen peşinden de yargı geliyor: Bir an evvel ekonomik büyüme yavaşlatılmalı ve cari açık azaltılmalı. Ama acaba %13 büyüme, ekonomide arzın talebin çok gerisinde kalmaya başladığını ve enflasyonda ipin elden kaçabileceğini mi gösteriyor? Acaba finansal istikrarı bozabilecek cari

açık boyutu nedir? Acaba sıcak para diye ahkam kesilen finansman (ve bu gruba sokulan portföy yatırımları) gerçekten hemen birkaç günde kaçmak üzere gelen bir finansman türü mü?

1 yıla değil 3 yıla bakalım

Sanayi üretimi 2010 yılında %13 büyümüş olabilir. Ama 2008 yılında %1, 2009 yılında da %10 küçülmüştü. Yani son 3 yılda Türkiye'de sanayi üretimi yılda ortalama %0,5 büyüyebildi. 2010'daki hızlı artışa rağmen sanayi üretimi aslında 3 yıldır yerinde sayıyor.

Halbuki ekonomi 2004-2007 yılları arasında her yıl GSYİH'nin %21'i kadar ya da yılda ortalama 110 milyar \$ gibi gayet yüksek miktarda yatırım yapmıştı ve makro dengeleri çok fazla rahatsız etmeden her yıl %5 ve üzerinde büyüyebilecek durumdaydı. (Grafik 1) Dolayısıyla, sanayi belki 2010'da hızlı büyüdü ama henüz önceki yıllarda hızla artan yatırımlarla büyüyen kapasitesini doldurmakla meşgul. Ekonomi arz-talep dengesi itibarı ile henüz enflasyon tarafında iplerin elden kaçacağı, talebin bir an evvel dizginlenmesi gereken bir konumda değil. Eğer bu kadar hızlı büyümeye, TL'nin değer kaybına ve petrol ve emtia fiyatlarındaki artışa rağmen enflasyon tarihinin en düşük seviyelerine inebiliyorsa sebebi de bu.

Kritik cari açık seviyesi nedir?

Cari denge açığı son 1 yılda hızla yükselmiş olabilir. Ama aynı sanayi üretim artışı gibi geldiği yer, iki sene önceki yer. (Grafik 2) Kapasitesini doldurmaya çalışan ekonomi doğal olarak krizde yavaşlattığı ithalatını yeniden hızlandırıyor. Ayrıca global krizden sonra dünyada daralan ihracat pastasından da pay almakta zorlandığı için ithalat artışı biraz daha göze batıyor. Ortada açıklanamayacak gizemli bir şey yok.

Ekonomi potansiyeli itibarı ile yurtiçi tasarrufların finanse edebildiğinden çok daha fazla yatırım yapmaya çalıştığı için yurtdışından tasarruf ithal ediyor ve böylece cari denge açık veriyor. Bugün ekonominin %6,5'i kadar olan bu yatırım talebi fazlası yarın %8'e çıksa bir anda ekonomi krize mi girecek? Eğer ekonomi yatırım bedelini geri ödeyebilecek katma değeri yüksek yatırımlar yapıyorsa neden daha yüksek bir cari denge açığını hazmedemesin? Bugün dış kaynaklar 2001 krizi öncesinde olduğu gibi popülist devlet harcamalarına yüksek getirili finansman mı sağlıyor yoksa ülkede artık doğru düzgün bir bankacılık sistemi var ve bu sistem risklerine dikkat ederek kaynakları katma değer yaratacak doğru projelere mi yönlendiriyor?

Türk bankacılık sistemi global kriz sırasında benzerlerine oranla düşük kalan ve sonrasında da hızla azalan sorunlu kredi oranıyla aslında doğru kredi kararları verebildiğini gösterdi. (Grafik 3) Elini taşın altına sokan, kâr amaçlı kurumların belli kalitede fizibilite çalışmalarına dayanan projeleri finanse ediyor. Örneğin, gelecekte cari denge açığına destek verecek enerji yatırımları uzun vadeli kaynaklarla destekleniyor. Bu kredi aktarımını doğru yapacak uzmanlık düzeyi ve tecrübe mevcut. Üstelik bunu çok daha büyük boyutta yapacak güçleri, yani sermayeleri de var. Dünyada %7-8 gibi sermaye yeterlilik oranları alkışlanırken Türkiye'de bankalar %19 gibi aşırı yüksek bir sermaye yeterliği ile çalışıyorlar. Sistem kârlı ama bunlar ekonomiye daha fazla kaynak olarak dönsün diye sermayeye ekleniyor. Sistem şeffaf. Düzgün regülatörü sayesinde dileyen herkes gün bazında sistemin tüm rakamlarını görebiliyor. Bugün gelişmiş ülkelerin sorununun kalitesiz bankaları değil, kalitesiz bankacıları ve kalitesiz denetçileri olduğuna dikkat.

Sıcak para nedir?

Ekonomi basınında bir sıcak para furyası sürüyor. Kısa vadeli her dış kaynak girişi bu kapsama sokuluyor. Öncelikle bankalar yurtdışından geçmişe göre çok daha uzun vadede borçlanabiliyorlar. Ödemeler dengesindeki sermaye hareketlerine bakıp da "sıcak" diye ahkam kesilen bir 1 yıldan kısa vadeli sendikasyon kredisinin ya da post-f finansmanın ardında yılların iş ilişkisi, bankanın ne kadar sağlam ve başarılı olduğu, risk yönetimine ne kadar dikkat ettiği, bu kaynağı doğru kullandığı konusunda borç verenleri ikna edebilmesi gibi

faktörler var. Reel sektörün kısa vadeli döviz borçlarından rahatsız olanlar şirketlerin kısmen kendi paralarını borçlandıklarını görmeliler. Sermaye kontrolü olmadığı sürece cari açık %3 de olsa spekülasyon kaynak girişi olacak, %10 da olsa. Bunların ani hareketleriyle yatırımcıların banka hesapları değişecek. Ama önemli olan, bu tür sermaye hareketlerinin bankacılık sisteminde veya reel sektörde bilançoları tahrip etmemesi. En önemli sıcak para da aslında 2001 yılında açıkça görüldüğü üzere yurtdışı büyük mevduat sahiplerinin kısa vadedeki döviz-TL manevraları. Ama onu sıcak para kapsamına sokan yok.

Özetle, cari denge açığına dayalı hızlı bir büyüme modeli savunulamaz ve uzun vadede sürdürülebilir değildir. Ekonomi hiç finansman sıkıntısı yaşamasa dahi belli bir gelişmişlik düzeyine ulaştığında hızını yavaşlatmak zorunda kalır. Ama bugün başka bir seçeneğin gündemde olmadığı bir ortamda cari açığındaki mevcut artışı, karşılığında neyin nasıl yapıldığına bakmadan ısrarla yarın bir kriz yaratacakmış gibi yansıtmak da doğru değil. Riske duyarlı olalım ama bana göre endişe düzeyinde biraz aşırıya kaçılıyor.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## G20 kriterlerinin Maastricht'ten ne farkı olacak?

*Saruhan Özel 2011.02.23*

G20, 2011'in ilk toplantılarını hafta sonu Paris'te tamamladı. Özellikle 2008-9 global krizinden sonra bu grubun toplantıları piyasalarda daha fazla takip ediliyor.

Çünkü birkaç gelişmiş ülke krizde aldıkları darbeden sonra artık kendi aralarında karar alıp uygulayamayacak durumdadılar. İşin içine 1 trilyon \$ üzerindeki büyüklükleri ile Çin, Hindistan, Brezilya, Rusya gibi ekonomiler ile bu seviyelere çıkmaya aday Güney Kore, Türkiye, Endonezya gibi ekonomileri de sokmak durumundalar. Her G20 toplantısında gündeme farklı yeni konular gelse de uzun süredir bu platformun üzerinde ısrar edip gündemde tuttuğu bir konu var: 2008-9 krizinin sebebi olarak görülen global dengesizliklerin yakından izlenmesi ve dengesizlikler büyümeden müdahale edilmesi.

Global dengesizliklerden kastedilen, 2000'li yılların başından global krize uzanan süreçte dünyada oluşan iki kutuplu ekonomik yapı. Giderek şiddetlenen global ekonomik ve finansal entegrasyon, sanayi yatırımlarının Çin liderliğinde Asya ülkelerine akarak bu bölgeyi dünyanın fabrikası haline getirdi. Bu ülkeler kendi tüketimlerinin çok daha üzerinde üreterek alım gücü yüksek gelişmiş ülkelere ihracat yaptılar. Böylece cari denge fazlaları hızla arttı. Sadece Çin'in cari denge fazlası, ekonominin % 10'unu geçti. Çin'e makine/aramal satan Almanya ile hammadde/enerji satan Rusya gibi ülkelerde de cari denge fazlaları Çin'le yarıştı (Grafik 1). Para birimlerini rekabetçi tutmak isteyen merkez bankaları, bu dövizleri satın alarak rezervlerini hızla büyüttüler (Grafik 2). Bu ihracatın yöneldiği pazarın liderliğinde ise dünya ekonomisinin üçte biri boyutunda ve % 70'i tüketimden oluşan ABD ekonomisi vardı. Çin ve çevresi, elde ettikleri ihracat gelirlerini ABD'nin (ve benzer konumdaki ülkelerin) finansal sistemlerine hem de düşük faizle aktararak tüketimlerini ucuza finanse edebilmelerini sağladılar. 2007 yılında ABD ekonomisinin cari denge açığı, ekonomisinin % 6'sını aştı.

Sonuçta tasarruf ve yatırım (cari fazlalar) ile tüketim (cari açıklar) farklı bölgelere yoğunlaşmış ve global finansal sistem bu dengesizliği finanse ederek büyümüş oldu. Ama 2007 sonuna doğru yüksek cari denge açıkları veren ülkelerin bankacılık sistemlerinin tüketime dayalı ekonomilerini finanse ederken sermayelerinin



hazmedebileceğinin çok üzerinde riskler aldıkları görüldü. Tedirginlik artıp finansman kaynakları daralınca ABD başta olmak üzere önce bankaların sonra da kredi mekanizmasına dayalı sektörlerin bilançoları tahrip olmaya başladı (= 2008-9 global krizi).

#### Yeni G20 kriterleri

Global krizden zarar görenlerin başında gelen ABD, ilk defa geçen yıl Seul'daki G20 toplantılarında cari denge açıklarının (ve fazlalarının) ekonomilerin %4'ü kadar bir büyüklükle sınırlandırılmasını gündeme taşımaya çalıştı. Amaç, cari dengeler belli bir büyüklüğe eriştiğinde gerekli önlemlerin devreye girmesi ve daha fazla büyümelerinin engellenmesiydi. Örneğin, Çin gerekiyorsa para birimi yuan'ı güçlendirerek cari denge fazlasını % 4'ün altına çekmeye çalışacaktı.

Elbette böyle bir limit, yüksek cari fazlası olan ekonomilerin hiç hoşuna gitmedi. Çin'in kurlara hassas ihracatı Yuan'ın güçlenmesiyle yavaşlayacak ve çok elzem olan istihdam artışını olumsuz etkileyecekti. Bunun telafisi için iç tüketimin canlanması (ve ithalatı körüklemesi) gerekiyordu. Ama bu da hem tasarrufa dayalı Çin'de hemen olabilecek bir şey değildi hem de enflasyonu körükleyebilirdi. Benzer şekilde Almanya, Çin'den farklı olarak rekabetçi para birimi ile değil verimlilik artışı ile ihracatı büyüttüğünü vurgulayarak limite itiraz etti. Cari denge fazlası vermek dışında bir alternatifi olmayan S.Arabistan gibi petrol ihracatçısı bir G20 üyesinin de bu limite uyabilmesi mümkün değildi. Sonuçta ABD, % 4 limitini G20 gündemine taşıyamadı.

Bu yılki Paris zirvesinde global dengesizlikleri azaltmaya yönelik teşebbüs biraz daha esnetildi. Sadece % 4 cari denge gibi katı bir limit yerine daha geniş kapsamlı iki kısımdan oluşan bir gösterge seti belirlendi. İlk kısımda kamu açığı ve borç stoku ile özel sektör tasarrufu ve borç stoku var. İkinci kısımda ise dış dengesizlik adı altında dış ticaret dengesi, net yatırım gelirleri ve transferler bulunuyor. İkinci set aslında cari dengeden farklı değil ama belli ki bu deyimle alerjisi olanları kızdırmak istemiyorlar. Maliye bakanları nisan ayında yeniden toplandıklarında mümkünse bu göstergeleri daha somut hale getirip belli limitler belirleyecekler. Ondan sonra da konuyu IMF'nin takibine bırakacaklar.

#### Bir işe yarayacak mı?

Bu göstergeler zaman içinde ekonomilerin aşırı büyüyüp büyümediklerini ve bunu ne tür dengesizlikler yaratarak gerçekleştirdiklerini gösterecek. Diğer bir deyişle, eğer dış denge bütçe politikaları ve kamu harcamalarındaki disiplinsizlik nedeniyle bozuluyorsa sıkı bütçe politikalarının devreye girmesi istenecek. Eğer cari denge açığı özel sektörün yatırımlarındaki artış nedeniyle artıyorsa da para politikasının sıkılaştırılması ve/veya para biriminin güçlendirilmesi tavsiye edilecek.

O zaman soru, bunlar tavsiye edildiğinde G20 üyeleri bu tavsiyeleri dinleyip de bir şeyler yapacaklar mı? Geçmiş, bu konuda pek ümit vermiyor. Örneğin, Avrupa Birliği'nin ve daha sonra Euro'nun temelinde Maastricht kriterleri vardı. Euro'ya geçmek isteyenler en fazla ekonomilerinin % 3'ü kadar bir bütçe açığı verebilecek, kamu borcu GSYH'nın % 60'ını geçmeyecek, enflasyon ve uzun vadeli faiz oranları en düşük 3 ülke ortalamasının sırasıyla 1,5 ve 2 puan üzerine çıkamayacaktı. Ama AB ekonomileri Euro'ya geçerken de ve geçtikten sonra da bu limitleri sık sık ihlal ettiler (hatta bazılarını hiç tutturamayan ülkeler oldu). Yaptırım yoktu. Bu vurdumduymazlık AB'yi sonunda bugün yaşadıkları krize taşıdı.

Dolayısıyla, getirilmek istenen limitlerin bir işe yaramayacağı belli. Yaptırım yok. Zaten G20 daha şimdiden bu limitlerin zorlayıcı değil "tavsiye" niteliğinde olacağını söylediğine göre kendileri de pek ümitli değil.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

# Politik kargaşa içinde büyük resmi kaybetmeyelim!

*Saruhan Özel 2011.03.02*

Yaklaşık 3 yıl önce başlayan ve 2008'de iyice şiddetlenen global finansal ve ekonomik kriz 2009 yılına girildiğinde etkisini kaybetmeye başlamıştı.

G20 otoritelerinin 2009 Londra zirvesinde can havliyle somut kararlar alıp uygulamaya başladıklarını gören piyasalar dipten dönmüş ve istikrarlı bir yükseliş içine girmişti.

2010 yılına gelindiğinde gelişmekte olan ülkeler krizden çabuk çıkıp büyüme hızlarını artırdılar. Ama yapısal sorunları olan gelişmiş ülkeler aynı hızda geri dönemiyorlardı. Avrupa ülkeleri özellikle finans sektöründeki sıkıntılarını sürekli halının altına süpürdüler ama piyasalar ne yaptıklarının gayet farkındaydı. Zaten altına pislik süpürecek halıları olmayan küçükleri de alaşağı ettiler. ABD'de ekonomi büyümeye geçse de istihdamın artamaması ve gayrimenkul sektöründe sıkıntıların devam etmesi sürekli "ikinci dip" endişelerini gündemde tuttu.

Piyasaların buna reaksiyonu portföylerinde gelişmekte olan ülkelerin ağırlığını artırmak oldu. ABD liderliğinde gelişmiş ülkelerin ikinci dip endişeleriyle son bir çare olarak parasal genişleme stratejilerini uygulamaya koyması (yani merkez bankalarının ikinci piyasadan devlet tahvili ve diğer düşük riskli tahvilleri satın alıp likiditeyi artırması) bu yatırım stratejisini destekledi. Türkiye dahil birçok büyük gelişmekte olan ülkede hisse senedi endeksleri kriz öncesi seviyelere ya yaklaştı ya da geçti. (Grafik 1) Gelişmekte olan ülkelere gidemeyenler de hisse senetlerinden tahvillere geçerek risk iştahını azalttılar.

2010 sonuna doğru gelişmiş ülkelerde de büyüme istikrar kazanmaya ve istihdam yaratmaya başladı. Bankalar yeniden para kazanabilecek ve sermayelerini güçlendirerek kredi portföylerini büyütebilecek hale geldiler. Bu ülkelere yönelik endişeler azaldı. İkinci dip söylemleri kayboldu. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde de emtia fiyat artışı kaynaklı enflasyon baskısı oluştu ve enflasyon yükselmeye başladı. Otoritelerin faiz artışları ve diğer sıkılaştırma politikaları ile bu ülkelerdeki büyüme dinamizmini dizginleyeceği beklentisi ortaya çıktı. Piyasaların bu seferki reaksiyonu ise portföylerinde payı artmış olan ve oldukça kârlı oldukları gelişmekte olan ülkelerdeki pozisyonlarını biraz azaltmak ve çok ucuz olduklarını düşündükleri gelişmiş ülkelere geri dönmek oldu. Portföyler biraz dengelendi. Toplamda piyasaların risk iştahı global ekonomik büyümenin daha dengeli ve istikrarlı olmasına paralel artıyordu. Tahvillerden çıkılıp hisse senetlerine geçilmesi de bunun bir sonucuydu.

Bu ortamda K.Afrika gerginliği

2011'e daha dengeli büyüyen bir ekonominin iyileştirdiği beklentilerle girilmişken bir anda Kuzey Afrika'da politik gerginlikler ortaya çıktı. Daha önce hiç hesaba katılmadığı için piyasaların morallerini bozdu. Oynaklık arttı ve hisse senedi gibi riskli yatırım araçlarına satış geldi. Mevcut haliyle bölgenin dünya ekonomisi açısından bir önemi yok. Fas, Tunus, Libya ve Mısır'ın toplam ekonomik büyüklüğü dünya ekonomisinin sadece binde 6'sı. Ama bölge petrol ve gaz kaynakları açısından önemli. Libya ve Cezayir toplam petrol üretiminin % 4'ü civarını karşılıyorlar. Mısır'da petrol yok ama Süveyş Kanalı üzerinden petrol taşımacılığı açısından çok önemli.

Kargaşa bu bölge ile kalsa aslında sorun değil. Günde 8,5 milyon varil ile Rusya ve ABD'den sonra dünyanın en büyük üçüncü üreticisi olan S. Arabistan bugün günde 4 milyon tona yakın daha fazla petrol üretebilecek durumda. (Grafik 2) Kaldı ki üretimini artırıp Libya kaynaklı üretim kaybını telafi etmeye başladı bile. Ama piyasaların asıl endişesi de bu. Dünya petrol üretiminin %30'unu karşılayan Ortadoğu ülkeleri K.Afrika'ya benzer politik rejimlere sahip ve bu tür bir ayaklanma yaşama olasılıkları yüksek. K.Afrika sineye çekilebilir ama Ortadoğu petrolünün kesintiye uğraması ile petrol fiyatları çok daha yüksek seviyelere çıkar. (Grafik 3) Artık olmaz denen ikinci dip yaşanır. S.Arabistan kralı riski görünce 3 aydır uzakta olduğu ülkesine geri koşturup kesenin ağzını açtı ve hemen 36 milyar \$'lık teşvik paketi açıkladı. Ama yine de tedirginlik devam ediyor. Ufak olsalar da Bahreyn ve Umman'daki gerginlikler de tedirginliğe katkı yapıyor.

Kısa vadede Türkiye'ye etkisi de olumsuz. Zaten cari denge açığı endişelerinde aşırıya kaçılmış durumda. Şimdi buna artan enerji ithalat faturası da eklenecek. Bölgeye olan hassasiyet, çok farklı bir ülke ve ekonomi olsa da yatırımcıları Türkiye'ye daha mesafeli olmaya sevk edecek. Petrol fiyatı uzun süre 100 \$ üzerinde kalırsa Merkez Bankası'nın % 5,5'lik hedefe karşı % 5,9'luk 2011 enflasyon tahmini de tutmayacak ve belki de TCMB beklenenden önce (mesela 2011 ortasında) faiz artırmaya başlayacak.

Uzun vadeli düşünme zamanı

Riskler belli. O yüzden piyasalar bu kadar satış yaptılar. Ama yaşananların Ortadoğu'ya sıçramayacağı öngörülebilirse olumlu düşünmek de mümkün. Birincisi, bugüne kadar kapalı kalmış ve doğal kaynaklarıyla gelir yaratma kapasitesi olan bu ekonomilerin dünyaya açılması kriz sonrasında daralan dünya ihracat pazarına bir katkı olacak. Bölge ekonomileri dünyanın binde 6'sı ama nüfusu yüzde 2'si. İkincisi, bölgedeki enerji kaynaklarına daha rahat ulaşılması gelişmiş ülkelerin parasal genişleme stratejileriyle artan petrol ve enerji fiyatlarını dizginleyici etki yapacak. Üçüncüsü, global ekonomi bugün giderek istikrarlı hale gelen büyüme dinamiği ile bu tür şokları kaldıracak durumda. Mevcut durum bundan 2 sene önce ikinci dip-deflasyon riskinin yüksek olduğu bir dönemde yaşansaydı piyasalar muhakkak ki çok daha panik yapacaklardı.

K.Afrika'daki politik kargaşaya bu açıdan yaklaşmak ve yazımın ilk kısmındaki büyük resme göre değerlendirmek gerekir. Global ekonominin giderek daha dengeli ve istikrarlı büyümeye başladığına ve bölgedeki sıkıntılar daha fazla büyümeden kontrol edilebilirse orta/uzun vadede risk iştahının artacağına dikkat edilmeli. Tünelin ucundaki ışık gözüken kadar beklenirse geç kalınacağı unutulmamalı.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## 2050'de hangi ekonomi dünyanın en büyüğü olacak?

*Saruhan Özel 2011.03.09*

Son dönemin gözde analizlerinden biri uzun vadede dünyanın en büyük ekonomilerinin kimler olacağını tahmin etmek. Bunlardan biri şubat sonunda Citigroup başekonomisti Willem Buiter tarafından yayınlanan analizdi.

Dünya ekonomisinin 2010 yılındaki 73 trilyon \$'lık büyüklüğünden yılda ortalama % 4,2 büyüyerek 2050 yılı sonunda 378 trilyona ulaşacağı öngörülen bu analize göre 2020 yılında 28 trilyon \$'a ulaşacak Çin

ekonomideki dünya liderliğini ABD'den devralıyor ama 2050 yılına gelindiğinde bayrağı 86 trilyon \$ büyüklüğe erişecek olan Hindistan'a devrediyor. (Tablo)\* Buna göre analiz gelecek 40 yılda Hindistan'ın yılda ortalama % 8 büyüyeceğini öngörüyor. 2005-2010 arasında % 8,6 büyüdüğü düşünülürse haksız da değil.

Bu ülke büyür büyümesine ama

Geçtiğimiz hafta IIF kısa adıyla bilinen Uluslararası Finans Enstitüsü toplantılarına katılmak için Hindistan'daydım. Diğer Asya ülkelerine sıkça gittiğim halde buraya yolum ilk defa düştü. Global ekonomi gündeminin önemli konularının tartışıldığı toplantıların yanı sıra başkent Yeni Delhi ve çevresi ile ünlü Tac Mahal'in bulunduğu Agra şehrini gezdim. Agra'ya otobüsle gidip trenle dönerek gözlemler yaptım. Türkiye'nin dört katı büyüklüğündeki bu ülkeye yönelik yorumlarım tamamen Kuzey'deki bu iki şehir ve arasında gördüklerimin ülkenin genelini yansıttığını varsayıyor.



Indera Ghandi Havaalanı, beklentilerimin çok üzerinde, Singapur ya da Şanghay'a benzer büyüklük, temizlik ve rahatlıkta bir havaalanıydı. Bu olumlu gözlem gece şehir merkezine göre havaalanına daha yakın olan ve konsolosluklarla bakanlık binalarından oluşan diplomatik bölgedeki lüks otelime gelene kadar da devam etti. Belli ki kısa süreli diplomatik seyahatlerde ülke itibarının korunmasına yönelik bir strateji izlenmiş. Çünkü gündüz gözüyle şehir merkezine ve ötesine geçtiğimde olay çok farklı hale geldi.

Küba'dan Güney Afrika'ya ve Mısır'dan Brezilya'ya varoşları ile ünlü gittiğim birçok ülke ile kıyasladığımda Hindistan kesinlikle bugüne kadar gördüğüm en fakir ve geri kalmış ülke. Türkiye'nin büyük şehirlerinin 50 yıl öncesinde olduğunu söylemek iddialı olmaz. Sokaklarda hayvanseverleri çok memnun edecek sıkı bir insan-hayvan kaynaşması var. İnek ve maymunlar daha ziyade şehir merkezlerinin dışında yoğunlaşırken merkezlerde köpeklerin ezici bir üstünlüğü görülüyor. Bunun en doğal neticesi sokakların son derece pis olması. Her yer aşırı kalabalık ve trafik sürekli bir kaos ortamında. Kolay değil, Çin'in üçte biri kadar bir ülkede Çin nüfusu kadar (1,3 milyar) insan yaşıyor. Yollarda 3.000 \$'a alınabilen üç tekerlekli (ve açık) küçük minibüslerin ciddi bir hakimiyeti var. Korna çalmayan şoför garipseniyor. Bazı yollarda şerit olsa da uyan yok. İlk fırsatta karşı yöne geçilerek öndekiler sollanmaya çalışılıyor. Arabalar birbirlerine o kadar yakın geçiyorlar ki birçok şoför darbe almaması için yolda yan aynaları kapalı geziyorlar.

İnsan yaşamının pek bir değeri olmadığı çok açık. Yüzlerde "bir şekilde bu dünyaya getirildim, artık elimden geleni yaparak hayatta kalmaya çalışacağım" türü bir görüntü var. Sokaklarda bazı görüntülere bakmak bile kolay değil; insani açıdan rahatsızlık veriyor. Ama tüm bu kaos ortamına ve fakirliğe rağmen yollarda ne bir kaza ne de bir kavga gördüm. Hint halkı açık şekilde iyi niyetli, mevcutla yetinmeyi sindirebilmiş ve ürkütmeyen insanlar. Dilenciler bile en ufak bir el hareketiyle sizi hemen rahat bırakıyorlar.

Hindistan ekonomisi aslında 1,5 trilyon \$'a yakın büyüklüğü ile bugün de büyük (en büyük 10. ekonomi). Ama satın alma gücüne bakılarak hesaplanan kişi başına yıllık geliri 3.500 \$ civarında. 40 yıl sonra dünya lideri olmasını sağlayacak olan da büyük nüfusu ve hızlı artışı. 40 yıl sonra dünyanın en büyük ekonomisi olduğunda Hintlilerin ortalama yıllık geliri daha ancak bugünün Almanya'sı ya da İngiltere'sindeki kişi başı milli gelir kadar olacak. Bunu yapmak için de ülkenin çok ciddi bir altyapı atağına ihtiyacı olduğu açık. Büyümenin daha da fakir kırsal kesime nüfuz edebilmesi için şart. Dünyanın en iyi bilgisayarıcılarını, mühendislerini yetiştirdiği halde ülkede 3G teknolojisi doğru dürüst çalışmıyor (ya da en azından küçük bir dosyayı 5 dakikada indirebilen iPad'im rastlayamadı). Hükümet de bunun farkında ve bunun için gelecek 5 yılda 1 trilyon \$'lık altyapı harcaması yapmayı planlıyor (son 5 yılın iki katı).

IIF toplantılarının ana mesajı

Toplantılarda temel ekonomik gidişata yönelik genel bir iyimserlik vardı. Gelişmekte olan ülkelerle başlayan krizden çıkış gelişmiş ülkelerde de büyümenin hızlanmasıyla daha dengeli bir hale gelmiş ve bunun özellikle en büyük ekonomi ABD'de olması beklentileri olumlu yönde etkilemiş durumda.

Para ve bütçe politikaları hâlâ gevşek. Bu aşamada ekonomi politikaları mecburen geçmişe bakarak çalışıyor. Ekonomik büyümenin kalıcı olduğunu görmek isteyen merkez bankaları erken bir sıkılaştırmaya gidip "ikinci bir dip'i" riske etmek istemiyorlar. Bu süreçte yeni balon/risk ortamlarının oluşması gayet mümkün. Bir örneği enerji ve tarım emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar.

Ama otoriteler sıkışmış durumdalar. Enflasyonları yükselen gelişmekte olan ülkelerde ise faiz artışları geliyor ama tamamen faize yüklenmektense diğer imkanlar da seferber ediliyor (munzam artışı, sermaye kontrolü, işlem vergisi, kredi kotaları gibi). ABD şimdilik enflasyon tarafında rahat ama AB'de hedefin üzerindeki enflasyon otoritelerin itibarını tehdit ediyor. Orada da küçük ülkelerdeki iflas tehdidi faiz artışını zorlaştırıyor. Belki uzun süre negatif reel faizden çıkılamayacak ama sonuçta faizin bundan sonraki yönü yukarı. Avrupa ve İngiltere Merkez bankaları bu yıl içinde faiz artışlarına başlayabilir ama ABD Merkez Bankası (FED) bunu gelecek yıla taşıyacak gibi gözüküyor.

K. Afrika krizi ve petrol fiyatındaki artış bu olumlu ortamı biraz bozdu ama IIF uzmanları orta vadede iyimserliklerini koruyorlar. Bölge halkının başka ülkelere (Batı'ya) karşı değil kendi rejimlerine karşı, kendilerini iyi yönetmedikleri düşüncesiyle isyan ediyor olmaları bu iyimserlikte etkili. Bu nedenle enerji ihracatında geçici durumlar dışında bir sıkıntı beklenmiyor ve halen ulaşımda ve stoklarda büyük bir sorun da görülüyor. Petrol fiyatlarındaki artış daha ziyade sorunun Orta-doğu'ya taşması riskini yansıtıyor ama IIF uzmanlarına göre bu düşük olasılık.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Piyasalar, bu kadar felakete iyi dayanıyor!..

---

*Saruhan Özel 2011.03.23*

Türkiye ekonomisi, global ekonomi ve finans sistemine son derece entegre.

Dünya ekonomisinin sıkıntı yaşadığı durumda ayrışması mümkün değil. Nitekim yapısal sorunları olmadığı halde son global krizde Türkiye ekonomisi dünyanın en çok üretim kaybı yaşayan ekonomilerinden biri olup % 5 küçüldü. Neyse ki gelişmiş ekonomiler çok radikal önlemler aldılar da resesyon uzun sürmedi. Türkiye de yapısal sorun tamiri ile uğraşmak zorunda kalmadığı için kriz sonrasında % 8 civarında büyüyerek bu düzelmeyen yine en kârlı çıkan ekonomilerden biri oldu. Dünya ekonomisinin bundan sonra nasıl seyredeceği bu nedenle son derece önemli.

Bu radikal önlemler sayesinde artık gelişmiş ülke ekonomileri yeniden büyümeye başladı. Bu süreçteki belki de tek sıkıntı Euro Bölgesi'nin iflas aşamasına gelen küçük ülkeleri idi. Ama birden dünya gündemine iki sürpriz gelişme girdi. Biri, İngilizce kısaltmasıyla MENA diye adlandırılan Kuzey Afrika ve Ortadoğu bölgesinde yaşananlar. Diğeri ise Japonya'daki güçlü deprem ve sonrasındaki nükleer tehlike.

Euro Bölgesi'ndeki sıkıntılar yapısal. Neşter vurmadan çözülemeyecek. Neşter vurmak da Avrupa Birliği (AB) içinde ciddi bir refah kaybına yol açacak. Bu bilindiği için neşter vurulamıyor ve zaman kazanılmaya çalışılıyor.

AB, bu ay, sorunların (çözümüne değil) ertelenmesine yönelik bir dizi kararlar alıyor. Piyasalar da olumsuz beklentilerini "şimdilik" erteliyorlar.

Piyasalar ayrıca ilk başta ne boyuta ulaşacağını kestiremedikleri MENA bölgesindeki riskleri de artık ölçebiliyor. K.Afrika'daki sorunların özellikle S.Arabistan başta olmak üzere Ortadoğu'ya taşması ve böylece petrol ve enerji üretiminin merkezini tahrip etmesi en çok korkulan senaryoydu. Ama olmadı. Çünkü Ortadoğu, birkaç küçük ülke dışında diktatörler tarafından değil, halkın asalet ya da dini açıdan saygı duydukları kral, sultan gibi liderlerle yönetiliyor. Bu nedenle Tunus, Mısır ve Libya'daki ayaklanma Fas'a ya da S.Arabistan'a sıçramadı. Sorunlu yerlerde sömürme, yolsuzluk, despotluk gibi kavramlar ön plana çıktı. Hatta Sünni krala karşı Şii halk şeklinde basına yansıyan Bahreyn'deki Şii ayaklanmasında bile etnik nedenlerden ziyade Şiiilerin Sünnilere karşı daha kötü olan yaşam koşulları asıl nedendi. Ayrıca piyasalar kısa sürede sorunun Doğu'nun Batı'ya olan husumeti değil, ülkelerin kendi içindeki bir hesaplaşma olduğunu da anladı. Başa kim gelirse gelsin, petrol gelirlerine ve Batı'daki know-how üstünlüğüne ihtiyaç duyacağını gördü. Bu süreçte petrol ulaşımı ve üretimi kesintiye uğramayınca petrol fiyatları da zaten korkulduğu kadar yükselmedi.

Ve Japonya'daki felaket...



AB ve MENA sıkıntılarını hazmedebilen global piyasalar, Japonya'daki depremden de ilk başta fazla etkilenmedi. Çünkü piyasaların önünde Kobe depremi örneği var. Japonya ekonomisi, Kobe depremi sonrasındaki 115 milyar \$'lık yeniden inşa harcamaları sayesinde büyüme hızını arka arka üç çeyrek % 4'e kadar yükseltmişti. Neredeyse 20 yıldır deflasyonla savaşmakta olan Japonya ekonomisi için bu hızda istikrarlı büyüme büyük olay. Fukushima depremi çok daha şiddetli olduğu için deprem sonrası yapılacak harcamalar 250 milyar \$'a kadar çıkabilecek. Böylece uzun süredir resesyon sınırında debelenmekte olan Japon ekonomisi, yeniden ivme kazanabilecek. Japonya'da bütçe açığının ve kamu borcunun ekonomisine oranı sırasıyla % 8'in ve % 200'ün üzerinde. (Grafik 1) Sürekli yatırımcılar ve rating şirketleri tarafından bütçe harcamalarını disipline etmesi yönünde uyarılıyor. Ama şimdi deprem gibi önemli bir mazereti sayesinde tam tersini yapıp ekonomisini canlandırabilecek. Sonuç olarak, insani açıdan büyük bir felakete sebep olsa da deprem aslında Japon ekonomisi üzerinden global büyümeye destek verecek bir olay.

Buna rağmen deprem sonrasındaki 3 günde Japon hisse senedi endeksi Nikkei, % 20'ye yakın gerileyerek Borsa'ya kote şirketlerin değerlerinden 610 milyar \$'ı sildi. Kobe depreminde ilk üç gündeki düşüş % 2 bile olmamıştı. (Grafik 2) Bunda da iki faktör önemli rol oynadı.

Biri, ekonomi iç talep tarafında canlanabilecek olsa da Kobe depremi sonrasında görüldüğü üzere yen'in güçlenmesi durumunda hâlâ ekonominin temeli olan ihracatın olumsuz etkilenebileceği beklentileriydi. Dünyanın en düşük yerel faiz getirilerine ve en büyük tasarruf gücüne sahip olan Japonya'da yatırımcıların ciddi bir carry trade, yani yen satıp TL gibi faizi daha yüksek para birimlerinde aldıkları pozisyonlar var. Bu pozisyonların kapanabileceği ve oluşan hasarı ödemek üzere kaynaklarını yurtdışında tutan Japon sigorta şirketlerinin ülkeye geri dönebileceği beklentileri birkaç günde yen'i dolara karşı % 8'e yakın değerlendirdi. Buna karşı Japon otoriteler, G-7 ülkelerinin de desteğini alarak cuma günü 2 trilyon yen satarak müdahale etmiş ve 76,25'e kadar gerileyen yen/dolar kurunu yeniden 80'lerin üzerine çıkarmış durumda.

Ama özellikle Japonya piyasalarının asıl endişe kaynağı, depremin Fukushima Nükleer Santrali'ni de vurmuş olması. Bu, Kobe depreminden en önemli fark. Radyasyon riski "depremle yıkılanlar yeniden inşa edilecek" mantığını ikinci plana atıyor. Santraldeki 5 reaktörün soğutulması gerekiyor ama bu, deprem ve tsunami ile enerji altyapısı çöktüğü için "taşınma suyla" yapılmak zorunda. Reaktörler soğutulamazsa patlama ve radyasyon yayma tehlikesi var. Ve hâlâ bu riskin boyutu kestirilemiyor. Bu yazı hazırlandığı sırada Japon otoriteler hâlâ

reaktörleri soğutacak enerji bağlantısını tam olarak sağlayabilmiş ve riski kontrol altına alabilmiş değil. Özellikle içinde patlayıcı gücü daha yüksek plütonyum barındıran 3 No'lu reaktör hâlâ taşıma suyla soğutuluyor. Ama patlamanın yaşanmadığı her gün risk de azaldığı için piyasalar "en kötünün görüldüğünü düşünerek" olumlu tepki veriyorlar. Uzun süreli büyüme dönemi

Global ekonominin önünde ciddi riskler var. Felaketler arka arkaya gelmiş durumda. Ama her zaman geleceğe bakan piyasalar özellikle gelişmiş ülkelerdeki radikal desteklerin sayesinde dünya ekonomisinin uzun süreli bir büyüme sürecine girdiğinin farkında. Arada sürpriz gelişmeler yaşanıp sınırları bozsa da büyük resim her şeye rağmen olumlu gözüküyor. Piyasalar hâlâ iyi dayanıyor ve pozisyonlarını devam ettiriyorsa sebebi var. Gereksiz yere kendi kendini dizginlemezse Türkiye ekonomisi de bu süreçten çok faydalanacak.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Ekonomideki ısınmayı abartmaya gerek yok

---

*Saruhan Özel 2011.04.06*

Türkiye ekonomisi 2010 yılında % 8,9 büyüdü. Ekonomi basınında sürekli ekonominin ne kadar çok ısındığı anlatılıyor, yurtdışından 'ekonomi bu hızda giderse duvara çarpacak, raporları geliyor ve ekonomi yönetimi de bunlarla hemfikir ki, ekonomiyi soğutmak için beklentilerin ötesine geçen şiddette önlemler alıyor.

Ama ekonominin gerçekten bugünden şiddetli önlemler alınmasını gerektiren bir büyüme dinamiği içinde olup olmadığını tartışan yok.

Bir ekonomi yönetiminin en önemli amacı ekonominin makroekonomik dengeleri bozmadan, yani istikrarlı şekilde devam ettirebileceği, en yüksek büyüme hızına ulaşmasını sağlamak olmalıdır. Eğer makro dengelerin bozulmakta olduğu sinyali alınabilirse gerçekten de bugünden önlem almak gerekir çünkü biriken riskler ileride ortaya çıktığında ortalığı temizlemek çok maliyetli olur. Kamuoyu da neden zamanında önlem alınmadığının hesabını sorar. Ama bugün ekonomi gereksiz önlemlerle gereksiz yere yavaşlatılıyorsa aksi durumda çıkmayacak bir krizin hesabını sormak kolay değildir. Ekonomi maliyeti ödediği ile kalır.

Burada temelde iki makro denge söz konusu. İç denge (yani enflasyon) ve dış denge (yani cari denge açığı). Bunlar için "olması gereken" bir rakam belirtmek mümkün değil. Yine de özellikle gelişmiş ülkelerde enflasyonun ve cari dengenin (açık veya fazla) GSYH'ya oranının % 2-3 civarında kaldığı durumlar makul karşılanır. Büyüme dinamiği daha güçlü gelişmekte olan ülkelerde bu % 5 ve altı gibi görülebilir. Ayrıca bunlar birbirinden de bağımsız değildir. Birinin bozulması diğerini iyileştirebilir.

Enflasyon üzerindeki etki

Öncelikle % 8,9 büyümenin ne anlama geldiği doğru tartışılmalı. Bu ekonominin 2009 yılında 100 birim mal üretirken 2010 yılında 108,9 birim mal ürettiği anlamına geliyor. Bu açıdan bakılırsa hızlı gibi ama bir de 2 sene önceye gidelim. Aynı ekonomi 2007 yılında 100 birim mal üretirken 2008 yılında sadece 100,7 birim mal üretebildi. 2009 yılında ise üretim 95,8 birim mala düştü. 2010 yılındaki % 8,9'luk büyüme ile de yıl sonunda 104,4 birim mal üretir hale geldi. Özetle ekonomi son 3 yılın toplamında % 4,4, yılda ortalama sadece % 1,4 büyüyebildi.



Halbuki 2007 yılına gelindiğinde reel sektör, ekonomi her yıl % 5-7 arasında büyüyecekmiş gibi yatırım yapmaktaydı. Reel sektörün 2004-2007 yılları arasında yaptığı yatırım her yıl GSYİH'nın %21'i kadar ya da yılda ortalama 110 milyar \$ gibi gayet yüksek bir miktardaydı. (Grafik 1). Eğer her yıl ekonomi gerçekten de % 5 büyüyebilmiş olsa 2007 sonuna göre 2010 sonunda ekonominin 122 birim mal üretmesi gerekiyordu. Yani 2010 yılındaki 108,9'luk üretim seviyesinin çok üzerinde.

Bu süreçte enflasyon büyümeye rağmen 2010 yılında tarihi düşük % 6,4 seviyesine indi. Gıda ve tarım fiyatlarını çıkardığımızda daha da hızlı geriledi (% 3,8'den % 3,0'a). Demek ki, büyüme iç dengeyi bozucu (enflasyonu artırıcı) bir hızda değildi. Üstelik enflasyon 2011 Mart sonunda daha da gerileyerek %4'ün altına indi (Grafik 2). Geleceğe yönelik olarak da şu anda tek bakılabilecek Merkez Bankası enflasyon anketi bir yıl sonrası için %6,8 civarında bir enflasyon beklentisi veriyor. Tüm bunlar 'ekonomi çok ısındı' denirken ve gıda ve petrol fiyatları hızlı bir şekilde yükselmişken oluyor.

Cari denge üzerindeki etki

İç denge tarafı tamam ama acaba dış denge tarafı nasıl? Cari denge açığı 2010 yılını GSYH'nın % 6,7'si oranında bir açıkla kapadı. Ama dikkat edilirse ekonomi 2008-9 global krizi nedeniyle dolar bazında daha ancak 2008 yılındaki büyüklüğüne geldi. Krizin bittiği ve global ekonominin yeniden büyümeye başladığı görülünce reel sektör gayet doğal olarak hızla azalttığı stoklarını yenilemek için ithalata dayandı. İthalatın % 90'a yakın kısmı olan aramal ve hammadde ithal edilecek ki ekonomi yeniden üretmeye başlayacak. O nedenle kısa sürede 2009 yılında yıllık 12,5 milyar \$'a ya da GSYH'nın % 2'sine kadar gerileyen cari açık hızla eski seviyelerine yükseldi (Grafik 3). Bundan sonra ekonominin eski % 5+ büyüme hızlarını yakalamasıyla da yeniden stok tazeleme ihtiyacı olmayan ekonomide cari denge açığı çok daha yavaş artacak ve ekonomik büyümeye paralel seyredecek.

Bir de elbette cari denge açığının spekülasyon şeklinde finanse edildiği şeklinde, 1 yıllık sendikasyona sıcak para diyecek kadar bilgisiz yorumlar var. Sanki Türkiye kendi know-how imkanı, girişimciliği ve kaliteli beyaz yaka işgücü olmayan eski bir Doğu Bloku ülkesi ve yatırım yapmak için yabancı girişimcilerin doğrudan yatırım yapmasına, bize iş yapmayı öğretmelerine ihtiyaç var. Ama değil. Türk girişimcileri "borçlanarak" yabancı yatırımcıların doğrudan yapabilecekleri birçok yatırımı kaliteli ve katma değer oluşturacak şekilde kendileri gerçekleştirebiliyorlar. Bunu ortaklaşa veya yabancı sermaye altında yapmak zorunda değiller. Reel sektör brüt çok borçlu ama nette değil (ekonomi büyüyor) ve uzun vadeli borçlanabiliyor. Hanehalkı ve bankaları da az borçlu ve yine uzun vadeli (döviz) borçlanabiliyor. Üstelik reel sektörün en önemli finansörü konumundaki Türk bankacılık sektörü dünyanın sermaye tabanı en güçlü, yani ekonomideki dalgalanmaları kolayca hazmederek ekonominin istikrarlı seyretmesini sağlayabilecek az sayıdaki bankacılık sektörlerinden biri. Herkes sektörün kime, nasıl, nerede ve ne ölçüde kredi verdiğini gün bazında son derece şeffaf biçimde görebiliyor. Cari denge açığının GSYH'nın % 5'i ya da % 10'u olması değil, bankacılık sektörünün bunu nasıl finanse ettiği önemli. Bankacılık doğru yapıyorsa % 5 de riskli olmayabilir % 10 da. Geçmişteki cari denge açığı kaynaklı krizler böyle söylüyor. 2001'de Türkiye'de olduğu gibi % 5 açıkla da krize giren var, % 10'la girmeyen de. Farkı oluşturan ise bankacılık sisteminin kalitesi. Yine fark oluşturan cari denge açığını yükselterek yapılan yatırımların borcu geri ödeyebilecek şekilde katma değer oluşturup oluşturmadığı.

Sadece yapılan yatırımların oluşturduğu kapasiteyi doldurmaya çalışan ve kendiliğinden zaten yavaşlayacak olan ekonomiyi, durumu abartarak yavaşlatmaya çabalamak aslında çıkmayacak bir krizden korunma sağlayacak. Bunun ekonomiyi maliyetinin hesabını ise kimse sormayacak.





Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

# Avrupa Merkez Bankası'nın faiz kararı, bir dönemin sonu mu?

Saruhan Özel 2011.04.13

Uzunca bir süredir gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları para politikalarını sıkılaştırıyorlar.

Bunu politika faizlerini ve/veya munzam karşılıkları yükselterek ve/veya içerde ekonomiyi canlandıran yurtdışı sermaye girişini kontrol etmeye çalışarak yapıyorlar. Bunu yapmaları da son derece doğru. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu % 5 ve üzerinde gayet hızlı büyüyorlar. Aynı zamanda dünya enerji, tarım ve diğer emtia fiyatlarındaki hızlı artış hem üretim maliyetlerini yükseltiyor hem de doğrudan tüketici fiyat endekslerine yansıyor. Olayın bir de politik yönü var. Çin ve Hindistan gibi büyük ve önemli ekonomilerde ortalama gelir düzeyi çok düşük (Çin'de 4.200, Hindistan'da 1.100 \$). Gıda ve enerji harcamaları hanehalkının gelirinin önemli bir kısmını götürüyor. Bu tür ülkeler için gıda ve enerji enflasyonunun artması politik rahatsızlık ve oy kaybı demek. Elbette para politikasını sıkılaştırarak bu tür fiyatları doğrudan kontrol etmeleri mümkün değil. Ama faizleri yükselterek para birimlerini biraz güçlendirebilir ve yerel para cinsinden ithalat maliyetlerindeki artışı azaltabilirler. İç talebi biraz zayıflatabilirlerse ikincil etkilerini (yani üretim maliyetlerinden satış fiyatlarına geçişi) engelleyebilir ya da hiç değilse yavaşlatabilirler.



Ama global ekonomide asıl etki oluşturacak olan, gelişmekte olan ülkelerin politika faizleri değil. Gelişmiş ülke merkez bankalarının, yani dolara hükmeden FED'in, Euro'ya hükmeden ECB'nin, sterline hükmeden BOE'nin ve yen'e hükmeden BOJ'un ne yapacakları çok daha önemli. Ve o cephede piyasalar özellikle son ECB kararından sonra diğerlerinin de ona katılıp katılmayacağını ve böylece yeni bir dönemin, para politikalarında topyekûn bir sıkılaştırmanın başlayıp başlamadığının tartışmasını yapıyorlar.

## Bir ECB klasiği

Gelişmiş ülkeler, gelişmekte olanların tersine uzun süredir para politikalarını son derece gevşek götürüyorlar. (Grafik 1) Sebebi malum. Gelişmiş ülkelerin ekonomileri krizden daha yeni çıkarak büyümeye başladı ve otoriteler bunun hâlâ desteksiz sürdürülebileceğine güvenemiyorlar.

ABD'de inşaat sektörü hâlâ ayağa kalkamamış durumda, konut stoklarındaki erime ve konut fiyatlarındaki dipten dönüş yeniden güç kaybetmeye başladı. Politikacıları çok yakından ilgilendiren istihdam artışı dünyanın bu açık ara en büyük ekonomisinde hâlâ yetersiz ve % 8,8 ile kriz öncesi seviyelerin hâlâ çok üzerinde olan işsizlik yavaş geriliyor. (Grafik 2)

AB'de büyümenin motoru Almanya ekonomisi ve bunu da hızla büyüyen gelişmekte olan ülkelere yaptığı katma değeri yüksek ihracatla beceriyor. Ama özellikle borcu yüksek olup artık bunu yüzdüremeyecek durumda olan küçük Avrupa ülkeleri önemli bir sorun. (Grafik 3) Yunanistan, İrlanda ve Portekiz farklı sebeplerle teslim bayrağını çekmiş durumdadır ve AB'den (ve IMF'den) gelen yardımla borçlarını döndürebilecek durumdadır. Olayı bu tür ülkelerle sınırlamak da mümkün değil. Almanya ve Fransa bankaları

liderliğinde sorunsuz gözüken birçok ülkenin bankaları bu ekonomilerde ciddi risk taşıyorlar. Herhangi bir borç yeniden yapılandırması bu bankaların büyük zararlar yazmaları demek. O nedenle bu ülkelerin yüzdürülmesi (vadesi gelen borçlarını ödeyebilmeleri) kadar İspanya, İtalya gibi büyük ama benzer sorunları olan ekonomilere sıçramaması da önemli.

İngiltere'de tam bir stagflasyon, yani enflasyon ve durgunluk ortamı yaşanıyor. İngiltere Merkez Bankası BOE iki arada bir derede kalmış durumda. Enflasyon bir kerelik artışlardan kaynaklanıyor diyerek tercihini durgunluğu önlemekten yana kullanıyor. Japonya'da ise ekonomi gayet iyi giderken deprem felaketi ile sarsıldı. Bunun kısa vadedeki deflasyonist etkisine karşı önlem almak durumundalar.

Bu bağlamda bırakın para politikasını sıkılaştırmak, FED hâlâ QE2 adlı piyasadan devlet tahvili alma programı ile likidite oluşturmaya devam ediyor. Japonya Merkez Bankası (BOJ) devlet tahvili alımının da ötesine geçip gayrimenkul yatırım ortaklıkları alacak kadar ileri gitmiş durumda. BOE'nin kafası karışık ve FED gibi bir QE programını gündeminden çıkartamıyor. Ama bunlardan aslında bir farkı olmasa da ECB yine klasikleşmiş showlarından birini daha yapıp % 1 olan fonlama faizini % 1,25'e çekiverdi. Gösterdiği sebep ise İngiltere'nin % 4,4 olan enflasyona karşı faiz artırmadığı, diğerlerinin tersine likidite oluşturduğu bir ortamda enflasyonun emtia fiyatları ile % 2,6'ya, % 2'lik üst hedefin üzerine çıkmış olması.

### **Ne ECB devam edecek ne de diğerleri takip edecek**

Daha da ilginç, ECB bu faiz artışının "şimdilik" devam etmeyeceğini açıkladı. Demek ki, tarihi düşük seviyede olan faizi sadece 25 baz puan artırmakla enflasyonun gerileyeceğini sanıyor. Ya da piyasaların "bravo ECB'ye, bak enflasyonla nasıl da savaşıyor" diyeceğini ve enflasyon beklentilerini törpüleyeceğini zannediyor. Halbuki tam tersine herkes ECB'nin sadece "show" yaptığını, 2008 krizi öncesinde yaptığı faiz artırma garipliğini tekrarladığını ve yine kuyruğunu kıstırıp bundan öteye kolay kolay geçemeyeceğini biliyor. Burada olan, müflis konumda debelenenlere ya da müstakbel müflis konumundakilere olacak. ECB'nin faiz artışı % 90'ı değişken faizli ipoteklerden oluşan İspanya ipotek piyasasına darbe vurması ve en geç 6 ay içinde % 20 işsizlik oranı olan ülkede ipotek kredisi kullananların her ay ödedikleri kredi taksitinin birkaç yüz Euro artması demek. Bankaların (özellikle yerel banka Caja'ların) en önemli dertleri teminatlarında duran gayrimenkul ve arsa stoku. Portekiz'de 100 milyar € riski olan İspanyol bankalarının 2010 sonundaki inşaat ve gayrimenkul sektörlerindeki riski 440 milyar €. Acaba yakın gelecekte İspanya da üç silahşörlere katılmak zorunda kalır ve Euro'nun geleceğini tehlikeye atarsa ECB'nin bu anlamsız hareketi nasıl anılacak?

Gelişmekte olan ülkelerin para politikalarını eskisi kadar gevşek götürmeyecekleri belli. O nedenle global faizlerin daha fazla düşmeyeceği ve bundan sonraki hareketin yukarı olacağı düşünülmeli. Ama gelişmiş ülke ekonomileri ne kadar krizden çıkmış ve büyüyor olsalar da uzun süre daha merkez bankalarının faizleri artırmasına imkan tanımayacak. ECB de garip kararlarına bir yenisini eklemekten başka bir şey elde edemeyecek.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## **Cari denge açığı ne zaman sorun olur?..**

*Saruhan Özel 2011.04.20*

Bir süredir yazılarımda iki önemli mesaj vermeye çalışıyorum:

Biri, artık ev hanımlarını bile şikayet eder hale getirdiğimiz yüksek cari denge açığının ekonomideki yatırım harcamaları sonucu ortaya çıkmış olduğu. Ülkenin demografik, coğrafik ve stratejik yapısı itibarı ile önemli bir ekonomik potansiyeli var. Girişimci, eğitilmiş ve kriz tecrübesine sahip özel sektör bu potansiyeli değerlendirmek için yatırım yapmak istiyor. Şirketler büyük yatırım harcamalarını kendi sermayeleri ile yapmayacakları için borçlanıyorlar (Grafik 1). Sermayelerini ve yatırım projelerinin potansiyelini (geri ödeme kapasitesini) teminat gösterip makul maliyetlerde ve uzun vadeli döviz finansman temin ediyorlar.

Neden döviz? Çünkü hâlâ finansal sistem, içeride yatırımlar için gerekli olan makul maliyetli ve uzun vadeli TL finansmanı tam olarak sunamıyor. Merkez Bankası'nın 2006 öncesindeki vahim yanlış para politikasını düzeltmesi ve ülke risk priminin azalmasıyla birlikte TL artık çok daha makul maliyetli (makul reel faizi ile borçlanılabilecek) bir para birimi haline geldi. Ama vade sorunu hâlâ devam ediyor. Şirketler hâlâ 10-20 yıl gibi uzun vadelerde kolayca TL finansman bulamıyor. Çünkü finansal sistemin TL kaynakları kısa vadeli. En önemli tasarruf kanalı olan banka mevduatları ülkenin kriz geçmişinin oluşturduğu güvensizlik ile ağırlıklı 1 ayın ötesine geçemiyor (1 yıl isteyen de yok ama hiç değilse 5-6 ay olsun). Otoriteler de bu yönde radikal davranmaktan çekiniyor. Kısa vadeli TL kaynaklar ile ancak kısa vadeli operasyonlar ve tüketim finanse ediliyor.

Sonuçta, ekonomideki yatırım potansiyelinin mecbur kıldığı bu döviz borçlanma ile cari denge açığı yapısal olarak yükseliyor (Grafik 2). Döviz kurlarının ithalatın TL maliyetini düşük tutması, yatırım harcamalarının ithalatı da körüklemesine sebep oluyor ve dönem dönem dünyada hammadde fiyatları artınca fatura da yükseliyor. Eğer bu model değişmezse tek çare ülke potansiyelinin gerektirdiği kadar yatırım yapmamak. O zaman da ülkede refah artmayacak ve hayat şartları meşhur deyimle 'muasır medeniyet' seviyelerini yakalayamayacak. O yüzden cari açığa karşı alınan önlemleri abartmamak ve ekonominin potansiyelini düşürmemek gerekiyor.

Diğer önemli mesajım ise bu döviz finansmanın ekonomi basınında abartıldığı kadar spekülasyon ve kırılgan olmadığı. Dış borç verilerinde 1 yılın biraz altı kısa vadeli iken, 1 yılın biraz üstü uzun vadeli tanımlanıyor. Son 1-2 yıldır finansmanın uzun vadeden kısa vadeye kaydığı ve bu ağırlıklı bankacılık sistemi üzerinden geldiği için yine bankacılık üzerinden dizginlenmesi gerektiği vurgulanıyor (Grafik 3). Halbuki geçmişte mevzuat gereği ancak yurtdışından döviz borçlanabilen şirketler normalde kısa vadeli kullanacakları finansmanı KKDF'den kaçınmak için 1 yıl 1 hafta vadeye çekiyorlardı. Mevzuatın içeriden döviz borçlanmaya izin verdiği geçen yıldan itibaren de zorunluluk ortadan kalkınca bankalar artık yurtdışından daha kısa vadeli borçlanıp içerden kredi verebiliyor. Bankaların kısa vadeli borçlanması, uzun vadeli bir iş ilişkisi ve güven gerektiren sendikasyon veya post-finance gibi mekanizmalarla oluyor ve giderek vadeleri uzuyor. Bunlar direkt hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarını balon haline getirecek spekülasyon pozisyonların finansmanı değil. Ayrıca bu süreçte doğrudan finansmanın neden azaldığı sorusunun cevabı da kolay. Türkiye ekonomisi yurtdışından know-how veya girişimcilik ithal etmek durumundaki eski bir Doğu Bloku ülkesi olup yabancı girişimcilerin doğrudan yatırım yapmalarına muhtaç değil. Türk girişimciler 'borçlanarak' yabancı yatırımcıların doğrudan yapabilecekleri birçok yatırımı kaliteli ve katma değer oluşturacak şekilde kendileri gerçekleştirebiliyor. 2005-2007 yılları daha bakir olan bankacılık sektörüne yönelik ekstra bir ilgi meydana getirmişti ve bitti. Hep aynı furya beklenmemeli.

Model değişmeyecekse cari açık sürdürülebilirli

Cari açığa yaslanan bir ekonomik model yanlış. Otorite isterse makro politika setini değiştirip gereğini yapabilir. Ekonomiyi iç talep ağırlıklı bir büyüme modelinden dış talep (ihracat) ağırlıklı bir büyüme modeline geçirir. Ama bu, ciddi bir yapısal değişiklik gerektirir. Ekonomi uzun süre potansiyelin çok altında kalabilir (değişim sancılı olur). Politik sonuçları da olacağı için büyük cesaret ister.

Ayrıca iç talebe dayalı bir model de anlamsız değil çünkü Türkiye ekonomisinin demografik avantajlarından kaynaklanan doğal bir iç talep gücü var. Üstelik hanehalkı (ve bunu finanse edecek bankaların) borçluluğu düşük olduğu için iç talebin uzun süre büyüme motoru konumunda devam etmesi gayet mümkün. Bu süreçte yapılması gereken, cari denge açığının sürdürülebilir olması. Ekonomik literatürde bunun şartları da belli:

- 1) Cari açık finansmanı karşılığında yapılan yatırımlar katma değer oluşturabilmeli (mümkünse döviz geliri sağlayabilmeli, yani dünyada talep edilen üretime yönelik olmalı ve otorite buna teşvik mekanizmaları ile rehberlik yapmalı),
- 2) Finansmanın ana kanalı olan bankacılık sistemi doğru çalışmalı (finansmanı doğru bir risk yönetimiyle mümkün olduğu kadar uzun vadeli finansmanla reel sektöre aktarmalı ve böyle olduğu da kamuoyu tarafından şeffaf bir şekilde görülebilmeli),
- 3) Finansal sistem bu süreçte yapılabilecek hataları (yanlış yatırım kararlarını, yani batık kredileri) hazmedebilecek sermaye gücünde olmalı.

Türkiye'de bu şartların hepsi geçerli. O yüzden de cari denge açığı sürdürülebilir konumda. Ve zaten yine o yüzden yurtdışı kreditorler dünyada risk farkındalığının üst düzeyde olduğu bir dönemde finansman aktarmaya devam ediyor.

Özetle, cari açık olayında en çok dikkat edilmesi gereken, finansal sistemin sağlığı. Banka sermaye gücünün en önemli belirleyicisi ise kârlılık (çünkü kâr sermayeye eklenip büyütüyor). Bugün Türkiye bankacılık sisteminin kârlılığı uluslararası normlarda kabul edilebilecek düzeylerde devam ettikçe sorun yok. Cari açığın sorun olacağı asıl zaman bu kârlılığın devam edemediği durum.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Para politikasında son moda: Enflasyon hedeflemesi 2

*Saruhan Özel 2011.04.27*

Merkez Bankası yaklaşık 6 aydır geçmiş yıllardan farklı bir anlayışa sahip para politikası uyguluyor. Bu bağlamda munzam karşılık oranı adı altında bankaların müşterilerinden faiz ödeyerek topladıkları mevduatın ne kadarını Merkez Bankası'nda faiz almadan tutacaklarını belirliyor.

Piyasalar da her Para Politikası Kurulu toplantısı öncesinde artık politika faizi yerine munzam oranların ne olacağına, artıp artmayacağına yönelik tahminler yapıyorlar. Acaba bu değişikliği neden yaptı? Yaptığı mantıklı mı, dünyada kabul gören bir uygulama mı?

Bir musibet, bin nasihat

1990'lı yılların ortasından beri dünyada enflasyon hedeflemesi (EH) adlı bir para politikası rağbet görmeye başladı. Bu uygulamada merkez bankaları kurlar ya da para arzları gibi ara hedeflerle dolaylı yoldan enflasyonu kontrol etmek yerine doğrudan kamuoyuna açıkladıkları enflasyon hedefine ulaşmaya çalışıyorlar ve beklentilerin bu hedefe yönelmesini sağlamak için politika faizinin ne olması gerektiğine karar veriyorlar. Gerçi

dünyanın açık ara en büyük ekonomisi ve para birimi rezerv para olarak en çok rağbet gören ABD açık hedefleri olan bir EH uygulamıyor. Ama ekonomisi istediği hızda büyüyüp istihdam oluşturabildiği sürece yine enflasyonun kontrolünü ön planda tutuyor.

Global krizin kendisini gösterdiği 2008 yılı öncesindeki 5 yılda dünya ekonomisi yılda ortalama %5'e yakın gayet yüksek bir hızda büyüdü. Büyüme aynı zamanda istikrarlıydı (Grafik 1); %3,6 ile %5,3 arasında dar bir bantta dalgalandı. Ekonomistler bu dönemi en uygun Türkçe tercümesi "muhteşem istikrar" olabilecek bir deyimle tanımladılar (great moderation). Bu istikrarın en önemli sebebi merkez bankalarının büyümeyi destekleyebilmeleriydi. Çünkü EH ile enflasyona kilitlenmiş olan merkez bankaları (ve EH kullanmayan FED) bu dönemde enflasyon hedeflerle uyumlu seyredince para politikalarını sıkmaya gerek görmemişlerdi. (Grafik 2)

Muhteşem istikrar döneminin başarısı hemen EH uygulamasına atfedildi. Çünkü merkez bankaları tüm konsantrasyonlarını doğrudan enflasyon hedefine verdiği için ekonomik aktörler hedefin tutturulacağına dair ikna olmuşlardı. Beklentiler hedeflere yakınsadığı için enflasyonun hedef civarında gerçekleşebildiği düşünülüyordu.

Ama merkez bankalarının "enflasyonda sorun yok" diyerek likiditeyi gevşek tutmaları finans sistemlerinin kredi portföylerini hızla büyütebilmesini ve gayrimenkul başta olmak üzere varlık fiyatlarının yükselmesini sağladı. Varlık fiyatları yükseldikçe de teminat değerleri arttığı için kredileri daha da artırma imkânı oldu. Kendi kendini şişiren bir balon oluşmaya ve bir finansal kriz ihtimali artmaya başladı. Bunu fark edenler merkez bankalarını uyardılar ama bu herkesin mutlu olduğu, bir para politikası (EH) mucizesinin yaşandığı ortamı bozmayı kimse istemedi. Dönemin ABD Merkez Bankası (FED) Başkanı Greenspan'e göre, FED bir balon tespiti yaparak krize engel olmaya çalışamazdı. Tek yapabileceği, balon patlayıp da ortamın balon olduğu anlaşılınca yaşanan tahribatı tamir etmektir.

Ama sonuçta uyarılar haklı çıktı ve 2008 yılında dünyanın birçok farklı yerinde ve farklı alanlara oluşmuş olan balonlar patladı. Global ekonomi İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki en acılı krizini yaşamak zorunda kaldı. O mucize EH uygulamasının oluşturduğu körlük sayesinde.

Şimdi bir zamanlar EH'nin mucizesine inanan ekonomistlerin akılları başlarına geldi. Bundan sonra merkez bankalarının körlemesine enflasyon hedefine bağlanmamaları gerektiğini ve enflasyonun yanında finansal istikrara (yani spekülative balonlara) da dikkat edilmesinin ve balonlar büyümeden havasının alınmasının gerektiğini düşünüyorlar. Bunun adı da enflasyon hedeflemesi 2 (EH 2).

Türkiye'ye yansıması

Türkiye'de de Merkez Bankası'nın yıllardır enflasyon hedefine kilitlenerek uyguladığı para politikasını biraz esneterek elindeki imkânları finansal istikrarı da sağlamaya yönelik kullanmasının sebebi, dünyada giderek destek bulmaya başlayan bu EH 2 akımı. Sermaye kontrollerinin olmadığı, her türlü giriş çıkışın serbest olduğu Türkiye ekonomisinde tek bir para birimi kullanılmıyor. EH çerçevesinde enflasyonu düşürecek diye sadece TL faizine yüklenince para arzı azalacağına artıyor; çünkü TL'nin artan spekülative cazibesiyle yurtdışından sermaye girişi hızlanıyor. Dalgalı kur rejimi saplantısı (ve yine EH limitleri) nedeniyle para otoritesi bu döviz fazlasını (yeterince) satın almayınca da döviz ikinci piyasada TL'ye dönüyor ve bir anlamda TL balonu oluşuyor.

Bugün yapılanlarla aslında bu yanlışlık düzeltilmek isteniyor. Zaten ekonominin ekonomik potansiyelinin cezbettiği yabancı sermayeye gereksiz bir faiz desteği eklenmekten kaçınılıyor. Öte yandan yurtdışında enflasyon beklentilerine göre gayet düşük olan politika faizi (%6,25) dünyada özellikle gelişmiş ülkelerdeki getirilere bakıldığında TL'yi hâlâ cazip tutuyor. (Türkiye ile aynı enflasyon gerçekleşmesine sahip olup hedefi

neredeyse üçte bir daha düşük olan İngiltere'de politika faizi %0,25 ve bugün için Türkiye ekonomisinin risk priminin İngiliz ekonomisinin çok üzerinde olduğunu iddia etmek de zor.)

Bu bağlamda da spekülatif balon oluşumunu engellemek için balonun kaynağına inip munzam karşılıklar radikal biçimde artırılarak bankacılık sektörü dizginlenmek isteniyor. Belki mantık olarak doğru ama pratikte ne kadar başarılı olabileceği tartışılır. Çünkü munzam karşılıklarla (faiz ödemedi) çekilen likidite talep edildiğinde piyasaya yeniden (%6,25 maliyetle) verilmek durumunda ve öyle de oluyor. Çünkü kârının bir kısmını bu şekilde kaybedecek olan bankacılık sistemi bunu ancak hacimleri artırarak telafi edebileceğini görüyor. Otoritenin istediği gibi maliyeti müşterisine yansıtması da hacimleri artırmaya engel. Üstelik demografik yapısı itibarı ile kredi talebi özellikle hanehalkı tarafında çok güçlü ve kredi talebinin (kreditin ödenebilirliğinin) en önemli belirleyicisi de faiz değil, vade. Türkiye'de borçlanma vadelerinin giderek uzamasıyla daha ödenebilir hale gelen banka kredilerine olan talebi birkaç puan maliyet artışıyla kontrol edebilmek zor.

Munzam karşılıklara yüklenmenin bir limiti var. Faiz artırmak da bugün için ne gerekli ne de doğru. Görülen o ki, sermaye kontrolleri ve daha aktif kur rejimi gibi farklı araçlara da ihtiyaç var.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Korkulan senaryo gerçekleşecek mi?

---

*Saruhan Özel 2011.05.04*

2009 yılında binde 6 küçülerek 58 trilyon dolara gerileyen dünya ekonomisi 2010'da yüzde 5'e yakın büyüyerek kriz öncesindeki büyüklüğünün de üzerine çıktı.

(Grafik 1) Bu bağlamda artık dünya ekonomisinin bu şiddetli krizi geride bıraktığını söylemek mümkün. Ama hâlâ her şeyin başı olan işsizlik çok yüksek. Bunu düşürmek için gelişmiş ülkeler ekonomilerine destek vermeye devam edecekler. Artık bütçe tarafında sınıra geldikleri için destek bundan sonra para politikaları üzerinden sürdürülebilecek. Yani ekonomilerindeki likiditeyi, her şeyin başı olup bugün hâlâ yüksek olan işsizlik makul seviyelere inene kadar ucuz ve bol tutacaklar.

Yan etkilere dikkat

Ne var ki, bu ucuz ve bol likidite dünyanın birçok yerinde ve farklı finansal piyasalarda da mal/hizmet fiyatları ile varlık fiyatlarını yükseltiyor. Çünkü global finansal entegrasyon sayesinde getirisi (ve riski) daha yüksek olan emtia piyasaları ile gelişmekte olan ülkelere (GOÜ'lere) dağılıyor. Geçmişteki benzer örneklerle bakanlar aşağıdaki senaryodan endişe duyuyorlar:

Global likidite uzun süre bol ve ucuz olacak; çünkü merkez bankaları geleceğe bakmaktansa geriye bakıp birikmiş stokların ve yüksek işsizliğin yeni bir krize sebebiyet verebileceğini düşünerek para politikalarını sıkamayacaklar,

Bol ve ucuz likidite emtia piyasaları ile gelişmekte olan ülkelere akacak (çünkü oralarda ekonomik ve finansal potansiyel ve getiri daha fazla),

Bu, GOÜ'lerde mal/hizmet fiyatlarında ve varlık fiyatlarında (spekülatif balon) enflasyonu artıracak,

Bir süre sonra her iki enflasyonun da kendisini göstermesiyle gecikmiş olduğunu gören merkez bankaları hızla (ve panikle) likiditeyi geri çekmeye çalışacaklar,

Hızla azalan likiditeyle faizler yükselecek, şişmiş emtia fiyatları ve GOÜ piyasaları hızla düşecek ve yeni bir kriz yaşanacak.

Emtialara dikkat ama GOÜ'ler sağlam...

Senaryo inandırıcı, çünkü emtia fiyatları ile gelişmekte olan ülkelerde yerel piyasalar düzenli bir şekilde yükseliyor. (Grafik 2)

Emtia tarafına dikkat edilmeli. Çünkü bu regüle edilmeyen piyasalarda sürü etkisi çok etkili. Faiz, kira, temettü gibi uzun vadeli yatırımcıları cezbeden taşıma getirisi yok. Buralara yatırım ya aşırı risk senaryolarından kaçınma ya da ciddi sermaye kazancı elde etme amaçlarına dayanır. O nedenle fiyatların daha fazla yükselebileceği beklentisi bittiğinde düşüş de hızlı olur. "Sürü etkisiyle" ortaya çıkan hızlı çıkışların sonlarında yine aynı sürü etkisiyle hızlı gerilemeler görülebilir. Genellikle spekülasyon güçlü ekonomik büyüme dönemlerinde arzın güçlü talebe eşlik edemeyeceğini öngörerek pozisyonunu alır. Bugün de eskiden bu piyasalarla ilgilenmeyen birçok kurumsal yatırımcının artık portföylerinde emtialara yer verdiklerini ve teknoloji sayesinde gelişen ürünlerle yatırımların küçük yatırımcılara kadar indiğini görüyoruz. Arz kısa vadede esnek olmadığı yani hemen talebi karşılamak için emtia üretilmeyeceği için fiyatlar hızla yükselir.

Ama artan fiyatlar daha maliyetli yeni üretimleri tetikler ve arz bir süre sonra hızla artıp talebi yakalar. Zaten talep de yüksek fiyatlarla biraz zayıflamış olur. Bugün de petrol fiyatları yeterince yükselince karanın çok altında veya çok açık denizde ve derinde maliyetli üretimlerin mantıklı hale geldiğini ve yatırımların yapıldığını görüyoruz. Arz artınca da fiyatlardaki baskı azalır ve sürü etkisi bu sefer tersine çalışmaya başlar. O nedenle emtia tarafına dikkat edilmesi gerekir.

Bazı GOÜ'ler önemli emtia üreticileri olduğu için emtia fiyatlarındaki sıkıntı GOÜ'leri de olumsuz etkileyebilir ama yine de GOÜ tarafında endişeler yersiz.

Öncelikle GOÜ'lerin ciddi bir kriz tecrübeleri var ve ülkelere gelecek dövizin ne tür sıkıntılar oluşturabileceğini gayet iyi biliyorlar. Bugünden tedbir alıyorlar. Sermaye kontrollerini korkmadan cesurca kullanıp sermaye girişini elekten geçirerek mümkün olduğunca uzun vadeli ve üretime (katma değer artışına) yönelik olmasına çalışıyorlar. Bu kontroller sayesinde mal ve hizmet enflasyonun ikincil etkilerine karşı faiz kararlarını daha kolay verebiliyorlar. Sermaye kontrolleri yerel faiz ile döviz faizinin arasını dolduruyor.

Ayrıca bu döviz girişinin ana kanalı olan bankacılık sektörlerine çok dikkat ediyor ve sermaye yeterlikleri izin verdiği ölçüde büyümelerine izin veriyorlar. Ayrıca 1997 Asya, 1998 Rusya, 1999 ve 2003 Brezilya, 2001 Arjantin ve Türkiye krizlerinde bu ülkelerin bankacılık sistemleri ciddi bir yeniden yapılanma ve tamirat sürecinden geçtiler. Çin'de de çok düzgün bir regülatör var ve Politbüro'yu ikna edip kamu bankalarının sermayelerinin sürekli desteklenmesini sağlıyor.

Ve en önemlisi, GOÜ'lerin artık sermaye çıkışlarına dayanabilecekleri büyük döviz rezervleri var. Rezervleri uzun süredir yükseliyor. (Grafik 3) 1998 yılında rezerv yetersizliği nedeniyle diz çöken Rusya, 2009 krizinde yeteri kadar döviz rezervi olduğu için çok daha fazla bir döviz talebi olduğu halde sıkıntı yaşamadı. Bugün Çin 3 trilyon dolar döviz rezervi seviyesine ulaştı ve bununla ekonomisindeki bazı çarpıklıkları düzeltecek kaynak gücüne sahip (kamu bankalarına sermaye aktarmak gibi). Döviz rezervlerini büyütmede en geri kalan

lkelerden biri Türkiye. Zaten yle olmasaydı, rating Şirketlerinin bakıp karar verdiği rasyolar çok daha olumlu olacak ve cari denge açığına yönelik yersiz endişeleri trpleyecekti.

Son olarak da GOÜ'lere giden sermaye endiŐelenildiĐi kadar spekülatif amaçlı değil. Gelişmiş lkeler ekonomik ve finansal aktivitenin giderek bu tür ülkelere kaydığını görerek uzun vadeli düşünüyor ve ona göre sermaye aktarıyorlar. Amaç, bu sefer sadece oralardaki bakir piyasaların hızlı ykseliŐlerinden, finansal getiri kapkaından veya o bölgelerdeki ucuz iŐgücünden faydalanıp kendi piyasalarına ihracat yapmak değil. Araştırma ve geliştirme birimlerini buralara kaydırıp bu bölgede ürettiklerini yine giderek büyüyen bu bölge pazarlarında satabilmek. O nedenle GOÜ'lere yönelik ilgi bu sefer beklenenden çok daha uzun sürecek. Bu aşamada bundan endiŐelenmek yerine faydalanmak daha doğru bir strateji.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Bir kriz ancak bu kadar kötü ynetilebilirdi

*Saruhan zel 2011.05.11*

Euro Bölgesi (Euro para birimini kullanan 17 ülke) bir yol ayırımına geldi. 2 yıldır kolaya kaçıp vakit kazanmaya çalışıyor ve bu süreçte problemlerin kendiliğinden çözülebileceğini mit ediyorlar. Ama artık bu strateji işe yaramıyor. Çok zor kararlar vermek ve cesaretle uygulamak durumundalar.

Sorunun kökeni Avrupa Birliği'nin tam bir politik ve ekonomik birlik sağlayamadan ortak para birimine geçmesine dayanıyor. Portekiz'den Almanya'ya ve Yunanistan'a kadar geniş bir yelpazede birbirlerinden çok farklı milletler ve ekonomiler Euro altında toplandı. Bu sayede farklılıkların zaman içinde giderileceği, ekonomik ve politik birlikteliğin peŐi sıra geleceği mit edildi.

Ama olmadı. Euro, ekonomileri yakınladıracığına birbirlerinden daha da uzaklaŐtırdı. 2000-2010 yılları arasında birim işçilik maliyeti (yani üretilen bir birim malın işçilik maliyeti) Almanya'da yerinde sayarken küçük ülkelerde çok daha hızlı yükseldi. (Grafik 1) Yani Almanya ekonomisinin rekabet gücü bu ülkelere göre daha da arttı, daha kaliteli malları daha ucuza üretebilir hale geldi.

Sanayi altyapısı zaten zayıf olan küçükler ise kaybettikleri rekabet güçlerini ekonomilerinde gayrimenkul ve bankacılık başta olmak üzere balon sektörler oluşturarak telafi etmeye çalıştılar. Bu balonları ya kamu açıkları ya da bankalarının sermaye güçlerinin çok ötesinde verdikleri kredilerle ŐiŐirdiler. Bu ülkelerin devletlerine ya da bankalarına finansman sağlayanlar da başta Euro ile bu ülkelerin rekabet gücünü ellerinden alan Almanya'nın ya da Fransa'nın bankaları oldu. Nasılsa kendi devletleri bu ülkelerin arkasında durur diye kolayca ve ucuza borç verdiler. Bugün "not indiririm" diye tehdit eden rating Şirketleri her zaman olduğu gibi yıllarca karşıdan seyredip kimseyi uyarmadılar. Yunanistan'ın ratingi B'ye daha yeni indi.

Global kriz, kralın ne kadar çıplak olduğunu gözler önüne serdi. Likidite kuruyunca Yunanistan, İrlanda, Portekiz gibi ülkelerin kamu sektörlerinin ve bankalarının ne kadar çok açılmış oldukları ve borçlarını ödeyemeyecek durumda oldukları görüldü. Devletler ve bankalar, vadesi gelen borçlarını deyebilecekleri makul maliyetli yeni borç bulamadılar. Domino taŐı gibi sırayla devrildiler.



## Kuyruk köpeği sallarsa

Bundan tam 1 yıl önce bu köşede İngilizcede çok yaygın bir deymi kullanarak AB'de köpek kuyruğunu sallayacağına kuyruğun köpeği salladığını yazdım. Bununla AB'nin Yunanistan'ın sorununu çözemediğini ve bunun Euro'ya zarar verdiğini/vereceğini kastettim. Bir an evvel en radikal kararlarla kangren kolun kesilmesi gerekiyordu.

Yapılması gereken basitti. Yunanistan, geçici bir süre için Euro'dan çıkıp Drahmi'ye geri dönecekti. Kamu borcunu, örneğin birebir kurdan, Drahmi'ye çevirecek sonra da Drahmi'yi devalüe edecekti. Aynı zamanda borcunun vadesini uzatacak ve gerekirse de vade sonu değerini % 10-15 azaltacaktı (Yunan tahvillerinin çoğu Yunan kanunlarına dayalı olduğu için hukuken mümkün). Euro bazında düşen üretim maliyetleriyle rekabet gücü yeniden artacak ve zaman içinde kendini toparlayacaktı. Yani hem borç yükünü azaltacak ve ödeme gücünü artıracaktı. Devalüasyon sonrası bir kerelik enflasyonla (Drahmi) borcunu eritecekti.

Elbette bu durumda Yunanistan'a borç vermiş olan bankalar Euro bazında, devalüasyon kadar bir kredi batırmış olacaktı. Ama bekleyeceklerdi. Yunanistan getirilerini ekonomik büyümeye endeksleyeceği yeni, daha uzun vadeli tahvilleri ödeyene kadar reformları hızlandırıp güven sağlayacaktı. Ekonomi büyümeye başladığında ikinci piyasada tahvillerinin değeri yükselecek ve bankalar belki de olayı zararsız atlatacaklardı. Bu süreçte bankaların muhtemel sermaye açıkları devlet garantileri ile kapatılacaktı. Politik olarak bunu halklarına kabul ettirebileceklerdi çünkü sonuçta bunlar kendi bankaları, bankalar da paralar da kendi halklarının tasarruflarıydı.

Yunanistan'ı Euro dışına çıkarmak diğer benzer ülkelere de çok güzel bir mesaj olacak ve benzer duruma düşmemek için zorlayacaktı. Özetle, Euro'yu kurtaracaklardı. Göstergelerini düzelttikten sonra da Yunanistan'ı yeniden Euro'ya geri alacaklardı.

## Ama yürekleri yetmedi

AB, bu zor kararları vermektense zamana oynamayı seçti. Uzun süre sıkıntı yok diye ısrar etti. Olayı yönetemeyip bankalarını sarsmaktan korktu. Hatta bankaları sorunsuz gösteren stres testler dizayn etti. Ama 2 yıllık Yunan tahvillerinin getirisi Euro bazında % 17'ye fırlayınca hemen Euro üyelerinin 60 milyar Euro (€) nakit ve 440 milyar € garanti verip borçlandığı bir destek fonu kurmak ve IMF'nin 250 milyar €'su ile destekleyip iflas konumuna gelenleri yüzdürmek zorunda kaldı. Avrupa Merkez Bankası (ECB) devreye girerek devlet tahvillerini teminat olarak getiren bankalara 1 yıllığına % 1 faizle borç verdi. Yetmedi, panik büyümesin diye ikinci piyasada gidip tahvilleri satın aldı. Üstelik tüm bunları ECB Başkanı Trichet, kamuoyuna "devlet tahvili almayı düşünmüyoruz" dedikten hemen sonra yaptı. Bugün ECB'nin sadece Yunanistan'a 200 milyar € riski var. Yunanistan, borcunun yarısını tıraşlarsa ECB sermayesinin % 43'ünü kaybedecek. İrlanda da benzer bir tıraşlamaya gitse sermayesi gidecek.

Ama tüm bu desteklere rağmen Yunanistan'ın 2 yıllık tahvillerinin getirisi % 24'e çıktı. Çünkü destekleri kamuoyuna kabul ettirmek için bu küçük ekonomilerden çok sıkı tasarruf etmeleri istendi ama rekabet güçlerini kaybetmiş olan ekonomiler nasıl büyüyüp tasarruf yapabileceklerdi ki? Nitekim Yunanistan, İrlanda ve İspanya 2010'un tümünde, Portekiz ise son çeyreğinde hep küçüldüler. Ödeme güçleri daha da zayıfladı. Falsolarıyla ünlü ECB hiç gereği yokken bir de faiz artırıp bu ülkelerin işlerini daha da zorlaştırdı.

Sonunda tilki kürkçü dükkânına geri döndü. AB bugünlerde Yunanistan'ın borçlarını nasıl yeniden yapılandırabileceğini ve Euro'dan çıkıp çıkmamasını tartışıyor. Ama arada Yunanistan'ın kamu borcunun ekonomiye oranı % 50 büyüdü. Maliyet daha da yükseldi. Toplamda kamu borcu ABD'den, Japonya'dan, İngiltere'den çok daha az olan AB, sonunda ülke bazında iflası gündeme aldı. (Grafik 2) Demek ki sorun aslında

Euro Bölgesi'nin kamu borcu değil. Euro Bölgesi'nin karar almakta ve sorunlara çözüm bulmaktaki beceriksizliği. Politikacıları da faturayı ödemeye başladı bile. Şimdi Yunanistan'a neşter vurmaya çalışırken normalde sıkıntılarını kendi başına çözebilecek İspanya da devrilirse seyreyleyin gümbürtüyü (ve tabii pariteyi).



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Borç yiğidin kamçısı, ama henüz kamçılaman bir şey yok

Saruhan Özel 2011.05.18

Türkiye'nin dillere destan cari denge açığını üç boyutta değerlendirmek mümkün. Birincisi, ekonominin döviz gelir gider dengesindeki çarpıklık.

Cari denge açığı büyük olduğuna göre Türkiye ekonomisi yeteri kadar döviz kazanamıyor ve/veya gereğinden fazla harcıyor. Elbette gönül "nette" döviz kazanan bir ekonomi olabilmeyi arzu eder. Dünyanın talep ettiği malları üreterek ve döviz geliri yaratarak aş ve iş yaratabilmeyi ister. İster de bu o kadar kolay olmaz. Bir Almanya, Çin veya Rusya olmak için "doğuştan gelen" çok özel koşullar ve uzun yıllar istikrarlı şekilde uygulanan bir ekonomik vizyon gerekir. Kamuoyu artık açığın Türkiye'de iyice yapısal hale geldiğini ve kısa vadede bunun üç beş tedbirle değişmeyeceğini anladı. Bu kısır tartışmanın üzerine gitmiyor.

İkinci boyut, ekonomideki bu döviz ihtiyacının nasıl ve nereden temin edildiği konusu. Son bir yılda verdiğimiz 61 milyar \$'lık cari denge açığı 72 milyar \$'lık sermaye girişi sayesinde mümkün hale geldi. (Grafik 1) Gönül yine bu sermaye girişinin uzun yıllar kalıcı, üretime yönelen, istihdam ve katma değer sağlayan bir şekilde gerçekleşmesini ve borç yerine doğrudan yatırım olarak gelmesini istiyor. Ama bu da zor ve zaten 72 milyar \$'lık sermaye girişinin sadece sekizde biri doğrudan yatırım şeklinde olabildi. Çünkü Türkiye karmaşık bir ülke, iş yapmak kolay değil, bürokrasisi fazla, mevzuatı sürekli değişebiliyor, hukuki kararları yoruma açık. Ekonominin potansiyeli ile ilgilenenler bunu mümkün olduğunca az riskle yapmak, ortaklıktansa borç vererek bu potansiyelden faydalanmak isteyebiliyorlar. Kaldı ki, ülkede yeterli know-how ve girişimci kapasitesi var, geri kalmış, eski bir demirperde ülkesi değil. Tersine bu ülkeye gelen yatırımcılar kendi ülkelerine know-how götürür durumdalar. Reel sektör borçlanarak birçok projesini hayata geçirebilecek ve sonra da dönüp borcunu geri ödeyebilecek bir konumda. Hatta projeyi para kazanır hale getirip riskini azalttıktan sonra doğrudan yatırıma çeviren de çok.

Borca değil borçluluğa bakalım

Türkiye ekonomisi bu bağlamda borçlanarak cari denge açığı verebilir hale geldiği için çok fazla borçlandığı yönünde eleştiriliyor ve bu borçların yarın nasıl ödeneceği sorgulanıyor. Ama bu durum yıllardır böyle olduğu halde nedense aslında ekonominin borçluluğunun aynı paralelde yükselmediğine kimse dikkat etmiyor. Borç artabilir ama borçluluk artmayabilir. Yılda 100 TL kazanan birinin 10 TL borcu ile 20 TL kazanan birinin 10 TL borcu aynı şey mi?

Türkiye 2000 yılında 119 milyar \$ dış borç stoku ile 267 milyar \$'lık mal ve hizmet (GSYİH) üretebiliyordu. Dış borcun GSYİH'ya oranı % 44'tü. 2010 yılı sonunda ise ekonomi 290 milyar \$ dış borçla 736 milyar \$'lık bir üretim sağlıyor (oran % 39). Yani bu süreçte ekonomi toplamda borçluluğunu artırmak yerine bilakis düşürmüş

durumda. (Grafik 2) Üstelik bu % 39'luk bir dış borç oranı dünya standartlarında son derece düşük. Euro Bölgesi'nde bu oran % 120. Bugün kriz yaşayan İrlanda'da % 1.224, Yunanistan'da % 165, Portekiz'de % 201.

Ülke genelinde durum öyle ama özel sektöre bakalım diyenler de var. Doğru, ekonomi son 10 yılda ciddi bir yapısal değişim geçirdi, yapılan özelleştirmeler ve disiplinli bütçe politikası sayesinde kamunun hakimiyeti azalırken kaynaklar daha ziyade özel sektöre aktı. Bekleneceği üzere özel sektörün dış borcu 56 milyar \$'dan 190 milyar \$'a çıktı. (Grafik 3) Ama borçluluğundaki artış çok daha ılımlı. 10 yıllık süreçte özel sektör dış borcunun GSYİH'ya oranı % 21'den % 26'ya yükseldi. Bunun anlamı belli. Özel sektör bu borç artışı ile ekonomide ciddi bir katma değer oluşturabiliyor. Zaten o nedenle yabancı kreditorler bu borçları özel sektöre veriyorlar. Daha da ilginç, özel sektörün dış borcu artarken ihracatının daha da hızlı artıyor olması. 2000 yılında ihracatın dış borca oranı % 87 iken 2010 sonunda % 101'e çıktı. Her ne kadar ihracatımızı beğenmesek de, ihracatımızın yeterli olmadığını düşünsek de, demek ki, reel sektör borçluluğunu, yatırımlarını haklı gösterecek kadar ihracat yapabiliyor.

İhracat gelirleri elbette önemli ama ülkenin resmî döviz rezervleri de bir o kadar önemli. 2000 yılı sonunda Merkez Bankası son yıllarda piyasadan döviz almama ısrarını bir kenara bırakınca döviz rezervi yükselmeye başladı ve Türkiye'nin dış borcunun % 17'si iken şimdi % 31'i düzeyine çıktı. Gönül % 50 olsun isterdi ama buna da şükür. Çok daha önemlisi TCMB'nin 2000 yılındaki döviz pozisyonu eksiydi. Yani 20 milyar \$'lık rezervden çok daha fazla piyasaya döviz borcu vardı. Ama bugün döviz pozisyonu 55 milyar \$ fazla veriyor. Bu, döviz piyasasında dalgalanmaları engelleyebilmesi için önemli bir cephane.

Borçlanma vadesinde de sıkıntı yok

Borçlanmaya dış geçiremeyenler doğal olarak soluğu borçlanma vadesinde alıyorlar. Ama orada da düş kırıklığı yaşıyorlar. Çünkü Türkiye'nin kısa vadeli (1 yıldan daha kısa vadeli) dış borcu 2000 yılında GSYİH'nın % 11'i iken 2010 yılında % 7'ye indi. Bu kadar kriz yaşayan ve kısa vadeli döviz borçlanmanın ne kadar tehlikeli olduğunu bilen reel sektör eline her fırsat geçtiğinde borçlanma vadesini uzatmaya çalışıyor. Kriz tecrübesi denen şey de zaten bu. Reel sektörün toplam dış borcu içinde uzun vadeli kısmının oranı % 80. 2000 yılına göre 11 puan yukarıda.

2010 yılında bankaların kısa vadeli borçlarının daha hızlı artması dikkat çekti. Bankaların kriz sırasında 23 milyar \$'a gerileyen kısa vadeli borçlanmaları 49 milyar \$'a çıktı. (Grafik 4) Ama bunda da beklenmedik bir şey yok. 2009 ortasında yapılan kambiyo mevzuat değişikliği ile artık şirketler bankaların 1 yıl 1 hafta vadeye çıkıp KKDF'den de sakınma amaçlı yurtdışından dolambaçlı verdikleri uzun vadeli (!) kredileri yurtiçinden kullanabiliyorlar ve bankalar bunların finansmanını yurtdışından uzun vadeli yapmak zorunda değiller. O nedenle bankaların ve şirketlerin uzun vadeli dış borç stokları azalırken bankaların kısa vadeli borçları arttı (ama şirketlerinki değişmedi, çünkü yurtiçinden borçlandılar).

Cari denge açığının en önemli boyutu üçüncüsü. Yani bu borçlanma ağırlıklı finansmanla ne yapıldığı. Ama kamuoyu şimdilik ikinci boyutta takıldı. Onun magazin değeri daha yüksek.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

# Türkiye'nin kredi notunu Yunanistan'a yakın tutmanın yaman çelişkisi

---

*Saruhan Özel 2011.06.01*

Global finans sistemi derecelendirme (rating ya da notlandırma) şirketlerinin üzerine kurulu.

Moody's, S&P ve Fitch gibi birkaç şirket liderliğinde politik risklerinden cari denge açığına, döviz rezervlerinin ya da ihracat gelirlerinin kısa vadeli borçlara oranına kadar çeşitli kriterlere bakarak ülkelerin ve şirketlerin borç geri ödeme kapasitelerini ölçmeye çalışıyorlar. Ülkeler/şirketler birbirlerinden çok farklı dinamiklere sahip olsa da aynı rasyolara bakarak "kıyaslanabilir" hale getiriyorlar. Sonra da A'dan D'ye kadar inen bir notlandırma yapıyorlar. Bağımsız ve güvenilir oldukları düşünülen bu kurumların notlarına göre de yatırımcılar bu ülkelere borç verip vermemeyi veya ne kadar bir getiri istemeleri gerektiğini belirliyorlar. Dünyada finansman bir düzene oturuyor. Yüksek maliyet ödemek istemeyen de kendisine (bu şirketlerin baktıkları kriterler itibarı ile) çekidüzen vermek zorunda bırakılıyor.

Bir not seviyesi özellikle kritik (S&P BBB-, Moody's Baa3). Bu seviyenin üstü "yatırım yapılabilir" kabul ediliyor. Altı ise yatırım yapılmasında ciddi bir risk görülen, spekülatif olarak değerlendirilen bir seviye. Bu seviyenin üstüne çıkıldığında borçlanma maliyetlerinde önemli bir gerileme olabiliyor. Kaldı ki, dünyada birçok kurumsal yatırımcı kendi koyduğu kurallar nedeniyle ve/veya kendi ülkesindeki regülasyon otoritesi tarafından mecbur tutulduğu için yatırım yapılabilir seviyenin altına yatırım yapamayabiliyor. Ve Türkiye maalesef "yatırım yapılabilir" seviyenin hemen altında. 3 şirketten ikisi bu notu verdiğinde ülke/şirket yatırım yapılabilir kabul ediliyor. O zaman çok daha fazla yatırımcının radarına girmiş oluyor ve borçlanma maliyeti azalıyor. Birçok kurumsal yatırımcı için Türkiye gibi borcunu hep tıkr tıkr ödeyen ama notu ısrarla yatırım yapılabilir seviyenin altında tutulan ülkeler bulunmaz nimet. Bu sayede buralara yatırım yapanlar çok güzel para kazanıyorlar. Derecelendirme şirketlerinin, kamu borcu dünyanın en düşük ülkelerinden biri haline gelen Türkiye'yi yatırım yapılabilir seviyeye çıkarmamak için öne sürdükleri en önemli mazeret ise tahmin edileceği üzere, yüksek cari açık.

## KABUL EDİLEMEZ HATALAR

Global finans sisteminde önemli bir misyonları olmasına rağmen derecelendirme şirketleri uzunca bir süredir çok ciddi hatalar yapıyor ve global finans sistemine büyük zararlar veriyorlar. Örneğin 2008-09 global krizinin ortaya çıkmasında önemli bir pay sahibi oldular. Krizin merkezi ABD'de batma riski yüksek mortgage kredilerini bilançolarında taşımak istemeyen finans sistemi bunu karmaşık yöntemlerle gizleyip tahvilleştirerek dünyanın dört bir yanına satabildi. Bunu yapabilmek için derecelendirme şirketlerinden yüksek not almak durumundaydı ve her nasılsa bu notları aldı (karşılığında büyük ücretler ödeyerek). Tahvillerin içindeki batıkları göremeyenler derecelendirme şirketlerinin notuna güvendiler. Sonra da krizde bu tahvillerin batık olduğu ortaya çıkınca derecelendirme şirketleri sanki bunları sağlam diye notlandıran kendileri değilmiş gibi tahvillerin notlarını indirdiler. Bu notlara güvenip tahvilleri alanların ellerinde patladı. İlginç olan, derecelendirme şirketlerinin bu tür ipotek tahvillerinin notlandırılmasından çok büyük gelirler elde etmiş olmalarıydı.

Derecelendirme sisteminin en önemli faydası aslında yatırımcılara uyarı yapmak. Ama sistem bu fonksiyonda da yetersiz. Ancak bir ülke veya şirket çok bariz ödeme güçlüğüne düşünce, yani iş işten geçince, not düşürüyorlar. Böylece ülkenin/şirketin aslında hiç şansı kalmamış olmuyor. Bu sıkıntı 1997 Asya, 2000 Arjantin, 2001 Türkiye ve yine son 2008-09 global finans krizinde açıkça görüldü. Derecelendirme şirketleri hep kriz

başladıktan sonra ülke notunu indirip ateşe körükle gittiler. Yatırımcıları krizden önce uyaracaklarına krizden sonra not indirip daha da zor duruma soktular.

## TÜRKİYE'NİN NOTU VE CDS PRİMİ

Son yıllarda global finans sisteminde İngilizce isminin baş harflerinden oluşan CDS (Credit Default Swap) isimli enstrümanlar çok yaygın kullanılmaya başladı. Bir ülkenin veya şirketin tahvilini alan veya kredi veren bir yatırımcı CDS (finansal sigorta) olarak kendisini bir devlet veya şirket iflasına göre sigortalayabiliyor. Bunun için CDS alan yatırımcı aynı kaza sigortası gibi bir prim ödüyor ve eğer kaza gerçekten olur da devlet veya şirket borcunu ödeyemezse CDS'i satan taraf alan tarafın zararını karşılıyor. Her ne kadar bu piyasa denetlenmiyor ve ülkesine göre hacimler sağlıklı bir fiyat (sigorta primi) hesaplanmasını güçleştirebiliyorsa da CDS piyasası derecelendirme şirketlerine ciddi bir rakip oldu. Derecelendirme sistemi riskleri yansıtmakta yavaş kalırken CDS piyasası çok daha çabuk fiyatlayabiliyor ve gerekli uyarıyı yapıyor. Sürpriz de değil çünkü CDS piyasası ortaya bir sürü rasyo koyup ülke/şirket bilançosuna yönelik ahkam kesen bir piyasa değil. Görüşünün üzerine para koyup ellerini taşın altına sokanların, risk alanların piyasası.

İlginç olan, Türkiye konusunda bu iki risk göstergesinin ciddi bir çelişkiye düşmüş olması. Normal koşullarda bir ülke gerçekten riskli ise hem CDS priminin yüksek hem de risk notunun düşük olması gerekir. (Grafik) Yani grafikteki kesik çizgi civarında olmaları beklenir. Örneğin, bugün iflas bayrağını çekmiş olan Yunanistan'ın hem sigorta primi çok yüksek (1500 baz puan yani 10 milyon \$'lık bir Yunan tahvilini sigortalamak için 1,5 milyon \$ ödemek gerekiyor) hem de notu çok düşük (B+). Veya Almanya'nın hem sigorta primi düşük (40 baz puan) hem de risk notu yüksek (AAA).

Ama Türkiye'nin CDS primi çok düşük olduğu halde risk notu da çok düşük. Ülke riskinin çok düşük olduğunu düşünen yatırımcılar Türkiye'ye son 1 yılda 72 milyar \$ sermaye getirmiş durumdadır. Ama derecelendirme şirketleri Yunanistan'a yakın bir notta inat ediyorlar. İki taraftan biri haksız. Ya Türkiye'nin yakında bir krize giriyor olup CDS priminin hızla yükselmesi gerekiyor ya da derecelendirme şirketlerinin inadı bırakıp risk notunu yatırım derecesine yükseltmeleri. Derecelendirme şirketlerinin geçmişteki büyük hataları dikkate alındığında sorunun cevabı açık ve net.

Bir başka açık ve net olan da derecelendirme sisteminde radikal bir reform yapılması ve dünya finans sisteminin birkaç derecelendirme şirketine olan bağımlılığından kurtarılması gerekliliği.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Sıfır reel faiz konusu ciddidir, ciddi tartışılmalıdır!..

*Saruhan Özel 2011.06.08*

Döviz bazında faiz ile reel faizin arasındaki farkın bilinemediği, faiz deyince sadece Merkez Bankası (kısa vadeli politika) faizinin anlaşıldığı, faiz ile enflasyondan birisinin diğerini belirlediğinde ısrar edildiği bir ülkede yaşıyoruz.

Böyle olunca ciddi konular bile bir anda farklı ideolojilerin çarpıştığı magazin konularına dönüşüyor. Kamuoyu da kafası karışmış bir halde arada kalıyor. Son günlerin sıfır reel faiz tartışmaları buna güzel bir örnek.

## BEDAVA PARA OLMAZ

Kredi kullanan bir şirketin asıl maliyeti kredinin reel, yani faiz dönemindeki enflasyondan arındırılmış faizidir. Eğer fiyatlarını bu faiz oranı kadar kolayca yükseltebiliyorsa (yani enflasyon=faiz) aslında bedava para kullanmış olur. Bedava para uzun süreli olursa yanlış yatırım kararlarını körükler. Nasılsa para bedavadır. Krediyi kullanan enflasyonla faiz giderini karşılayabilmekte ve verdiği yanlış kararları enflasyon içine gizleyebilmektedir.

Gönül ister ki, şirketler faiz maliyetini aynı fiyatla daha fazla mal satarak (verimlilik artırarak) karşılayabilsinler. Ama bu kolay değildir ve her zaman olamaz. Olamadığı durumda da şirketlerin faiz maliyetini fiyat artışı (yani enflasyon) ile telafi etmek istemeleri kadar doğal bir şey olamaz. Elbette bu ancak talep yeteri kadar güçlü ise ve/veya rakipsiz konumdalarsa yani mallarını kolayca satabiliyorsa mümkündür. Böyle durumlarda kârı maksimize etme hedefi ile kantarın topuzunu da kaçırabilir ve enflasyonu daha da hızlandırabilirler.

Ama enflasyon hızlanırken şirketlere bu kredileri sağlayan tasarruf sahipleri de karşıdan seyretnmezler. Enflasyonun yükseldiğini görünce daha yüksek faiz isterler. Faiz yeniden enflasyonu hızlandırır, sonra da enflasyon faizi yükseltir. Olay bir kısır döngüye girer. Bedava para uzun süreli olamaz.

Özetle "normal koşullarda" hem reel faiz tasarruf sahibini hem de kredi kullanıcısını memnun edecek bir düzeyde olmalıdır. Ancak bu sayede kredi mekanizması istikrarlı bir şekilde çalışabilir. Sıfır reel faizden kasıt eğer "enflasyondan arındırılmış kredi faizinin sıfır olması" ise sürdürülebilir değildir. Ama aynı zamanda ekonomiye maksimum fayda sağlayabilmesi için mümkün olan en düşük düzeyde olmalıdır. Bu düzeyi de ekonomideki arz talep koşulları belirler.

## MERKEZ BANKASI ÖNEMLİ AMA YETMEZ

Arz talep koşullarını kontrol etmeye çalışan önemli bir otorite Merkez Bankası'dır. Bunu yaparken kullandığı tek silah da bankalara gecelik/haftalık vadelerde borç verdiği ya da borç aldığı paranın kendi belirlediği faizidir (= politika faizi). Elbette isterse bu faizi "enflasyon kadar belirliyorum, yani TL'nin reel faizi sıfır olacaktır" diyebilir. Ama Merkez Bankası bankaların tek fonlama kaynağı olmadığı gibi sadece kendi faizine söz geçirebilir. Çok daha önemli bir fonlama kaynağı olan mevduat sahiplerinin ne istediği önemlidir. Merkez Bankası'nın enflasyonu düşük tutma konusunda ciddi olduğunu görürlerse makul bir faizle kendilerini enflasyona karşı koruyabileceklerini düşünebilirler. Aksi durumda, yani Merkez Bankası'nın enflasyonu kontrol edemediğini ve edemeyeceğini görürlerse tasarruflarını harcamaya başlarlar. Harcamanın arttığı ekonomide faizi fiyatlara eklemek kolaylaşır, enflasyon iyice körüklenir. Sonuçta mevduat sahiplerini enflasyona ezdirmeyecek faiz, yani pozitif bir reel faiz verilmek zorunda kalınır.

Bugün Merkez Bankası'nın haftalık faizi % 6,25 ve enflasyon beklentisi civarında. Ama aylık mevduat faizi ya da gösterge devlet tahvili getirisi % 9-10 aralığında. Çünkü Türkiye'de bankaların toplam fonlamalarının % 70'i mevduat. Bunların çoğu, sayısı çok az büyük mevduat sahipleri. Pazarlık güçleri büyük, hareket kabiliyetleri fazla ve enflasyona yenilmeleri zor. İş hacmini büyütme isteyen banka mevduat müşterisinden kolay vazgeçemez.

Türkiye'de TL yanında döviz de çok yoğun kullanıldığı ve sermaye giriş çıkışı kontrol edilmediği için Merkez Bankası'nın işi daha da zor. Örneğin, bireysel tasarruf sahibinin üçte biri, şirketlerin yarısı tasarrufunu dövizde tutar. Ev, otomobil fiyatları döviz belirtilir. Merkez Bankası ise sadece TL faizi ile hem TL hem de döviz arzını kontrol etmeye çalışır. Döviz çok azalırse enflasyon o an sorun olmasa bile TL faizini yükseltmek zorunda kalır.

Çünkü artan kurlar ithalat maliyetleri üzerinden enflasyonu hızlandıracaktır. Döviz çok bol olursa da ekonomik aktivite canlı bile olsa TL faizini çok yükseltemez. Çünkü daha da fazla döviz gelir (malum giriş çıkış serbest). Bir tarafa yüklense diğer taraf şikayet eder, diğer tarafa yüklense öbür taraf. İki tarafı da idare etmeye çalışır.

#### SPEKÜLASYON KOLAY PARA KAZANMAMALI

Paranın zaman değeri diye bir kavram vardır. "Normal bir ekonomide" kısa vadeli faiz daha düşük, uzun vadeli faiz ise daha yüksek olmalıdır. Kısa vadede tasarrufların enflasyonla erimesi ve/veya bir kriz çıkıp da geri ödenememesi gibi belirsizlikler azdır. Bu riskler doğal olarak vade uzadıkça daha önemli hale gelir çünkü hareket kabiliyeti azalır. Kısa vadede kalıp risk almak istemeyenler (diğerleri kadar kazanmayarak ve hatta hiç kazanamayarak=sıfır reel faiz) bedelini ödemelidir. Daha fazla getiri elde etmek isteyen uzun vadeye gitmek zorunda kalmalıdır. Hem kısa vadede kalmak hem de yüksek getiri almak anormallik göstergesidir. Merkez bankaları da mecbur olmadıkça gecelik faizini enflasyon beklentisinin çok üzerine çıkartıp daha uzun vadeli faizleri gereğinden fazla yukarı ittirmemelidir.

Kaldı ki, şirketleri asıl ilgilendiren, yatırımları için gerekli olan, uzun vadeli kredilerin maliyetinin makul olmasıdır. Uzun vadeye gidenlerin de pazarlık gücü ekonomideki riskler mertebesinde artar veya azalır. Getirisini enflasyona ya da krize kurban etmeyeceğini düşünen tasarruf sahibi daha düşük getiriye razı olabilir.

#### SORUN, UZUN VADEDE BORÇLANILAMAMASI

Faizlerle oynayarak reel veya döviz bazında faizi sıfırlamak bir hedef olamaz. Hedef, ancak ekonomideki risklerin düşürülmesi olabilir. O zaman tasarruf sahibi zaten hem daha uzun vadeye kayacak hem de düşük reel faize razı olacaktır. Türkiye'de yıllar sonra gelinen noktada TL borçlanma maliyeti kısa vadede yeterince düşüktür. (Grafik 1 ve 2) Sorun uzun vadede borçlanılamamasındadır.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Bütçe disiplini her derde deva olamaz...

*Saruhan Özel 2011.06.15*

17 yıl önce bir ekonomi doktoru olarak Türkiye'ye dönüp bankacılık sektöründe çalışmaya başladığımda bazı şeyleri anlamakta zorluk çekiyordum.

Bir tanesi trilyonları ve katrilyonları ifade etmekte, diğeri ise neden gazetelerin o zamanlar sayısı bir veya ikiye geçmeyen ekonomi sayfalarında hep devlet bütçesine yönelik haberlerin verildiği idi. Hâlbuki ABD'de gazetelerde haberler hep şirketlerin haberleri, kârlılıkları, hangi şirketin kiminle birleştiği, ekonominin istihdam yaratıyor olup olmadığı gibi özel sektöre yönelik olurdu. Sebebini anlamak uzun sürmedi (malum doktora seviyesi!). O dönemde ekonominin en önemli oyuncusu özel sektör değil devlettir. Ciddi bir bütçe açığı ve süratle büyüyen bir kamu borç stoku vardı. Özel sektör (şirketler ve bankalar) bu kamu açığının yarattığı enflasyonist ortamdan para kazanıyordu. Elbette bu durumda kamu açıklarının nasıl seyrettiğinden, her devlet bono/tahvil ihalesinin nasıl geçtiği ve faizin ne olduğundan daha ilgi çekecek haber bulunmazdı.

Ama artık böyle değil. Kamu açıklarının asıl sebebini teşkil ettiği 2001 krizinden bugüne gelinen noktada Türkiye artık bütçe politikasında belli bir anlayışı oturtmuş durumda. Kamu borçluluğu da (dikkat, borcun seviyesi değil) artık dünyanın en düşük seviyelerinden biri. Ve en azından benim için daha da ilginç olan, artık Türkiye'de gazetelerin sayfalarını kamu açıkları veya Hazine ihalelerinin sonuçlarıyla doldurmuyor olmaları.

Bu radikal değişikliğin en güzel göstergelerinden biri son seçim dönemindeki olumlu bütçe performansı oldu. Hâlbuki bu yılın seçim yılı olması nedeniyle beklentiler hep olumsuzdu. Seçim öncesindeki beklentileri karşılamak için kamuda muslukların açılacağı düşünülüyordu. Üstelik kısa süre önce Mali Kural gibi Türkiye'nin bütçe politikasında devrim yaratacak çok önemli bir reformun rafa kaldırılması da bu olumsuz beklentileri körüklemişti. Orta Vadeli Program'a konulan hedeflere bakıldığında düşen nominal (ve reel) faizler sayesinde bütçedeki faiz harcamalarının hızla gerileyeceği ama bunun diğer harcamalara yönlendirileceği öngörülüyordu. Tüm bu olumsuz beklentilere ve sinyallere rağmen yılın ilk dört ayında faiz dış bütçe dengesi 14 milyar TL oldu. (Grafik 1) Bu aynı zamanda yıl sonu hedefi. İleriki aylarda faiz dış açık olmayacak diye bir kural yok elbette ama hem de seçim öncesinde ilk 4 ayda yıl sonu hedefinin yakalanmış olmasına dikkat etmek gerekir.

Bu fazlanın nasıl ortaya çıktığı daha da ilginç. Gelirler (bir önceki yılın aynı dönemine göre) yüzde 19 artarken harcamalardaki artış sadece yüzde 2 (Tablo). Diğer bir deyişe, devlet gelirlerini 15 milyar TL artırırken giderlerini sadece 1,8 milyar TL artırdı. Üstelik bunu faiz giderlerinde 5 milyar TL azalma olduğu halde yaptı. Yani bu kadar bir ek harcama yapabilecekken tersine faiz dış harcamalarını geçen yılın aynı döneminin 7 milyar TL üzerinde tuttu. Aradaki farkı tasarruf etmiş oldu. Bu sayede vadesi gelen borç geri ödemelerinde yüzde 13 kadar daha az borçlanarak borç yükünü azalttı.

Daha sıkı bütçe, cari açığın panzehiri değil

Bütçe zaten yeterince disiplinli. Ama birçok ekonomist hâlâ özellikle seçim sonrası dönemde daha sıkı bir bütçe politikası bekliyor. Çünkü klasik iktisat kitaplarının söylediği gibi özel sektörün harcamalarını artırıp cari açığı yükselttiği durumda kamu sektörünün tasarruf yaparak toplam harcamaları dengeleyebileceği dşnlyor. Ama Türkiye gibi kamu borcunun seviyesi (ekonomiye oranı değil) hâlâ yüksek olan bir ülkede bu panzehir etkisinin alışmayabileceğine dikkat edilmiyor.

Türkiye'de banka bilançolarının yaklaşık üçte biri devlet tahvillerinden oluşuyor. Çünkü geçmişteki yüksek kamu açıkları tahvil portföyleri üzerinden bankacılık sektörü tarafından finanse edildi. Özel reel sektörü finanse etmesi gereken i veya dış tasarruflar kamu borç stokuna aktarıldı. Bu nedenle Türk bankacılık sistemi bugün aktiflerinin 3'te birini devlet tahvillerine ayırmak zorunda kalırken ancak 20'de birini ipotek kredilerine ayırabiliyor. Hâlbuki gelişmiş ülkelerde olduğu gibi tam tersi olması gerekiyor. Henüz bankacılık sistemi ekonominin kalkınmasına verdiği destek açısından gelişmiş ekonomilerin çok uzağında (bu doğru şekilde yapılırsa bugün yaşadıkları kriz de yaşanmak zorunda değil).

Kamu sektörü tasarruf yaptıkça borç stokunu azaltabilecek kaynağı yaratacak ve bu yılın ilk 4 ayında yaptığı gibi vadesi gelen borçlarından daha az borçlanarak borç yükünü azaltacak. Böylece daha önce hapsetmiş olduğu i ve dış tasarrufları serbest bırakmış olacak. Üstelik bu durum ülkeye daha da fazla dış sermaye cezbedecek çünkü Türkiye'de kamu borçlanma senetlerinin nominal TL getirisi, döviz bazında da büyük bir getiri sağlayabilecek kadar yüksek. Türkiye'de 2 yıllık referans tahvilleri yüzde 9, 2020 vadeli TL tahvili yüzde 10 civarında bir nominal getiri sağlarken (TL yatay giderse yüzde 9-10 döviz bazında getiri), İngiltere'nin, Almanya'nın ve ABD'nin 10 yıllık tahvil getirileri yüzde 3 civarında (kendi para birimleri cinsinden). Geçmiş yıllarda Rusya, Brezilya kamu borçlanma araçlarının arzının giderek kısıtlanacağı belli olan ülkelerde tahvillere nasıl yüksek bir talep olduğu görüldü.



Bu durumda bankalar tahvil portföylerinin net itfası (çünkü Hazine daha az borçlanıyor) ve/veya satışı yoluyla yaratacağı kaynakları reel sektöre aktarabilecek. Zaten bu durum 2003'ten beri yaşanıyor. Kamu iç borç stoku ekonominin yüzde 51'inden yüzde 32'sine, banka bilançolarının yüzde 50'sinden yüzde 27'sine hep bu sayede geriledi. (Grafik 2) Açığa çıkan bu kaynaklar sayesinde bankalar reel sektöre kredilerini artırdı. Bundan sonra da aynısı olacak. Bankalar devlet tahvillerinden boşalan kaynakları kredi-fonlama faiz marjı daha yüksek olan ticari/işletme (KOBİ) ve tüketici kredileri ağırlıklı reel sektöre aktarmaya devam edecek. Tüm bunlar iç talebin güçlü kalmasına ve dolayısıyla cari denge açığının yükselmesine destek verecek. Bir de üzerine kredi derecelendirme şirketleri "özel sektör tasarruf açığı artan kamu açığı ile dengeleniyor" diye Türkiye'yi yatırım derecesine çıkartırlarsa sadece tahvil talebi değil diğer kanallardan da sermaye girişi artacak. Bu nedenle sıkı bütçe cari açığın panzehiri değil. Sermaye kontrolleri gibi farklı önlemler daha mantıklı.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Kazanılamayacak bir savaşa neden girilir?

*Saruhan Özel 2011.06.22*

Uzun bir süredir ekonomi basınından eski bürokratlara ve derecelendirme şirketlerinden yurtdışındaki analistlere kadar birçok farklı kesim Türkiye'de cari açığın çok yükseldiğini ve böyle devam ederse finansal ve ekonomik istikrarı bozacağını iddia ediyor.

Bunun nasıl olacağını tartışan yok. Sadece kriz çıkacak iması yapılıyor. Dört bir yandan alınan önlemlere bakılırsa ekonomi yönetiminin de çok farklı düşünmediği söylenebilir. Bense tersine, yurtiçinde ve dışında çeşitli vesilelerle Türkiye'nin cari denge açığından gereğinden fazla endişe edildiğini anlatıyor ve yazıyorum. Yine karşı tarafın tersine neden böyle düşündüğümü ve cari açığın neden bir krize sebebiyet vermeyeceğini açık ve net gösteriyorum. Üstelik bunu geçmişte cari açığa dayalı bir modeli eleştiren ve bu modelin uzun vadeli bir yaklaşımla bir an evvel değiştirilmesi gerektiğini yazıp çizen bir iktisatçı olarak yapıyorum.

Spekülatif balon yok

Öncelikle cari denge açığı Türkiye'de spekülatif bir balon oluşturmuş değil. Türkiye'ye akan yabancı sermaye hızla finansal piyasalara yönelerek dövizin TL fiyatından hisse senetlerine, yerel tahvillerden ev fiyatlarına kadar çeşitli finansal araçlara yeni rekorlar kırdırtmıyor. Global kriz sonrasında TL birçok gelişmekte olan para birimine göre daha rekabetçi, hisse senetleri kriz öncesi seviyelerde seyrediyor, gösterge devlet tahvillerinin fiyatı 2010 yılı başından beri en düşük seviyelerinde ve konut fiyatları son 2,5 yılda sadece yüzde 11 yükselmiş durumda (Grafik 1). Kamuoyu, cari denge açığının finansal istikrarı bozabilmesi için öncelikle finansal piyasalarda risk iştahının abartılmış ve böyle olduğunun da (kurlar dahil) finansal araçların fiyatlarından anlaşılmış olması gerektiğini ısrarla anlamak istemiyor.

Yurtdışı borçluluk artmıyor

Benzer şekilde cari denge açığı Türkiye'nin dışarıya olan borçluluğunu artırmış değil. 2000 yılında yüzde 44 olan dış borcun GSYİH'ya oranı 2010 yılında yüzde 39. Yani borçlulukta tersine düşüş var (Grafik 2). Diğer bir deyişle, yüksek cari açığı meydana getiren yatırımlar bu ekonomide katma değer oluşturabiliyor, alınan borcun rahatlıkla geri ödenebileceği bir gelir sağlanabiliyor. Dahası, bu dönemde ihracatın dış borca oranı yükseldi (üstelik ihracat performansı zayıflamış olduğu halde, Grafik 3). Yani ekonomi bu cari açıkla birlikte sadece katma değer değil, yeterince döviz geliri de elde edebiliyor.

Yatırımların kalitesinde sorun yok

İktisat öğrencileri dahi artık cari denge açığının ülkedeki tasarrufların üzerinde bir yatırım harcamasından kaynaklandığını biliyor. Bu yatırımları oy peşinde popülist bir kamu sektörü değil, kâr maksimizasyonu peşinde elini taşın altına sokan özel sektör belli bir iş potansiyeli öngörerek yapıyor. Eğer yatırımlar gelecekte atıl kalacaksa elbette sorun olur. Ama Türkiye'de bugün tüm dünyanın kışkırdığı bir iç talep gücü var. Demografik yapı tüketime çok müsait ve gelir seviyesi artarken hanehalkı borçluluğu dünyanın en düşüklerinden biri (GSYİH'nın yüzde 16'sı). İç tüketim dönem dönem yavaşlasa da çok daha yüksek borçluluk seviyelerine çıkana kadar yapısal bir artış trendinde. Zaten o zaman ekonomik büyüme kendiliğinden yavaşlayacak.

Ayrıca yatırımlar enerjiden turizme, sağlıktan eğitime, konuttan makine üretimine çok farklı sektörlerde ve dağınık. Dikkat edilirse bazıları ihracat sektörleri; sadece iç talebe yönelik değil. 1990'lı yılların ikinci yarısında ABD'de teknoloji sektöründe, 2000'li yılların ikinci yarısında da yine ABD, İrlanda, İspanya gibi ülkelerin gayrimenkul sektörlerinde olduğu gibi bir veya iki sektöre yığılmış bir yatırım harcaması yok. Ne bu yatırımları yapan işadamları ne de onlara bunun için finansman sağlayan bankacılar ne yaptıklarını bilemeyecek kalite düzeyinden yoksun değiller. Bankacılık sektörünün batık kredileri de artıyor olup da alarm veriyor değil; tersine hem miktar hem de toplam kredilere oranı olarak sürekli geriliyor (Grafik 4).

Finansman kanalı sağlam ve daha küçük

Yatırımları finanse eden ana mekanizma bankacılık sistemi. Bir tuşla herkes tüm sistemin bilançosunu günlük olarak görebiliyor. Gizli saklı bir şey yok. BDDK murakıpları neredeyse 24 saat bankaların içinde bilançoları tetkik ediyorlar. Kredilerin GSYİH'ya oranı yüzde 50 bile değil. Sistem dünyanın en fazla sermaye tutarak (yani en maliyetli) çalışan bankacılık sektörlerinden biri (sermaye yeterliği yüzde 18). Öcü gibi korkulan mortgage kredileri GSYİH'nın yüzde 6'sı. Bankalar her türlü risklerini bilançolarında tutuyorlar ve verdikleri kararlardan sorumlu durumdalar.

Sistem, yurtdışından kısa vadeli döviz borçlanıp, TL'ye çevirip uzun vadeli kamuya veya şirketlere kredi verme gibi 1980'lerde Latin Amerika ve 1990'larda Güneydoğu Asya bankalarının yaptığı cingözlüğü yapmıyor. Dövizde açık pozisyon yok. 2001'deki batık kamu yatırımlarının finansmanı gibi spekülasyon kredilendirme yok. Fon kaynakları istikrarlı. En önemli fonlama kaynağı toplam yükümlülüklerin yüzde 62'si olan mevduat. Son krizde birçok bankacılık sistemini alaşağı eden toptan fonlama çok düşük. Kredi-mevduat oranı daha yeni yüzde 91'e geldi. Kamu sektörü bankalara (devlet tahvili şeklindeki) borcunu ödedikçe bankaların aktiflerin yüzde 27'si olan bu tahvillere bağlanmış oldukları mevduatları boşalacak ve krediye dönüşebilecek. Bugün Türk bankaları yurtdışından 5 yıl ve üzerinde rahatlıkla borçlanabilecek itibara sahip. Derecelendirme şirketleri de eninde sonunda Türkiye'yi yatırım derecesine çıkartacak ve uzun vadeli fonlamayı güçlendirecek.

Don Kişotluğun gereği yok

Türkiye'ye gelip cari denge açığının artmasını sağlayan sermaye dönem dönem hızlı hareketler yapabilir. Çünkü giriş çıkış serbest. Kimse kimseye karışmıyor. Ama önemli olan, bu hareketlerin, örneğin kurlarda sert hareketler yaptığında, ekonomide (şirketlerde, bankalarda ve bireylerde) bir bilanço tahribatı yapip

yapmayacağı. Yukarıdaki anlattıklarımın hepsi bilançoların dayanıklı ve tahribat ihtimalinin düşük olduğunu gösteriyor.

Yarın ekonomide en ufak bir sıkıntı ortaya çıksa, çok farklı sebepten de kaynaklansa, herkes bu yüksek cari denge açığından bilecek. Sıkıntı yaşanmasa da bu sefer "ama bak gerekli önlemler alındı, ondan sorun olmadı" denecek. Bugün cari denge açığının sürdürülebilir olduğunu iddia edenlerin kazanma şansı yok. Ama mesleklerine saygıları var.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Dünya ekonomisinde 5x5 dönemi

*Saruhan Özel 2011.06.29*

Dünya ekonomisi 2. Dünya Savaşı'ndan sonraki en büyük krizini geride bıraktı ve yeniden büyümeye başladı. Ama bundan sonraki süreçte büyüme kriz öncesinden çok daha farklı seyredecek.

Kriz öncesine göre daha yavaş olacak ama çok daha uzun sürecek. Ve bu süreçte bugünden çok belirgin (ve bazıları zaten devam etmekte olan) 5 çok önemli gelişme yaşanacak:

### 1) Gelişmiş ülkeler bilanço tamir edecekler

Global kriz, gelişmiş ülkelerde borçların aşırı seviyelere yükselmesinden kaynaklandı. Bankalar sermayelerinin hazmedebileceğinden çok daha fazla kredi verdiler, tüketiciler bu kredilere yaslanıp gelirlerinin çok üzerinde harcama yaptılar ve şirketler bu harcamalara güvenerek aşırı riskli yatırımlara giriştiler. Krizle birlikte krediler batınca devlet bu kesimlerin borçlarını üstlenmek zorunda kaldı ve onlar da aşırı borçlu hale gelmiş oldular (Grafik 1). Gelecek birkaç yılda bu kesimlerin hepsi tasarruf yapmak zorunda. Devletler harcamalarını kısacaklar, tüketiciler tasarruflarını artıracaklar, bankalar ya kredi portföylerini küçültecekler ya da yeni sermaye bulacaklar. Şirketler de yeni yatırımlarını ya erteleyecek ya da başka bölgelere/ülkelere niyetlenecekler. Tüm bunlar gelişmiş ülke ekonomilerinin uzunca bir süre geçmişteki %3 ve üzeri büyüme hızlarının çok altında büyüyecekleri demek (<%2).

### 2) Gelişmekte olanlar hızlı büyüyecekler

Gelişmiş ülkelerin yapısal sorunları gelişmekte olan ülkelere (GOÜ'lerde) yok. Her kesimde borçluluk çok düşük, bankalar sermayelerine göre çok küçük kredi portföyleriyle çalışıyorlar, demografik yapıları genç ve düşük geliri olup borçlanmaya, tüketime ve katma değer yaratmaya müsait, reel sektörler de yatırım potansiyelini değerlendirebilecek know-how ve girişimcilik düzeyinde. O nedenle içlerinde Türkiye'nin de bulunduğu GOÜ grubu ortalamada %6-8 aralığında çok daha hızlı büyüyecekler. Bu elbette bu yeni döneme özel bir gelişme değil. Uzun bir süredir zaten GOÜ'ler çok daha hızlı büyüyorlar. Ama bu sefer büyümenin niteliğinde önemli bir değişiklik olacak. Bu ekonomiler geçmişten farklı olarak ihracattan daha ziyade iç talep artışına daha fazla yaslanacaklar. Son gelişmeler de zaten bunu teyit ediyor. Bugün GOÜ grubunun dünya tüketimi içindeki payı son krize kadar dünyanın en büyük tüketim pazarı olan ABD tüketimini geçti. Bugün Çin

dünyanın en büyük otomobil tüketim pazarı olurken GOÜ'ler çok yakında yıllık 30 milyon adet otomobil satılan gelişmiş ülkeleri geçecek.

### **3) K.Afrika ve Ortadoğu daha entegre olacak**

Dünya tüketiminin (ve ihracat pazarının) daraldığı bir dönemde birden Kuzey Afrika ve Ortadoğu gibi dünyaya kapalı bölgelerde toplumsal ayaklanmaların ve politik değişikliklerin baş göstermesi tesadüf değil (en azından bana göre). Bu bölgeler dünya petrol rezervlerinin üçte birine sahip ve üretim (ve nakliyat) daha ziyade bu bölgelerden yapılıyor. Ama petrol ve enerji fiyatlarının hızla yükselmesiyle iyice artan petrol gelirleri bu gelişmeye kadar son derece opak bir yapı içinde çok küçük bir zümrenin elinde toplanıyor ve halka alım gücü ve tüketim imkanı şeklinde yansıyamıyordu. Bu zümre gelirlerini ülkelerinin kalkınmasına değil yurtdışındaki finansal araçlara yatırıyorlardı. Halbuki bölge toplumları son derece genç, genç nüfusun işsizlik oranı çok yüksek ve birçok ülkede kişi başına gelir çok düşük (Bahreyn, Umman, Libya gibi daha yüksek olanlarda ise bu genele yayılmıyor, Tablo). Yaşanan politik gelişmelerle gelecek 5 yıl içinde bu ülkelerde kurulacak yeni yönetimlerle mevcut zenginliğin bu ülkelerin kalkınmalarında kullanılması, genç işsizlere istihdam ve dolayısıyla borçlanma ve tüketim imkanları yaratılması planlanıyor. Bu da dünya tüketimine önemli bir destek gelmesi, uzunca bir süre yavaş büyüyecek gelişmiş ülkelerin de bundan faydalanması anlamına geliyor. Dolayısıyla bu bölgeler gelecek 5 yıl içinde çok önemli iş ve yatırım imkanları sunacak bir konumda.

### **4) Finansal aktivite de GOÜ'lere kayacak**

GOÜ'ler sadece ekonomik değil finansal aktivitenin de yoğunlaştığı bölgeler olacak. Ve yine bu bir süredir yaşanan bir gelişme ve daha da hızlanacak. 2000'li yıllarda ihracata dayalı büyüyen GOÜ'lerde büyük tasarruf fazlaları oluştu. Bunların önemli bir kısmı merkez bankaları rezervlerine yansıdı. Bugün sadece Çin'in 3 trilyon \$ resmi döviz rezervi var. Çin Yuanı dünyada rezerv para birimi olma yolunda yavaş yavaş ilerliyor ve konvertibl hale geliyor. Çin ikili ticaret anlaşmalarıyla ihracat ödemelerinin yuanla yapılmasını isteyerek yuanı çok daha fazla talep edilir hale getiriyor. 2010 yılında Çin dışına yapılan yuan işlem miktarı 13 kat arttı ve 2014 yılında 1,5 trilyon \$'ı geçmesi bekleniyor. Ayrıca dünyanın büyük şirketleri artık New York, Londra gibi finansal merkezler yerine Hong Kong, Singapur, Sao Paulo, Şanghay gibi merkezlerde hisse senedi ve tahvil halka arzları yapıyorlar. Tasarrufların buralarda olduğunu görüyorlar. Gelişmiş ülkelerin uzun vadeli kurumsal yatırımcıları artık GOÜ piyasalarını da radarlarına almış durumdalar ve risk sermayesinden doğrudan hisse alımlarına kadar çeşitli şekillerde yatırım portföylerinin bir kısmını yapısal olarak GOÜ'lere ayırıyorlar. Bu bağlamda Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'den oluşan BRIC adlı GOÜ liderlerinin toplam hisse senedi piyasa değerinin global piyasa değeri içindeki payı 2003 yılında %6 iken 2011'de %20'ye kadar yükseldi (Grafik 3). Yatırımcıların hangi senaryoyu öngörüp oynadıkları çok açık.

### **5) Gelişmekte Olan Ülkelere giden sermayenin amacı farklılaşacak**

Son ama belki de en önemli gelişme gelişmiş ülke sermayesinin GOÜ'lere artık farklı amaçlarla gidecek olması. Eskiden ekonomileri daha kapalı olan, yapısal ve politik açıdan güvenilemeyen GOÜ'lere yatırımlar daha ziyade kısa vadeli finansal kanallardan oluyor ve düşük çaplı endişelerde bu GOÜ piyasalarında büyük oynaklığa ve finansal krizlere yol açabiliyordu. Uzun vadeli sermaye girişleri de daha ziyade bu ülkelerdeki ucuz işgücüne dayalı düşük maliyetli üretim ve sonrasında buralardan gelişmiş ülkelere ihracat esasına dayalıydı. Artık bu tür sermaye akışları gözle görülür biçimde değişiyor. Yukarıda da belirttiğim gibi finansal sermaye akışı özellikle kurumsal tarafta daha uzun vadeli olurken üretim tarafında ucuz işgücü + ihracattan ziyade artık GOÜ'lerde üretilenin GOÜ'lerde satılması planlanıyor. Yani bu bölgelerin tüketim güçlerine oynanıyor. Büyük şirketler araştırma ve geliştirme ekiplerini dahi buralara kaydırarak GOÜ tüketicilerinin alışkanlıklarını anlayarak buna özel ürünler geliştirmeye çalışıyor ve bu yönde yatırım yapıyorlar. Örneğin, Unilever çamaşır yıkarken sabun

kullanmakta ısrar eden Hintli ev kadınlarına deterjanı sabun kalıbı şeklinde sunuyor. BMW, Almanya'da halk arabası olup Çin'de çok daha büyük kâr marjlarıyla lüks segmentte sattıkları 3-20 modelinin "uzun versiyonunu" üretecek fabrika kuruyor çünkü Çinliler bu arabaları şoförlü kullanıyorlar. Özetle, dünyanın büyük şirketlerinin hem bilançolarının/satışlarının hem de kârlarının önemli ölçüde GOÜ'lere dayanacağı bir döneme giriyoruz.

Türkiye'deki karar alıcıların, yatırımcıların, şirketlerin, bankacıların ve elbette ekonomi yönetiminin gelecek yıllarda dünyada önemli rol oynayacak bu 5 gelişmeye dikkat etmelerinde fayda var.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Büyüme neden bu kadar şaşırtıyor?

*Saruhan Özel 2011.07.06*

Türkiye ekonomisi 2011 ilk çeyreğinde reel olarak yüzde 11 büyüdü.

Hemen peşinden de yurtiçinde ve dışında yine ekonominin çok ısındığı ve bunun sürdürülebilir olmadığı görüşleri yağmaya başladı. İstatistikleri işine geldiği gibi kullanmak ve kamuoyunu aldatmak o kadar kolay ki.

2011'in ilk 3 ayında (geçen yılın aynı dönemine göre) yüzde 11 büyüyen ekonominin son 4 çeyrekteki büyüme hızı yüzde 8,8. Yani bir önceki 2010 sonu yüzde 8,9 olan yıllık büyüme hızının çok az altında. Daha yakın döneme bakarsak, TÜİK'in mevsimsellikten arındırılmış ve böylece arka arkaya iki çeyreği kıyaslanabilir hale getiren verileri, 2001 ilk çeyreğinde ekonominin hızının yüzde 3,6'dan yüzde 1,4'e gerilediğini gösteriyor. 2003-2007 yılları arasında 3 aylık mevsimsellikten arındırılmış ortalama büyüme hızı yüzde 1,6 idi.

Üstelik bunlar 3 ay öncesinin verileri. İkinci çeyreğe ışık tutacak verilere bakalım. İlk 3 ayda ortalama yüzde 14 artan sanayi üretimi, nisan ayında yüzde 8 artarak ikinci çeyreğe ciddi bir yavaşlama ile girdi. Mevsimsellikten arındırılmış şekilde bakıldığında üretim ocak ayından beri her ay zaten geriliyor. Ocakta yüzde 77 ile zirve yapmış olan kapasite kullanımı da aynı şekilde. Mayıstaki (mevsimsellikten arındırılmış) yüzde 74,8'lik oran son 6 ayın en düşük düzeyi. Reel kesim güven endeksi (mevsimsellikten arındırılmış en son veri) haziranda son 9 ayın en düşük düzeyine geriledi. Benzer şekilde en güncel mayıs ayı tüketici güven endeksi de son 4 ayın en düşük düzeyinde.

Tüm bu istatistiklerden ortaya çıkan açık ve net mesaj şu: Ekonominin büyüme hızı yüksek gözükebilir ama büyüme zirveyi gördü ve giderek yavaşlıyor. Hızın yüksekliği de tartışılır çünkü ekonomi daha ancak krizdeki kayıplarını yerine koyabildi. (Grafik 1) Yılda yüzde 5-7 arasında potansiyeli olan bir ekonomi son üç yılda, yılda ortalama sadece yüzde 1,6 büyüebilmişse buna yüksek denebilir mi? Türkiye ekonomisi Çin'den hızlı büyüyor, diyenler son 3 yılda Çin'in yılda ortalama yüzde 10 büyüdüğünü, 2009'da Türkiye ekonomisi yüzde 5 küçülürken Çin ekonomisinin yüzde 9 büyüdüğünü biliyorlar mı?

**Ekonomi İç Taleple Değilse Neyle Büyür?**

İç talep hızlı büyürken ithalatın ihracatın iki katı hızla artması endişe yaratıyor. Ama bu Türkiye ekonomisi için yeni bir şey değil ki. Ekonomi çok özel kriz dönemleri dışında ne zaman ihracata dayalı büyüdü ki? Yaşam

seviyesini artırmaya hazır büyük genç nüfus düzenli gelire kavuşup borçlanabildikçe hemen tüketimini artırıyor. Türkiye'de ne Ortadoğu'nun enerji kaynakları, ne Uzakdoğu'nun çok düşük ücretleri ne de Latin Amerika'nın dünyayı besleyen tarım üretimi var. Hangi ekonomi yönetimi bugüne kadar ihracata yönelik büyüme modelini benimseyerek dünyada söz sahibi olma potansiyeline sahip sektörleri özel teşviklerle ve en önemlisi rekabetçi kurlarla destekledi ki? Hatta tersine köstek oldu. Yıllarca enflasyonu düşürmek için güçlü tutulan TL, ihracat artışını ithalat artışına endeksledi. İhracatçı, kâr marjı sıkıntısına çözümü maliyet kontrolünde arayıp ucuz ithalata yüklendi. O nedenle ihracat son yıllarda gayet hızlı büyümesine rağmen cari açığın artışını yeterince yavaşlatamadı.

Türkiye'de ekonomik düzen, finansal istikrar ve istihdam artışı ile iç talebin artmasına, reel sektörün bu talebe cevaben yatırım yapmasına ve böylece ekonominin büyüüp istihdam sağlamasına dayalı. O nedenle iç talep ve yatırımlar kol kola gidiyor. Son 1 yılda iç talep yıllık yüzde 7,7 büyürken yatırım harcamaları yüzde 34 büyüdü. (Grafik 2) Özel sektörün makine yatırımları (reel) yıllık yüzde 48 arttı. Yani yatırımlar elini taşın altına sokan özel sektör tarafından verimliliği ve katma değeri direkt artıracak makine yatırımları şeklinde yapıyor. Reel sektör bu çark içinde para kazanıyor, istihdam sağlıyor ve devlete vergi geliri yaratıyor. Burada doğal limit ilk çeyrek sonunda ekonominin sadece yüzde 12'si gibi çok düşük düzeyde olan, hanehalkı borçluluk seviyesinin gelişmiş ülkelerde olduğu gibi yüzde 100'lere yakın seviyelere yaklaşmasıdır.

Bu düzen enflasyonu artırdığında müdahale gerekir. Ama bugün ekonomide bir enflasyon tehdidi yok. Yapılan yatırımlarla belki dış dengesizlik (yani cari açık) artıyor ama aynı zamanda içerde denge sağlanıyor (yani düşük enflasyon). Arz talebe uygun seyredebiliyor. Mayıs ayı sonunda manşet tüketici enflasyonu yüzde 6,2, çekirdek enflasyon yüzde 5,3, bir yıl ötesinin enflasyon beklentisi yüzde 6,9. Giyim, mobilya, ulaştırma gibi sektörlerin enflasyonu daha yüksekken konut (kira), sağlık, eğitim, haberleşme, eğlence gibi hizmet sektörlerinin enflasyonu çok daha düşük. (Grafik 3) TL uzun süredir sepet bazında çok daha rekabetçi hale geldiği ve global emtia fiyatları yükseldiği için imalat sektörlerinin maliyetleri artıyor ama bu sıkıntılardan daha az etkilenen hizmet sektörleri daha rahat. Enflasyonda halen talep fazlası değil maliyet baskısı etkili.

#### Sabreden Derviş Muradına Ermiş

Elbette enflasyon yanında dış dengeye de dikkat etmek gerekir. Ne var ki, aylık ithalat daha yeni global kriz öncesi seviyelere geldi ve bunda emtia fiyatları da etkili. Uzun süredir zayıflayan TL'nin rekabet gücünü artırması ithalatı ancak orta vadede yavaşlatır çünkü ihracatçının tedarikte yeniden iç piyasaya dönmesi zaman alır. Hatta kısa vadede ithalat daha bile artar çünkü daha düşük fiyatla cebine daha fazla TL giren ihracatçı daha fazla sipariş aldıkça üretime ve dolayısıyla ithalata yüklenir. Ayrıca en önemli ihracat pazarlarımızın sorunlarının devam ettiği unutulmamalı.

Özetle, veriler açık ve net biçimde ekonominin son 3 yılın zayıf performansını telafi ettiğini ama artık zirveyi görüp yavaşlamaya başladığını gösteriyor. Mevcut düzen içinde beklenmeyecek ya da açıklanamayacak gelişmeler yaşanmıyor. İçerde önemli bir dengesizlik görülmezken dış denge özellikle finansman tarafında sanılandan çok daha sürdürülebilir durumda ve ekonomi yavaşladıkça da zaten daha da sürdürülebilir hale gelecek. İktisada giriş dersi alan herkes 750 milyar dolarlık dev bir ekonominin ha deyince soğuyamayacağını, hızla dönen çarkın bir anda tersine dönemeyeceğini, alınan önlemlerin uzunca bir süre sonra ve yavaş yavaş ortaya çıkacağını görebilir (ve zaten öyle de olmalı). Bankacılık sektörü de alınan önlemlerin maliyetleri artırıcı etkisini nisandan sonra kredi müşterilerine yansıtılabilmeye başladı. Bana göre gereğinden fazla dozajda alınan önlemlerin yılın sonuna doğru ve hatta 2012 yılında etkisini göstereceğini düşünüp sabretmek gerekir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Avrupa'da kim kimi kurtarmaya çalışıyor?

---

*Saruhan Özel 2011.07.13*

Dürüst olalım: Geline bu noktada artık Yunanlıların çıkarı için yapılması gereken şey belli. Önce ödenemez hale gelmiş olan devlet borcunun bir kısmının silinip makul bir boyuta, örneğin GSYİH'nın altına inmesi gerekiyor (yani kısmen iflas).

Sonra da Yunan ekonomisinin yeniden büyüyebilmesini sağlayacak adımların atılması gerekli (yani iç tüketim gücü sınırlı olduğuna göre Euro'dan çıkıp devalüasyonla rekabet gücü kazanmak). Temiz bir bilanço, radikal yapısal reformlarla toplumsal değişim ve kurlardan destek alan bir ekonomik büyüme ile reformların katlanabilir hale gelmesi Yunanlılar için en doğru seçenek.

Ama olay bu kadar açık olduğu halde Almanya ve Fransa liderliğinde AB buna izin vermiyor. IMF'yi yanlarına alıp Avrupa Merkez Bankası'nı (ECB'yi) devreye sokarak Yunanistan'ın vadesi gelen borçlarını piyasaya ödüyorlar. Geçen yıl mayıs ayında 110 milyar destek verilen Yunanistan'a bunun da yetmeyeceği görülünce ikinci bir destek paketine karar verildi ve detayları üzerinde çalışılıyor.

Bu destekleri veriyorlar çünkü Yunanistan'ın iflası başta kendi bankaları ile Fransız ve Alman bankaları ve sigorta şirketleri olmak üzere AB finans sisteminin ve hatta ECB'nin milyarlarca Euro zarar yazmaları ve hatta bazılarının sermayelerini tamamen kaybetmeleri demek. AB hâlâ bu zararların nasıl ve kim tarafından karşılanabileceğine karar verebilmiş değil. İşin kötüsü, süreç uzadıkça zararlar da büyüyor.

Elbette Yunanistan'a destek vermekle belli bir iflas sonrasında kendi finans sistemlerine destek vermek arasında büyük bir fark yok. Hatta Yunanistan yerine kendi bankalarına doğrudan destek vermek halklarına çok daha kolay anlatılabilecek bir olay. Ama AB'nin hiç de Yunanistan'ın çıkarı ile falan ilgilendiği, Yunan ekonomisini kendi ayağı üzerinde durabileceği sağlıklı bir bilançoya kavuşturmak gibi bir niyeti yok. Endişeleri farklı.

Birincisi, herkes biliyor ki, tek başına borç affı ile Yunanistan'ın düzlüğe çıkması mümkün değil. Yunan ekonomisinin (ve Portekiz, İrlanda, İspanya ve hatta İtalya gibi sorunlu ekonomilerin) rekabet gücü kazanabilmeleri lazım. Bunu devalüasyonsuz yapmak çok büyük toplumsal sıkıntılar çıkarabilir. Çünkü bu ülkede reel ücretlerin/alım gücünün devalüasyon ihtiyacı kadar (%50 ve üzerinde) düşmesi, yani bir yoksullaşma süreci demek. Yunan halkı bunu kaldıramaz. Ortalık karışır. Devalüasyon yapabilmek için ise Yunanistan'ın (ve belki de diğerlerinin) Euro'dan çıkması gerekiyor. AB, uğruna büyük politik savaşlar verdiği Euro sistemini maalesef riske edemiyor.

İkincisi, Yunanistan'ın iflası Pan- dora'nın kutusunun açılması anlamına gelebilir. Belki bugün kimin Yunanistan'a ne kadar riski olduğu biliniyor ve bunun hazmedilebileceği anlaşıyor. Ama olay artık Yunanistan'ın çok ötesinde. Yunanistan borcunun bir kısmını silerse Portekizlilerin, İrlandalıların ve hatta İspanyolların ve İtalyanların canı patlıcan değil. Onlar da uzun sürecek bir yoksulluk yerine borçlarının bir kısmının silinmesini isteyebilirler. Ve bu gündeme geldiğinde kimin kime nasıl bir riski olduğu pek bilinmiyor.

Bu iki temel sebepten dolayı bugün Yunanistan'ı kurtarmak AB'nin kendisini kurtarması anlamına gelmiş durumda. Bunun en güzel ispatı da Fransız bankalarının sözümona Yunanistan'a destek için ortaya koydukları plan. Vadesi gelen ellerindeki Yunan devlet tahvillerinin %30'unu cebe koyacaklar, kalan kısmın %30'unu da düşük riskli ülke tahvillerine koydurup garantileyecekler. Kalan kısım da Yunan ekonomisinin büyüdüğü oranda %8,5'e kadar çıkabilecek ama en az %5,5 ödeyecek 30 yıllık Yunan tahvillerinde duracak. Bugün Yunan tahvilleri için %50 iflasın bile yetmeyeceğinin tartışıldığı düşünülürse böyle bir planla Fransız bankaları %25 civarı bir kayıpla kurtulmanın hesabındalar. Yunan ekonomisi nasıl büyüyüp de bunu ödeyecek diye tartışan yok. En az kayıpla nasıl kurtarılır ona bakılıyor. Bunları gören piyasalar Yunanistan ve diğerlerinin tahvillerini alıp da kuyunun içine düşmüş olanlarla yer değiştirmek ister mi?

Zaman kazanmanın faydası da var. Fransız ve Alman bankaları başta olmak üzere AB bankaları Yunanistan ve diğer sorunlu ülkelere zaman içinde risklerini azaltıyorlar. BIS verilerine göre Alman bankalarının 2009 sonunda 45 milyar \$ olan Yunanistan riski düzenli bir şekilde gerileyerek 2010 sonunda 34 milyar \$'a düştü, Fransız bankalarının riski de aynı dönemde 78 milyar \$'dan 57 milyar \$'a geriledi. Bu tahvilleri alanlar ise büyük olasılıkla bu işten kâr edebileceğini sanan birkaç spekülative fon ile ECB ve ECB'nin likidite desteği sayesinde Yunan bankaları. Yunanlılar da olayın farkında ki 2010 yılında en büyük 12 Yunan bankası 46 milyar € (veya toplamın %12'si) kadar mevduat kaybetti.



Sorun artık İspanya ve İtalya

AB artık finans sistemini Yunanistan, Portekiz ve İrlanda iflaslarına hazırlamış durumda. 2013 sonuna kadar bu 3 ülkenin borçları yeniden yapılandırılacak. Hatta AB tarafından garantili yeni tahvillerle swap edilecekler ki artık bu AB'yi kurtaracak tek mekanizma. Bunu bilen Fransız ve Alman bankaları Portekiz ve İrlanda risklerini de düzenli şekilde azaltıyorlar. Alman bankalarının 2010'da Portekiz riski 11 milyar \$, İrlanda riski 66 milyar \$, Fransız bankalarının ise Portekiz riski 8 milyar \$, İrlanda riski 12 milyar \$ azaldı.

Bugün Avrupa'nın asıl sorunu krizin üç silahşörlerden sonra hızla İspanya ve İtalya'ya bulaşması. Bu ülkelerdeki riskler hem çok daha büyük hem de karmaşık. ABD'de likit fonların bile bu ülkelerin tahvillerine ciddi riskleri var. Henüz buralarda kimin kime ne riski olduğu belli değil. Üstelik bu ülkeler açısından zaman kazanmanın da faydası yok çünkü sorun hazmetme kapasitesinin çok üzerinde.

Bundan 2 sene önce AB otoritelerinin öyle ya da böyle AB'deki iflas sorununu üç silahşörlerin ötesine geçirmeyeceğini, eninde sonunda olayı İspanya ve İtalya'ya bulaştırmadan çözeceğini düşünüyordum. Ama bugüne kadar AB'de her tükürdüğünü yalayan bir merkez bankasından her kararı yanlış komisyonlara kadar öyle vizyonsuz, bilgisiz, acemi ve koordinasyonsuz bir otorite kümesi gördük ki artık emin değilim. Ve piyasalar da zaten dizginlerin elden kaçmaya başladığını hissedip huysuzlanmaya başladı.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## ABD'deki tiyatro, Avrupa'dakinden daha tehlikeli



Dünyanın ekonomi gündeminde merakla izlenen 3 konu var: Birincisi, Çin ekonomisinde sert mi yoksa yumuşak bir iniş mi olacağı.

Malum, 6 trilyon \$ civarındaki ekonomisi ile dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin %10 civarındaki yıllık büyümesi ile de global ekonominin en önemli büyüme motoru. Ama enflasyonu son aylarda hızla % 6,4'e yükselip ev fiyatları şişince Çin otoriteleri munzam karşılık artışından faiz artışına, gıda firmalarının fiyat artışlarını engellemekten konut satışlarını dizginlemeye kadar birçok önlemi devreye soktu. Bu kadar hızlı giden bir tankeri yavaşlatayım derken durdurmak da mümkün. Neyse ki 2011 ikinci çeyrek büyümesi % 9,5 olarak açıklandı da piyasalar biraz rahatladı.

İkincisi, Avrupa'daki tiyatro. O konuyu bu köşede sıkça işledim. Ne olacağı belli de nasıl olacağı belli değil. Otoriteler büyük yanlışlar yapıyorlar. Bir dairenin mutfağında başlayan küçük bir yangın, sadece itfaiyenin beceriksizliğinden dolayı tüm gökdelene yayılmak üzere. Piyasalar haklı olarak endişeleniyor.

Üçüncüsü ise daha önce pek değinmediğim ABD'deki orta oyunu ve bunun getirdiği rating endişeleri.

Tipik bir politikacı dalaşı

ABD Hazinesi'nin ancak meclis kararı ile değiştirilebilecek 14,3 trilyon \$'lık bir borçlanma üst limiti var. Bu limite mayıs ayında toslandı. Ayrıca bu yıl GSYİH'nin % 10'unu geçecek olan bütçe açığı, her ay yaklaşık 150 milyar \$'a yakın ek borçlanma gerektiriyor (Grafik 1). Müsteşar Geithner 2 Ağustos'a kadar Hazine'nin ek borçlanmaya gitmeden "idare" edebileceği, ama sonrasında bu borç limitinin yükseltilmesi gerektiği görüşünde. Normal koşullarda bu sorun değil. Meclis (Kongre) en son 2010 Şubat ayında yaptığı gibi borç limitini artırır, Başkan Obama da onaylar ve sorun kalmaz.

Ama koskoca ABD yönetimi bunu yapamıyor. Çünkü Senato (ve alt kamara Temsilciler Meclisi) Cumhuriyetçi ağırlıklı iken Başkan Demokrat Parti'den. İki taraf bir türlü anlaşamıyor. Aslında iki taraf da limiti artırırken piyasalara orta vadede güven verecek bütçe açığını azaltıcı önlemler almak istiyorlar. Sorun, bu önlemlerin ne olacağına. Demokratlar (yani Obama) harcamaları kısmaktansa vergi artışlarına yüklenirken Cumhuriyetçiler "vergiler artırılmaz, harcamalar en az borç limitindeki artış kadar kısılmalı" diyorlar. Her iki taraf çeşitli tekliflerle masaya oturuyor ama anlaşamadan kalkıyorlar.

Piyasaların başlangıçta pek önemsemediği olay, giderek şiddetlenen bir krize dönüştü bile. Genelde yangına körükle gitmeyi alışkanlık edinmiş olan rating şirketleri de üzerlerine düşeni yaptılar. S&P biraz daha öngörülü davranarak nisan ayı sonunda ABD'nin görünümünü negatife çekerek not düşüşü ima ederken Moody's geçen hafta açık bir şekilde ABD'nin notunu düşürmek üzere değerlendirmeye aldığını açıkladı.

Son durumda Obama biraz daha yapıcı davranarak gelecek 12 yılda yarısı harcamalardan kısılacak, dörtte biri ise yeni bir vergi reformu (yani ek vergi gelirleri ile) gelecek toplamda 4 trilyon \$'lık bir tasarruf planı masaya koydu. Bu Cumhuriyetçiler için kabul edilebilir gözükse de iki sebepten dolayı yine çare olamadı.

Birincisi, 2 trilyon \$'lık kesintinin bir kısmı Cumhuriyetçilerin dokunulmazlık ilan ettiği Sosyal Sigorta Sistemi'nden sağlanacak tasarruftu ve kabul edilemezdi. Uyanık Obama, harcamaları kıs diyen muhalefete onların da istemediği harcamaları kısma teklifi götürmüştü. Yani bir anlamda Cumhuriyetçilere kabul edemeyecekleri kadar iyi bir teklifle gitmişti. Halk oy verirken "bu harcamaları Cumhuriyetçiler kısırttı" diyecekti.

İkincisi, Cumhuriyetçilerin içinde muhafazakar tabana alternatif olmaya çalışan Çay Partisi oluşumu hazır Demokratları bu kadar kısıtırmışken taviz vermek istemedi. Gerçekten de Cumhuriyetçiler vergi reformunu onaylamazsa Obama borç limiti artsa da artmasa da harcamaları kısmak zorunda kalacak. Ve bu, belki de 2012

Kasım ayındaki başkanlık seçimini kaybetmesine neden olacak. Bunu gören Obama da 2 Ağustos itibarı ile Hazine borçlanamazsa emekli maaşlarının ödenmesini garanti edemeyeceğini söyleyerek halkı Cumhuriyetçilere karşı baskı yapmaya yöneltecek kadar da ileri gitti.

Bir umut, Cumhuriyetçilerin daha aklıselim olanlarından Senatör O'Connell'dan geldi. Kısa vadedeki sorunu rahatlatmak için 2 Ağustos ile Kasım 2010 arasında üç aşamalı bir borç limit artırım planı önerdi. İlk başta pek ilgilenmeseler de Cumhuriyetçiler şimdi bu öneriden kendilerine işe yarar bir şey çıkıp çıkmayacağı üzerine çalışıyorlar.

Ya 2 Ağustos'ta limit artmazsa?

Eğer borç limiti zamanında artırılamazsa, ya ABD yarısını yabancıların tuttuğu devlet borcunun geri ödemesinde temerrüde düşecek ya da başka yerlere yapılacak ödemeleri yapmayıp borç geri ödemesinde kullanacak (Grafik 2). Aşağı tükürseler sakal, yukarı tükürseler bıyık.

FED Başkanı Ben Bernanke, bu konuda çok net: Eğer borç limiti artmazsa dünya piyasalarında şiddetli bir deprem meydana getirebilir. Çünkü dünyanın her köşesinde bu ödemeleri bekleyen ya da bunları teminat olarak kullanan yatırımcılar (likit fonlar, şirketler, bankalar, sigorta şirketleri, yabancı devlet fonları ve merkez bankaları) bir anda likidite krizi yaşayacaklar. Kısa vadeli faizler bir anda fırlayacak. Sadece ABD değil global finans sistemi kredi veremez hale gelebilecek. Zaten 2 Ağustos'a kadar taraflardan uzlaşma yönünde bir sinyal gelmezse piyasalar bu tarihi beklemeden karışacak. Bir de üzerine kan kokusunu alan kredi derecelendirme şirketleri saldırıp not düşürecekler. Bernanke'nin kastettiği bu. Sonuçta temerrüde düşen Zimbabwe veya Yunanistan değil. Hatta İtalya da değil, ABD.

ABD'li politikacıların politik çıkar uğruna bu riskleri göze alıp da uzlaşmamaları ihtimali var mı? Normalde yok tabii. O nedenle piyasalar da benim tespit edebildiğim kadarı ile buna pek ihtimal vermiyorlar. Ama 2 yıl önce kimse Avrupalı politikacıların ve bürokratların da küçük bir yangını söndüremeyip gökdeleni riske edeceklerini düşünemezdi. İşin içine politika girince basit çıkar hesapları peşinde her şey mümkün hale geliyor. İşin kötüsü: Avrupa'daki en kötü senaryoya herkes hazırlıklı. Ama ABD'dekine karşı hazırlıklı olan yok.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Kriz gelmiyor, krizden çıkılıyor...

*Saruhan Özel 2011.07.27*

İki ay önce bu köşede dünya ekonomisinin krizi geride bıraktığını ve uzun süreli bir büyüme dönemine girdiğini yazdım. Bunu, yıllarca bana "Kriz Ekonomisti" unvanını taktıracak düzeyde incelediğim global krizlere yönelik araştırmalarımın çıkardığım sonuçlara ve bu konuda yazdığım kitaplara güvenerek söyledim.

Ama bir haftadır ekonomi basınında manşetlere çıkan tartışmalar sağ olsun birçok (küçük) yatırımcı bana yeni bir krizin geldiğini söyleyerek ne yapmaları gerektiğini soruyor. İşin kötüsü, bankacılık sektöründeki aktif konumum sayesinde yine birçok tasarruf sahibinin ve yatırımcının bu endişelerini yatırım kararlarına ve mevcut portföylerine yansıttığını görüyorum. Maalesef Türkiye ekonomisi yıllardır ettiklerini biçecek ve gelişmiş

lkelerle aradaki farkı kapatmasını sağlayabilecek avantajlı konumundan faydalanacağına, kendisine altın tepsi içinde sunulan bu imkânı basit tartışmalarla vaktini harcayıp nazikçe reddetme aşamasında.

2 sene önce modern tarihin en büyük global finansal ve ekonomik krizi yaşanıyor ve her basiretli kesimin gerçekten temkinli davranması gerekiyordu. O dönemde kimin krize karşı nasıl bir önlem geliştireceğini görmek zordu. 2008 yılı sonunda krizin ortasında yapılan yıllık IMF toplantılarında gelişmiş ülkelerdeki bürokratların panikle bir toplantıdan diğerine koşuşturduklarını ve dünyanın büyük bankalarının ve şirketlerinin her an yıkılabileceğini görenlerin temkinli davranmaları kadar doğru bir hareket olamazdı. O temkin belki ekonominin 2009 yılında %4,8 küçülmesine neden oldu ama 2011'de hızla geçen iki yılın kayıplarının yerine konabilmesini sağlayan da o temkindi.

Sonrasında krizin beşiği olan ABD liderliğinde gelişmiş ülkeler çok radikal kararlar aldılar. Özellikle 2009 Nisan ayında Londra'da yapılan G-20 zirvesinde can havliyle ve gayet koordineli bir şekilde banka kurtarmalarından reel sektör teşviklerine ve eşzamanlı uygulanan para politikası kararlarından banka regülasyonunun güçlendirilmesine kadar somut kararlar alınıp uygulandı. IMF ve ülkeler üstü kurumlar devreye sokuldu ve merkez bankaları yakın zamanda görülmeyen bir işbirliğine girdiler. Ama sonuçta güven yeniden tesis edildi, bankalar yeniden kredi verebilmeye ve üretim çarkları dönmeye başladı. İkinci Dünya Savaşı'ndan beri ilk defa küçülen dünya ekonomisi 2010 yılında yeniden %5 büyüdü (Grafik 1). Dünyanın açık ara en büyüğü olan ABD ekonomisi de 2009'da %2,6 kldkten sonra 2010'da yeniden %2,8 büyüyebildi. İkinci sıradaki Çin ise zaten krizde sadece yavaşlamış ve büyüme hızı %9,2'ye inmişti ama 2010'da yeniden %10'un üzerinde büyüdü.

Özel sektörün yükü kamuya geçti

Dünya finans sistemini ve ekonomisini kurtarmak elbette kolay değil. Her zaman olduğu gibi riskler tamamen yok olmuyor, yer değiştiriyor. Bu sefer de öyle oldu. Bankaları ve reel sektörü kurtarmak için tüm kaynaklarını seferber eden devletler bu kesimlerin borçlarını üstlendiler. Bugün birçok ülkenin kamu borçlarının yükselmesinin ve kredi notlarının sorgulanmasının sebebi bu. 2001 yılında Türkiye'de de aynısı oldu ve kamu borcunun GSYİH'ya oranı bir anda %90'lara çıkıverdi. Türkiye bu dönemi gerekli yapısal tedbirleri alıp ekonomisini hızla büyüterek aştı. Bu büyüme sayesinde vergi gelirleri hızla arttı ve kamu sektörü harcamalarını halkı isyan ettirecek kadar kısmak zorunda kalmadan borçlarını geri ödeyebilecek kaynağı oluşturabildi.

Aynı süreç şimdi ABD ve AB lkeleri için de geçerli. Bu krizden tasarruf yaparak değil ancak ve ancak ekonomilerini büyüterek çıkacaklar. Uzun vadeli tasarruf programları açıklayıp kâğıt üzerinde bankalarını dizginliyor grnecekler çünkü güven tesis etmek için bunlar gerekli. Ama aslında ekonomilerine potansiyel büyüme hızlarını yakalayıp işsizliği kriz öncesine yaklaştırana kadar destek vermeye devam edecekler (Grafik 2). Bu kesin. Böylece ekonomiler büyüdükçe devletler bu borçları yeniden özel sektöre devretmiş olacaklar.

Ama bu elbette kolay olmayacak. En başta Türkiye'nin 2001 yılında karşı karşıya bulunduğu global ortamla bugünkü bir değil. Gelişmiş ülkelerin çoğu sorunlu. Büyük lkeler belki daha kolay idare ediyorlar ama küçüklerin bu kadar yükü kaldıracak kas gücü yok. Büyükler kendi yaralarını sarıp ekonomilerini bytmeye çalışırken bir yandan da küçüklere el atıp onları ayağa kaldırmak zorundalar. Özellikle, ortak para birimine geçip ortak komisyonlar kurmakla milliyetçiliği yok edemeyen AB küçüklere destek vermekte zorlanıyor.

Büyüme sürecinin başı en zor dönem

Bugünlerde ABD'de borç limitinin yükseltilmesinde ve AB'de Yunanistan sorununun çözülmesinde yaşananlar bu kriz sonrası dönemin sancılı geçeceğinin göstergeleri. Doğal olarak bilançoları hem de ülke bazında tamir etmek ve gelişmiş ekonomilerin yeniden potansiyel büyüme hızına erişmesini sağlamak birkaç ayda

olmayacak. 2008-2009 krizi çok derin olduğu için her zamankinden daha yavaş olacak ve uzun sürecek. Japonya'daki deprem ve Ortadoğu'daki sıkıntılar bu süreci muhakkak ki daha zor hale getirdi.

Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkeler ise çok daha avantajlı konumda. Çünkü geçmişte yaşadıkları krizler sayesinde birçok yapısal sorunlarını tamir etmiş durumdalar ve borçlulukları düşük (Grafik 3). Ama onlar da kriz hatıralarını hafızalarından silemiyorlar. Çoğu eskiden gelişmekte olan ülkelere ihracatla büyürken şimdi oradaki talep sorunu nedeniyle kendi iç tüketimleriyle büyümek durumundalar. Ama bundan nedense korkuyorlar. Yok enflasyon biraz yükseldi, yok para birimi değeri, yok cari denge açığı arttı diye büyümelerini dizginlemeye çalışıyorlar. Gelişmiş ülkeler de kendileri yavaşlamışken aranın kapanamamasından gayet hoşnutlar.

Unutulmaması gereken şu: Bugün bilançolarını tamir etmekte olan gelişmiş ülkeler hızla artan stoklarını makul seviyeye çekip kamu borçlarını özel sektöre devretmeye başlayınca yeniden hızla büyümeye başlayacaklar. Bugün çok önceden bilinen ve sadece beceriksizlikten ve kriz tecrübesizliğinden dolayı uzayan bu tamir süreci sadece artçı şok. Yeni bir kriz değil. Bugün panik yapanlar artçı şok da bitince yarışın gerisinde kalacaklar. Bu da kesin.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Piyasalar neden bu kadar endişeli ve ne yapılabilir?

*Saruhan Özel 2011.08.10*

Dünya piyasalarında beklenenlerin çok ötesinde şiddetli bir riskten kaçış yaşanıyor. (Grafik 1)

Elbette ABD'nin kredi notunun düşmesi bunda etkili. Ama sorunun bunun çok ötesinde olduğu artık çok açık. Not düşüşü ile birlikte ne ABD tahvilleri satış yedi ne de ABD Doları değer kaybetti. Tersine, ABD tahvilleri hâlâ likit ve emniyetli bir liman olarak güvenliğini koruyor. Riskten kaçanlar ABD tahvillerine sığınıyorlar ve referans tahvillerin getirisi hızla geriliyor. (Grafik 2)

O zaman sebep ne?

Asıl sebep, dünya ekonomisinin yeniden küçülebileceğine yönelik verilerin bir anda arka arkaya gelerek yeniden dünya ekonomisinin küçüleceğine yönelik endişeleri artırmış olması. Ve belki daha da önemlisi, yatırımcıların gözünde kredi not düşüşüyle birlikte buna karşı alınabilecek önlem seçeneklerinin ve manevra alanının geçmişe göre daralmış olması.

Bu köşede sıkça bahsettiğim üzere, dünya ekonomisi 2008-09 krizinde ABD ve AB liderliğinde sert bir şekilde küçülünce piyasalarda "depresyona mı gidiyoruz" paniği başlamıştı. Bu paniğin tokadıyla otoriteler arka arkaya radikal önlemler aldılar. Piyasalara bolca ve çok ucuza likidite verdiler. Finansal sistemlerindeki batıkları kamuya aktardılar. Sistem kendine gelince kredi mekanizması yeniden çalışmaya başladı. Güven yeniden tesis edildi. 2010 yılında ABD ekonomisi potansiyel büyüme oranında % 3, Euro Bölgesi % 1,9 ve dünya ekonomisi % 4,8 büyüdü. Bu, piyasalarda coşkuyla karşılandı. Çünkü herkes kamuya devredilen batıkların ancak zaman

içinde ekonomilerin istikrarlı bir şekilde büyümeleri ile hazmedilebileceğini biliyordu. Ancak bu şekilde özel sektöre verilen destek harcamaları azaltılabilecek ve vergi gelirleri artabilecekti.

2011 yılına girildiğinde dünya ekonomisi yavaşlamaya başladı ama piyasalar bundan çok olumsuz etkilenmediler. Çünkü global ekonomi Japonya'daki deprem, K. Afrika ve O.Doğu'daki gerilim ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon ve cari açık endişeleriyle ekonomilerini dizginlemeye çalışmaları gibi bir kerelik ya da kısa süreli şokların darbesini almıştı. Bu geçici etkilerin sona ermesiyle yılın ikinci yarısında ekonomik büyüme yeniden hızlanabilecekti. Bu süreçte ABD uzun vadede ikna edici bir bütçe tasarruf programını ortaya koyacak, AB de yine kapsamlı bir planla küçüklerin borç sorunlarını çözüme kavuşturacaktı.

Ama olmadı. ABD ilk çeyrek büyümesini sert bir şekilde % 1,9'dan % 0,4'e revize edip ikinci çeyrekte de beklentilerin çok altında % 1,3'lük bir büyüme açıklayınca moraller bozuldu. Yıl başında ABD'nin % 3,5 büyüyeceğini öngören piyasalar için 6 aylık süreçteki % 0,8 büyüme hayal kırıklığı demektir. (Grafik 3) Avrupa Birliği'nde de beklenen çözüm bir türlü gelemedi. Almanya bir türlü piyasa dostu çözümlere yanaşmadı. Uzun tartışmalar sonrasında en kapsamlı çözüm diye ortaya konan destek programı bile Yunanistan ve diğerlerinin sorununu temelden çözmek açısından yetersiz çıktı. Köpek kuyruğunu sallayacağına kuyruk köpeği salladı ve İspanya ve İtalya gibi devler de krizin kapsama alanına girdi. Yetmedi, ABD'de de politikacılar Avrupalı meslektaşlarına özenip basit bir borç limiti sürecini bile doğru yönetemediler. Sonunda limit arttı ama kredi notu düştü.

Piyasalar ne istiyor?

Bugün dünya ekonomisi kesinlikle 2008'den çok daha iyi durumda. Depresyon riski gündemde olmadığı gibi yavaşlayan ekonominin yeniden resesyona gireceği kesin değil. Gelişmekte olan ülkelerde de büyük olasılıkla 2008 krizindeki panik geri çekilme olmayacak.

Ama piyasaların bunları görececek gözleri yok. 2008 krizinde batıkların devlet borcuna dönüştüğünü görerek bu borçların doğru yönetilebileceğine, yani zaman içinde bu borçların hazmedilebilir hale gelebileceğine inanmamaya başladılar. Son günlerde arka arkaya gelen yavaşlama verileri ve politik beceriksizlikler bir de not düşüşüyle desteklenince piyasalar bir anda uyandılar. Güvenlerini kaybettikleri belli. 2008 benzeri bir panikle risk iştahlarını azaltıyor ve yine otoritelere kendilerine gelip bir şeyler yapmaları için tokat atıyorlar. Bu süreçte not düşüşü tetiği çeken bir faktör oldu.

Otoriteler bu tokatla kendilerine gelseler de bu sefer ellerindeki imkanları daha kısıtlı. Artık 2008'deki gibi kamudan destek gücü yok. S&P'nin not düşüşü bu yolu kapattı. Yakın vadede Fransa ve İngiltere gibi sorunlu ekonomilerin de notu düşebilir. Hatta ekonomiye destek vermek için gevşetilmesi gereken bütçe politikaları belki de kısa vadede sıkılmak zorunda kalacak. Tüm yük artık para politikalarına binecek. Ama para politikalarında da bugüne kadar birçok şey denendi. Faizler sıfırlandı, uzun süre düşük gideceği neredeyse taahhüt edildi ve parasal genişleme politikaları uygulandı. Ama tüm bunlara rağmen ekonomik büyüme yavaşlıyorsa sorun var demektir.

Artık politikacıların ve otoritelerin tiyatrolarla vakit kaybetmeyip 2008'dekilerden de radikal ve yaratıcı yeni önlemleri masaya koyup piyasanın önüne geçmeleri gerekiyor. Aksi takdirde piyasalardaki bu düşüş başlı başına dünya ekonomisini resesyona sokan faktör olacak. FED ve diğer merkez bankalarının tek çaresi eşzamanlı ve yüksek miktarda parasal genişleme stratejilerine başvurup bunun emtia dışındaki hisse senedi, şirket/banka tahvili, konut gibi riskli varlıklara akmasını sağlamak. Aynı zamanda AB'nin kamu maliyesinde tek vücut haline gelip ortak tahville borçlanması, bu tahvillerle batık ülkelerin borçlarının yer değiştirmesi ve elbette bunun yapılabilmesi için de küçüklerin büyüklere egemenliklerini devretmeleri gerekiyor. Ya bu tür

radikal önlemlere başvurulacak ya da kargaşa daha da büyüyüp ABD'nin ve özellikle Euro Bölgesi'nin kurumsal yapılarını yıkacak.

Türkiye ekonomisi bu kargaşanın tam ortasında ama son derece de iyi bir konumda. Zaten istenen olacak; hızlı büyüyen ekonomi yavaşlayacak ve açıkları daralacak. Her şeyden de önemlisi ABD ve AB'den çok farklı olarak piyasaların önünde gitmeye çalışan ve bunda da başarılı olan bir ekonomi yönetimi var. Buna rağmen benzer bir riskten kaçış Türkiye'de de yaşıyor çünkü dünyanın diğer taraflarında yaşanan kan kaybının Türkiye'ye yatırım yapmış olanların da pozisyonlarını azaltmalarını gerektirdiği anlaşıyor. Zaten gerektiğinde bunu kolayca yapabilecekleri için buradaydılar. Yurtiçindeki yatırımcılar da robot değil, buna eşlik etmek zorunda. Buna karşı bizim yapabileceğimiz fazla bir şey yok. Geri dönüş, gelişmiş ülke otoritelerinin ne kadar radikal ve yeni önlemleri ne zaman masaya getireceğine bağlı.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Bu iş sadece merkez bankalarıyla olamaz

*Saruhan Özel 2011.08.17*

Geçen hafta global finans piyasaları gelişmiş ülkelere bir an evvel ekonomilerini yeniden eski hızlarında büyütecek yapısal önlemleri almaları yönünde önemli bir uyarı yaptılar. Ama görünen o ki, bu uyarıyı dikkate alan şimdilik sadece merkez bankaları.

Piyasaların ihtarına karşı ilk harekete geçen Avrupa Merkez Bankası (ECB) oldu. Daha önce Yunanistan, İrlanda ve Portekiz için yaptığı gibi ikinci piyasada İtalya ve İspanya'nın tahvillerini almaya başladı. Piyasalar artık bu ülkelere borç vermekte nazlandıkları için borçlanma maliyetleri yükseliyordu. Bu durum bu ülkelerin zaten yüksek olan borçların ödenmesini daha da zorlaştıracak ve tasarruf ihtiyacını artıracaktı. ECB bir haftada yaptığı 22 milyar Euro'luk büyük alımla % 6 üzerindeki getirileri % 5'in altına çekebildi.

ECB'nin yanında ABD Merkez Bankası FED de gerekli uyarıyı alarak harekete geçti. Tarihinde çok az yaptığı bir şeyi yaparak politika faizinin seyrine yönelik tarih verdi ve en az 2013 ortasına kadar FED Funds faizini (bankaların gecelik borçlanma maliyetini) değiştirmeyeceğini açıkladı. Bununla da yetinmedi; gerekirse İngilizce isminin baş harfleriyle QE olarak bilinen parasal genişleme programının (tahvil alıp piyasalara likidite verme programının) üçüncüsü dahil çeşitli fonlama imkanlarını da devreye sokabileceğini ima etti.

Ama bunlar yetmez

Merkez bankalarının bu uygulamaları sadece kısa vadede piyasalardaki çöküşü durdurur ve zaman kazandırır. Ama eski seviyelerine getirmek için yetmez. Kaldı ki, bu yapıların hiçbirisi yeni değil. FED 2008 yılından beri zaten gecelik faizi sıfıra yakın tutuyor. Üstelik bugün ima ettiği QE programlarının iki tanesini daha önce devreye soktu ve 2,3 trilyon \$'lık tahvil alımı yaptı. Bu sayede hisse senedi fiyatlarını da yükseltebildi ama yine de ABD ekonomisi 2011 yılının ilk yarısında potansiyel büyüme oranının çok altında, ancak % 0,8 büyüebildi. (Grafik 1) ECB de İtalya ve İspanya tahvillerinden önce ikinci piyasadan 75 milyar Euro'ya yakın Yunanistan, İrlanda ve Portekiz tahvili satın almıştı. Çok kısa vadede tahvil getirileri düşse de alımlar bittiği anda getiriler yeniden eskisinden yükseğe çıktı ve sonunda bu üç ülke EFSF adlı Euro üyesi ülkelerin ortak destek fonu ve

IMF tarafından kurtarıldılar. Bu sayede yeniden borçlanmak zorunda kalmadan vadesi gelen tahvillerini ödeyebiliyorlar. Ama bu desteğe karşılık tasarruf yapmak zorunda kaldıkları için bu üç ülkenin de ekonomisi 2011'in ilk yarısında küçüldü. Euro Bölgesi toplamda yerinde saydı.

Devletlerin tek başlarına tasarruf önlemleri açıklamaları da yetmez. Panikle beraber İtalya ve Fransa hemen yeni tasarruf tedbirleri açıkladılar. Ama piyasalar bu tür tasarruf tedbirlerinin büyümeyi daha da zorlaştırdığını, yarardan çok zarar verdiğini diğer küçük ülke örneklerinde gördüler.

Açık ve net olan şu: Eğer piyasalardan yeni ve çok daha şiddetli bir tokat yemek istemiyorlarsa ABD ve özellikle Avrupa'da politikacılar devreye girmeli ve alacakları "yapısal" önlemlerle ECB ve FED'in kazandığı bu kısa zamanı çok iyi değerlendirmek zorundalar.

Ne yapmaları gerekiyor?

ABD'nin yumuşak karnı gayrimenkul sektörü. Özellikle konut sektörü sıkıntılı. (Grafik 2) 2010 sonunda ipotek kredi bakiyelerinin dörtte biri ev değerinin üzerinde. Ev sahiplerinin borçlarını ödemek için bir motivasyonu kalmadığı gibi eski kredilerini kapatamadıkları için yeni kredi alıp bugünün çok düşük faizli ortamından faydalanamıyorlar. Sektörde mevcut satışlarla ancak 9 ayda normal seviyelerine indirilebilecek bir konut stoku var ve banka hacizleri bu stokun inmesini zorlaştırıyor. Bankalar eskisi kadar ve özellikle büyük miktarda (jumbo) ipotek kredisi veremiyorlar, verdiklerinin de çoğunun zaten batık durumdaki devlet finansman kuruluşları Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından garantilenmesi gerekiyor. Bu mekanizma düzeltilmedikçe ekonomiyi düzeltmek de çok zor. Acilen Fannie ve Freddie'ye yeni sermaye verilerek yeni bir yapılanma ve yeni bir iş modeli ortaya konması, bankaların ev hacizlerinin engelleneceği yeni mekanizmalar oluşturulması ve gerekiyorsa bunun için banka sermayelerinin desteklenmesi gerekiyor.

Avrupa'nın yumuşak karnı ise kamu borcu yüksek ekonomilerin borçlarını çevirmekte zorlanmaları. Avrupa'nın ortak parasını koruyabilmek için parasal birliğinin yanına "kamu finansman birliğini" de eklemesi gerektiği anlaşıldı. Bunun için yapılması gerekenler de belli. 440 milyar Euro büyüklüğündeki EFSF adlı destek fonunun finansman garanti gücü en az 2 trilyon Euro'ya çıkartılacak. (Grafik 3) Bu fon çıkartacağı tahvillerden elde edeceği kaynaklarla ikinci piyasada tahvil alabilecek ve zordaki bankalara da destek verebilecek. Halen fondan destek alan tüm ülkelerin borçları yeniden yapılandırılıp EFSF tahvilleriyle değiştirilerek tüm ülkelerin arkasına Euro Bölgesi garantisi konmuş olacak. Bu süreçte çok daha ciddi stres testleriyle banka bilançoları şeffaflaştırılacak, sermaye açıkları belirlenecek, iş modelleri sorunlu bankaların belli bir sürede birleşme yoluyla piyasadan çıkmaları istenecek ve bu tür bir yeniden yapılanma için gerekli banka sermayesi EFSF tahvilleriyle sağlanacak. Almanya'nın ortak tahvil çıkartılmasını kabul etmesi için tüm Euro üyesi ülkelerin ulusal bütçelerini onaylama ve gereken değişiklikleri yapma yetkisi AB Komisyonu'na verilerek merkezileştirilecek. Bütçe planına/hedefine uymayan ülkeler otomatik mekanizmalarla cezalandırılacak (bu birkaç kez tekrarlandığında Euro'dan çıkartılacak).

Tüm bu yeniden yapılanma sürecinde hem FED hem de ECB finansal sistemlerine koordineli bir şekilde her türlü parasal desteği en ucuz şekilde sağlayıp banka spekülasyonlarını engelleyecekler.

Bu yapısal önlemlerin bir kısmı zaten tartışılıyor ama önemli bir kısmı yeni ve oldukça radikal. Sırf EFSF'nin büyütülmesinin Almanya'ya 450 milyar Euro ek maliyeti olacak. Hemen uygulamaya da konamaz; üzerinde çalışması bile zaman alacak. Ama piyasaların gerisinde kalıp sürekli tokat yedikçe harekete geçen otoriteler ancak bu şekilde piyasaların önüne geçebilecek. Piyasalar için bu yöndeki bir niyet bile yeterli.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Dünya artık sadece ABD ve Avrupa değil...

---

*Saruhan Özel 2011.08.24*

Son günlerde finansal piyasaları umutsuzluğa sevk eden sebep, gelişmiş ülke ekonomilerinin yeteri kadar büyüyememeleri.

Durumları 2 yıl öncesi kadar vahim değil ama yine de uzunca bir süre kriz öncesi hızlarını yakalamaları zor gözüküyor. Üstelik buna her zamankinden daha fazla ihtiyaçları var. 2008-09 krizinde finansal sistemlerini ve reel sektörlerini iflastan kurtarabilmek için borçları kamu sektörüne aktardılar ama artık devletler de boğazlarına kadar borçlu hale geldi. Tek çareleri iflas etmeden ya da kredi notları daha fazla düşmeden bu borçlarını yeniden özel sektöre devredebilmek. Bunun için de özel sektörü kısa sürede ayağa kaldırıp ekonomilerini hızlandıracak radikal kararları alıp uygulamaları gerekiyor. Ama yapamıyorlar; bilgileri, tecrübeleri ve cesaretleri yetmiyor.

Büyüme nereden gelecek?

ABD ve Avrupa'nın bu çaresizliğine bakıp endişelenen piyasalar, maalesef henüz dünya ekonomisinin ne yönde geliştiğinin farkında değiller. Farkında olanlar da henüz inanmaya cesaret edemiyorlar. Bu ülkeler belki bugün için hâlâ dünyanın en önemli tüketim gücü olabilir ama bu güç birkaç yıldır süratle gelişmekte olan ülkelere kayıyor. Son yıllarda borçları çok artan gelişmiş ülke tüketicileri, artık harcamalarını kısmak ve tasarruf yapmak zorundalar. Şirketlerin kârlılıkları son derece yüksek ve nakitleri çok. Ama onlar da eskisi kadar yatırım yapmaya yanaşmıyor ve mevcut üretim hacimlerini büyütüyorlar. Kendi ülkelerindeki tüketicilerin ne durumda olduğunun farkındalar. Çoğunun gözü artık Çin, Hindistan, Brezilya ve Rusya (BRIC ülkeleri) liderliğinde ve içlerinde Meksika, Endonezya, G.Kore ve Türkiye'nin de önemli rol oynadığı gelişmekte olan ülkelerde. Kaynaklarını buralara aktarmak, buralarda yatırım yapmak istiyorlar. Ama eskisi gibi buralarda üretip kendi ülkelerine ihraç etmek için değil, yine bu ülkelerde satmak için. Küreselleşen ekonominin teknolojik imkânları da bu dönüşümün kısa sürede gerçekleşmesine son derece yardımcı oluyor.

Gelişmekte olan ülkeler de geçmişte olduğu gibi ABD'ye ve Avrupa'ya ihracat yaparak eski büyüme hızlarını yakalayamayacaklarının farkındalar. O nedenle iç tüketimlerine çok daha önem veriyorlar. Örneğin, 2008 krizinde Çin devleti ihracattaki yavaşlamayı iç tüketim ve iç tüketime dayalı yatırımlarla telafi etmek için ekonomisinin % 14'üne tekabül eden 586 milyar \$'lık bir desteği gözünü kırpmadan yapıverdi. Bu sayede 2009 yılında ABD ekonomisi % 3,5, Euro Bölgesi % 4,2 küçülürken Çin ekonomisi ihracattaki sıkıntıya rağmen % 9,5 büyüdü. 2010'da % 10,5'la yoluna devam etti.

Bugün dünyanın ikinci büyük ekonomisi konumundaki Çin ekonomisinin % 35'ine tekabül eden tüketim harcamalarının büyüklüğü yılda 2,1 trilyon \$. Belki ABD'nin hâlâ 9 trilyon \$'lık yıllık tüketim harcaması yanında küçük gibi gözüküyor ama ABD yerinde sayarken Çin hızla geliyor. Ülkedeki perakende satışlara bakıldığında tüketim harcamaları % 20 büyüyor. Demek ki, artık Çin'den dünyaya yılda 400 milyar \$'lık ek tüketim harcaması geliyor. BRIC ülkelerinin diğer üyelerini de eklediğimizde rakam 800 milyar \$'a ulaşıyor. Üstelik gelir seviyesi ve teknolojik verimlilik arttıkça bu rakamlar katlanarak büyüyecek. Bunu dikkate alan IMF verilerine göre nominal rakamlarla 1990 yılında dünya tüketiminin % 20'sini karşılayabilen gelişmekte olan ülkelerin payı 2011 yılı



sonunda tam iki katına çıkmış olacak. (Grafik 1) 2018 yılında ise artık dünya tüketiminin yarısını karşılıyor olacaklar. Gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin buralara göz dikmesinin sebebi bu.

Bugün gelişmekte olan ülkeler, dünya nüfusunun % 88'ine sahipler. (Grafik 2) Bu hem düşük maliyetli üretim hem de tüketim de önemli bir güç sağlıyor. Cep telefonu hatlarının % 82'sini kullanıyorlar. Çelik tüketiminin % 76'sı, bakır tüketiminin % 71'i gelişmekte olan ülkelere. Toplam perakende satışların yarıya yakını, motorlu araç satışlarının ise yarısından fazlası, yine bu ülkelere yapılıyor. General Motors ve Volkswagen Çin'de ABD'den ve Almanya'dan daha fazla, Fiat Brezilya'da İtalya'dan daha fazla otomobil satıyor. Satın alma gücüne bakılarak hesaplandığında gelişmekte olan ülkeler bugün gelişmiş ülkelere daha büyük bir ekonomiye (GSYİH'ya) sahipler. Toplamda ihracatçı kimlikleri var ama dünya ithalatının % 47'si bu ülkelere yapılıyor. Aslında artık gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımını bırakıp doymuş ve hızlı büyüyen ekonomiler olarak sınıflandırma yapmak gerekiyor.

Gelişmekte olan ülkeler toplamda bakıldığında eskisi gibi fakir de değiller ve hızlı büyümelerini ve tüketimlerini kolaylıkla finanse edecek durumdadır. Finansal çalkantılara karşı korunabilecekleri büyük bir döviz rezervleri var (dünya resmi döviz rezervlerinin % 81'i gelişmekte olan ülkelere). Dünyanın en büyük 150 bankası içindeki gelişmiş ülke bankalarının kredilerinden 2 trilyon \$ daha fazla mevduat kaynakları var. (Grafik 3) Kamu borçlarının payı dünyadaki kamu borcunun sadece % 18'i. Yani bu mevduatları kilitleyip kredilere dönüşmesini engelleyecek, özel sektör yatırımlarının ve büyümelerinin önünde engel bir kamu sektörleri yok. Hatta tam tersi. Örneğin, Çin gelecek 5 yıl içinde altyapı harcamalarına 1 trilyon \$'lık bir bütçe ayırdı. Bu tür destekler artık gelişmiş ülkeler için hayal.

Ama tüm bunlara rağmen gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının değeri dünya piyasa değerinin % 35'i ve finansal varlıkların sadece % 27'sine hükmediyorlar. (Grafik 2) Yani bu ülkelerin dünya ekonomisinin bugünü ve geleceğinde oynadıkları rol henüz yeterince fiyatlarda değil.

Kıssadan hisse

ABD'de ve Avrupa'da yaşananlar ve otoritelerin sorunlarını çözmedeki beceriksizlikleri tüm dünya piyasalarının morallerini bozuyor. Devletlerden ümidi kestiler ve bu hafta merkez bankalarının Jackson Hole kasabesindeki toplantısından gelecek haberlere umut bağlamış durumdadır.

Ama dünya artık ABD ve Avrupa değil. Dünya ekonomisini büyüten motor artık gelişmekte olan ülkeler ve yatırımlara para kazandıracak olan da bu. Hâlâ bu ülkelerin gelişmiş ülkelere ihracatla ayakta durabileceğini düşünenler yanılıyorlar. Sadece iç tüketimleri giderek güçlenmiyor, kendi aralarındaki ticaret hacmi de hızla artmaya başladı. Artık gelişmekte olan ülke ihracatının yarısından fazlası yine gelişmekte olan ülkelere gidiyor. İç tüketimlerine destek verecek kamu gücü de artık sadece bu ülkelere. Mevcut toz bulutu biraz azaldığında piyasalar bu gerçekleri görmeye başlayacak. Görmek zorundalar.



# Altına hücum edenlerin bilmesi gerekenler

Saruhan Özel 2011.08.26

2009 yılı başında 1980 yılındaki ons başına 850 \$'lık seviyesini geçtiğinden beri altın sürekli yükseliyor ve yükseldiği her gün yeni bir rekor kırmış oluyor.

Ama ağustos ayında 1900 \$'ı geçip son 10 yılın en yüksek aylık artışını yakalayınca dikkatleri daha da üzerine çekti. 2000'li yılların başında kimsenin istemediği, madenlerin daha altını çıkarmadan vadeli satmaya çalıştığı, merkez bankalarının bile rezervlerinde görmeye dayanamayıp satışa çıkardığı altın birden yine herkesin gözdesi konumunda.

Bu altın hücumunun devam edip edemeyeceğini görmek için önce buralara kadar neden yükseldiğini tespit etmek sonra da bu sebeplerin geleceğe yönelik analizini yapmak gerekiyor. Başka türlü belli bir fiyat düzeyinin aşırı mı yoksa daha yolun başı mı olduğunu söylemek mümkün değil. Çünkü özellikle Türk yatırımcıların düşündüğünün aksine altın aslında bir yatırım aracı değil. Hisse senetleri gibi temettü getirisi, tahvil veya mevduat gibi faizi, emlak gibi kira geliri yok ve bunlardan yola çıkıp hesaplama yapılamıyor. Altın sadece fiyat artışı ile kazandırıyor ya da kaybettiriyor. Dirençler, destekler, teknik analizler anlamsız. Belki altının reel yani enflasyondan arındırılmış fiyatı henüz 1980'deki rekoru yakalayamadı ama 2250 \$'a gelince (gelirse) onu da geçmiş olacak ve artık geçmişle bağlantısı iyice kopacak.

Altının kullanım amaçlı arz ve talep dengesi de fiyatın gelişimini açıklamaya yetmiyor. Çünkü mücevher ve teknoloji (sanayi) amaçlı kullanım yıllardır yerinde saydığı ve altın üretimi her geçen yıl yükseldiği halde altın fiyatı yükseliyor. (Grafik 1) Bugün altın fiyatını yükselten asıl sebep yatırımcıların global ekonomik belirsizliklerden ciddi şekilde endişelenip kendilerini korumaya almaya çalışmaları. Birçok merkez bankasını yeniden almaya sevk eden de bu korku. Elbette birçok profesyonel/kurumsal yatırımcı korktuğu için değil spekülatif anlamda altındaki yükselişten kâr etmek için de altında (long) pozisyon alıyor. Ama onların da faydalanmaya çalıştığı aslında geniş kesimlere hakim olmaya başlayan bu korku kaynaklı altın talebi.

Korkulan ne?

2008-09 krizinden sonra otoriteler ellerinden ne geliyorsa yaptılar ve global ekonomiyi uçurumun (depresyonun) kenarından çekip kurtardılar. Özellikle gelişmiş ülke ekonomileri bir süre alınan radikal önlemlerin etkisiyle kendisini toparlamaya çalıştılar ama 2011 yılı başında solukları yeniden kesilmeye başladı. Daha önce eldeki tüm mermileri tükettikleri için piyasalar bir anda gelişmiş ülkelerin tarihin en kötü eşzamanlı resesyonuna/deflasyonuna doğru gittiğini düşünmeye başladılar. Kolayca depresyona çevirebilecek bu deflasyon olasılığının sebebi ise gelişmiş ülkelerde özellikle son 15 yılda oluşturdukları büyük borç yükü. Bu borç ancak ekonomiler hızlı büyüyüp yeni gelir oluşturulabilirse geri ödenebilecek. Ama aynı zamanda borçlar temizlenmeden tüketim ve yatırım harcamalarının yeniden eski seviyelerine dönmesi ve gelişmiş ülke ekonomilerinin yeniden hızlanmaları da mümkün değil. Tam bir çıkmaz. O nedenle çok borçlu olanlar ya iflas edecek ya da bu borçlar para basılarak ödenecek. İflas büyük bir toplumsal sorun olacağı ve zaten deflasyonu getireceği için para basılmak zorunda. Yani borçlar önce özel sektörden devletlere geçecek oradan da merkez bankalarına. Bu zaten kısmen oldu. ABD Doları'nın sahibi FED'in bilançosu (yani yarattığı para) 2006 öncesine göre 2,5 kat arttı. Ve belki bu hafta sonu yeni bir parasal genişleme programı daha açıklanacak (FED bilançosu 2,5 kat artarken altının dolar fiyatının da 3 kat arttığına dikkat, Grafik 2). Bu kadar para basılıp ekonomiler yeniden büyümeye ve talep artmaya başlayınca da enflasyon fırlayacak. Merkez bankaları deflasyondan enflasyona göre çok daha fazla korktukları için her ihtiyaç duyulduğunda para basmaktan çekinmeyip enflasyonu riske edecekler.

Üstelik bu korku senaryosuna bakıp korunmak bugünlerde artık hem çok kolay hem de ucuz. Nasılsa faizler çok düşük, ev stoku çok büyük (fiyatlar uzun süre düşük gideceği gibi daha da düşebilir) ve depresyona gidilen bir ortamda zaten düşmekte olan hisse senedi almak mantıksız (ABD S&P 500 hisse senedi endeksi altın fiyatı bazında 1990 seviyesine geldi, Grafik 3). Her gün basında işlenen bu korku senaryosunu görüp altın almak isteyen küçük yatırımcılar bunu geçmişe göre çok daha kolay yapıyorlar. Artık altın fiyatlarına endeksli fonlar ve hisse senetleri (ETF adlı her gün borsalarda alınıp satılan yatırım ortaklıkları) var. Ve son aylarda altın fiyatı artarken talebi artan da bu ETF'ler, külçe altın ve altın paralar (Grafik 4). Sebep ortada.

Korkuyla çıkan, korku bitince inecek

Merkez bankaları para basıp büyümeyi frenleyen borçları ödedikçe korku devam edecek ve altın fiyatı yükselecek. Ama artık altın fiyatının balon bölgesine girmeye başladığını da söylemek mümkün. Çünkü her gelen veri resesyon işaret ettikçe ekonomik büyümenin yeniden hızlanabileceğini düşünenlerin sayısı azaldı ve resesyon ana senaryo haline gelmeye başladı. Buna paralel altın fiyatının çok şiştiğini düşünenler de azalıyor ve bu fiyat seviyelerine rağmen satıcıdan çok daha fazla alıcı var. Ve belki de en önemlisi korku kaynaklı altın talebi artık tabana yayılmaya başladı.

Ama şu da bilinmeli. Yeterince para verdikten sonra eninde sonunda ekonomiler ve enflasyon hızlanacak. O zaman da merkez bankaları geçmişe değil geleceğe bakıp bugün bastıkları paraları yine eşzamanlı ve sert bir şekilde geri çekmeye çalışacaklar. Parasal genişleme (QE) stratejileri yerine parasal sıkılaştırma (QT) stratejileri uygulanacak. QT1, QT2, QT3 derken birden faizler hızla yükselmeye başlayacak. İşte o zaman kimse altın tutmak istemeyecek ve satmaya koşuşturacak. Herkes bunu bildiği için de düşüş çıkıştan daha sert olacak. İşin kötü tarafı bugün rahat uyumak için altın alan küçük yatırımcılar fiyatlar hızla düşerken en son satacak kişiler olup rahat uykunun bedelini ödemiş olacaklar. Hatta düşüş sırasında henüz almamış olup da "fırsat" diye alanlar olacak. Ve en kötüsü, eğer dünya ekonomisi korkulduğu gibi depresyona gitse bile altınlarını satamayacaklar çünkü kimsede altın alacak para olmayacak.

Ama bugün gelişmeleri yakından takip eden, hesap kitap yapan, mantıklı bir analist verilere bakınca deflasyon korkusunun bir süre daha devam edeceğini görüyor. Bugünün altın günü olduğunu kabul edip akıntıya karşı kürek çekmek istemiyor. Zaten altın fiyatı da ondan yükseliyor.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Neden bankalardan bu kadar korkuluyor?

*Saruhan Özel 2011.08.31*

2008-09 krizinin en önemli sebebi yaşanan güven kaybıyla ABD ve Avrupa finans sistemlerinin fonlama sorunu yaşamalarıydı.

Aynı 2001 yılında Türk bankalarının yaşadığı sorun gibi dünyanın birçok bölgeye yayılmış büyük bankaları birbirlerinden borçlanamamaya başladılar. Fon fazlası olanlar bunu gecelik dahi olsa diğer bankalara vermek yerine merkez bankalarına yatırdılar. Bankalararası piyasada fonlama maliyetleri bir anda fırladı. Kısa vadeli borcu çok olan bankalar % 5'lere kadar yükselen 3 aylık (Dolar) Libor faiz maliyetiyle büyük zararlar yazdılar.

Merkez bankaları devreye girene kadar Lehman Brothers ve AIG gibi büyük kurumlar dayanamadı. Citigroup'tan UBS'e kadar birçok banka, Asya ve Arap ülkelerindeki fonlardan sermaye desteği alıp zararlarını karşılamaya çalıştılar. Ama zararlar devam edince devletler bankalarına milyarlarca dolar sermaye aktarmak veya yükümlülüklerini garanti etmek zorunda kaldı. Hatta bu garanti daha önce kamu borcu sorunu olmayan İrlanda devletini iflasa kadar götürdü. Dönüm noktası, ABD'nin 2009 yılında en büyük 19 finansal kurumuna detaylı bir stres testi yapıp bankalarının çok daha kötü koşullarda ne kadar sermaye açıkları olacağını tespit etmesi ve daha da önemlisi bunu kamuoyuyla açık biçimde paylaşması oldu. Testte 10 bankanın 75 milyar \$ açığı olduğu görüldü ve bu da hemen devlet tarafından kapatıldı. Güven yeniden tesis edildi ve piyasalardaki dalgalanma duruldu. Bankaların hisse değerleri hızla artmaya başladı.

Bankaların finansal sorunları yine gündemde

Sonrasında ABD ve Avrupa bankaları bir bilanço tamir sürecine girdiler. Zayıflar büyüklerle birleştirildi, iştirakler satıldı, kısa vadeli borçlar azaltıldı, kredi portföyleri küçültüldü ve istihdam azaltıldı. ABD bankaları başta olmak üzere birçoğu yeniden kâr etmeye başlayıp devlet desteklerini geri ödediler. Hatta 2010 yılı ortasında kredi portföylerindeki küçülme durdu ve yeniden büyümeye başladı.

Ne var ki, özellikle bu yılın ilk çeyreğinden sonra ABD ve Avrupa finans sistemlerine olan güven yeniden kayboldu. Son 1 aydır hisse senedi piyasalarındaki hızlı düşüşlerin ardında aslında banka hisselerinden kaçış var. Her iki bölgede de banka endeksleri genel endekslere göre çok daha fazla değer kaybetti. (Grafik 1)

Sıkıntı bu sefer ağırlıklı olarak Avrupa'da. Avrupa Birliği Yunanistan'la başlayan kamu iflas sorununu yeteri kadar ciddiye almayınca sorun kısa sürede İrlanda ile Portekiz'e ve oradan da İspanya ile İtalya'ya sıçradı. Doğal olarak, kamu sektörünün borçlarını en azından kısmen ödeyemeyeceği beklentisi önce bilançolarında bol miktarda kendi devletin tahvilleri olan bu ülkelerin bankalarını vuruyor. Bir süredir diğer bankalardan fon bulmakta zorlanıyorlar ve Avrupa Merkez Bankası kaynaklarına başvuruyorlar. Aynı zamanda henüz devletleri diğerleri kadar sıkıntılı olmayan ama bu ülkelerde ve bu ülkelerin bankalarında büyük riskleri olan Fransa, Almanya ve İngiltere bankalarına olan güven de sarsılıyor. (Grafik 2) Son 1 ay içinde bazı büyük bankaların hisse senetleri % 40'a yakın değer kaybına uğradı. (Tablo 1) Fransa bankalarında kayıplar daha fazla çünkü endişe potasına giren İtalya riski bu bankalarda diğerlerine göre çok daha yüksek. Ayrıca kamu finansmanı açısından ABD'yi takip edip AAA notunu kaybedebilecek bir konumda. Tüm bunlar bankalarının finansmanını zorlaştırabileceği endişesi oluşturuyor. Bu kayıplar sonrasında 2006 yılı sonunda 547 milyar € olan 8 büyük Fransız, Alman, İtalyan ve İspanyol bankanın toplam piyasa değeri 230 milyar €'ya kadar gerilemiş durumda.

ABD bankaları da çok farklı değil. Son 1 ayda en büyük 5 ABD bankasının hisse senedi ortalama % 16 değer kaybetti. (Tablo 2) 495 milyar \$'a gerileyen piyasa değerleri 2008'in üzerinde kalsa da 2006 öncesine göre % 45 aşağıda. Buradaki endişe ise ABD'nin konut sektöründeki sıkıntıları. Hâlâ birçok ipotek kredisi kullanmış ev sahibinin evinin değeri kredi bakiyesinin altında. Bu fark bir şekilde kapatılmadıkça sistemin yeniden eski haline dönmesi uzun süre alacak. İşsizlik % 10'a yakın devam ettikçe ve hisse senedi, ev gibi varlık fiyatları yükselmedikçe bu farkın ev sahipleri tarafından kapatılması mümkün değil. AAA notunu kaybeden devlet de artık bu farkı ödeyebilecek konumda değil. O nedenle bankaların faturayı üstlenmek zorunda kalacağı düşünülüyor. Hatta kamunun ipotek finansman kuruluşları Fannie ve Freddie bankalardan satın aldıkları veya garanti ettikleri kredileri sorgulayarak mevzuata uygun olmayanları iade etmeye çalışıyor. Benzer bir şekilde bugün batık durumdaki ipotek kredilerinin tahvilleştirilip satıldığı yatırımcılar da bunları satın aldıkları bankalardan tazminat talep ediyorlar. Bugün sermaye yeterliği en çok sorgulanan Bank of America'nın sorunu 2008 yılında (zorla) devraldığı o dönemin en büyük ipotek finansörü Countrywide'in zararları.

Endişeler nasıl giderilebilir?

Mevcut haliyle stres testleri çözüm değil. ABD 2009 yılındaki testlerle güven sağlayabilmişti ama konut sektöründeki sıkıntılar testlerde öngörülenden daha derin ve uzun sürecek. Avrupa otoriteleri de ABD'yi taklit edip güven tesis edebileceği ümidiyle test üzerine test yapıyorlar ama nafile. Nedense stres testleri birkaç küçük banka dışında sermaye açığı gösteremiyor. Piyasalar da zaten inanmıyor. Bugünkü değerleri ile birçok bankanın fiyatı defter değerinin neredeyse üçte biri. (Tablo 1 ve 2) Yani ciddi bir sermaye artırımına ihtiyaçları olduğu düşünülüyor. Kaldı ki, stres testleri piyasaları ikna edecek kadar gerçekçi olsa da ortaya çıkacak sermaye açığını iflas sınırına gelen ve kredi notları sorgulanan devletlerin karşılaması pek mümkün değil. Nitekim çiçeği burnunda IMF Başkanı Lagarde, bankalara sermaye eklenmeli der demez Avrupalı bürokratlardan azarı iştiriverdi.

Bankalara yönelik endişeleri azaltabilecek en önemli faktör ABD ve AB ekonomilerinin yeniden % 3 civarındaki potansiyel büyüme hızlarına ulaşmaları olacak. Ancak o şekilde ABD'de işsizlik yeterince düşecek, konut sektöründeki sorunlar çözülebilecek ve Avrupa'da devletlerin borç yüklerini azaltmaları mümkün olabilecek. Bankalar kârlarını artırıp sermayelerine ekleyecek ve açığı kapatmış olacaklar. Ama bu süreç beklenenden uzun sürecek ve bankalar defter değerlerinin çok altında fiyatlanıp endişe kaynağı olmaya devam edecekler. Dayanabilen dayanacak.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Nerede anlaştık ki, cari açık konusunda anlaşılmamış?

*Saruhan Özel 2011.09.07*

Avrupa'nın para birimini aynı şekilde telaffuz edemeyen, kiminin Yuro, kiminin Öro, kiminin de Avro dediği bir ülkede yaşıyoruz.

Çok daha sofistike olup üst düzey iktisat bilgisi gerektiren cari denge konusunda anlaşılamamasını da doğal karşılamak gerekir. Bir kesim "Cari açık, yani ekonominin döviz gelirleri ile giderleri arasındaki fark, sorun değil, nasılsa finanse ediliyor." diyor. Diğer bir kesim de buna çok karşı. "Elbette finanse ediliyorsa sorun yok, edilmeseydi zaten cari açık olmazdı, cari açığın ne kadar yükseldiği daha önemli." diyor. Bir başka kesim de "Finanse ediliyor ama finansman kırılgan, bugün değilse bile yarın sorun olabilir" diyor. Acaba "iktisatçı" olmayan biri hangi görüşe prim vermelidir?

Önce bazı gerçekler

Türkiye'nin ekonomik modeli, belli bir miktar cari açık verilmesini gerektiriyor. Ülkenin demografik yapısı iç talebi güçlü tutuyor. Büyük, genç, yaşam standardı düşük, iş bulup düzenli gelir elde edebildiğinde hemen borçlanmaya ve tüketmeye meyilli bir nüfus var. Yıllarca topladığı mevduatlarla devleti ve büyük şirketleri finanse eden bankacılık sistemi de son yıllarda perakende bankacılığa yoğunlaşmış durumda. Gelişen teknolojik imkânlar ve TL'nin hem uzayan vadesi hem de gerileyen reel maliyeti ile giderek daha borçlanılabilir bir para birimi olması sayesinde bireylere geniş finansman imkânları sunabiliyorlar. Düzenli büyüyen ekonominin artan geliri, bu kredilendirmelere teminat oluşturuyor. Bu sayede 2002 yılında toplam aktiflerin sadece % 3'ü olan bireysel krediler (kredi kartı bakiyeleri dahil) her yıl hızla artarak 2011 ortasında % 18'e kadar yükseldi ve bilançolar biraz dengelendi (Grafik 1).

Bu güçlü tüketim dinamiğinden faydalanmak isteyen girişimci reel sektör, düzenli bir şekilde her yıl GSYİH'nın % 20'si civarında yatırım yapıyor ve bu talebe cevap verebilecek üretim altyapısını kuruyor ya da büyütüyor. İşgücüne istihdam ve düzenli gelir sağlıyor. İş bulanlar da kredi imkânlarına kavuşuyor. Ayrıca zaten o yatırımlar da bireylerin düzenli tüketimleri sayesinde para kazandırabiliyor. Herkes mutlu. Ekonominin ihracat tarafı zayıf değil. Ama yıllarca uygulanan yanlış makroekonomik politikaların yüksek iki hanelerde müzminleştirdiği enflasyonla savaşmak için açık tutulan TL ve döviz faiz farkı sayesinde TL güçleniyor. İhracattan para kazanmak zorlaşıyor. Çok ucuz işgücü ve devlet desteklerine sahip gelişmekte olan ülkeler ve katma değeri çok yüksek, çok teknolojik ve dolayısıyla verimli çalışan gelişmiş ülkelerle dünya pazarlarında kur desteği olmadan rekabet zor. İhracat daha ziyade iç talep stepnesi konumunda kalıyor. Türkiye'de bir kriz olup da döviz kurları fırlar ve iç talep en azından bir süre duraklarsa ihracatla çarkları döndürmek için.

Bu faktörler yan yana geldiğinde de üretim altyapısı ve üretimin kendisi ithalata dayanıyor. Teknoloji ve hammadde mecburen, aramalar da TL'nin gücü sayesinde ucuz olduğu için ithal ediliyor (Grafik 2). Hatta ihracatçılar bile ithalat yapıyorlar ki maliyetleri bu sayede düşsün ve rekabet edebilsinler.

Özetle, Türkiye yatırım yapıyor, üretiyor ama bunu üretim faktörlerini ithal ederek yapıyor. Güçlü demografik yapı anahtar konumda ve bu çarkın katma değer ve istihdam oluşturmasını sağlıyor. Ülkede bu çarkı finanse edecek yeterli tasarruf yok. Ama katma değeri gören sıcak ya da soğuk yabancı finansörler büyüyen pastadan (ekonomiden) pay almak için finansman sağlıyorlar. Cari açık denen olayın özeti bu.

Cari açıkla ne kadar daha?..

Bu modelin katma değer oluşturmaya devam etmesi için iç talebin gücünün devam etmesi gerekiyor. Nüfus yaşlanınca, yaşam seviyesi yeteri kadar yükselip tüketimi artırmakta zorlanınca veya yeni borç alamayacak kadar borçlanınca bu sistem de iflas edecek ve artık ekonomi bu modelle büyütülmeyecek. Halen ABD'de ve birçok Avrupa ülkesinde olduğu gibi. Ama bu saatten sonra ekonomik modeli değiştirmek kolay değil. Yıllar sürer ve arada yönetilemeyip sosyal sorunlara dönüşebilecek bir enkaz bırakabilir. Cari açık çok yüksek diye feryat etmenin anlamı yok. Bununla yaşanacak ve elden geldiğince iyi yönetilmeye (enflasyonu ve cari açığı çok yükseltmemesine) çalışılacak. Kaldı ki bu modeli bir an evvel değiştirmek de gerekmiyor. Merkez Bankası verilerine göre, 2010 sonunda hanehalkı yükümlülüğü harcanabilir gelirinin sadece % 41'i ve GSYİH'nın sadece % 17'si. Faiz ödemeleri harcanabilir gelirlerinin sadece % 5'i. Çok veriliyor denen ipotek kredileri GSYİH'nın daha % 6'sı. Gelişmiş ülkelerle kıyaslanmayacak kadar düşük (Grafik 3). Zaten TL, sabit faizli ve kısa vadeli borçlanıyorlar, bir anda borçların patlama tehlikesi de yok. Bankalarda tasarruf mevduatları bireysel kredilerin neredeyse iki katı. Bugün birçok ülke Türkiye'nin bu iç tüketim avantajına gıpta ile bakıyor. Yeter ki, yurtdışı kaynaklar istikrarlı bir şekilde ekonomiye gelmeye devam edip bu çarkın dönmesini sağlasın.

Anahtar bankacılık sistemi

Dış kaynakların ekonomiye girdiği ve girmesi de gereken kanal bankacılık sistemi ve o nedenle anahtar konumda. Bu, bankacılık sistemi dizginlenmeli demek değil. Sermayesinin sadece 8 katı kadar aktif oluşturan, şube açmak için aktifinin % 12'si kadar sermaye tutması gereken, bilanço dışına pislik çıkartamayan, neredeyse 7 gün 24 saat banka içinde murakıpların her bilanço kalemini sorguladığı ve bilançosu her gün en şeffaf şekilde kamuoyuna açıklanıp otokontrol yaptırılan bir sistem daha ne kadar dizginlenecek ki? Ve zaten ekonomideki harcamaları kayıt içine sokup devlet bütçesini destekleyen, en başta ekonominin istihdam için gerekli üretim altyapısını finanse eden ve onlar etmese hemen devreye denetlenmeyen dış kaynakların ve tefecilerin gireceği bankalar hele bir de zaten küçükken ve makroekonomik dengeler de gerektirmedikçe neden dizginlensin ki?

Sağlıklı bir bankacılık sistemi ile ekonomi dengeli, teminatlı ve risklere dikkat edilerek finanse edildiği sürece Türkiye ekonomisi mevcut modeliyle yüksek cari denge açıklarını taşır. Olay ne cari açıktır ne de finansmanı. Şirketlerin, bankaların ve devletin işini doğru yaptığı varsayımıyla mevcut model çerçevesinde hanehalkı borçluluğudur. Ekonomi özellikle hanehalkı tarafında yeteri kadar borçlandığında cari açık sorunu zaten kendiliğinden ortadan kalkar, istesek de cari açık veremeyiz. O zamana kadar da çok var.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## ...Ve kuyruk kopmak üzere!

*Saruhan Özel 2011.09.14*

Bundan yaklaşık 1,5 yıl önce gazetemizde çıkan ilk yazımın başlığı "Avrupa Birliği kurtarmakla Yunanistan'a kötülük yapıyor" şeklindeydi.

Dayanağım, yıllarca yakından takip ettiğim çeşitli Latin Amerika, Güneydoğu Asya ve Doğu Avrupa ülkelerinin geçmişte yaşadıkları krizlere yönelik tespitlerimdi. Bir ekonomi artık kaldıramayacak kadar borçlu hale geldiğinde tek çare, bu ekonominin borçlarının bir kısmının affedilmesi ve sonra da ekonominin büyütülerek vadesi uzatılan kalan borcunu taşınabilir seviyelere indirebilmesi oluyordu. Ekonominin büyütülmesi için de en kolay ve etkili yol yüksek bir devalüasyonla ihracatçıların rekabet gücü kazanmasıydı. Bunlar olmadan piyasalar rahatlamıyor ve böyle bir ekonomiye yeni finansman sağlamıyorlardı.

2009 krizi ile birlikte global finansman imkânları daralınca piyasalar Yunanistan'ın artık borçlarını taşıyamayacaklarını gördüler. Ekonominin kamu borcu %100'e dayanmış ve rekabet gücü zayıflamıştı. Örneğin, Euro'nun yürürlüğe girmesinden bugüne kadar üretilen mal başına işçilik maliyeti Almanya'da sadece %6 artarken Yunanistan'da %41 artmıştı. (Grafik 1) Özel sektörün bu yüksek işçilik maliyetleriyle dış piyasalarda rekabet edebilmesi zordu. Kamu sektörü devreye girip memuriyet imkânları ile işsizlik sorununu azaltıyordu. Böylece bütçe ve cari açıkları yükseliyordu. Para birimi Euro olduğu için Yunanistan'ın döviz kuruna müdahale etmesi mümkün değildi. Tek çaresi işçi ücretlerini düşürmekti ama bu da sosyal sorun demekti. Ayrıca buna mecbur da değildi. Euro üyesi olduğu için hem AB'den finansal yardım alıyor hem de arkasında AB (Almanya) olduğu düşünüldüğü için Euro bazında çok düşük faizlerle açıklarını finanse edebiliyordu. Ama 2009 krizi ile azalan finansman imkânları bu çarkın dönmesini zorlaştırdı.

Geçmişteki diğer gelişmekte olan ülke krizlerindeki çözüm yolu öncelikle Yunanistan'ın artık ödenemez hale gelen borcunun bir kısmının affedilmesini gerektiriyordu. Sonra da devalüasyonla işçilik ücretleri düşürülecekti. Devalüasyon yapabilmek için de doğal olarak Euro üyeliğinden (AB üyeliğinden değil) çıkması gerekiyordu. Yıllarca biriken borcu Euro bazında olduğu için de kısmi borç affı devalüasyon öncesi olmalıydı. Sonrasında ekonomi yeniden rekabet gücü kazanıp borçlarını, bütçe ve cari açıklarını makul seviyelere, örneğin Maastricht kriterlerine indirdiğinde yeniden Euro üyeliğine geri dönebilirdi.

Bunlar neden yapılamadı?

Birincisi, son yüzyılın en büyük ekonomi projesi olan Euro için büyük çaba harcamış olan Almanya ve Fransa gibi ülkeler bir ülkenin Euro üyeliğinden çıkmasını büyük bir itibar kaybı ve sonun başlangıcı olduğunu

düşündüler. İkincisi, borcun kısmen affedilmesi bu borcu veren Fransız ve Alman bankaları liderliğinde AB bankalarının af ölçüsünde bir zarar yazmaları ve bunun için yeni sermaye bulmak zorunda kalmaları demekti. Üçüncüsü, 'drahmi'ye dönmek Yunanistan'a ciddi bir operasyonel maliyet getirecekti. Dördüncüsü, bir süre vadesi gelen borçlarını ödeyerek Yunanistan'ı yüzdürmek işlerine geldi. Bir süre sonra kriz ortamı yatışınca yeniden piyasaların borç vermeye başlayacağına inanılmak istendi. Normalde köpek kuyruğunu salladığı için kuyruğun köpeği sallayabileceği olasılığına prim verilmedi. Ama 1,5 yıl önceki o yazımda, İngilizcede çok sık kullanan bu deymi kullanarak "kuyruk köpeği sallıyor, dikkat" ifadesini kullanmış ve olasılığın düşünülenden çok daha yüksek olduğuna dikkat çekmiştim.

Geçen iki yıl içinde bu olasılık hızla yükseldi. Yunanistan 110 milyar Euro destek karşılığında istenen tasarrufu yapamadı. Tasarruf yapmaya çalışırken de ekonomisi iyice çöktü. 2009 yılında %2, 2010 yılında %4,5 ve 2011'in ilk yarısında %6,5 küçüldü. (Grafik 2) Verilen destekler sonrasında kamu borcu bu yıl ekonomisinin %170'ine gidiyor. İşsizlik %15'e çıktı. Yani AB kurtarmaya çalışmakla açık bir şekilde Yunanistan'a kötülük yapmış oldu. Bugünlerde 1 yıllık (Euro) Yunan tahvili %100'e, 10 yıllık ise %25'e yakın getiriyle alıcı bulmakta zorlanıyor. (Grafik 3) Ama AB açısından en kötüsü desteklerin işe yaramadığını gören piyasaların diğer Euro üyelerinden de kuşku duymaya başlamaları oldu. Portekiz, İrlanda derken İspanya ve İtalya da piyasalarda borçlarını çevirmekte zorlanmaya başladılar. Kuyruk açık şekilde köpeği sallamaya başladı. Endişeler bir süre sonra Fransa'ya ve Avrupa'nın büyük bankalarına kadar bulaştı. Avrupa Merkez Bankası (ECB) hiç yapabileceğine inanılmayan şeyi yaparak Euro projesini kurtarmak için ikinci piyasada sorunlu ülkelerin 130 milyar Euro'ya yakın miktarda tahvillerini satın alarak faizlerini düşürmeye çalıştı ama nafile. ECB aldıkça getiriler daha da yükseldi.

İnceldiği yerden kopacak

Son günlerde yaşanan gelişmeler artık Avrupa Birliği'nin çok yakında radikal bazı kararları artık gündemine aldığını gösteriyor. Avrupa Merkez Bankası (ECB) geçtiğimiz hafta tek Alman üyesini de kaybetti. Belli ki, koşulsuz desteklendiği sürece sorunlu ülkelerin gerekli reformları yapmayacaklarını düşünen Almanya, ECB'nin tahvil alımları ile bu ülkeleri desteklemeye devam etmesini istemiyor. Yine geçtiğimiz hafta IMF, ECB ve AB Komisyonu'ndan oluşan denetim grubu Yunanistan'ın yeteri kadar tasarruf yapmasını sağlayacak radikal kararları almadığını öne sürerek görüşmeleri kesti. Aynı anda Alman hükümeti bankalarına sermaye takviyesi hazırlığı yaptığını ve Moody's büyük Fransız bankalarının kredi notlarını düşüreceğini açıklarken G-7 toplantısında Yunanistan'ın Euro üyeliğinden çıkarılması görüşü tartışıldı. Son bir gelişme de son destek paketinin belkemiği konumundaki gönüllü borç takasına yeterli talep gelmediği haberleri oldu. Bankalardan %21 oranında af içeren bir şekilde Yunanistan'ın kısa vadeli borcunun bir kısmını uzun vadeli borçla çevirmeleri istenmişti ama gelen haberler, Yunan hükümetinin istediği %80 katılım oranına ulaşamadığı yönünde.

Tüm bunlar yakında belki AB'nin belki de Yunanistan'ın kendi isteği ile artık bazı radikal kararları alma yoluna girdiğini gösteriyor. İşin ilginç, 2 yıl önce alınması gereken bu radikal kararlar alındığında AB'deki sorunların çözümü için yeni bir başlangıç ve piyasaların aradığı itici güç olabilir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## 2012'de durgunluk beklentileri nereden çıkıyor?..



2010 yılında % 9 büyüyen Türkiye ekonomisi 2011'in ilk yarısında % 10 büyüdü. 2011'in ikinci yarısında hiç büyümeyip yerinde saysa yılı % 5'lik bir büyüme oranı ile kapatacak.

Ama aynı zamanda giderek yavaşlayan bir büyüme dinamiği de söz konusu. İlk çeyrekte % 12 olan büyüme ikinci çeyrekte % 9'a geriledi. (Grafik 1) Görünen o ki, yavaşlama yılın ikinci yarısında da devam ederse Türkiye ekonomisi 2011 yılında % 6 ile 7 arasında bir hızla büyümüş olacak. Bu da Türkiye'nin son yıllardaki yatırım atağı ile % 5-7 arasına yükselttiği potansiyel, yani sürdürülebilir, hızında büyüyor olması demek.

Ama aylardır özellikle yurtdışındaki analistlerin ve kredi derecelendirme şirketlerinin üzerine oynadıkları bir yüksek cari denge açığı konusu var. Bu miyop analizler kısa bir süre öncesine kadar 2011 yılı sonunda GSYİH'nın % 9'u civarında gerçekleşebilecek cari denge açığının ardında ekonomideki güçlü iç talep kaynaklı bir aşırı ısınma olduğunu ve ekonominin soğutulması gerektiğini iddia ediyorlardı. 2010'daki % 9'un üzerine 2011 ilk çeyreğinde % 11 eklenince panik olmuşlardı. Merkez Bankası'nın cari açıkla doğrudan ilişki kurduğu kredi talebini yavaşlatmaya yönelik aldığı önlemlerin de işe yaramadığını düşünüyorlardı.

Öte yandan 6 ay önce bu köşede ekonomideki ısınmanın çok abartıldığını yazmıştım (bkz: arşiv, 6 Nisan 2011). Bu dönemdeki hızlı büyüme sadece 2008 yılında yerinde sayan ve 2009 yılında da % 5 küçülen iki yıllık bir sürecin geri tepmesiydi. 2010'daki % 9 dahil edildiğinde üç yıllık büyüme ortalaması sadece % 1,6'ya tekabül ediyordu. Bu da son 1,5 yıldaki hızlı büyümeye rağmen yılda % 5-7 arasında büyümesi gayet makul hale gelen ekonominin henüz arz fazlasını eritmeye çalıştığı anlamına geliyordu. Enflasyonun yatay seyretmesi de bu yorumu destekliyordu. (Grafik 2) Atıl kapasite dolmaya başladığında ekonomi yeniden potansiyel büyüme hızına doğru yavaşlayarak sürdürülebilir hale gelecekti. Birkaç gün aç kalan birinin yiyecek bulduğunda saldırıp hızla açlığını gidermeye çalışması ama bir süre sonra da normal yemek düzenine dönmesi gibi. Bugün gelinen nokta bu bakış açısının daha doğru olduğunu gösteriyor.

Bu süreçteki hızlı büyümenin bir "ara kapama" süreci olduğunu görebilenler vardı ama onlar da buna rağmen cari denge açığının neden bu kadar yükseldiğini sorguluyorlardı. Ne var ki, bu da büyük bir "muamma" değildi. Krizde endişelenip stoklarını eritmeye çalışan reel sektör global ekonominin büyümeye başladığını görünce yeniden stoklarını artırmaya başlamış ve buna paralel olarak ithalat talebini hızla artırmıştı. Doğal olarak, kimse pazar payını kaybetmek istemiyor ve ekonomi yeniden büyüme potansiyeline doğru hızını artırırken avantajlı konuma geçmeye çalışıyordu. Ayrıca artan emtia fiyatları ithalat faturasını artırmış ve en büyük ihracat pazarlarımız olan Avrupa Birliği ile Ortadoğu ve Kuzey Afrika ülkelerindeki kamu iflasları ve politik çalkantılar ihracat artışını da yavaşlatmıştı. Ortada açıklanamayacak bir durum yoktu. Cari denge açığı kısa sürede kriz öncesi artış trendine geri dönmüştü. (Grafik 3) Ama stoklar yeteri kadar arttığında ithalat talebi de azalacak ve cari denge açığındaki artış da yavaşlayacaktı.

#### Yeni endişe durgunluk

Ekonominin yavaşlamasıyla birlikte cari açık kaygıları da artık dillerden düştü. Ama yenilen pehlivan güreşe doymaz misali şimdi de ekonomideki yavaşlamanın sert olacağı ve bir durgunluk içine gireceği beklentileri dillendirilmeye başladı. Daha önce cari açık finansmanının stres testlerini yapıp finansal kriz öngörülerinde bulunan yurtdışı kaynaklı araştırma raporları şimdi de ekonominin sert bir şekilde yavaşlaması durumunda otoritelerin ne yapabileceğini tartışıyorlar. Hatta böyle bir durumda Merkez Bankası'nın yeniden munzam karşılıkları azaltarak banka kârlarına destek vereceğini düşünerek banka hisse alımı tavsiye edecek kadar ileri gidenler de var. Sanki büyüyemeyen bir ekonomide bankaları munzam karşılıklardaki düşüş kurtarabilmiş gibi.

2012 yılında Türkiye ekonomisinin büyüme hızının daha da yavaşlayacağı beklentisi elbette mantıksız değil. Bundan birkaç ay öncesine kadar yılda % 3 civarında büyüyeceği düşünülen gelişmiş ekonomilerin hızı % 1'in altına indi. ABD'de 2008-9 krizinin en önemli sebebi olan gayrimenkul sektörü hâlâ toparlanamadı. Hanehalkı hâlâ tasarruflarını artırıp borçluluğunu azaltmaya çalışıyor. Toplamda ABD'den daha büyük bir ekonomiye sahip olan en büyük ihracat pazarımız AB politik çekişmeler içinde gerekli radikal adımları atamadığı için finansal kriz beklentilerinin artmasını engelleyemiyor. Bu bağlamda IMF de büyüme tahminlerini düşürdü. Yılbaşındaki beklentilerine göre global ekonominin, gelişmiş ülkelerin ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminini, sırasıyla 0,5, 0,6 ve 0,4 puan azaltarak % 4'e, % 1,9'a ve 6,1'e çekti.

Beklentilerdeki bu bozulmadan Türkiye de kuşkusuz nasibini alacak. Global kriz endişelerinin yeniden arttığını gören reel sektör ve bankalar 2012'ye daha temkinli bütçelerle girecekler. Üstelik, Merkez Bankası'nın yeni para politikası anlayışı ekonominin döviz borçlanmaya dayalı yatırım yaparak büyüme ritmini bozacak. Makro koşullarda büyük bir değişiklik olmazsa ekonomi 2012 sonunda % 4-5 aralığında, yani potansiyel oranının biraz altında büyüyecek. Cari denge açığı da yeniden GSYİH'nin % 6-7 aralığında bir seviyeye gerileyebilecek.

Öte yandan gelişmiş ülkeler kara kara 2012'deki olası bir durgunluğu nasıl aşacaklarını düşünürlerken 2012'deki bu yavaşlama Türkiye ekonomisi için son derece olumlu olacak. Ne sıcak ne soğuk bir konuma gelecek ve iç denge yanında dış dengesi de sürdürülebilir hale gelecek. Yurtdışındaki analistler ve kredi derecelendirme kuruluşları "müthiş vizyonlu" yaklaşımlarıyla yeni endişe kaynakları ortaya çıkarmaz ve Türkiye'de de otoriteler bundan etkilenmez ise bu durumun da ekonomiyi yatırım derecesine çıkartabilmesi gerekir.

Not: Bu yazı S&P kararı öncesi yazılmıştır.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Önce süründürecekler sonra destekleyecekler

*Saruhan Özel 2011.09.28*

Bu yılki IMF/Dünya Bankası toplantılarındaki atmosferi öncekilerle kıyas etmek en doğrusu: 2008 yılındaki krizin tam göbeğinde yapılan toplantılarda şok yaşıyorlardı.

Bürokratlar ve politikacılar toplantıdan toplantıya koşuşturarak ekonomilerin depresyona girmesini engelleyecek kararları almaya çalışıyorlardı. 2009 yılındaki toplantılarda ortalık sakinleşmişti. Verilen radikal destekler sayesinde çarklar yeniden dönmeye başlamıştı. Risk iştahı da artıyor ve piyasalar hızla kayıplarını geri alıyorlardı. 2010 yılında ise hava iyice olumluya dönmüştü. Gelişmiş ülkeler büyümeyi nasıl hızlandırabileceklerini geliştirmekte olanlar zaten hızlı olan büyümelerini nasıl dizginleyeceklerini tartışıyorlardı.

Bu yılki toplantılarda 2008 yılındaki o şok, panik ortamı yoktu. Ama ciddi bir hayal kırıklığı ve umutsuzluk vardı. Çünkü yılın ikinci çeyreğinden itibaren gelişmiş ülkelerin 2010'daki hızını kaybettiği görüldü. Avrupalı (ve kısmen ABD'li) politikacıların buna çareler bulamadıkları gibi bir de ülke iflaslarına kadar giden yanlış kararlar almaları beklentileri bozdu. Gereksiz sert önlemlerle ekonomilerini dizginlemeye çalışan geliştirmekte olan ülkelerin bunda başarılı olmaları da "bir kurtarıcı" bulma ümitlerini yaktı. Belki ortam finansal piyasaların

toplantılar öncesindeki sert düşüşünün ima ettiği kadar olumsuz değildi. 2008'den farklı olarak yeni bir depresyon tehdidi görenlerin ve hatta bir resesyon beklentisi olanların sayısı azdı. Ama aynı zamanda toplantılara katılanlar bu sefer ortaya sorunları çözebilecek makul senaryolar koymakta zorlandılar. Bu da 2008'e göre önemli bir fark.

Herkes Avrupa'ya tavsiye verme yarışında

Kuşkusuz toplantıların en önemli ve en çok tartışılan gündemi "Avrupa'nın nasıl kurtulacağı" idi. Otoriteler Yunanistan'da başlayan iflas tehdidinde gerekli ciddiyet ve radikallikte karşılık verilmeyince sorunlar diğer küçüklere sıçrayıverdi. Oradan da devletleri finanse eden bankalara olan güven sarsıldı. Olay kısır bir döngüye girmiş durumda çünkü devletlerin devreye girip bankaları kurtarmaları olasılığı artık İspanya, İtalya ve Fransa gibi büyükleri tehdit ediyor.

AB otoriteleri olayın farkında. Çünkü ABD Hazine bakanından Brezilya Merkez Bankası başkanına ve IMF'ye kadar herkes onlara neler yapmaları konusunda akıl verme yarışında. Haksız değiller çünkü herkes Avrupa'daki olay çözülmedikçe sorunun büyüüp tüm ülkelere fatura çıkartacağını açıkça görüyorlar.

Toplantılardaki ortak görüş bir an evvel Avrupa'nın bu devlet iflası-banka iflası sarmalından kurtulması gerektiği şeklinde. Aksi durumda Avrupa'nın sorunları büyüme sorunu yaşayan ABD'ye ve oradan da büyüme hızı yavaşlayan gelişmekte olan ülkelere sıçrayacak ve dünya ekonomisi yeniden resesyona girecek. Ama bu nasıl olacak? Önce bir şekilde sorunlu ülkelerin devletleri kurtarılarak mı bankalara duyulan güvensizliğin önüne geçilecek? Yoksa önce bankalara yeterli miktarda sermaye konup sorunlu küçük ülkelerin piyasalarla ortak şeffaf bir şekilde borçlarının yeniden yapılandırılması ile mi olacak? ABD Hazine Bakanı Geithner, IMF Başkanı Lagarde gibi isimler ikincisini öneriyor ve aradan girip bankalara gereğinden de yüksek bir şekilde (örneğin, sorunlu ülkelere olan risklerinin hepsi kadar) sermaye aktararak piyasalarda güven sağlamalarını istiyorlar. Diğer tarafta ise eski ABD Hazine Bakanı Lawrence Summers, ABD'nin Latin Amerika krizini çözen guru olarak bilinen ünlü bankacı Bill Rhodes, Roubini ve Brezilya Finans Bakanı Mantega ve Dünya Bankası Başkanı Zoellick gibi isimler var ve önce devletlerin kurtarılmasını istiyorlar. Mantık basit: Bankalara bugün destek ancak devletlerden gelebilir çünkü özel sektör umudunu kesmiş durumda. Ama hem politik olarak mecbur oldukları hem de zaten mevcut borçları çok yüksek olduğu için devletler verecekleri destekleri bir süre sonra geri almak durumundalar. Aynı ABD'nin 2009'da TARP adı verilen mekanizma üzerinden yaptığı gibi. Bu önceden görüleceği için yine özel sektörü ikna edemeyecek ve o nedenle de bankalar değil devletler kurtarılmalı.

Almanlar ne yaptıklarını çok iyi biliyorlar

Toplantılarda açıkça farkına vardım ki, bugüne kadar AB'deki sorunların çözilememesinde en büyük pay sahibi olarak görülen Almanlar aslında ne yaptıklarını iyi biliyorlar. Yunanistan'ı taşıyabilecekleri konusunda kendilerinden eminler ve Euro Bölgesi'nin parçalanmasına kesinlikle izin vermeyecekler. Yunanistan'ı (ve diğerlerini) taşımanın maliyetinin Euro'nun parçalanmasından çok daha az olduğuna inanmış durumdalar. Yunanistan'ı dışarı çıkarırlarsa diğerlerinin de takip edeceğinden, kendileri çıkarsa da Yeni Alman Markı'nın bugünkü İsviçre Frankı'ndan bir farkının kalmayacağından ve süratle güçlenip ihracata dayalı ekonomilerini durgunluğa sokacağından eminler. Aslında sorunlu üyeleri sayesinde Euro güçlenemiyor ve Almanya'nın ihracatını destekliyor.

Ama aynı zamanda emin oldukları bir şey daha var. Finansal olarak tüm AB yükümlülüklerinin arkasına geçmeden önce Yunanistan'ı iyice süründürecek ve bugüne kadarki savurganlıklarından pişman edecekler. Bu, diğerlerine örnek olacak ve bir daha bu duruma düşmemek için ellerinden geleni yapacaklar. Yunanistan'ın hiçbir mekanizmayla kendi kaynaklarını seferber ederek mevcut borcunu ödemesi mümkün değil. Ama manevî

olarak büyük bir maliyet ödeyebilirler. O yüzden Almanya hep ağırdan alıyor ve sorunlu ülkelere ölümü göstermek niyetinde. Bu durum elbette çözümü geciktirdiği için global piyasaları ve diğer ülkeleri rahatsız ediyor ama Almanların stratejisi bu ve vazgeçmeyecekler.

Yunanistan'ı yeterince süründürdükten sonra yapılacak olan ise şu: Öncelikle, mevcut EFSF adlı destek fonunu 2 trilyon Euro finansman sağlayabilecek bir garanti gücüne çıkartacaklar. Elbette yükün önemli bir kısmı Almanya'ya binecek çünkü AAA notunu kaybetmek üzere olan Fransa artık eski gücünde değil. Sonra bu fon ve diğer ülke bazındaki kaynaklarla bugün yatırımcı nezdinde güven kaybetmiş olan bankalarına en az Yunanistan, İrlanda ve Portekiz riskleri kadar yeni sermaye koyacaklar. Ve en sonunda da bu ülkelerin borçlarını kısmen tıraşlayıp yeniden yapılandıracaklar.

Bunu yapmaya başlamalarına da çok kalmadı. Büyük olasılıkla kasım başındaki G-20 toplantısında bu yönde bir şeyler açıklanacak.

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Krediyi banka vermezse başkası verir!

---

*Saruhan Özel 2011.10.05*

Türkiye'ye henüz geri döndüğüm 15 yıl öncesinde o zamanlar 65 yaşını geçmiş olan annemin mikrodalga fırını bozulmuştu.

Türkiye'nin en büyük beyaz eşya üreticilerinden birinin eve yakın bir yetkili satıcısına gidip yeni bir fırın beğendik. Fiyatını sorduğumuzda aldığımız cevap şu an hatırlayamadığım bir tutarda 8 taksit şeklinde idi. Peşin ödemede ısrar ettiğimde ise peşin fiyatının olmadığı, sadece taksitle satıldığı söylendi. Belli bir taksit belirlendiğine göre peşin fiyatı olmalıydı. İsrarım üzerine yetkili yerlere telefonlar edildi ve peşin fiyata ulaştık. O dönemde Türkiye'de % 80 civarında bir tüketici fiyat enflasyonu ve yıllık bileşik % 100 civarında gecelik repo faizi vardı. Annem de tasarruflarını bu şekilde değerlendiriyordu. Kaba bir hesaplama fırını peşin almanın çok daha doğru olduğunu gördüm. Şirket mikrodalga fırını annemin bankadan aldığının çok üzerinde bir faizin eklendiği taksitle satmaya çalışıyordu. Zafer kazanmış kahraman edasıyla hemen anneme mikrodalgayı peşin alması gerektiğini söyledim. Aldığım cevap şaşkınlığımı daha da artırdı. Üniversite mezunu olup kendi nesline kıyasla son derece eğitilmiş olan annem peşin almanın daha doğru olduğunu anlamış olmasına rağmen fırını taksitle almak istiyor ve gerekçe olarak da taksitle aldığı zaman "kolayca ödeyeceğini" belirtiyordu. Mecburen taksitle aldık. Ben de satıcıdan gayet haklı biçimde "madem taksitle alacaktın, ne diye beni peşin fiyat için saatlerce uğraştırdın" fırçasını yedim. Türkiye'de ticari hayatın ve finansal sistemin nasıl çalıştığını anlayana kadar bu olay benim için bilmece konumundaydı.

Halbuki anlaması zor bir olay değildi. Türkiye'de bankalar tüketici finansmanı yapmıyorlardı. Bilançolarının neredeyse tamamı devlete verilen krediler (yani devlet bonoları ve tahvilleri) ile bu beyaz eşya üreticisi de dahil büyük şirketlere verdikleri kısa vadeli kredilerdi. Diğer bir deyişle, banka tüketici riskini almıyor, şirketlere verdikleri büyük miktardaki kısa vadeli krediler sayesinde şirketler kendi malları üzerinden tüketicileri finanse ediyorlardı. Bu sayede satış gelirleri kadar finansal gelirleri de oluyordu çünkü aynı zamanda banka gibi çalışıyorlardı. Finansal gelirlerini de taksitle (senetle) satış yapıp taksitin içine gizliyorlardı. Bu artık herkesin alıştığı ve yaygın olarak kullanılan bir uygulama haline gelmişti. O yüzden tüketiciye peşin fiyat sunulmuyordu

bile çünkü taksitli satış daha kolaydı. Fahiş bir faiz ödese de müşteri de taksitle almayı tercih ediyordu. Hatta bankada hazır, gecelik parası olan ve tasarrufuna oranla mikrodalganın fiyatının çok düşük kaldığı ve bunu anlayacak eğitim düzeyine sahip annem bile.

Hangisi tercih edilir?

Bankalar artık sadece devlet ve büyük şirket finansmanı yapmıyorlar. 2000'li yılların başında bilanço payı neredeyse sıfır olan tüketici kredileri (kredi kartı dahil) bugün % 20'lere yaklaştı. (Grafik 1) Artık olması gerektiği gibi bankalar tüketicileri finanse ediyorlar, şirketler de banka kredileriyle alım gücü artan müşterilerine mallarını satıyorlar. Herkes yapması gerekeni yapıyor. Müşteri riskini bankalar alıyor ve bunu doğru düzgün yapabilecekleri sistemlerini kuruyorlar. Kredi Kayıt Bürosu sayesinde çok kısa sürede kendilerinden kredi talep eden müşterilerinin bu krediye uygun olup olmadığını görebiliyorlar. Küçük miktarda çok fazla kredi verince zaten kredi riskini de dağıtmış oluyorlar. Bir şirkete büyük miktarda kredi verip de o krediyi batırma riskini azaltıyorlar. Şirketlerin de mallarını satmak için arz talep dengesini bozucu fahiş fiyatlama yapıp bunu tüketiciye faiz şeklinde yansıtmayı engelleniyor.

Bugün hâlâ bazı sektörlerde bu durum geçerli. Örneğin bir inşaat firması fiyatlarını makul düzeye çekmektense konutlarını alanlara sıfır faizle taksit imkanı sunuyor (acaba bu finansman nereden?). Bir başkası evi alana mobilyasını ve hatta arabasını da veriyor ve bunu gazetelerde sayfa sayfa duyuruyor. Bunu yapabildikçe de malına daha fazla fiyat koyabiliyor ve aslında yapılmaması gereken zarar edecek projeler bir anda iyi proje haline geliyor. Bankacılık sektörünün çeşitli sebeplerle girmedikleri ya da giremediği sektörlerde ya da coğrafik bölgelerde tefeciler cirit atıyor. Bankalardan mal mülk teminatı ile aldıkları büyük miktardaki kredileri çevrelerindeki küçük tüketicilere ya da iş sahiplerine fahiş faizlerle dağıtıyorlar. Her türlü iş bitiricilik kayıt dışında dönüyor sonra da Türkiye'de kayıt dışı yüksek diye şikayet ediliyor. Gazetelerde kredi kartı mağdurları magazin değeri sağlarken tefeci mağdurlarının haberleri yok. Bankalar sayesinde ekonomik aktivite kayıt altına giriyor ve devlet vergisini topluyor. Kayıt dışısını denetlemek mümkün değil ama bir tuşla bankaların neyi nasıl yaptıkları açık bir şekilde görülebiliyor.

Otoritelerin dikkatine

Türkiye'de genç, yaşam standardını her gün saatlerce izlediği televizyon dizilerindeki seviyelere yükseltmek isteyen, tüketime hazır geniş ve hızlı büyüyen bir nüfus var. Türkiye'deki şirketler bunun için yatırım yapıyor, yabancı sermaye bunun için Türkiye'ye geliyor. Biliyorlar ki bu genç ve hızlı büyüyen nüfusun toplamda borcu çok düşük. (Grafik 2 ve 3) Para biriktirip tüketeceklerine belli sınırlar dahilinde borçlanıp gelecekteki tüketimlerini bugüne çekebilirler. Ekonomi de zaten bu sayede büyüyor, cari açığı yükseltirken yeni istihdam olanakları sağlıyor. Genç nüfusa düzenli bir iş ve gelir imkanı sağlıyor. Bu borç geri ödeme gücüne kavuşunca borç alabilecek konuma geliyorlar.

Bankaların hem toplamda hem de tüketici kredilerinde hareket alanları daraltılarak ekonominin soğuyacağı ve cari açığın azalacağı düşünülüyor. Ama bu demografik güç orada olduğu sürece ekonomi de bu güçten faydalanıp büyümek isteyecek. Belki kısa bir süre dünya ekonomisi ve finansal piyasaları gerildiği için yavaşlayacak ama sonra yeniden yıllık % 5-7 arasındaki hızına ulaşacak. Ve zaten ulaşmalı da yoksa başka sorunlar ortaya çıkacak. Bu süreçte de tüketicilere de krediyi bankalar vermezse başkaları verecek. ABD'yi 2008'de krize sürükleyen gölge sistemlerin ortaya çıkması, 15 yıl öncesine geri dönülmesi riske edilecek. Yapılanların ayarı çok önemli.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Dövizi kim alıyor, kim satıyor?

---

*Saruhan Özel 2011.10.12*

Yüksek cari açıktan endişe edenlerin öne sürdüğü tez şu: Ekonomiye büyük miktarda kısa vadeli döviz giriyor, bir gün ortalık karışır da çıkmak isterse döviz kurları patlar, güven kaybolur, enflasyon hızlanır, tüketim yavaşlar, özetle kriz çıkar. 1994 Meksika, 1997 Güney Kore, 2001 Arjantin gibi bu tür tecrübeleri yaşayanlara ve yine Türkiye'nin 2001'de yaşadıklarına bakıp böyle düşünüyorlar. Ne var ki ne bu ülkelerin yaşadıkları ne de 2001'in Türkiye'si bugünkü duruma bir gösterge.

Meksika örneğinde yurtdışından borçlanan zayıf bankacılık sistemi kur riski alıp (dövizde pozisyon açarak) bunu kamuya aktarıyordu. Önce kendi para birimiyle borçlanan kamu sektörü zamanla dövizle borçlanmak, sonra da vadeyi kısaltmak zorunda kaldı. Daha sonra da borçlarını ödeyemedi. Kamu yurtdışı kaynakları popülist amaçlı kullanmış ve bir anlamda batırmıştı.

G.Kore'de ise başrolde özel sektör vardı. Kurları düşük tutunca ucuzlayan yurtdışı borçlanmaya yüklenip ihracat potansiyeli yüksek teknolojik sektörlerle yatırım yaparak üretim kapasitelerini artırdılar. Ama hem şirketler hem bankalar uzun vadeli yatırımları finanse etmek için kısa vadeli borçlanıyorlardı. Global ekonomi yavaşlayıp ihraç ettikleri mallara olan talep azalınca borçlarını ödeyemeyecekleri yönünde endişe oluştu. Alacaklılar önce vadeleri kısalttılar sonra vadesi gelince de borçları çevirmedi.

Arjantin'de hem kamu hem de özel sektör borçlanıyordu. Kamu borçlarını popülist amaçlı kullanırken şirketler de yatırımları verimli ve katma değeri yüksek projelere yönlendiremedi. Yerel para dolara bire bir sabitlenip enflasyonun düşmesi vakit alınca ekonomi rekabet gücünü kaybetti. Bire bir kur nedeniyle iç borçlanma dahi giderek dövizde döndü. Zaten ekonominin % 8'ini geçemeyen bir ihracatın yanında global kriz etkisiyle iç talep de sıkışmaya başlayınca ekonomi sabit kur altında boğulmaya ve büyüyememeye başladı. Bir süre sonra da hem şiddetli bir devalüasyona gitmek hem de döviz borcunu ciddi şekilde tıraşlamak zorunda kaldı.

Türkiye'nin durumu farklı

Bugünün Türkiye'sinde özel sektör borçlanıyor, kamu değil. Meksika'da olmayan buydu. Popülist bir kamu borçlandığı kaynakları anlamsız yatırımlarla ziyan etmiyor. Kâr amacı olan, elini taşın altına sokan özel sektör borçlanıyor. Ülkenin gelecekteki potansiyeline ve neye ihtiyaç duyacağına bakıp ona göre mantıklı yatırımlar yapıyor (Grafik 1). Örneğin, enerji tarafında mevcudun iki katı kadar bir yatırım atağı var çünkü ülkenin enerji açığı giderek artıyor. 1990'ların yatırım atağının bugünkü turizm potansiyelini ortaya çıkardığı vizyon gibi. Reel sektör bu amaçla borçlanarak ekonominin potansiyel büyüme hızını büyütüyor. Yani arz talebe uygun hale geliyor ve talep kaynaklı enflasyon baskısı oluşmuyor.

Keşke borçlanma TL olabilse. Ama yatırımlar uzun vadeli borçlanma gerektiriyor ve uzun vade maalesef dövizde mümkün, TL'de değil. Üstelik yıllardır enflasyona yardımcı olsun diye dalgalı kur kisvesi altında döviz kurlarının düşük kalmasına ses çıkartılmayınca döviz borçlanma ucuzlamış ve cazibesi daha da artmıştı. Reel sektör de bu cazibeden mümkün olduğunca yararlanmaya çalışıp döviz borçlandı.

İtibarlı şirketler zaten projeleri gayet kaliteli olduğu için yurtdışından uzun vadeli borçlanabiliyorlar. Ama döviz borçlanma ağırlıklı olarak bankalar üzerinden. Bugün bankaların yurtiçinden verdikleri kurumsal kredilerin % 55'i döviz (Grafik 2). 1 yılın altında olsa da uzun vadeli gibi her koşulda temin edilebilen döviz kaynakları bu şekilde kullanılıyor. Kur riskini almıyorlar ama vade uyumsuzluğu olabiliyor. Bunu da çeşitli türev mekanizmalarla, doğru iş ortaklarıyla hep en kötüyü düşünerek gayet başarılı şekilde yönetiyorlar. G.Kore'de olmayan buydu. Kur riskini alan reel sektörün de ciddi bir kriz tecrübesi var ve yine çoğu bankalara güvenmeden ihtiyatlı gidiyorlar. Döviz kredilerinin ödemeleri zamana yayılmaya ve düşük faizli dönemlerden faydalanılmaya çalışılıyor.

Bu yatırımların çoğu iç talebe yönelik çünkü ekonominin asıl para kazandıran en önemli büyüme motoru bu. Zaten bankalara da şirketlere de bu kredileri verenler Arjantin'de olmayan bu dinamik yapıdan faydalanmak istiyorlar. Hanehalkı borçluluğu toplamda düşük ve biliyorlar ki ekonomi büyüdükçe istihdam sağlayacak (ve sağlıyor) ve gelecekteki tüketimlerini bugüne çekecekler (Grafik 3). Bugün hesap kitabı iyi yapılan yatırımlar para kazandıracak.

Döviz talebi ve arzı nerede?

Bu çerçevede kamu sektörünün döviz açığı yok. Devletin dış borcu ve dövizle yaptığı iç borçlanmasının çok ötesinde çoğu Merkez Bankası pozisyonundan oluşan döviz varlığı var.

Bankalar da benzer bir durumda. Bilançolarına bakıldığında yurtdışından döviz borçlandıkları için döviz açıkları var gibi gözükse de bilanço dışında bu açıklarını türev enstrümanlarla kapatıyorlar. Zaten düzenleyici otorite bu açıklara bir limit getirmiş durumda ve çok dikkatli takip ediyor. 2001'in Türkiye'sinde olmayan buydu. Sermayesiz bir bankacılık sistemi çok büyük döviz açıkları ile kurlardaki hızlı bir artışta kolayca devrilebilecek şekilde çalışıyordu.

Hanehalkında da döviz açığı olmadığı gibi çok da büyük bir fazla var. Dövizle borçlanmıyor ama varlıklarının önemli bir kısmını döviz tutuyor. Özellikle 2001 krizinden sonra sıkı sıkı sarıldığı döviz kolay bırakmıyor. Toplamda 100 milyar \$'ın üzerinde bir fazlası var.

Dövizde açığı olan reel (özel) sektör. Bunun neden, kime, nasıl olduğunu yukarıda izah ettim. Toplamda hanehalkı fazlası gibi 100 milyar \$'ın üzerinde olan açığın hemen hepsi uzun vadeli. Zaten ihtiyatlı gidiyorlar ama elbette dünya karışınca, içerideki az bir spekülasyon yabancı döviz talep edince onlar da endişelenip ihtiyat dozajını artırıyorlar. İşin kötüsü, böyle durumlarda hanehalkı da ihtiyatlı olmayı tercih edip döviz satmak istemiyor ve şirketlerin döviz taleplerini karşılamıyorlar.

O zaman Merkez Bankası devreye giriyor ve kurların fazla yükselip panik oluşturmaması için döviz satıyor. Kimseye gelecekte bir garanti iması oluşturmamak için bunu ucuza yapmak da istemiyor. Enflasyon hedefiyle rekabetçi TL arasında bir yerde durmaya çalışıyor. Yıllardır bu yönde tavsiyeler verdiğimiz üzere gönül çok daha fazlasını arzu etse de bu süreci yönetmek için elinde yeteri kadar döviz gücü var. Zaten bir süre sonra ortalık yatışınca hem reel sektörün hem de hanehalkının ihtiyat ihtiyacı azalacak.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Orta Vadeli Plan'dan ne anlıyoruz?

Türkiye'de ekonomi yönetiminin elinde iki grup politika aracı var.

Birinci grup, para politikası ve döviz kur rejimi ile özellikle 2010 yılından itibaren daha etkin hale gelen bankaların kredi verme kapasitelerinin kontrolünden oluşuyor. Bu faiz, döviz kuru ve makro ihtiyati tedbir üçlüsünün amacı belli. TL faizi mümkün mertebe kısa vadeli spekülative sermayeyi cezbetmeyecek en düşük ama aynı zamanda da enflasyonu azdırmayacak en yüksek seviyede tutulacak. Döviz kurunun enflasyon hedefine zarar vermeyecek en yüksek seviyelerde seyredip ihracatı desteklemesine çalışılacak. Bunlar yapılırken de bankaların ekonominin potansiyelinin çok üzerinde büyümeyeceği ve cari açığı azdırmayacağı ölçülerde kredi vermeleri sağlanacak. Özetle, bu grubun orta vadeli stratejisi, enflasyon hedefinin tutturulması ile finansal istikrarın korunması (cari denge açığının kontrolü).

Diğer grupta ise bütçe politikası ile yapısal tedbirler var. Kamu sektörü mümkün mertebe açıklarını düşük tutacak ve bunun istikrarlı bir şekilde devamı için gereken politik kararları alacak. Bu grup orta vadede ne kadar sorumluluk üstlenirse diğer grubun yükü o derece hafifliyor ve hedeflerine ulaşmak için yapması gerekenler azalıyor.

Tüm bunların birleştiği yer ise ekonomi yönetiminin üçer yıllık dönemler için açıkladığı Orta Vadeli Program (OVP). Amaç tüm makro politikaları bir araya getirerek şirketler, hanehalkı, yabancı kreditorler gibi ekonomik aktörlerin önüne bir vizyon koymak ve yönlendirmek. Elbette birçok varsayıma dayanan OVP'nin aynen gerçekleşmesi çok zor. Türkiye ekonomisi dünyaya son derece entegre olup OVP'nin açıklanmaya başladığı son 5 yıldır dünya ekonomisi krizlerle boğuştuğu için gerçekleştirmeler OVP'lerde ortaya konulan rakamlardan çok farklılaştı. Global krizden hâlâ tam olarak çıkmış da değil. 2012-2014 dönemine yönelik OVP'de verilen rakamlar da bu nedenle bugün öngörüldüğünden farklı gerçekleşebilir. Ama yine de ekonomi yönetiminin nasıl bir ekonomik vizyonu olduğunu, oyun planının ne olduğunu göstermesi açısından önemli.

Yatırımları artıracak güç ne?

Türkiye'nin son yıllarda yaptığı büyük yatırımlar sayesinde yılda % 5-7 arasında bir potansiyel, yani makroekonomik dengesizlikler oluşturmada devam ettirebileceği bir büyüme oranı var. OVP, ekonominin orta vadede bu aralığın alt limitinde % 5 civarında büyüyeceğini ve bunu yaparken de yine % 5 olan Merkez Bankası enflasyon hedefinin tutturulacağını öngörüyor. Bu süreçte de her şeyin başı olan istihdam artacak ve işsizlik 3 yıl içinde % 10'un altına inecek (bugün zaten % 9,1!).

Olabilir. Ama aynı zamanda % 70'i iç tüketim olan ekonomi yılda % 5 büyürken özel kesim iç talep artışının çok daha düşük (% 3,5) olacağı öngörülüyor. Ekonominin bir iki yıl içinde ihracatla büyüyen bir yapıya kavuşması mümkün değil. Kaldı ki, ihracatın ekonomiye oranı gelecek 3 yıl içinde neredeyse değişmiyor. OVP'ye göre iç talebin açığını kapatacak olan sabit sermaye yatırımları. Ama ekonomi yönetimi iç talep artışını dizginleyecekse yakın geçmişte daha ziyade iç talebe yönelik yatırım yapan özel sektörün bunu ne kadar devam ettirmek isteyeceği önemli bir belirsizlik.

İç dengenin bu şekilde sağlanması planlanırken dış dengenin de buna paralel iyileşeceği öngörüsü var. Meşhur cari denge açığı ekonominin % 9,4'ünden % 7'sine gerileyecek. (Grafik 1) Son aylarda alınan mikro tedbirlere bakılırsa cari denge açığındaki bu azalma ihracatın hızlanmasından ziyade özellikle gelecek yıldan başlayarak ithalatın dizginlenmesinden gelecek. Bu da yine iç tüketimin kontrol altında tutulmak istendiğinin bir başka göstergesi. İç talebe dayalı çalışan ya da bu yönde yatırım yapmayı düşünen şirketlerin ve elbette son yıllarda tüketici finansmanı üzerinden büyümeye çalışan bankaların buna dikkat etmelerinde fayda var.



Mali kural yok ama var

İç talebin kontrol altında tutulmasını sağlayacak akla gelen ilk mekanizma disiplinli bir bütçe politikası. OVP de bütçe politikasının gerçekten sıkı olacağını gösteriyor. Mevcut durum referans alındığında Hazine'nin (reel) borçlanma maliyeti ekonominin (reel) büyüme oranının çok altında olmasına rağmen faiz dışı denge gelecek üç yılda ortalama ekonominin % 1,3'ü kadar fazla vermeye devam edecek. Yani devlet kamu borcunun ekonomiye oranını düşürmek için faiz dışı fazlaya ihtiyaç duymayacağı halde bu tasarrufu yapacak. Bu da kamu borcunun aksi duruma göre daha hızlı gerilemesi demek. OVP de bu doğrultuda kamu borcunun üç yıl içinde hızla yaklaşık 8 puan azalarak ekonominin % 40'ından % 32'sine gerileyeceğini öngörüyor. (Grafik 2)

Ve asıl ilginç olan da şu: Uzunca bir süre ekonomi yönetimi çağdaş bir mali kuralı gündeminde tutmuştu. Devlet bütçesine gelirlerin arttığı dönemlerde tasarruf yaptıran ama ekonominin ihtiyaç duyduğu durumlarda da kamu açığının artmasına izin veren bir kural getirilecekti. Ama ne olduysa oldu; parametreleri bile belirlenmiş olan mali kural bir anda gündemden kalktı. Yine de OVP aynı geçen sene olduğu gibi mali kuralın uygulandığı durumdan dahi daha yüksek bir faiz dışı fazla ve daha düşük bir bütçe dengesi öngörüyor. (Grafik 3)

Program'a göre bu tasarruf gelir artışı ile olmayacak. Ne üçte ikisi dolaylı vergilerden oluşan vergi gelirlerinin ne de toplam gelirlerin ekonomiye oranı artmıyor; hatta azalıyor. Tersine tasarruf tam da ekonomistlerin tercih ettiği gibi harcamaların (ekonomiye oran olarak) gerilemesiyle ortaya çıkacak. Bunun iç tüketim üzerindeki etkisinin vergiler kadar etkili olamayabileceği düşünülürse özellikle bankaların tüketici finansmanını dizginleyen makro ihtiyati tedbirlerin belki daha da ağırlaştırılarak devam edeceği anlaşılıyor.

Risk nerede?

OVP'nin yumuşak karnı, Merkez Bankası'nın yakında faiz artırmak zorunda kalması olacak. Enflasyon ve dolayısıyla enflasyon beklentileri kontrolden çıkmaya başlarsa Merkez Bankası, son günlerde giderek artan baskıya boyun eğerek faiz artırmak zorunda kalabilir. Bu da ekonomiyi yeniden "iyi" dengeden "kötü dengeye" kaydırır. İç tüketim kontrol altında tutulabilirse enflasyondaki artış talepten ziyade döviz kurlarındaki artış üzerinden maliyet kaynaklı olabilir. Normalde Merkez Bankası, bunun bir kerelik olduğunu düşünerek tepki vermeyebilir ama artık sadece enflasyonu değil, finansal istikrarı da hedefliyor. İthalat dizginlenecekse reel sektör de dış borcunu azaltacak demektir. İhtiyacı olan döviz bulurken zorlanmaması gerekir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Al faizi ver kuru

*Saruhan Özel 2011.10.26*

Bir süredir Merkez Bankası'na yönelik yurtdışı analizlerle başlayıp içeride de yayılmaya başlayan ve giderek şiddetlenen bir faiz artırma baskısı izliyorduk.

Bu baskı tam da Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısının hemen öncesinde döviz kuru spekülasyonuna dönüştü. Benzer bir durum 2006 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik genel bir spekülatif atak sırasında

yaşanmış ve o dönemdeki yönetim bu talebe politika faizini 425 puan birden artırarak tepki vermişti. O 425 puanı geri almak dile kolay 2,5 yıl sürmüştü. (Grafik 1)

Gerekliyorsa faiz artırılır

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları faizlerini artırırken geleceğe yönelik enflasyon projeksiyonlarına bakıyorlar. Eğer talep baskısı artmışsa faizleri yükseltip borçlanma imkanlarını azaltarak tüketim yerine tasarrufu özendirmeye ve talep baskısını azaltmaya çalışıyorlar. Yaptıkları çok karmaşık bir şey değil. Arz yönlü baskılara pek tepki vermiyorlar. Yani enflasyon baskısı talebin artmasından ziyade arzın özellikle de geçici bir daralması ise ve aşırı değilse bir kerelik enflasyonu sineye çekip arzdaki daralma eski haline gelene kadar bekliyorlar. Son krize kadar ev, hisse senedi gibi varlık fiyatlarındaki enflasyonu (balonu) dikkate almıyorlardı ama bundan sonra alacaklar.

Bugün Türkiye ekonomisinde talep yönlü bir baskı yok. Ara hızla kapanmakta olsa da arz talebin hâlâ üzerinde. Şirketler rahatça fiyat artıramıyorlar. Ekonomi son yıllarda büyük yatırımlar yaparak potansiyel büyüme hızını artırmış durumda. Tarımdaki geçiştin beslenen ve işçilik maliyetlerini baskılayan büyük bir işgücü havuzu var. Gerekliyse elbette faiz artırılır ve artırılmalı. Ama gelişmiş ekonomilerdeki gibi düşünüldüğünde Merkez Bankası'nın acil bir faiz artırma ihtiyacı yok.

Ama arz/maliyet tarafı o kadar rahat değil. Ekonomide çift para birimi kullanılıyor ve ithalatının % 85'i üretim faktörleri. Döviz kurları hem finansal istikrarı tehdit edebiliyor hem de ithalat maliyetleri üzerinden enflasyonu yükseltebiliyor. Döviz kredi kullanan şirketlerin finansman maliyetleri artıyor ve bunu fiyatlara yansıtmak zorunda kalabiliyorlar. Kurlardaki yükselişin şiddeti ama özellikle süresi çok önemli. Şirketler pazar payları açısından sık sık fiyat değiştirmek zorunda kalmak istemedikleri için bıçak kemiğe dokunmadıkça zam yapmak ve sonra kurlar düşünce fiyat düşürmek zorunda kalmak istemiyorlar. O nedenle ancak kurların uzun süre yüksek gideceğine inanınca zam yaparak pazar payını riske ediyorlar.

Bugün Merkez Bankası (ihracata destek için) TL'nin zayıf kalmasını istediğini açıkça söylüyor. Bu da şirketlere vadesi gelen döviz borçlarını öderken bugünlerden daha ucuza döviz bulamayacaklarını düşündürüyor. Üstelik pahalılaştan ithalatı giderek azalttıkları için daha fazla kredi kapamak durumundalar. TL faizi yeteri kadar düşük olunca, döviz mevduat sahipleri döviz satarak piyasaya likidite sağlamıyorlar. Araya spekülasyon da karışınca kurlar biraz fazla hızlı yükselip sınırları bozabiliyor. Geçen hafta PPK kararı öncesi olduğu gibi. (Grafik 2)

Bu durumda eğer ekonominin yapısal sağlamlığına inanıyorsa, aşırı talep olmadığını düşünüyorsa, TL'nin global koşullar nedeniyle rekabetçi kalmasını istiyorsa ve döviz rezervlerine de güveniyorsa Merkez Bankası'nın kararlı biçimde kur artışını döviz satarak durdurması gerekiyordu. Global kriz öncesine göre % 50 fazla olan döviz pozisyonuna o kadar güvenemiyorsa (ki piyasalarda bu tür bir hissiyat da oluştu maalesef) arada kurların biraz yükselmesine de izin verebilirdi. Buradan gelecek bir kerelik enflasyonu sineye çekebilirdi. Genel yaklaşımı da buydu aslında. Ama spekülasyon tam da PPK öncesinde şiddetlenince politika faizini artırmasa da 2006'da yapılanları anımsatan kararlar aldı.

Ne yapıldı?

Merkez Bankası bankalara çeşitli mekanizmalarla TL veriyor. Aynı zamanda bankalar kendi aralarında ve ikinci piyasada (İMKB üzerinden) borçlanıyorlar. % 5,75'lik politika faizi bankalara her gün ihalelerle verilen haftalık fonlamanın yıllık maliyeti. Diğer kanallardan çok daha az yapılan fonlamanın maliyeti ise son PPK öncesinde % 8-9 civarındaydı. İkinci piyasadaki maliyetler ile bankaların 1 aylık referans mevduat faizleri de yine bu oranlarda (% 9-9,5 gibi) seyrediyordu (bankalar bu maliyetli mevduatların bir kısmını Merkez Bankası'na yatırıp sonra haftalık borçlanmak zorundalar: Grafik 3).

Son kararlar haftalık fonlama maliyeti (politika faizi) değişmedi ama diğer mekanizmaların maliyeti % 12-15 aralığına çekildi. İkinci piyasadaki maliyet de hemen % 12'lere uyum sağlayıverdi. Dolayısı ile politika faizi değişmemiş gözüke de aslında faiz yükselmiş oldu. Bankaların ya da bankalar üzerinden başkalarının TL borçlanıp döviz olarak spekülasyon yapanların maliyetleri yükseldi ve zorlaştı.

Ama aynı zamanda devlet tahvil getirileri de yükseldi. Hazine artık daha maliyetli borçlanmaya başlayacak. Bu durum bir süre daha devam ettiği takdirde bankaların mevduat faizleri de yükselecek ve % 10'ların üzerine çıkacak. Bu da yine ister istemez kredi faizlerine yansıyacak. Yurtdışından bankaların borçlandıkları kurumlar alternatifi pahalılaştı diye faizlerini yükseltecekler. Spekülasyonun maliyetini yine ekonominin geneli ödeyecek.

İyi dengeye tutunmak gerekir

Ekonomi 2006 yılından sonra "kötü/zararlı" dengede büyümekten "iyi/yararlı" dengede büyümeye geçiş yaptı. Sihirli değnek değdi diye değil. Yapısal sağlamlığı paralelinde risk primi düştüğü için. şimdi kurlardaki yükselişten çekinip faiz artırarak TL'ye spekülatif talep oluşturmak 2006 öncesine geri dönmek ve yine ekonomiye riskine göre daha büyük bir maliyet ödetmek demek. Belki kısa vadede finansal istikrarı sağlamak mümkün ama enflasyonu kontrol etmek açısından ne kadar işe yarayacağı da meçhul. O yükselen faizler şirketlere kredileri üzerinden ek maliyet, devlet tahvilleri üzerinden ise vergi olarak geri dönecek.

Sıcak parasız ekonomi isteniyorsa yapılacaklar belli ve katlanılmak durumunda. Yok, sıcak para istenmiyorsa o zaman da hemen iki darbe geldiğinde barış çubuğu yakıp taviz vermek yerine sert durmaya hazır olmak gerekir. Gerekiyorsa ortalık biraz yıkılıp dökülecek ama ekonomi "iyi/yararlı" dengeye tutunacak.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Avrupa Birliği hâlâ zamana oynuyor!

*Saruhan Özel 2011.11.02*

Piyasalar uzun bir süredir AB otoritelerinden bazı radikal kararları almalarını istiyorlar. Kararlar geciktikçe ya da alınıyor gibi yapılıncı cezalandırıyorlar. Yakın zamana kadar Yunanistan'ın borcunun kısmen affedilmesi (tıraşlanması), bankaların sermaye artırmaları gibi konuları ağızına bile almayan AB bu uğurda birkaç ülke ve bankasını kaybedince artık bazı kararları almak zorunda kaldı.

Birkaç gün önce açıklanan bu kararların birbirine bağlı üç boyutu var:

- 1) Yunanistan'ın borcunu tıraşlayıp makul (ödenebilir) düzeye çekmek,
- 2) AB bankalarının sermayelerini güçlendirmek,
- 3) EFSF adlı destek fonunun büyütülmesi.

Bu önlemlerle sorunun önemli ölçüde çözüleceği düşünülüyor. Yunanistan için öngörülen %50'lik tıraşlama ile kamu borcunun ekonomisine oranı %186'dan %120'ye inecek. 106 milyar Euro ek sermaye ile AB bankalarının (çekirdek) sermaye yeterlik oranı %5'ten %9'a çıkacak ve bankalara yönelik güven sağlanmış olacak. Halen 440

milyar Euro olan EFSF destek fonunun büyüklüğü ise garanti sistemi ile en az 1 trilyon Euro'ya yükseltilecek. Böylece Portekiz'den İtalya'ya uzanan diğer sorunlu ülke grubuna ve bu ülkelere riski olan büyük AB bankalarına sermaye ve fonlama desteği yapabilecek boyuta gelmiş olacak. Bu sayede yüksek kamu borçlarının bankalara zarar vermesi engellenecek. Ümit edilenler bunlar.

Bu kararlar sorunları çözemez!

Birincisi, alınan kararlar Euro Bölgesi'ni bugünkü aciz duruma düşüren yapısal sorunları çözebilecek ve sürdürülebilir bir büyüme sağlayacak türde makro önlemler değil. AB'nin sorunu, Güney'deki ülkelerin rekabet gücünü kaybetmiş olmaları. Bu gücü ya Euro'dan eski para birimlerine dönüp ciddi bir devalüasyonla ya da ancak ekonomilerinde çok büyük sosyal sıkıntılara neden olacak bir yeniden yapılanma ile elde edebilecekler. Aynı şekilde yapısal sorunları daha az olan Almanya liderliğindeki Kuzeylilerin ihracat yerine tüketime yüklenmeleri ve böylece Güneylilerin yükünü paylaşmaları gerekli. Buna imkân sağlayacak bir demografik yapıları olmadığına göre reel ücretleri arttırıp rekabet güçlerini zayıflatmak durumundalar. Alınan kararların hiçbirisi bu yeniden yapılanmayı sağlayamaz. Güneydekiler alınan kararlarla bir süre daha yüzebilirler ama ilk fırtınada yeniden alabora olurlar.

İkincisi, önlemlerin kısa vadede piyasaları yatıştıracak sonuçları sağlaması bile şüpheli.

Hâlâ %50 tıraş nasıl olacak belli değil. Gönüllü mü olacak yoksa iflas olarak algılanıp sigorta anlaşmaları (CDS'ler) tetiklenecek mi? Birçok banka zaten elinden çıkaramadığı pozisyonlar için sigorta almış ve ona güveniyordu. Sigorta tetiklenmezse boş yere alınmış olacak ve sigorta piyasası ölecek. Ayrıca Yunanistan bu şekilde ekonomisinin %120'sine inen kamu borcunu bile ödeyemeyecek; çünkü bu yıl %5,5 küçülen ekonomisi bunun için gerekli vergi gelirinden mahrum kalacak. Piyasalar bugün yine kamu borcu ekonomisinin %120'si olan İtalya'ya da zaten yeterince kredi açmıyorlar ve ECB'nin ikinci piyasadaki tahvil alımlarına rağmen tahvil getirileri yükseliyor. (Grafik 1)

Bankalar için 106 milyar Euro ek sermaye yeterli mi belli değil. (Grafik 2) Son stres testinde belki piyasaların istediği gibi (Yunanistan hariç) piyasa fiyatlarına yakın seviyelerde değerlendirildi ama örneğin Fransa ve Almanya bankalarının sorunlu ülkelerin tahvillerinden zarar yazan bilançolarına kendi devlet tahvillerinin riskten kaçış nedeniyle yükselen fiyatlarından da destek sağlandı. Adil olma numarası altında tam bir aldatmaca. Kaldı ki, stres testte %2,6 olan Fransa'nın 10 yıllık tahvil getirisi bugün %3,1. Ayrıca 2012 ortasına kadar 106 milyar Euro ek sermaye koyun demek kolay ama bunu nasıl bulacaklar? Euro Bölgesi resesyondayken yeteri kadar kâr ederek sermaye açığını kapatamazlar. Birçok bankanın iş modelleri sorunlu ve bugünkü kriz ortamı düzelse de yeni regülasyonlarla ne kadar para kazanabilecekleri belli değil. Piyasa değerlerinin bu kadar düşmüş olmasının sebebi var. Bugünkü ortamda iştirak satmak da çok zor. Özel sektör yatırıma yanaşmazsa ihale yine devletlere (veya EFSF'e) kalacak demektir. Bu da Fransa'nın AAA kredi notunu düşürür.

En komik olanı da EFSF adlı destek fonuna yönelik yapılanlar. Halen büyüklüğü 440 milyar Euro olan bu fonun verilen destekler sonrasında 200 milyar Euro kurşunu kaldı. (Grafik 3) Ama sadece İtalya ve İspanya'nın gelecek 3 yılda 1 trilyon Euro'luk borç geri ödemesi var. Bu fonun bu kadar büyütülmesi Almanya'nın da boyunu aşar. Bunun için AB otoriteleri EFSF'yi kaldıraç mantığı ile sigorta sağlayıcı konumda kullanmayı planlıyor. Yani tüm borcu destekleyeceğine, örneğin, iflasın ilk %20'lik kısmını karşılarsa 1 trilyon Euro'ya kadar bir sigortalama gücüne ulaşacak. Halbuki bunun, bankaları bugün batıran kaldıraçtan bir farkı yok ve piyasaların bunu görememesi mümkün değil. EFSF sigortası komşunun komşuyu sigortalaması demek. Sigortanın bir anlamı olması için sigortalayanla sigortalananın aynı riske maruz olmamaları gerekir. Komik olan, İtalya'yı sigortalayacak

olan Fransa'nın, sigortayı yapan EFSF'nin en büyük garantörlerinden biri olması. İtalya'ya bir şey olduğunda Fransa sigortalık hale gelecek ise Fransa'nın İtalya'ya verdiği sigorta ne işe yarar?

BRIC'ler kurtarıcı konumda

Piyasalar aslında çok açık ve seçik Avrupa'daki sorunun AB'nin boyunu aştığını görüyor. Sorunlarını ancak ekonomilerini hızla büyütüp borçlarını içinde eriterek çözebilirler ama ciddi bir maddi zarara ve bazı politik sonuçlara katlanılmasını gerektirecek yeniden yapılanma olmadan ekonomilerini büyütmeleri de mümkün değil.

Bu durumda dışardan gelecek destekler önem kazanıyor. Desteği verebilecek olanlar da BRIC ülkeleri (yani Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) liderliğinde düşük kamu borcu ve yüksek döviz rezervlerine sahip gelişmekte olan ülkeler. Bunlar ister direkt EFSF'ye katkı yaparak, özel bir fon kurularak ve/veya IMF üzerinden devletlere ve bankalara yatırım yapabilirler. Ama elbette BRIC'ler de yıllardır alın teriyle biriktirdikleri rezervlerini boşa harcamayacaklar. Örneğin, Çinliler bunun karşılığında belli iflas garantileri ve kur riski almamayı istiyorlar.

Özetle, AB'nin açıkladığı önlemler AB'nin yapısal sorunlarını çözemeyeceği gibi kısa vadede nasıl uygulanacakları ve ne işe yarayacakları da belirsiz. Üstelik bunlar artık AB'nin son kurşunları. Bundan fazlasını yapabilecek durumda değiller. BRIC'ler ikna edilir ve dış destek gelirse biraz daha zaman kazanacaklar o kadar.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Yunanistan, Arjantin'i örnek almalı...

*Saruhan Özel 2011.11.09*

2001 yılında yaşadığı krizin hemen ertesinde Arjantin'e gitmiştim. Arjantin 7 Aralık 2001'de çoğu döviz bazında olan kamu borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamış ve önceki 10 yılda birebir Peso'ya sabitlenmiş olan dolar kuru karaborsada 3,6 Peso'ya kadar çıkmıştı (resmi kur 1,4 olmuştu ama o fiyata dolar alınamıyordu, almak isteyen gayet organize çalışan karaborsadan almak zorundaydı).

Gitmeden önce okuduklarım çok sevimsizdi. İtibarlı gazeteler Arjantin'de hayatın durduğunu, mevduatlarını çekemeyen halkın bankacıları dövdüğünü, devalüasyon sonrasında ülkede üretilmeyip ithal edilen çocuk bezleri alınamaz hale gelince naylon torbalardan bez yapıldığını, yiyecek alamayacak hale gelenlerin yardım arabalarına saldırdığını yazıyorlardı. Bu ön bilgilerle Arjantin'e gelmiştim ve bankacılar, politikacılar, bürokratlarla toplantılar yapıp ülkedeki son durumun ne olduğunu anlamaya çalışacaktım.

Ne var ki, gördüklerim okuduklarımdan oldukça farklıydı. Doğru, Merkez Bankası'na girerken arka kapıyı kullanmamıza rağmen dışarıdaki protestocuların domates yemiştik. Senatörler de bankacılar da genelde kötümserdi. Ama ne sokakta bankacı döven ne de dükkân yağmalayan vardı. Buenos Aires'in ünlü Calle Florida adlı uzun alışveriş caddesinde yürümek zordu, mağazalar kalabalıktı. Krizde battı denen Arjantin'de kaldığım otelin geceliği 300 dolardı. Ünlü Arjantin etini yiyebileceğim iyice bir restorana hafta içi olmasına rağmen rezervasyonsuz gitmek imkânsızdı. Zorla otele yakın bir yere gittiğimde kapıdaki görevli beni binbir rica sonrası alıp uzak bir köşeye oturttu. Tüm akşam restoranın nasıl dolduğunu ve ailelerin neşeli sohbetlerle nasıl

zevkle yemeklerini yediklerini gözlemledim. Mükellef, son derece kaliteli yemeğimin faturası 12 dolara karşılık gelmişti. Herkesin battı dediği Arjantin'de açıkçası benim gördüğüm krizlik bir durum yoktu.

Arjantin, borçlarının dörtte üçünü tıraşladı. Para birimini % 75 devalüe etti. Uzun bir süre yurtdışından borç bulamadı ama ihtiyaç da olmadı. Bir sonraki yıl ekonomisi % 9 büyüdü ve cari denge ekonomisinin % 6'sı kadar fazla verdi. Ve bu performans her sene devam etti. (Grafik 1) Sıfırlanmış döviz rezervleri 15 milyar dolara çıktı. Bu büyüme sayesinde de bütçesinde faiz dışında % 3 fazla verebiliyordu. İflası müteakip başkanlığa gelen (ve 2010 yılında ölen) Nestor Kirchner ve eşi Cristina, bugüne kadar Arjantin politikasına hakim oldular.

İflas+devalüasyon gerekli

Aynı 2001'in Arjantin'i gibi Yunanistan da 2 yıl önce piyasalar kredi vermeyi kesince bire bir pariteden drahmiye geri dönecek ve kamu borcunu % 25-30 civarında tıraşlayacaktı (Yunan yasalarına göre tahvil çıkardığı için hukuki olarak mümkündü). Kalan borcunun vadesini uzatıp ekonomik büyümeye endeksleyerek yeniden yapılandıracaktı. Böylece 2008 sonunda ekonomisinin % 110'u olan kamu borcunu daha makul seviyeye çekmiş olacaktı. (Grafik 2) Tıraşlama sonrasında da drahmiyi Euro karşısında % 50 devalüe edecekti (1 Euro=1,5 drahmi). Bu sayede turizm ve denizcilik gibi en önemli ve dışa açık sektörlerine rekabet gücü kazandıracak ve bunların daha kolay vergi ödemelerini sağlayacaktı. Kurumsal vergi oranlarını İrlanda gibi % 12'lere düşürüp (+vergi affıyla) kayıt içini özendirecekti. Artan vergi gelirleriyle devlet zaten tıraşlanmış ve vadesi uzatılmış borcu daha kolay ödeyebilecek hale gelecekti. Bunu yaparken emeklilerin maaşlarına dokunmak zorunda kalmayacaktı. Ekonomisini radikal reformlarla özel sektöre endekli sağlamaştıracak ve büyümeyi istikrarlı hale getirecekti.

Çok açık ki, Arjantin'de olduğu gibi Yunanistan'ı da ancak yukarıdaki gibi bir iflas ve devalüasyon kombinasyonu kurtarır. Çünkü hem borç makul hale gelir hem de nefes alıp rekabet gücü kazanan ekonomi kendi ayakları üzerinde durabilmeye başlar. Ama AB buna izin vermiyor. Çünkü Yunanistan'ın kurtulması büyük Euro projesinin darbe alması ve belki de parçalanması demek. Aynı 2001'de Arjantin'in uçuruma yuvarlanacağını iddia edenler bugün de Yunanistan için aynı şeyi söylüyorlar. Çünkü Yunanistan'ı değil kendi risklerini düşünüyorlar. Yunanistan iflas ederse bugün kâğıt üzerindeki büyük bir varlığın kaybını realize etmiş olacaklar. Bu ülkeye riski olan Avrupa'nın büyük bankaları büyük zararlar yazacaklar. Bu bankalar ya yok olacak (ki bazıları zaten yok olma sürecinde) ya da yeni sermayeye ihtiyaç duyacaklar. Bunun sonunda kendi halkları ödeyecek. Devletlerin kredi notları düşecek. Yunanistan kazara başarılı olup ekonomisini büyütmeye başlarsa sorunlu diğer Euro üyeleri de aynı yolu izlemeye cesaret edebilecek.

Papandreu doğruyu yaptı ama

AB, Euro'yu korumak için Yunanistan'a "Arjantin'i değil Türkiye'yi örnek al" diyor. IMF'nin Türkiye'ye verdiği gibi destek vermek ama sonra da yıllarca büyük bir tasarruf yapıp Yunan halkına bunu geri ödetmek istiyor. Gerçekten de Türkiye 2001'de finans sektöründeki sorunu çözmek için devraldığı bankalara devlet tahvilleri üzerinden sermaye koydu, bu nedenle kamu borcu ekonomisinin % 90'larına yükseldi ve bunu ödemek için her yıl (eski seriye göre) ekonomisinin % 6,5'u gibi çok yüksek bir bütçe tasarrufunu özelleştirme ile destekleyip halkına ödetti. (Grafik 3) Kimse halka dönüp bu IMF'den destekli planın onayını istemedi. Ama halk programı imzalayan liderleri ve partileri de hemen bir sonraki seçimlerde ağır şekilde cezalandırdı ve çoğunun politika kariyerlerini bitirdi.

Yunanistan Başbakanı Papandreu, olayı doğru gördü ve bu riski almak istemedi. Türkiye'de uygulanan programın başarılı olma şansı vardı çünkü Türkiye borcunu ödemek için parasını Arjantin gibi % 65'e yakın devalüe etmiş ve ekonomisine ciddi bir rekabet gücü kazandırmıştı. Ekonomisini küçültüp boğmak yerine büyüterek tasarruf yapabildi. Güçlü bir iç pazarı vardı ve dünyadaki hızlı bir büyüme döneminin rüzgârını

kullanmıştı. Yunanistan'ın bu imkânları yok. Bugün AB Yunanistan'a göstermelik bir iflas hakkı tanıyor, devalüasyonla rekabet gücü kazanmasına izin vermiyor ve karşılığında mümkün olmayan, yıllarca ekonomiyi boğacak bir tasarruf istiyor.

Papandreu, bu saçmalığa uzun süre dayandığı için AB krizi çözemiyor. Ama o da gücü tükenince halka dönerek bu planı referandumla reddettirmek istedi. Ama görünen o ki, AB bunu da yaptırmayacak. Euro'yu koruma aşkına Yunanistan'ı uçurum tehditleriyle istediklerini yapmaya zorlayıp boğmaya devam edecek. Almanya ya da Hollanda Euro'su ile Yunanistan ya da Portekiz Euro'su farklılaşana kadar AB krizi bitmeyecek.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Büyük Euro Projesi'nin sonu yaklaştı!

*Saruhan Özel 2011.11.16*

1 Ocak 1999 tarihinde Avrupa Birliği (AB) üyelerinin 11 tanesinin ortak para birimi Euro'ya geçmeleri son asrın kuşkusuz en büyük ekonomik projesi.

Amaç, ortak para birimi ve serbest dolaşım ile ekonomileri birbirlerine entegre edip bunun zaman içinde politik entegrasyona dönüşmesini ve Amerika Birleşik Devletleri'ne rakip bir Avrupa Birleşik Devletleri'nin ortaya çıkmasını sağlamaktır. Avrupalı denen ama yine de kültürel, etnik, lisan, tarihi geçmiş ve varlık açısından birbirlerinden oldukça farklı milletlerin politik olarak bir araya gelmesi kolay değildi elbette. Ama her şeye rağmen bugüne kadar gayet başarıyla gelindi. Hatta 2010 yılı sonuna kadar 11 ülke üzerine 6 ülke daha büyük bir şevkle para birimlerini terk edip Euro kullanmaya başladılar. Çünkü bu süreçte Euro üyeliği herkese fayda sağlayan ve gelir/kâr paylaşılan bir konum oldu ve herkes memnundu. Ama bugün Euro üyeliği zarar/gider paylaşılan bir konuma geldi. Ve kimse memnun değil. Bu zarar paylaşımı yapılmadan Euro Bölgesi'nin ekonomik olarak artık eski günlerine dönebilmesi ve Euro'nun ortak para birimi olarak devam edebilmesi çok zorlaştı. Bu paylaşımı politikacılar yapamadı ve yapamıyor. Teknokratların da yapabileceği şüpheli.

### **Zararın kaynağı**

Geçen yaklaşık 13 yılda Almanya ve Fransa gibi bölgenin büyük ekonomileri ve yakın çevresindekiler, bölgenin güney ve doğusundaki ucuz ve kaliteli işgücü ile tüketim ve borçlanma potansiyellerinden faydalandılar. Verimlilik artırıp düşük birim maliyetlerle kaliteli üretim yaptılar ve makul fiyatlarla dünyanın her yerine satabildiler. Örneğin, (reel ve nominal) işçilik ücretleri Almanya'da çok az artarken çevre ülkelerde hızla artarak Almanya ile arayı kapadı (Grafik 1). Toplamda cari işlemleri dengede olan Euro Bölgesi kendi içinde kutuplaştı. Almanya, Fransa ve çevresindekiler büyük cari fazlalar verirken güney ve doğudakiler büyük cari açıklar vermeye başladılar (Grafik 2). Bunun ekonomiye rehavet getirici etkisini kamu sektöründeki tasarrufla dizginleyip acıtmak yerine kamu açıklarıyla beslediler (Grafik 3). Cari fazla verenlerin bankaları açık verenlerin ekonomilerini (kamu ve özel) finanse edip bu saadet zincirini sürdürdüler. Yani küçükler giderek azalan rekabet gücünün kaybettiği geliri borçlanarak telafi etmiş oldular. Kimse şikayet etmedi çünkü bu düzen herkesin işine geldi.

Ama şiddetli global krizle sürekli artan borçları yüzdüren sular çekilince mayosuz yüzenler ortaya çıktı. Saadet zinciri koptu. Yunanistan halkasını çıkarıp zinciri yeniden bağlayamadılar. Şimdi tüm zayıf halkalar bir bir dökülüyor.

### **Çözüm nasıl olacak?**

Toplamda dengede gözüke de bölge içinde aşırı uçlara giden cari dengelerin yeniden birbirlerine yaklaşmaları gerekiyor. Yani büyükler (Kuzey ve Batı) ile küçüklerin (Güney ve Doğu) rekabet güçleri arasındaki farkın azalması. Bir tarafın kazanıp diğerlerine borç vererek kazanmaya devam etmesi yerine herkesin kazanabiliyor olması. Ve tabii tercih edilen Güney ve Doğu'nun Kuzey ve Batı'ya yaklaşarak bu dengenin bölgesel olarak daha yüksek bir büyüme oranında kurulması. Yani Kuzey ve Batı'nın cari fazlasını korurken Güney ve Doğu'nun daha makul cari açıklarla üretimi artırabiliyor (büyüeyebiliyor) hale gelmesi.

İktisada giriş öğrencileri bile artık cari açığı en kolay ve etkili oynatacak değişkenin döviz kurları olduğunu biliyor. O nedenle, ilk akla gelen Euro'nun hızla diğer para birimlerine göre değer kaybetmesi. Böylece Güney ve Doğu'nun işçilik ücretlerini Euro bazında düşürerek rekabet gücü kazanması.

Ama Kuzey ve Batı, bunu istemiyor. Euro çok değer kaybederse kendi ülkelerinde enflasyon yükselir diye korkuyorlar. Özellikle Almanya'nın bu konuda geçmişinden gelen bir fobisi var. Sırf bu fobi Avrupa Merkez Bankası'nı (ECB'yi) kriz ortasında faiz artırma gibi saçmalıklara sevk edebiliyor.

Euro değer kaybetmeyecekse Güney ve Doğu'nun Euro bazında işçilik maliyetini azaltması ancak ücretleri düşürmekle ve/veya uzun süre daha az işçiyi aynı ücrete çok daha fazla çalıştırmakla mümkün. Alım güçleri düşecek ve tüketimleri azalacak. Ama Güney ve Doğu da bunu yapmak istemiyor. Onların da geçmişlerinden kaynaklanan fakirlik ve işsizlik fobileri var. Demokratik bir ortamda sosyal patlama riskini alacak güçleri de yok zaten.

### **Çözüm, farklı para birimi**

Çözüm, açık ve net bir şekilde, Kuzey ve Batı ile Güney ve Doğu'nun farklı para birimlerine geçmeleri. Örneğin, Kuzey ve Batı Euro'yu kullanmaya devam ederken Güney ve Doğu kendi aralarında yeni bir ortak para birimine geçecekler. Böylece Kuzey ve Batı kendi para biriminin değerini kontrol ederek enflasyon kaygısını giderirken Güney ve Batı yeni para birimini hızla zayıflatarak rekabet gücünü artıracak. Gerekirse aralarındaki rekabet gücü farkı kalıcı biçimde azaldıktan sonra para birimlerini yeniden birleştirecekler. Elbette yeni ortak para istemiyorlarsa da Yunanistan Drahmi'ye, Portekiz Esküdo'ya, İtalya Lire'e ve İspanya Peseta'ya geri dönecekler.

Bunları belki politikacıların yerine geçecek teknokratlar yapabilir. Ama bunun öncesinde teknokratların da kolay kolay yapamayacakları bir şey var. O da Güney ve Doğu'da bugüne kadar birikmiş olan borçların en azından bir kısmının tasfiyesi. Yani Güney ve Doğu'ya daha önce bolca borç vermiş olan Kuzey ve Batı'nın bu borçların bir kısmının üzerine koca bir bardak su içmesi. Bu olmadan Güney ve Doğu'nun beyaz bir sayfa açıp rekabet güçlerini artırmaları mümkün değil. Bu borçların zamanında aktarım mekanizması bankalar oldukları için de zararlar bankalar üzerinden yazılacak, çaresi yok. Kuzey ve Batı halkı daha fazla vergi ödeyip bankalarını kurtaracaklar.

Bunları yapmazlarsa, IMF Başkanı Lagarde'ın dediği gibi gelecek 10 yıl kayıp bir asır olacak. Euro Bölgesi için.





# Euro parçalandığında Türkiye nasıl etkilenir?

Saruhan Özel 2011.11.23

Euro Bölgesi'nin yani Avrupa Birliği'nin para birimi olarak Euro'yu kullanan ekonomilerinin önünde iki seçenek kaldı: Ya zombie bankaları ve çok yüksek devlet borcuyla Japonya'nın konumuna düşüp gelecek 10 yılda durgunluğun pençesinde kıvrınacak ya da bir an evvel bölgenin sorunlu ekonomilerinin kendi ayakları üzerinde durabilmelerini sağlamak için borçlarını yeniden yapılandıracak ve Euro dışına çıkartıp devalüasyon imkânı tanıyacak.

Japonya durumuna düşmek kimseye fayda sağlamayacağına göre seçim ikincisi olacak. Hâlâ birçok ekonomist bunun olabileceğine inanmıyor. Ama artık inanmaya başlasalar iyi olur. Çünkü bu seçim artık yapılacak. Sadece zamanı belli değil.

Euro'nun parçalanması ve Yunanistan, Portekiz, İtalya ve İspanya gibi sorunlu ülkelerin kendi eski paralarına ya da farklı bir ortak para birimine dönmeleri bir anlamda piyasaların zaferi olacak. Euro otoriteleri uzun süre Yunanistan'ın iflasını inkâr ettiler ama sonunda kendileri % 50'ye varan "gönüllü" iflas mekanizmaları icat ettiler. 'Avrupa Merkez Bankası (ECB) sorunlu ülkelerin tahvillerini alamaz' dediler ama mecbur kalınca aldılar. Destek fonu 'EFSF'yi büyötmeye gerek yok' dediler ama şimdi bunu nasıl yapacaklarını tartışıyorlar. 'ECB resesyonla değil enflasyonla savaşıacak' deyip faiz artırdılar ama sonra başkan değişir değişmez fırsat bu fırsat faiz indirdiler. Piyasalar ne istediye önce inkâr ve reddettiler ama sonra önlerini ilikleyip isteneni yapmak zorunda kaldılar. Şimdi de piyasalar Euro'nun mevcut haliyle devam edemeyeceğini görüyor ve parçalanmasını istiyor. Ve haklılar. Ne kadar çabuk parçalanırsa da bölge için o kadar iyi.

Euro Bölgesi iki yıl önce aynı operasyonu Yunanistan için yapıp bölgenin kalan kısmını kurtarabilirdi. Ama el kangren de olsa kesmek kolay değil elbette. Bir ümitle ilaçla tedavi ederek eli kurtarmaya çalıştılar. Olmadı. Kangren, kola yayıldı. Eli kesmeye cesaret edemeyenler, kolu kesmeye hiç cesaret edemedi. Ve maalesef kangren artık vücuda yayıldı. Tek çaresi artık şiddetli bir operasyon ve kangrenin yayıldığı tüm organların kesilmesi (yani piyasaların kredi açmadığı ülkelerin borçlarının yeniden yapılandırılıp Euro dışına çıkartılması).

Türkiye'ye etkisi olumlu olacak

Avrupa Birliği (AB), Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı. En çok ihracat yaptığımız 20 ülkenin 6'sı Euro Bölgesi'nden. 2011 Eylül sonunda AB içindeki 27 ülkenin toplam ihracatımız içindeki payı % 47 (Grafik 1). Bu açıdan bakıldığında hemen Türkiye ekonomisine olumsuz etkisi olacağı düşünölüyor. Ama ben aynı görüşte değilim. Öncelikle parçalanma piyasalar için son kalenin de fethi anlamına gelip rahatlama sağlarken AB için yeni bir başlangıç olacak. Bölgenin sorunlu ülkeleri borçlarını yeniden yapılandırarak nefes almaya başlayacak ve devalüasyonla da rekabet gücü kazanacaklar. Yeniden Euro'ya dönebilmek için de gerekli reformları başlatıp kalıcı bir büyüme trendine girecekler. Bölgenin alım gücü yeniden artmaya başlarken global ekonomik ve finansal belirsizlik giderek azalacak. Tüm bunlar Türkiye için olumlu senaryolar. Ayrıca halen AB ekonomilerinde durum zaten talep tarafında oldukça kötü. 27 AB ekonomisi toplamda bu yılın ilk üç çeyreğinde ancak ortalama %0,4'lük bir hızda büyüebildi (Grafik 2). Buna rağmen Türkiye'nin bölgeye ihracatı son 9 ayda %25 arttı. Çünkü bölgedeki kriz ve işsizlik nedeniyle alım güçleri daralan tüketiciler daha ucuz fiyata satılan ama buna rağmen kalitesi iyi olan Türkiye ihracatına talep gösterdiler. Euro parçalanırsa da kargaşa hemen bitmeyeceği için bu talep bir süre daha devam edecek. Üstelik Euro parçalandığında Almanya

liderliğinde Euro'da devam edecek olan ülkelerin alım gücü Euro hızla değer kazanacağı için daha da yükselecek (Almanya diğerlerinin açık ara önünde Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı).

Gereksiz endişe kaynağı olan bir başka konu da Türkiye'de cari denge açığının en önemli finansörü konumundaki bankacılık sektörünün Avrupa bankalarının yaşayacağı sorunlar nedeniyle önemli bir kaynaktan mahrum kalma riski. Bankacılık sistemindeki tecrübeme göre bu da korkulduğu kadar büyük risk değil. Çünkü AB bankacılık sisteminde ECB'nin bolca yaptığı fonlama sayesinde aslında yeterince kaynak var. Sadece bankalar birbirlerine güvenmedikleri için fazla likiditelerini ECB'de tutuyorlar. O nedenle bugüne kadar AB'deki krizin en şiddetli anında bile Türk bankaları Avrupa'dan sendikasyon kredisi ve dış ticaret finansmanı bulmakta zorlanmadılar çünkü birbirlerine güvenemeyen Avrupa bankaları çok daha iyi yönetilen ve daha şeffaf olan Türk bankalarını daha risksiz görerek borç vermeye devam ediyorlar (ve bu finansmandan iyi de para kazanıyorlar).

Olumsuz etkisi de olacak

İktisatta çok sık rastlandığı gibi bu gelişmenin Türkiye'ye sadece olumlu etkisi değil olumsuz etkisi de olacak. En başta ise yıllardır Euro'nun boğduğu ve rekabet gücünü kaybeden sorunlu Euro üyelerinin bu güçlerini yeniden kazanarak Türkiye'ye rakip olmaya başlamaları gelecek. Örneğin bugün Yunanistan ve İspanya gibi ülkeler doğal turizm potansiyelleri olmasına karşın Türkiye'ye göre daha kötü bir hizmeti daha pahalıya sunuyorlar. Bu nedenle işçilik ücretlerinin en önemli gideri teşkil ettiği bu hizmet sektöründe son yıllarda Türkiye'ye (ve Asya'ya ve Kuzey Afrika'ya) ciddi bir pazar payı kaybetmiş durumdadılar. Pahalı maliyetleri nedeniyle fiyat ucuzlatamıyor ve satışlarını artırıp daha fazla yatırım yapacak, örneğin eskiyen tesislerini yenileyecek, geliri elde etmekte zorlanıyorlar. Devalüasyonla bu tür sorunlarını çözecekler. Üstelik rekabet avantajı kazandıkları anlaşıldığı anda bu yatırımları daha kolay finanse edebilecekler.

Ayrıca Euro'nun parçalanması kısa vadede belirsizliği yükseltip Türkiye'de döviz talebini artıracak ve finansal piyasaları biraz daha bozacak. Ama bu etki uzun sürmeyecek. Yukarıda da vurguladığım üzere parçalanma, piyasalar için son kalenin de fethi anlamına gelecek ve hem AB hem de dünya ekonomisi için yeni bir başlangıç olacak.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Sıfır reel faizle ekonomi büyüyemez

*Saruhan Özel 2011.11.30*

Reel faiz, ekonomide geçerli herhangi bir faizin tekabül ettiği dönemdeki enflasyondan arındırılmış halidir. Faiz bugün kote edilir ama geleceğe yönelik bir göstergedir.

Örneğin, 1 yıl sonra vadesi gelecek devlet tahvilinin ya da banka kredisinin faizi gelecek bir yılda elde edilecek getiriyi gösterir. Ama gelecek bir yılın enflasyonu tam olarak bilinemez. Merkez Bankası, bir hedef açıklar ama genellikle tutturamaz. Sonuçta bir enflasyon tahmini yapılması ya da tüm kesimlerin ortak bir enflasyon beklentisine göre hareket edilmek zorunluluğu vardır. Merkez Bankası, bu amaçla her 15 günde bir çeşitli kesimlere yaptığı beklenti anketinin sonuçlarını yayınlar.

Buna göre kasım sonu itibarı ile gelecek 12 ayın enflasyon beklentisi % 7. Yani anket doğru ise bir tüketici bir yıl sonra almak istediği malları ortalama % 7 daha pahalıya alabileceğini veya bir şirket ürettiği malların fiyatlarına gelecek bir yıl içinde ortalama % 7 zam yapabileceğini düşünüyor.

#### Tasarruf ve kredi

Bugün Türkiye'de tasarruf sahipleri, 1 yıl sonra vadesi gelecek bir tahvili alırlarsa veya bankaya mevduat olarak yatırırlarsa % 10 civarında bir getiri elde ediyorlar. Demek ki, devlet tahviline yatırım yapan tasarruf sahibi, eğer enflasyon beklenti anketi doğru çıkarsa % 3 civarında bir "reel" getiri elde edebilecek ve bir yıl sonra alım gücünü artırarak daha fazla tüketim yapmış olabilecek (Grafik 1). Örneğin bugün almaktan vazgeçtiği bir arabayı 1 yıl sonra alıp bir de üzerine bisiklet alabilecek.

Ama işin ilginç anket % 7 diyor diye enflasyon % 7 olarak gerçekleşmeyebilir. Örneğin % 7 yerine, mesela % 10 olursa reel getiri (faiz) de sıfırlanmış ve tasarruf sahibi ancak tasarrufunu enflasyona karşı korumuş olur. O zaman bugün tüketimini ertelemesinin anlamı kalmaz. Yeni arabasına binmeyi gereksiz yere 1 sene ertelemiş olur. Tasarruf yerine tüketim yapmak daha akıllı bir hareket haline gelir.

Eğer bu yönde şüphesi varsa tasarruf sahibi doğal olarak bugün % 3'ten daha fazla bir reel getiri ister. Dolayısıyla reel getiri denen şey aslında yatırımcıların belirsizliğe, verilen sözlere karşı istedikleri sigorta, bir tür risk primidir. Belirsizlik arttıkça bugün % 3 değil % 5, % 8 gibi daha yüksek reel getiri istenmelidir. Risk primi artırılmalıdır.

Borçlanma cephesinde de aynı mantık geçerlidir. Örneğin % 10 gibi bir kredi faizi ödeyerek yatırım yapan bir şirket, mal fiyatlarını yılda % 7 artırılabilecekse ödediği (reel yani mal bazında) faiz aslında % 3'tür. Eğer bu yatırım sayesinde satışlarını (reel yani mal bazında) % 3'ten fazla artırılabilecekse bu işi yapmalıdır. Ya da yatırımını ertelemelidir.

#### Cari açık ne demek?

Her yıl ekonominin % 20'sinden fazla, büyük bir yatırım harcaması yapmak, böylece aş ve iş sağlamak ve yaşam standardını yükseltmek istiyoruz. Ama bu yatırımı yapacak kadar yeterli tasarrufumuz yok. Bankaların kredileri yılda % 20-25 aralığında artarken bunu fonlayacakları mevduatlar % 10 civarında artabiliyor. Halk pek tasarruf yapamıyor. 1 milyon TL üzerinde mevduat hesabı toplam mevduatın % 48'i iken hesap sayısı sadece 43 bin. Yani tasarrufun çoğu toplumun çok az bir kesiminde ve toplamda ekonominin % 10-12'si civarında, yani yatırım yapma isteğimizin çok altında, bir tasarruf yapabiliyoruz.

Biz kolaya kaçmak ve yatırımlarımızı tasarruflarımıza uydurup azaltmak istemiyoruz. Çünkü ülke genelindeki yaşam standardı açısından kalkınmaya devam etmek zorundayız. Çalışma çağındaki nüfusumuz yılda 1 milyondan fazla büyüyor. Toplam işgücünün % 9,2'si, üniversite bitiren 15-24 yaş grubunun üçte biri iş bulamıyor (Grafik 2). Yeteri kadar yatırım yapıp bu kesimlere istihdam sağlamak istiyoruz. Bu şekilde "gelişmiş ülkelerdeki" yaşam standardını (ülke genelinde) yakalayabileceğiz.

O nedenle zora başvurup yurtdışına dönüyoruz ve yerli/yabancı yurtdışında yerleşik yatırımcıların döviz tasarruflarını Türkiye'ye getirmeye çalışıyoruz. Ama onlar da fahiş getiriler olmadan ve her türlü risk primini/sigortayı almadan tasarruflarını getirmek istemiyorlar. Kendi açılarından haklılar.

Cari denge açığı işte bu yurtdışındaki yatırım ve tasarruf dengesizliğinden kaynaklanıyor. Eğer yeterince istihdam sağlayacak kadar yatırım yapmak ve ekonomiyi büyütmek ama aynı zamanda bunu cari denge açığı yükselmeden yapmak istiyorsak yurtiçi tasarrufları, mümkünse TL cinsi yatırımlarla, özendirmek zorundayız.

Bunun için de önce geniş kesimlere iş imkânı sağlamak durumundayız (yani bir kez daha: yatırım yapmaktan ödün veremeyiz). Geniş kesimler önce istikrarlı bir gelire sahip olacaklar ki, tasarruf yapabilsinler. Sonrasında da bu tasarrufların mümkün olduğu kadar TL'de ve uzun vadeli bir şekilde değerlendirilmesini sağlayacağız. Ama hiçbir tasarruf sahibi kendisine doğru dürüst, tüm riskleri bertaraf edebilecek bir TL getirisi sağlanmadan tasarruf yapmaz, buna teşvik edilemez. Bunu sağlayacak kadar bir "reel faiz" vereceğiz ve enstrümanları da ihtiyaca ve risk profiline göre çeşitlendireceğiz.

Sıfır değil, makul reel faiz

"Sıfır reel faiz" konseptini aslında "ekonominin risk primi sıfır olursa ne güzel olur" diye düşünmek mümkün. Ama maalesef mevcut ekonomik düzende bu, yarar yerine zarar getirir. İstenecek değil, istenmeyecek bir durumdur.

Çünkü makbul olan reel faizin sıfır olması değil, istihdam sağlayacak yatırımları cezbedecek kadar düşük ama bunları finanse edecek tasarrufları cezbedecek kadar da yüksek olmasıdır. Bu şartlara ve özellikle ekonominin büyüme hızına bağlı olarak % 2 de olabilir, % 5 de. Yukarıda verdiğim örneklerden çok açık görüldüğü üzere ekonomi örneğin % 5 ve üzerinde bir hızla büyüyorsa yine % 5'e kadar bir reel faizi geri ödeyebilecek gücü ve kapasitesi var demektir.

Reel faiz sıfır olacak diye ısrar edilirse yatırımları finanse edecek TL kaynak bulunamaz. Halbuki Türkiye ekonomisinin yeterince hızlı ve istikrarlı büyüebilmek için ihtiyaç duyduğu tam tersine mümkün olduğu kadar çok ve uzun vadeli TL tasarruftur.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Piyasaların 9 Aralık senaryosu

---

*Saruhan Özel 2011.12.07*

Global krizin son durağı olan Euro Bölgesi'nin otoriteleri bugünlerde hummalı bir çalışma içindeler.

Çalışmalar 8-9 Aralık tarihlerinde Brüksel'de yapılacak zirveyle son şeklini alacak ve kamuoyuyla paylaşılacak. Piyasalar da bu zirveden çıkacak sonuçları tahmin edip pozisyon almaya çalışıyorlar. Açıklamalar sonrasında da beklentileri ile ne kadar uyumlu olup olmadığına bakıp pozisyonlarını yeniden değerlendirecekler.

Beklenen sonuç ne?

Zirve, Euro üyeliğinin mevcut konumunda (yani 17 ülkeyle) devam edebilmesi için son bir şans olarak görülüyor. Yine de herkes çok temkinli. Bugüne kadar birkaç kez önemli kararlar alınabilmiş olsa dahi uygulanamadı. Üstelik bugün daha da zor kararlar gündemde. Otoriteler bölgede bir mali (fiskal) birliği oluşturmaya çalışıyorlar. Bu sayede parasal birliği (yani Euro'yu) kurtarabileceklerini umut ediyorlar.

Almanya'nın ikna edilebileceği bir mali birlik üye ülkelerin bütçe politikalarındaki yetkilerin ellerinden alınması anlamına gelecek. Almanya ve AAA kredi notundaki diğer ülkeler (örneğin Hollanda, Fransa, Finlandiya) bir ölçüde herkesin adına ne yapılacağını belirleyecekler. Örneğin, istenildiği gibi vergi oranlarıyla

oynanamayacak. İstendiği kadar harcamaları artırılıp azaltılmayacak. Bütçe açıkları Maastricht kriteri olan ekonomilerin % 3'ü seviyesinin üzerine çıkarılmayacak. Hatta üye ülkeler bütçelerini kendi parlamentolarında onaylatmadan önce Avrupa Komisyonu'na sunup ön onay almak zorunda bile kalabilecekler. Tüm bu kurallar ve prosedürler anayasalarına yazılacak ve kurallara uymayanlara otomatik yaptırımlar uygulanacak. Birçok ülke 10 yıl önce Türkiye'nin IMF karşısındaki konumuna düşecek. Bunlar yapılmadan "ortak tahvil" çıkartmak mümkün olmayacak.

Bu ve benzeri kararlar açıklandıktan sonra Avrupa Merkez Bankası (ECB) devreye girecek. "Tamam artık devletler gereken kararları aldı" diyerek ikinci piyasadaki devlet tahvili alımlarını hızla artıracak. İtalya ve İspanya gibi ülkelerin tahvil faizlerini % 4 ve altına indirecek (ki bu ülkeler geri ödeyemeyecekleri maliyetlerde borçlanmak zorunda kalsın, Grafik 1). Hatta ECB ikinci piyasada devlet tahvili alıp destek vermek yerine IMF üzerinden dolaylı bir şekilde devletlere kredi verecek. AAA notlu ülkeler bunu kabul edecek, çünkü IMF verdiği krediler karşılığında çok sert reformlar ve tedbirler isteyecek. Ayrıca verilen sözlerin takipçisi olacak. Yine 10 yıl önce Türkiye'ye yaptığı gibi.

Euro otoriteleri bu son virajda piyasaların neleri beklediğinin ve beklentileri karşılayamazlarsa nelerin olabileceğinin son derece farkındalar. Bu nedenle muhakkak ki bir tür mali birlikteliği sağlayacak kararları alacaklar. Alacakları kararlar hemen ertesi gün uygulanabilecek kararlar olmayacak. Çünkü kararların bir anlamı olabilmesi için en az 17 Euro üyesinin ve hatta mümkünse 27 AB ülkesinin parlamentoları tarafından görüşülüp onaylanması gerekecek. Ve bu da doğal olarak ne kısa sürede yapılabilecek ne de kolay olacak. Ama yine de bu yönde alınacak kararlar piyasaların bir süre rahatlaması ve bugün takındığı göreceli iyimserliği devam ettirebilmesi için yeterli. Kaldı ki, ECB'nin hemen devreye girip daha fazla tahvil alması, hızla % 1,25 olan Euro politika faizini % 0,50'ye kadar indirmesi ve bölge bankalarına yaptığı fonlamanın vadesini 3 yıla kadar uzatması piyasaları rahatlatan önemli destekler olacak. Bankalara geçen hafta FED ile ortaklaşa temin edilen ucuz dolar imkânının yanına ucuz Euro imkânı eklenecek. (Grafik 2)

Ama bu da sorunu çözmeyecek

Öte yandan kısa bir balayı sonrasında piyasalar yeniden gerçekleri görmeye başlayacaklar. Çünkü mali birlik Euro Bölgesi'nde ekonomilerin yeniden canlanıp büyümeye geçmelerini sağlayabilecek bir mekanizma değil. Üstelik ülkelerin mali birliğe uymak için tasarruf yapmaları ekonomilerini çok daha fazla boğacak. İddialı tasarruf tedbirleri açıkladıktan sonra ekonomisi son 3 yılda % 10'dan fazla küçülünce tasarruf tedbirlerini zaten yapamaz konuma gelen Yunanistan'ın hatasını tekrarlamış olacaklar. Bu hatayı İtalya ve İspanya gibi büyük ekonomilerin yapması krizin bölgeye olan maliyetini daha da artıracak ve kalıcı çözümü daha da zorlaştıracak.

Kalıcı çözüm, Euro'nun bu sorunlu ekonomilerinin rekabet güçlerini artırıp kendilerine bir büyüme motoru yaratmaları sayesinde olabilecek. Bunun da bugün için en kolay ve etkili yolu, sorunlu ülkelerin önce borçlarının bir kısmını ödemeyerek nefes almaları, sonra da Euro dışına çıkarak yeni para birimlerini devalüe etmeleri ile mümkün. Çünkü mali birlik ya da rekabet gücü elde edilebilecek nominal (Euro) ücretlerin düşürülmesi gibi önlemler geniş kesimler tarafından kabul edilmeyecek ve ister politikacı isterse de teknokrat hükümetleri bunları gerçekleştiremeyecekler.

Kaldı ki bu son çabanın yeterli olmayacağını ve kalıcı çözümün Euro'nun 7-8 tane Kuzey Avrupa ülkesine özel bir para birimi olarak devam edeceğini görenlerin ve buna göre de B planı geliştirmeye başlayanların sayısı çoğalmaya başladı. Acaba neden TUI gibi dünyanın sayılı turizm şirketlerinden biri Yunanistan'daki müşterileri ile gelecek yılın anlaşmalarına ödemelerini "drahmi" olarak yapabileceği yönünde madde koyduruyor? Acaba neden EasyJet müşterilerine Euro'nun bölünmesi durumunda hizmetlerin aksamayacağı garantisi veriyor? Acaba neden Japonya'nın global yatırım bankası Nomura, 2 yıldır kriz devam ederken yapmadığı şeyi son bir

ayda yapıp tüm Euro Bölgesi devlet tahvili portföyünü boşaltmaya karar veriyor ve peşinden de müşterilerine Euro'dan çıkan ülkelerin Euro cinsi tahvillerinin hukuki durumunu analiz eden araştırmalar yayınlıyor? Acaba neden Almanya Maliye Bakanlığı hükümetin ulusal banka kurtarma fonu Soffin'i yeniden faaliyete geçiriyor? Acaba neden İngiltere'nin banka regülatörü FSA bankaların stres testlerine Euro'nun bölünme senaryosunu koyduruyor? Acaba neden FED bir anda diğer merkez bankalarına yanaşıp dolar likiditesini artırıyor? Çünkü hepsi kalıcı çözümün ne olduğunu ve buna göre hazırlıklı olmak gerektiğini görüyorlar.

Ve muhteşem bir zamanlamayla tam da zirve öncesinde Euro Bölgesi'ndeki AAA ülkelerin notunu düşürebileceği uyarısını yapan S&P de aslında bu ülkelere "diğerlerini sırtınızda taşımayın, taşırsanız hep beraber çökersiniz" diyor.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Yiğidi öldür ama hakkını da ver

*Saruhan Özel 2011.12.14*

Sadece manşet rakamlara bakarak yapılan bir 2011 yılı makro değerlendirmesi iç açıcı değil. 3. çeyrek sonunda yıllık bazda % 9,5 büyümüş olan ekonomi 2010 yılındakinden de hızlı.

(Grafik 1) Tüm dünyanın durgunlaştığı ya da yavaşladığı bir yılda büyümenin bu kadar yüksek olması elbette güzel. Ama bu olurken hem iç hem de dış denge daha da bozulmuş durumda. Enflasyon 2010 yılındaki % 6,4'ten 2011 yılında % 10 civarına yükselirken geçen yıl ekonominin % 6,3'üne yükselmiş olan cari denge açığı da daha da büyüyerek ekonominin % 10'u civarında gerçekleşmiş olacak. (Grafik 2) % 5'er enflasyon ve cari açık hedeflerken gerçekleşme iki katı. Otoritelerin özel önem verdiği banka kredileri de 2011'i geçen yılki % 34'lük artış hızına yakın % 30'un üzerinde bir artış hızıyla kapatmış olacak.

Ve bu resim otoritelerin 2010 yılı başında art arda ekonomiyi soğutmak için özel tedbirler almasına rağmen böyle. Buna rağmen ekonominin soğumaması, enflasyonun ve cari açığın yükselmesi acaba yapılanların doğru olmadığını mı gösteriyor?

Bütçe politikası da para politikası da başarılı

Öncelikle bütçe politikasının hakkını vermek gerekir. Gelişmiş ülkelerin büyük bütçe açıklarıyla mücadele etmek zorunda kaldıkları bir dönemde Türkiye, 2011 yılını neredeyse denk bir bütçe ile kapatacak. Ekim sonu itibarıyla yıl sonu hedefinin 2,5 katı kadar fazla veren bir faiz dışı bütçe dengesi var. Bu sayede Hazine vadesi gelen iç borç geri ödemelerinin % 86'sını, dış borcunun ise % 55'ini (faiz dahil) yeniden borçlandı. Bunu yaparken ağırlıklı ortalama borçlanma vadesini de 2 ay uzattı (keşke biraz daha uzatılabilse ve referans tahvilde 5 yılı deneyebilseydi). Üstelik bu süreçte genel seçimler de yapıldı. Tam aksine savurgan/popülist bir bütçe politikası izlenseydi, ekonominin bugünkü kriz dayanıklılığından bahsedilemeyecek ve para politikasına geniş bir hareket alanı sağlanamayacaktı. S&P'nin TL kredi notunu yatırım derecesine yükseltmesi de tüm bunların hakkını vermek oldu.

Bazı eksikleri olsa da para politikası da bana göre başarılı. Yıllardır ısrarla her ortamda desteklediğim üzere Merkez Bankası başka ülkelerdeki uygulamaları körü körüne kopyalayan para politikası anlayışını bırakıp Türkiye ekonomisinin kendisine özel şartlarını dikkate alan ve bir o kadar önemlisi risk alan (proaktif) ve esnek hedeflere sahip bir para politikasına geçti. Y yapmak istediğini anlatmakta zorlandı çünkü anlamak birçok kesimin işine gelmedi. ABD Merkez Bankası FED liderliğinde gelişmiş ülke merkez bankaları tarihin en büyük parasal genişlemesine gittiğinde en mantıklı beklenti Türkiye gibi yapısal sorunu olmayan gelişmekte olan ülkelere ciddi bir sıcak para girişinin olabileceğiydi. Kısa vadeli faizin yeteri kadar gerileyip bu sıcak para girişini caydırması TL'nin daha fazla değer kazanmasını (ve yurtdışına önemli bir spekülasyon gelir transferini) ve cari denge açığının sürdürülemez hale gelmesini engelleyecekti. Ve zaten öyle de oldu. TL değer kazanmak bir yana biraz değer bile kaybetti.

Enflasyon neden yükseldi?

Enflasyonun yükselmesinde bu anlayış değişikliğinin rolü oldu. Çünkü özellikle Avrupa Birliği'ndeki tiyatro parasal genişlemenin ötesine geçip risk iştahını azaltınca TL beklenenden daha fazla zayıfladı. Buna, petrol ve gıda fiyatlarının beklenenden üzerinde artması da eklendi. Ama enflasyonda talep kaynaklı ve kalıcı bir hareket yok. TL bu yıl kaybettiği değeri 2012'de geri alsa enflasyon rahatlıkla yeniden hedef banda geri dönecek.

TL'nin aşırı değer kaybetmesini ve dolayısıyla enflasyonun bu kadar yükselmesini engellemek mümkün olabilirdi. Sırf risk almamak ve enflasyonu güçlü TL ile desteklemek için risk priminin ötesinde gereksiz yüksek kısa vadeli faiz hedefleyen para politikasından vazgeçmek kolay değildi elbette. Spekülasyonla mücadele hele bir de kan kokusu aldığında kolay olmaz. Ama yine yıllardır ısrarla vurguladığım üzere döviz alımlarına çok daha erken geçilebilir ve döviz alım miktarı yükselterek rezervler çok daha büyütülebilirdi. Böylece 2011'in müdahalelerinde Merkez Bankası'nın eli daha güçlü olabilirdi. Ayrıca global krizin 2008 sonundaki zirvesi fırsat bilinip hazır sıcak para biraz azalmışken sermaye kontrollerinden destek alınabilirdi. Kesin emin olmak zor tabii ama belki bu silahları olsa spekülasyon biraz şiddetlenince "faiz bandı" adı altında faizi yükseltmek zorunda kalmayabilirdi. "Bant içinde bir faiz artışı" hiç değilse global risk iştahı yeniden arttığında faizin ekonominin risk primine uygun seviyelere çekilmesinin daha kolay ve hızlı olabileceği yönünde avunma imkânı sağlıyor.

Ekonomi nasıl büyüdü?

Ekonomi de belki manşet rakama bakıldığında fazla soğumadı ve yılı % 8 civarında bir büyüme ile kapatacak. Ama 3. çeyrek rakamlarının detaylarına bakınca ilginç gelişmeler var. İç talep son 3 çeyreğin en düşük artışını sergilerken ihracat en yüksek artışını gerçekleştirdi. Yılın ilk yarısında iç talebin büyümeye katkısı % 70 olurken 3. çeyrekte % 57'ye geriledi. İhracatın katkısı ise % 10'dan % 30'a çıktı. Ekonomi giderek iç talepten ihracata yönelerek büyüyor. Bu da yine para politikasının amaçladığı bir durum.

Elbette önemli bir etkisi olsa da bu, sadece kurlar yükseldi diye olmadı. Türkiye'nin katma değeri yüksek ve fiyatına marka primi koyabilen bir ihracatı yok. Ama fiyatına göre iyi bir kalite sunuyor. Bu da tüketicinin tasarrufu öne çıkartıp marka primi ödemek istemediği kriz dönemlerinde Türkiye ihracatını avantajlı duruma getiriyor. Üstelik % 47 payla Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı olan Avrupa ülkeleri Asya'dan yaptıkları ithalatı yüksek navlun fiyatı nedeniyle birim maliyeti düşürmek için büyük ölçeklerde yapmak durumundalar. Kriz nedeniyle ithalat hacimlerini daraltınca yakın Türkiye'den mal almak çok daha kârlı oluyor. Yanına bir de kur artışı eklendi mi ihracatçıların keyfi yerine geliyor. O nedenle Türkiye, AB'ye olan ihracatını bölgedeki krize rağmen bu yılın ilk 10 ayında % 22 artırdı. (Grafik 3)

Ama Türkiye ekonomisi ihracata dayalı bir ekonomi değil. O nedenle ekonomi iç talepten dış talebe dönmeye devam ettikçe toplamda yavaşlayacak. Büyümenin önemli bir motoru olan iç talebe dönük yatırımların hızı kesilecek. Eğer petrol ve enerji fiyatları da izin verirse cari denge açığı da belirgin şekilde gerileyecek. Hepsisi

aslında para politikasının amaçladığı sonuçlar. Yeter ki yine TL'nin değer kaybı gibi amaçlananın ötesine geçip bu sefer de tersine çalışmak zorunda bırakmasın.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## 2012'de Türkiye'ye yönelik 3 endişe

*Saruhan Özel 2011.12.21*

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. Artık 2012 yılına olumlu bakan kalmadı. 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 hâlâ en önemli ihracat pazarı. (Grafik 1) 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. Nitekim Japonya'nın bölgeye olan ihracatı gerilerken Çin ve Güney Kore'nin ihracat artışı sürekli geliyor.

Ama tersine Türkiye'nin ihracatı gayet iyi. Yılın ilk 10 ayındaki ihracat artışı % 22. Son 4 yılın en yüksek artış oranı. Üstelik sebebi sadece döviz kurundaki yükseliş 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) Bankalar nereden finansman bulacaklar?



Euro Bölgesi'nde finansal sistem son derece sıkıntılı. Bankalar geri alamayacaklarından şüphe ederek birbirlerine kredi vermekten imtina ediyorlar. Bölge bankalarının 2012 ortasına kadar 115 milyar Euro 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 Alman Commerzbank Almanya dışına kredi vermeyeceğini açıkladı bile. Böyle bir ortamda bankaların Türkiye'ye yeteri kadar kaynak aktarmayabilecekleri önemli bir endişe kaynağı. Cari açığı hâlâ yüksek olan Türkiye'nin bunu finanse ettiği en önemli kanal bankalar ve onların da en önemli finansman pazarları Avrupa.

Elbette bölge sorun yaşamasa daha iyi olurdu ama bu sorunu da çok abartmamak gerekir. Birincisi, Euro Bölgesi'nde aslında yeteri kadar likidite var. Sadece bankalar arasında dolaşmıyor. Bankaların birbirlerine güvenmedikleri için ECB'ye gecelik yatırdıkları likidite miktarı yeniden 300 milyar Euro'nun üzerinde. (Grafik 2) Üstelik ECB 2012 ortasında % 0,50'lere kadar düşmesi beklenen bu ucuz fonlamayı artık 3 yıla kadar uzayan vadelerde yapmaya başladı. Türkiye'ye arkasında dış ticaret işlemlerine dayanarak verilen sendikasyon, postfinansman gibi krediler de pek bir yılı aşmıyor ve gayet kârlı (çünkü bu finansmanla Türkiye'de kârlı 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. (Grafik 3) 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 vurguladığım üzere ihracatın yapısı itibarı ile sorun yaşamayacağını ve 2012'de çift haneli hızlarda büyümeye devam edebileceğini düşünüyorum. 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 azalırsa 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 kâr marjlarını önemli ölçüde daralttığını ve uzunca bir süre sonuç alınıncaya 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 yöneldikleri görülüyor ve bu hızlanarak devam edecek. Dolayısıyla, iç talep zayıflasa da yatırım harcamaları üzerindeki etkisinin fazla olmayacağı düşünülebilir.

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



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Euro Bölgesi çökmezse Euro çöker!..

---

*Saruhan Özel 2012.01.04*

2011 yılını teslim alan Euro krizi, bölge otoritelerinin işbilmezlikleri ve tepişmeleri ile 2012'ye de taşındı. Hemen her yorum ve analiz 2012 yılının en büyük riski ve dünya ekonomisinin yumuşak karnı olarak Euro Bölgesi'ni gösteriyor.

Bölgede yaşanan kriz aslında Türkiye dahil gelişmekte olan ülkelerde geçmişte yaşanan krizlerden hiç farklı değil. Bu ülkelerde krizler genellikle para birimine bir saldırı yani döviz alıp döviz kurunun yükselmesi ile olurdu. Örneğin sorunu kamu borcu olan ülkelerde her hafta tahviller itfa edildiğinde parasını alan yabancılar, bankalar ya da şirketler itfa sonrasında döviz alıp pozisyonlarını kapatırlar ve hatta yurtdışına aktarırlardı. Kurların yükseldiğini gören halk da panik yapıp peşlerine takılınca iş çığından çıkardı. Döviz rezervleri limitli merkez bankaları çaresiz bir şekilde "kırk katır mı kırk satır mı" durumunda kalırdı. Arz tarafında döviz satsalar rezervlerinin bitmesinden, talep tarafında faizleri yükseltseler bankalar ile devleti batırmaktan ve ekonomiyi sert bir resesyona sokmaktan korkarlardı. Sonuçta her ikisinin bir bileşimi olurdu. IMF de araya girip arz tarafında destek verince döviz talebi yatışırdı. IMF de bunun karşılığında devletin artan faiz maliyetlerini karşılayabileceği vergi artışları ya da özelleştirme gelirleri isterdi.

Özellikle 1997 Asya krizi ile birlikte gelişmekte olan ülkeler çok akıllandılar. Döviz rezervlerini gereğinden de fazla yüksek tuttular. (Grafik 1) Ekonominin (banka, kamu ve şirketler) döviz açıklarını elden geldiğince limitlediler. Bu süreçte, yüksek enflasyonunu düşürmek için TL'nin güçlenmesinden destek alan TC Merkez Bankası ise bu akıma uymayarak yeterince döviz almadı. Ama bankaların risklerini doğru yönetmesi ve sağlam durmaları bunu telafi etti.

Döviz yoksa faiz

Bugün Euro Bölgesi'nde kriz var ama saldıracak para birimi yok. Hepsi Euro kullanıyorlar. Euro'nun ardında da döviz açığı olmayan ve ekonomisini ihracatla yani döviz kazanarak büyüten Almanya duruyor. Ama iktisatta döviz kuru aynı zamanda ülkelerarası faiz farkı demek. O nedenle Euro'ya istediği kadar saldıramayan dönüp faizlere saldırmış durumda. Eğer kendine ait bir para birimi olsaydı (Euro'ya karşı) devalüe etmek zorunda kalacak ülkelerin faizleri hızla (Almanya'ya göre) yükseldi. Yunanistan'da faiz mefhumu kalmadı çünkü zaten istese de borçlanamıyor. Kriz öncesi 2007 yılında devletleri Almanya ile aynı maliyetlerde (% 4'lerde) borçlanabilen Portekiz, İspanya, İtalya gibi ülkeler bugünlerde Almanya % 2'nin altında borçlanırken sırasıyla % 13, % 5, ve % 7 civarında borçlanabiliyorlar. (Grafik 2) Yani çok kaba bir yaklaşımla kendi para birimleri olsaydı, Portekiz'in, İspanya'nın ve İtalya'nın para birimleri bu paralelde zayıflayacaktı.

Faizlerdeki bu yükseliş sürdürülebilir değil. Bu 3 ülkenin devleti 2012 yılında % 70'i İtalya'ya ait olmak üzere yaklaşık 350 milyar € borç geri ödemesi yapacak. Mevcut maliyetlerde devam edilirse bunun İtalya'da devlet bütçesine 2012 yılındaki "ek" faiz maliyeti (kriz öncesine kıyaslandığında) 7 milyar € olacak. İtalyan ekonomisinde, devletin bu kadar ek faiz maliyetini ödeyebileceği bir yıllık gelir artışı (yani büyüme, enflasyon ya da vergi artışı) yok. Bunu karşılamak için ekonomisinin % 5'ine yakın faiz dışı bütçe fazlası vermesi lazım ki mevcut bunun sadece beşte biri. Bir süre sonra borçlar geri ödenemez hale geliyor diye risk primi daha da

yükselecek ve İtalya, Yunanistan'a dönecek. Bu ek maliyetleri vergi artışları ile telafi etmeye çalışsalar halk ayaklanacak ve sivil ya da askerî politik darbeler yaşanacak. Söz konusu ülkelerin hepsi zaten hükümet değişikliklerine gittiler ama böyle devam ederse daha çok giderler.

Çare ne?

En kolay ve çabuk sonuç alınabilecek çare sorunlu ülkelerin hemen Euro'dan çıkıp eski para birimlerine dönmeleri ve spekülasyonun da faiz yerine kurlara saldırması. Bu sayede ekonomilerinin rekabet gücü kazanmaları. Sorunsuz olanlar (ekonomilerini büyütebilenler) Euro'da devam edecekler. Diğerleri eski para birimlerine dönecekler. Ama bunun anlamı olması için birikmiş borçlarını Euro'dan çıkmadan tıraşlamaları gerekiyor ki, devalüasyon sonrasında iş daha da çığrından çıkmasın.

Zurnanın zırt dediği yer de burası. Bu tıraşlama (yani kısmi iflas) Euro Bölgesi'nin büyük zararlar yazması demek. Bu zararları ellerindeki devlet tahvili portföyü üzerinden bankalara yükleseler, bankalar batacak. Banka kurtarmak için de devlet yine devreye girmek zorunda kalacak. Bankaları araya sokmadan halklarına doğrudan yüklenseler ne bunu yapabilecek kadar sözü dinlenen politikacıları ne de bunu yapabilecek zenginlikte halkları var. Yunanistan örneğinde görüldüğü gibi, küçük varlıklı kesim çoktan mevduatlarını İsviçre bankalarına taşımış durumda. (Grafik 3) Geniş halk kesimi ise artan taşıt vergilerini ödememek için plakalarını vergi idaresine teslim edip arabalarını parka çekiyorlar. Araba kullanılmayan, bakım yapılmayan, yedek parça üretemeyen ekonomi küçülüyor, istihdam kayboluyor.

Bunu ödeyebilecek bir tek Alman (ve biraz da Fransız) halkı var ama onlar da diğerlerinin borçlarını üstlenmek istemiyorlar. Zorla ödetirlerse mevcut liderleri siyasetten silecekleri yönünde uyarıyorlar. Bu nedenle Alman Başbakanı Angela Merkel ara seçimlerde bir bir tüm kalelerini kaybetti. Fransa Cumhurbaşkanı Nicolas Sarkozy'yi ise Ermeni oyları da kurtaramayacak gibi gözüküyor. Hollanda, Finlandiya gibi ülkeler de var ama onların da adı büyük kendileri küçük.

Sonuç olarak, Euro bölünmeyecekse bölge uzun süre ekonomik durgunluk içinde kıvrınacak. Ve zaten yatırım bankalarından IMF'ye, Uluslararası Finans Enstitüsü'ne (IIF) ve OECD'ye kadar birçok kurum 2012'de Euro Bölgesi'nde resesyon yaşanacağını (üretimin gerileyeceğini) düşünüyor.

Bu durumda durgunluktan çıkmanın tek yolunun Euro'nun ciddi bir değer kaybına uğraması ve belki 1999'daki seviyelerine kadar gerilemesi olduğu anlaşıyor. Bunun mekanizması ise resesyon derinleştikçe Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin zevali kurtarmak için giderek daha fazla para basması olacak (ve buna başladı). Bu, Almanya'nın korktuğu gibi enflasyonu da artırmayacak.

Ama sorunlu ülkeler çıkış yollarının ne olduğunu görürler ve Euro'yu Almanya ve ekürilerine bırakıp eski para birimlerine dönerlerse Euro hızla değer kazanacak ve İsviçre Frangı gibi dünyanın en risksiz para birimi haline gelecek.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Döviz rezervleri yeterli mi?

---

Merkez Bankası'nın son günlerdeki döviz müdahaleleri eleştiriliyor. Bu tür döviz satış yönündeki müdahalelerinin doğru olmadığı, başarıya ulaşamayacağı ve özellikle döviz rezervleri limitli olduğu için sürdürülemeyeceği düşünülüyor.

Ağustos ayından beri Merkez Bankası piyasalara hem ihale hem de doğrudan satışlarla 16 milyar \$ civarında yüksek sayılabilecek net bir satış yaptı ve döviz pozisyonu (döviz varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki fark) 56 milyar \$'dan 40 milyar \$'a geriledi. Düşüş özellikle yılın son günü ile yeni yılın ilk haftasında 5 milyar \$'a kadar yükselince müdahalelerin ne kadar sürdürülebilir olduğu daha fazla tartışılmaya başladı.

Öncelikle döviz müdahaleleri politika yapıcıların zaman zaman başvurduğu ve doğru yapıldığında gayet de etkili olabilen temel araçlardan birisi. Elbette işlem hacmi yüksek dolar, Euro, yen gibi rezerv para birimlerini müdahalelerle etkilemek daha zor. Dünyada günde 4 trilyon \$'lık bir döviz alım-satım işlem hacmi var ve bunun yaklaşık % 40'ı doğrudan alım-satım (spot) şeklinde. Bunun yaklaşık üçte biri olan dolar-Euro paritesini sadece ABD Merkez Bankası FED'in müdahaleleri ile etkilemek kolay değil. Böyle bir amaç için Avrupa Merkez Bankası'nın ve hatta dolar cinsi rezervleri yüksek Çin ve Japon merkez bankalarının bile koordineli şekilde FED'i desteklemeleri gerekir. Ama TL hatırı sayılır bir işlem hacmi olsa da rezerv para, yani dünyanın her yerinde yatırım ve dış ticaret amaçlı yaygın şekilde kullanılan bir para birimi değil. Eğer Merkez Bankası'nın yeterli döviz rezervi varsa TL'nin değerini en azından bir süre yönlendirebilmesi gayet mümkün. Son müdahaleler sonrasında, dünyada özel olumlu bir gelişme olmadığı halde, TL-sepet kurunun 2,20'lerden bugünlerde 2,13'ün altına gelmiş olması zaten son yapılan yüklü satışların kısa vadede etkili olabildiğini gösteriyor.

#### Rezerv yeterlik kriterleri

Ama kısa vadede başarılı olmak döviz satışının sürdürülebilir olduğu anlamına da gelmiyor. Sonuçta bu talepten daha fazla arz sunabilmesine, yani rezervlerinin büyüklüğüne bağlı. Döviz rezerv yüksekliğinin akademik literatürde kabul edilen bazı kriterleri var. Bunlardan en yaygın kullanılan dördü, rezervlerin,

- kaç aylık ithalatı,
- kısa vadeli dış borcun ne kadarını,
- döviz dönebilecek veya döviz satın alabilecek para arzının ne kadarını ve
- yurtdışında ikamet eden yatırımcıların Türkiye'deki menkul kıymet portföylerinin (hisse senedi ve tahvil) ne kadarlık bir kısmını

karşılatabildiğini gösteren rasyolar. Her bir gösterge için yine uluslararası literatürde genel kabul gören limitler var. Bu analizde Türkiye için brüt döviz rezervlerini kullanıyorum çünkü Merkez Bankası döviz yükümlülüklerinin hemen hepsini kısa vadede kullanabilecek durumda.

Buna göre, Türkiye'nin döviz rezervleri son haliyle yaklaşık 5 aylık ithalatını karşılayabiliyor (Grafik 1). Genel kabul gören alt limit 3 ay. Demek ki, bu kritere göre döviz rezervleri yeterince yüksek. Üstelik global kriz öncesine dönüp, 2006 yılı başından itibaren bakıldığında rasyoda belirgin bir kötüleşme yok. 4-6 ay aralığında seyrediyor.

Kısa vadeli dış borca bakıldığında durum olumsuz. Son haliyle rezervler kısa vadeli dış borcun % 98'ini karşılayabiliyor (Grafik 2). Burada alt limit % 100, yani genelde rezervlerin en kötü kısa vadeli dış borcun tümünü karşılayabilecek düzeyde olması isteniyor. Üstelik rasyo düzenli bir şekilde de geriliyor. Belki rasyo

limitin çok altında değil ama bir süre daha rezervlerin düşmeye devam edebileceğini düşünürsek rasyonun daha da kötüleşeceği öngörülebilir.

Üçüncü olarak, rezervler toplam TL para arzının (dolaşımdaki nakit para, vadeli ve vadesiz TL mevduatların) % 23'ünü karşılayabiliyor (Grafik 3). Burada limit % 5 ile % 20 arası. Döviz satışının mecburi olduğu sabit kur rejimlerinde % 20 gibi bir rasyo istenirken belli bir kur seviyesi taahhüdünün olmadığı tam dalgalı kur rejimlerinde % 5 yeterli bulunuyor. Türkiye'de kur rejimi dalgalı deniyor ama açıkça görüldüğü gibi otorite enflasyona ve finansal istikrara olumsuz etkisi nedeniyle eninde sonunda kurun seviyesine karışmak zorunda kalıyor. Son haliyle üst sınırın da üstünde kalıyoruz ve rasyoda giderek iyileşme söz konusu.

Türkiye'deki yaygın döviz ikamesi nedeniyle yukarıdaki para arzına döviz mevduatları da eklemek gerekebilir. Çünkü döviz mevduatlar sistemden çekilmek istenirse kurlara baskı yapacak ve rezerv satışı gerekebilecek. Buna bakıldığında da rasyo % 19 ve üst limite yakın.

Son olarak da resmî döviz rezervleri yurtdışında ikamet eden yatırımcıların Türkiye'de hisse senedi ve devlet tahvillerinden oluşan menkul kıymet portföylerinin % 108'ine tekabül ediyor (Grafik 4). Alt limit % 30. Dolayısıyla, özellikle spekülasyon açısından bakıldığında rezervler yeterince yüksek ve zaten 2010 ortasından beri de yükseliyor.

Seviye iyi, azalış hızı kötü

Tüm bu kriterlere bakıldığında Türki-ye'de döviz rezerv seviyesi yeterli gözüküyor. Bir tek kısa vadeli dış borç kriterinde hassas bir seviyede ama o da üst limitin çok az altında. Döviz rezervi, ithalatı karşılama oranının limitine göre bakıldığında 30 milyar \$, para arzının referans bandının orta noktasını aldığımızda yine 30 milyar \$ ve yurtdışındaki yatırımcıların menkul kıymet satışlarını karşılama açısından bakıldığında ise alt limitin 60 milyar \$ üzerinde bulunuyor. Net döviz pozisyonunu da sıfırlayana kadar sorun çıkmayacağını düşünürsek, limitlere gelene kadar piyasaları paniğe sevk etmeden yapılabilecek döviz satışının 30-40 milyar \$ gibi yüksek bir seviyede olduğunu söylemek mümkün.

Yine de döviz rezervlerinin azalış hızına dikkat etmek gerekir. Türkiye son 6 aya bakıldığında önemli gelişmekte olan ülkeler içinde Endonezya'dan sonra döviz rezervlerini en hızlı azaltan ekonomi. Ağustos başından beri haftada ortalama 700 milyon \$ civarında bir rezerv kaybı var. Bu hızda devam ettiği takdirde ortaya 1 yıla yakın bir dayanma süreci çıkıyor.

Elbette Merkez Bankası 2004 yılı ve sonrasında enflasyonu düşürmek için TL'nin güçlenmesinden faydalanacağına TL'yi rekabetçi kılp çok daha fazla döviz alsaydı bugün hem cari denge açığı hem de döviz rezerv yeterliliği gündemi çok daha az meşgul eden konular olurdu. Ekonomi de bu dönemde belki yılda % 7 ortalamanın daha altında ama iç ve dış talep arasında daha dengeli büyüdü.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Petrolde İran ve Hürmüz endişeleri yersiz

Saruhan Özel 2012.01.18

2011'in bu yıla bıraktığı en kötü miras Euro Bölgesi'ndeki devlet ve banka iflas sarmalı oldu. Ama 2012 yılı ile birlikte dünyanın politik ve ekonomik gündemine gelen yeni bir sıkıntı daha var.

İran'ın nükleer silah yatırımlarını petrol gelirleriyle finanse ettiğini iddia eden ABD ve AB, bu ülkeden petrol ithal eden ülkeleri ikna ederek İran'ın petrol ihracatını engellemeye çalışıyorlar. İran da buna karşı petrol ticaretinin önemli bir geçiş noktası olan Hürmüz Boğazı'nı kapatmakla tehdit ediyor. Sıkıntı, bu durum gerçekleşirse hızla yükseleceği, örneğin varil başına 200 \$'ın üzerine çıkacağı düşünülen petrol fiyatlarının dünya ekonomisini yeniden bir durgunluğa sokabilecek olması. Türkiye ekonomisi de doğal olarak bundan olumsuz etkilenecek. Enflasyon yükselecek ve belki de ekonomi resesyona girecek.

### **İran petrolü ne kadar önemli?**

2010 sonu itibarı ile İran, dünya petrol rezervinin % 9,3'üne tekabül eden 137 milyar varil rezerviyle dünyanın 4. büyük petrol ülkesi, yılda ürettiği 4,3 milyon varille dünyanın en büyük 5. petrol üreticisi ve 2,4 milyon varille en büyük 3. ihracatçısı. (Tablo 1) İran'ın önemli bir sorunu rafine kapasitesinin yetersiz olması. Ham petrol ihraç ediyor ama sonra dizel, benzin gibi rafine ürün ithal etmek zorunda kalıyor. Bir an evvel rafineri kapasitelerini artırıp kendi kendilerine yeterli hale gelmek istiyorlar. Doğalgaz tarafında da son derece önemli bir ülke. 1,1 trilyon tcf rezerviyle Rusya'dan sonra dünyanın ikinci büyük rezervine sahip. Ama rezervinin üçte ikisini çıkartmadığı için doğalgazdan petrol kadar faydalanamıyor.

İran'ın en büyük petrol pazarı Asya. 2011'in ilk yarısı itibarı ile petrol ihracatının % 85'inin Asya'ya yapıldığı tahmin ediliyor. (Tablo 2) AB ülkeleri de % 18'lik paya sahipler. Asya İran için çok önemli ama İran Asya için o kadar da önemli değil. Bu ülkeler toplam petrol ithalatlarının % 10'u civarında bir kısmını İran'dan alıyorlar. Türkiye tam tersi konumda. ABD'nin Enerji Bilgi Dairesi'ne (EIA'ya) göre İran'ın Türkiye'ye sattığı yıllık 400 bin varile yakın petrol, toplam ihracatının sadece % 7'siyken Türkiye'nin petrol ithalatının yarısından fazlası. Türkiye için İran petrolünden vazgeçmek Asya ülkelerine göre çok daha zor.

ABD ve AB ambargosuna zamanla Asya ülkelerinin ithalatlarını azaltmalarının da eklenmesiyle İran'ın ihracatının yaklaşık üçte birini kaybedebileceği tahmin ediliyor. Diğer bir deyişle, İran 1987'deki ABD ambargosunda yaptığı gibi bu sefer kolaylıkla ambargoya kaybettiği ihracatını başka ülkelere kaydıramayacak. Tüm bu açılardan bakıldığında İran petrolü dünya için önemli ve ambargo petrol fiyatlarını olumsuz etkileyebilecek boyutta. Türkiye için özellikle önemli.

### **Hürmüz kapanır mı?**

Hürmüz Boğazı tüm dünya petrol ticaretinin % 20'sini, denizyoluyla yapılan ticaretin ise % 35'ini oluşturan ve günde ortalama 28 tankerle 17 milyon varil petrolün geçtiği dünyanın en önemli petrol geçiş noktalarından biri.

En dar yeri yaklaşık 50 km. Bu boğazın kapanması sadece İran'ın değil tüm Ortadoğu'nun petrol ihracatına darbe vuracak. O nedenle İran'dan gelen kapatma tehdidi endişe oluşturuyor. Ama gerçekler düşünüldüğünde endişeler yersiz.

Birincisi, ekonomisinin beşte birini, bütçe gelirlerinin % 60'ını oluşturan petrol ihracatı İran için çok önemli. Bunun üçte birini kaybediyor diye Hürmüz'ü kapatması mantıklı değil. Önce tüm petrol ihracatını kaybedeceğinden emin olması gerekir. Asya ülkeleri de ABD ve AB istedi diye hemen İran petrolünden vazgeçecek değiller. Bunu yapmayacaklarını da açıkça dile getiriyorlar. Belki zaman içinde alternatifini bulmaları paralelinde azaltacaklar ama hemen vazgeçmeyecekler. İkincisi, İran, Hürmüz kartını her başı sıkıştığında oynuyor ama bugüne kadar bunu eyleme dönüştürmedi. 40 bine yakın askere sahip donanması, boğaza yakın adalarda ve kıyılarda askerî üsleri ve iki binin üzerinde mayın döşeme kapasitesi olan Rusya

menşeli denizaltıları ve küçük savaş gemileri ile birkaç ay geçişi aksatacak askerî gücü olduğu düşünülebilir. Klasik bir yaklaşımla boğaza mayın döşeyip geçen ticarî gemileri ve mayın temizleme gemilerine füze atacak. Ama ABD'nin de bölgede önemli bir askerî güce sahip 5. filosu bulunuyor. 20'den fazla savaş gemisi, iki uçak gemisinden ve çevre ülkelerdeki üslerden kalkabilecek F-15, F-16 ve F-18'leriyle havadan İran'ın füze tesislerini vurabilecek ve bir iki hafta içinde limitli sayıda tanker geçişini sağlayacak kadar mayın temizleyebilecek askerî gücü var. Ayrıca Hürmüz'ün sığ sularında ABD donanması fark etmeden denizaltılarla mayın döşemek de kolay değil. O nedenle, İran'ın bu tür bir sıcak çatışmayı göze alması çok zor. Dördüncüsü, Hürmüz Boğazı'nın kapandığında Körfez'den petrol akışının tamamen durmasını engelleyecek alternatifleri var. Halen deniz ulaşımına tercih edilmediği için kısmen atıl durumda olup Suudi Arabistan'dan, Irak'tan ve Birleşik Arap Emirlikleri'nden (BAE'den) Kızıldeniz'e ve Akdeniz'e günde 7 milyon varil civarında petrol akışı sağlayacak çeşitli boru hatları bulunuyor. BAE de birkaç ay içerisinde Hürmüz'ün güneyine çıkış sağlayacak 1,5 milyon varil kapasiteli yeni bir boru hattını devreye sokacak.

### **Dediğini değil, yaptığını yap**

Her ne kadar İran yaptırımları basında endişe kaynağı olarak gösterilse de piyasalar kötümser değil. Yukarıdaki sebeplerle İran'ın Hürmüz Boğazı'nı kapatacağı yönündeki uyarıların eyleme dönüşmesi beklenmiyor. Ayrıca Hürmüz kapanmadığı sürece İran petrol ihracatındaki azalmanın kolaylıkla telafi edilebileceğini görüyorlar. Sadece Suudi Arabistan bile mevcut üretimini tam kapasiteye çıkardığında İran petrolündeki azalmayı telafi edebilecek durumda. Libya'nın üretimi hızla geri dönüyor. İç savaş sırasında duran üretim bugünlerde günlük 1 milyon varile çıktı ve 2012 ortasında savaş öncesi 1,6 milyon varillik seviyelerini yakalayacak. En kötü ihtimalle ABD'nin 700 milyon varillik stratejik rezervleriyle müdahale imkânı var. Dolayısıyla fiyatlara yansımış bir şey yok. İran'dan gelen ambargoya karşı Hürmüz'ün kapatılabileceği yönündeki demeçler sırasında 5 dolar kadar yükselen petrol fiyatları bugünlerde yine eski seviyelerine gerilemiş durumda.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## **Cari açık 'tek kusur' değil, kusurların toplandığı yer!..**

*Saruhan Özel 2012.01.25*

Son dönemde ekonominin tek kusurunun yüksek cari denge olduğu, diğer her şeyin çok iyi olduğu şeklinde çok yaygın kullanılan bir söylem var.

Buna belki bu köşedeki analizlerle katkıda bulunmuş da olabilirim. Çünkü uzun bir süredir global krizin oluşturduğu miyopluk ve yüksek cari denge açığına yönelik abartılı olumsuz yorumlara karşı farklı bakış açıları ile mücadele etmeye çalışıyorum. Ama yüksek cari denge açığı tek başına değerlendirilemeyecek önemli bir sorun. Ekonomideki bazı yapısal sorunların içine gizlendiği bir sonuç.

Hangi sorunlar?

Enerji ithalatçısı olmamız ve bunun cari denge açığının % 60'ına tekabül etmesi, orta vadede bile düzeltilmesi kolay bir şey değil; ancak nükleer enerji gibi toplumsal maliyetleri de olabilecek bazı yatırımları gerektiriyor (Grafik 1). Ama bu çok bilinen "enerji" açığının da ötesinde, her birinin tek tek cari denge açığının yükselmesine katkısı olan başka sorunlar var.

Öncelikle cari denge açığı enflasyonun gizlendiği bir yer. Cari denge açığını ya TL'yi zayıflatıp rekabetçi hale getirerek ya da ekonomiyi soğutarak düşürmek mümkün. Ama reel sektör, maliyetleri arttığında da veya bütçede öngördüğü satışlara ulaşamadığı durumda da fiyatlarını yükselterek kâr marjını desteklemek zorunda kalıyor. 2011 yılındaki cari denge savaşı sonrasında enflasyonun yükselmesi gibi. Henüz Türkiye'de özellikle küçük ve orta boy işletmelerin arzu edilen düşük enflasyon oranlarıyla yaşayabilecek kalitede bilançoları yok.

Yüksek cari denge açığı rekabet gücündeki yetersizliğin gizlendiği bir yer. Genel olarak dünyada "bu iş en iyi Türkiye'de yapılır" dedirtebildiğimiz sektörlerimiz yok. Otomotivde büyük ilerleme var ama ne Almanya'nın, ne Japonya'nın ve ne de Çin'in yarattığı katma değere ve teknolojiye (yani cari açığa katkı yapacak düzeye) sahip değiliz. Bankacılık gerçekten eskiye göre çok iyi ama hâlâ global ölçeklerde yetersiz. Ne büyüklük ne de piyasa değeri açısından bankalarımız Brezilya, Çin ve hatta zor durumda denilen İspanyol bankalarına göre bile gerideler. Kaldırıcı (aktif-sermaye oranı) sadece 8,5 olan bir bankacılık sistemi kendisini dünyada söz sahibi yapacak riskleri almıyor (ya da almalarına izin verilmiyor) ki global düzeyde ne kadar başarılı olduklarını tespit edebilelim. Bankaları bu görevde destekleyecek bir sermaye piyasası düzeni de yok. Üç yanı denizlerle çevrili bir ülke ne deniz taşımacılığında ne de gemi inşasında dünyada söz sahibi olabiliyor. Keza tarımda da. Dünya, petrol kadar gıdaya da ihtiyaç duyduğu halde Türkiye, tarımı ile Suudi Arabistan'ın petrolü ile yaptığını yapamıyor. Sonuçta ekonomi rekabet gücünün daha az sorun olduğu iç tüketime dayanmak durumunda kalıyor.

Yüksek cari denge açığı yanlış ve katı para politikalarından kaçılan bir yer. Rekabet gücü ucuz ama kaliteli üretim ve verimlilik artışı ile geliyor. Bunu sağlayacak olan da teknolojik yatırım, stratejik amaçlara odaklanmış eğitim ve en az bunlar kadar önemlisi rekabetçi kurlar ya da dış ticaret kısıtları ile üreticisine en azından belli bir olgunluğa erişmede nefes almasını sağlayacak makroekonomik politikalar. Ama yıllardır olduğu gibi serbest kur ve sermaye hareketleri rejimi ile katı bir enflasyon hedeflemesinde ısrar edilince TL faizleri gereğinden fazla yüksek kalıyor, TL reel olarak değerlendiriliyor ve cari denge açığı yükseliyor. TL'nin rekabetçi olması istenmiyor çünkü artan ithalat maliyetleri enflasyonun düşük tek hanelere gerilemesini zorlaştırıyor. Ama sonuçta ne enflasyon oranları düşebiliyor ne de kurlardan rekabet gücüne işe yarayacak (ihracat yatırımlarını özendirecek) katkı gelebiliyor.

Cari denge açığı (kâr marjına göre) yüksek vergi yükünün, yüksek işgücü maliyetlerinin ve kayıt dışının gizlendiği bir yer. İşgücü maliyetlerinin döviz kurları ile ucuzlatılamaması cari denge açığının yükselmesine sebep oluyor. Çünkü aynı sebeple ithalatı ucuzlayan diğer üretim faktörlerinin maliyetinden tasarruf yapmak için ithalata yüklenmek gerekiyor. İhracatçıların giderek ithalatçı olmalarının sebebi bu. Çareyi, muzdarip olduğu sorundan faydalanmakta buluyor.

Ayrıca işgücü maliyetlerinden tasarruf yapmak için kayıt dışına çıkılmaya çalışılıyor. Yani yüksek vergi yükü ve yüksek işgücü maliyeti anlamına gelen yüksek cari denge açığı kayıt dışına çıkılarak sürdürülmeye çalışılıyor. Sonra da timsah gözyaşları ile kayıt dışılıktan şikâyet ediliyor. Halbuki ekonomi kayıt dışından aldığı büyük katkıyla krizlere dayanıyor ve büyümeye devam edip istihdam sağlayabiliyor ve kamu bütçesini destekliyor.

Yüksek cari denge açığı, ekonomik büyümedeki aşırılığın saklandığı bir yer. İhracata yüklenerek yeteri kadar büyüyemeyen ekonomi, iç talebe yaslanarak büyüyor. Buna ses çıkarılmıyor çünkü iç talep gücü aynı zamanda istihdam ihtiyacı demek. Genç ve hızlı artan nüfus ancak hızlı ekonomik büyümeyle zaptedilebiliyor. Bu durum finansmanda dikkatli olduğu sürece hanehalkı borçluluğu tehlikeli seviyelere gelene kadar sürdürülebilir ama sonu yok demek değil.

Bu sefer dikkat!



Türkiye'de ne zaman TL rekabetçi konuma geldiyse para otoritesi hemen finansal istikrarın bozulacağı ve enflasyonun artacağı endişeleriyle TL'yi destekliyor. Ortalık yatışınca da rahatlıyor ve enflasyonun yeniden iddialı hedeflerine yaklaşması için TL'nin yeniden değerlendirilmesine izin veriyor. Halbuki 2006'da da, 2009'da da TL hazır rekabetçi düzeylere yaklaşmışken aktif olunup o düzeylerde tutulabilirdi (Grafik 2). TL'nin rekabetçi konuma gelmesinden daha çok uzun süre o konumunun sürdürülebilmesi önemli. Bugünlerde bir kez daha bu fırsat ele geçmişken kaçırılmamalı.

Sonuç olarak, yüksek cari denge açığı "tek kusurumuz bu" diye küçümsenmemeli. Çünkü cari açık birçok, hem de yapısal, kusurun bir fonksiyonu (tezahür ettiği yer). Sürdürülebilir olabilir (ve gerçekten de öyle) ama henüz vakit varken uzun vadede sonuç verecek uygulamalarla zaman içinde ekonominin daha dengeli büyümeye geçmesine önem verilmeli. Ve bunun en büyük destekçisinin de mikro değil makroekonomik politikalar olduğuna dikkat edilmeli.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Türkiye, ne Macaristan ne de Slovakya!..

*Saruhan Özel 2012.02.01*

Türkiye'nin 2012 yılı büyüme beklentileri çok geniş bir aralığa yayılıyor. Hiç büyüemeyeceğini düşünenler de var, yüzde 4-5 aralığına ulaşabileceğini düşünenler de. Yurtdışı kaynaklı beklentiler düşük, yurtiçindeki beklentiler ise yüksek. Türkiye'nin sıkıntısı Doğu Avrupa ülkeleriyle aynı kefiye konulması. Benzer konumda olup aynı sıkıntıları yaşayacağı düşünüldüğü için büyüme beklentileri olumsuzlaşıyor. Türkiye'nin elbette Euro krizinden hiç etkilenmemesi mümkün değil. Ama Türkiye'yi diğer Doğu Avrupa ülkelerinden ayırtıran ve analizlerde hesaba katılması gereken önemli farklılıkları da var.

-Türkiye'nin 2012 yılı ekonomik büyüme beklentileri çok geniş bir aralığa yayılmaya başladı. Ekonominin neredeyse hiç büyüemeyeceğini düşünenler de var, 2000'li yılların % 4,2'lik ortalamasına bakarak % 4-5 aralığına ulaşabileceğini düşünenler de. İlginç olan, bu geniş yelpazede, yatırım bankaları ya da kredi derecelendirme kuruluşları gibi yurtdışı kaynaklı beklentilerin yelpazenin düşük tarafına, yurtiçindeki beklentilerin ise yüksek tarafına yoğunlaşarak birbirlerinden ayrışıyor olmaları. Örneğin, olumsuz uçtaki IMF G-20 raporunda Türkiye ekonomisinin gelecek yıl sadece % 0,4 büyüebileceğini öngörürken Türkiye'de ekonomi yönetiminin Orta Vadeli Plan'da yer alan olumlu uçtaki beklentisi % 4. Burada bir parantez açmakta fayda var: Türkiye'de otoritelerin resmi bir büyüme hedefi yok, enflasyon hedefi var. Basında hedef diye yansıtılan rakamlar aslında ekonomi yönetiminin beklentisi ya da temennisi. Eğer enflasyon, hedefin üzerine üstelik kalıcı biçimde çıkacaksa Merkez Bankası'nın % 4 büyüme hedefine odaklanması gibi bir durum söz konusu olamaz. Ancak enflasyon hedefe uygun seyrediyorsa bu büyüme beklentisinin anlamı var. Yerel şirketlerin CEO'ları da ekonomi yönetimi gibi olumlu ucta. Basında yer alan demeçlere bakıldığında % 5'lere kadar çıkıyorlar.

Yurtdışı neden olumsuz?

Uzun bir süredir yurtdışında "biz bile beceremezken dünün kriz ülkesi Türkiye becerebiliyor olamaz" körlüğü hakim. Yurtdışı ile iş yapanlar bunu iyi biliyor ve ne demek istediğini iyi anlıyorlar. Ama bu tür ideolojik yorumlarla hareket etmek yakışık almaz. Beklentilerdeki bu farklılıkların sebeplerini tarafsız ve iktisadi değerlendirmelerle analiz etmek gerekir.

Olumsuz beklentilerin temelinde Euro Bölgesi'ndeki kriz var. Euro üyesi ülkelerin devletleri çok borçlu, bankalarının ise mevcut kredi portföylerini taşıyabilecek yeterlikte sermayeleri yok. Bu nedenle her iki kesim de özel sektörden eskisi kadar kolay ve ucuza borç bulamıyorlar. Devletler kemer sıkarken bankalar da kredi portföylerini daraltmak zorundalar. Avrupa Merkez Bankası (ECB), elden geldiğince likidite sorununu çözüyor ama bolca verdiği likidite bankalara duyulan güvensizlik nedeniyle ne bankacılık sistemi içinde dolanabiliyor ne de oradan reel sektöre yeterince gidebiliyor. Dolayısı ile bu iki kesimdeki zorunlu tasarruf, bölge ekonomisini iki taraftan sıkacak ve 2012 yılında büyük ihtimalle küçülecek. Sorunlu ülkeler kısmi borç iflası ve Euro dışına çıkıp devalüasyonla rekabet gücü kazanarak bu sarmalı kırabilirler ama cesaret edemiyorlar.

Euro Bölgesi'ndeki bu küçülme, bölgenin yanı başındaki Doğu Avrupa ekonomilerini de üç kanaldan olumsuz etkileyecek. Birincisi, Euro üyelerinin bankaları Macaristan, Slovenya, Romanya, Bulgaristan, Slovakya gibi Doğu Avrupa ülkelerinde çok etkili. Bu ülkelerdeki kredilendirmenin üçte ikisi Euro üyesi ülkelerin bankaları tarafından finanse edilirken ülke bazında neredeyse yabancı bankaların hakim olduğu ülkeler var (Grafik). Bilançolarını küçülttüklerinde mecburen bu tür ülkelerdeki iştiraklerine verdikleri kredileri azaltacaklar. Zaten bu ülkelerin dış borçları da çok yüksek. Macaristan'ın toplam (özel+kamu) dış borcu ekonomisini aşıyor (Tablo). Sonuçta, bu Doğu Avrupa ülkeleri geçmişte olduğu kadar rahat cari açık veremeyecek ve büyümelerini finanse edemeyecekler. İkincisi, küçük Doğu Avrupa ekonomilerinin büyüme motoru ihracat ve çoğunlukla Euro Bölgesi ile ticaret yapıyorlar (Tablo). Üçüncüsü, bu ülkelerin çoğunda kamu borcu ve bütçe açıkları yüksek (Tablo). Ekonomileri sıkıştığında bütçe politikalarını gevşetip destek vermeleri pek mümkün değil.

Türkiye neden farklı?

Türkiye'nin sıkıntısı, Doğu Avrupa ülkeleriyle aynı kefeye konulması. Benzer konumda olup aynı sıkıntıları yaşayacağı düşünüldüğü için büyüme beklentileri olumsuzlaşıyor. Türkiye ekonomisinin elbette Euro krizinden hiç etkilenmemesi mümkün değil. Ama Türkiye'yi diğer Doğu Avrupa ülkelerinden ayırtıran ve analizlerde hesaba katılması gereken önemli farklılıkları da var (Tablo).

Birincisi, Türkiye'deki bankacılık sistemi Doğu Avrupa ülkeleri kadar toptan finansmanla yürüyen bir finans sistemi değil. Yükümlülüklerinin % 60'ı mevduat iken sadece % 13'ü yurtdışı finansmana dayalı. Onun da üçte ikisi dış ticaret finansmanı. Yani ekonomi (ithalat üzerinden) büyüdükçe kendi finansmanını da sağlıyor. Kriz sonrası sıkılaştıran regülasyon, bankaların ECB'nin bol ve ucuz finansman imkânlarını geçmişe göre daha kısa vadeli kullanmasını gerektiriyor. Türkiye ekonomisi ve bankaları bu bağlamda çok iyi müşteri. Üstelik özel+kamu toplam dış borcumuz da D.Avrupalılara göre çok düşük (dış finansman bağımlılığımız aslında daha az).

İkincisi, Türkiye'nin büyüme motoru ihracat değil iç talep. Diğer ülkelere göre ihracatın ekonomi içindeki payı da, Euro Bölgesi ticaretinin ekonomiye oranı da çok düşük. İhracat yavaşlarsa da ekonominin üçte ikisini oluşturan iç taleple makro dengeleri fazla bozmadan % 4-5 aralığında bir büyüme oranını yakalamak mümkün. Kaldı ki, daha önceki yazılarımda da değindiğim gibi Türkiye'nin kalitesine göre ucuz ve çabuk tedarik edilebilen tüketim malı ihracatı tasarrufun öne çıktığı kriz dönemlerinde tercih sebebi oluyor. Euro krizinin şiddetlendiği geçen yıl bile Avrupa Birliği'ne olan ihracat, çift hanelerde artmaya devam etti.

Bir başka farklılık da bütçe politikasındaki manevra alanı. Türkiye'nin 2011 3. çeyreğinde ekonominin % 25'ine kadar gerilemiş düşük kamu borcu, % 1-2 aralığında yıl sonu bütçe açığı ve istikrarlı faiz dışı bütçe fazlası sayesinde ekonomideki olumsuz büyüme senaryosuna karşı cephanesi var. Ve zaten 2011'de bütçeden 2012'de ekonominin büyümesine destek verecek önemli bir kaynak da ayrıldı. Buna ayrıca para politikasındaki manevra alanını ve bankaların potansiyelini de eklemek gerekir. Faizlerin de, munzam karşılıkların da, kanuni bazı yükümlülüklerin de düşecek ve bankalara reel sektörü beslemeleri için kaynak sağlayacak önemli bir

hareket alanı mevcut. Ve bu kaynak sağlandığında işe de yarayacak çünkü Türkiye'de bankaların hem GSYİH'ya hem de mevduata göre (özellikle hanehalkına) kredi verme kapasitesi çok daha fazla.

Yerel beklentiler, ülkenin bu tür farklılıklarını gördüğü için yurtdışı kaynaklı analizlere göre daha iyimser. Yeter ki, bu desteklere ihtiyaç olacağını gördüğünde otorite gecikmesin ve cömert olsun.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Merkez Bankası bu sefer dikkat etmeli!

*Saruhan Özel 2012.02.08*

Türkiye'de para politikası ABD'de FED'in, Euro Bölgesi'nde ECB'nin ya da Çin'de PBC'nin uyguladığı gibi uygulanamaz.

Çünkü Türkiye ekonomisinin dinamikleri, sosyal ve ekonomik özellikleri ve buna göre ihtiyaçları bu ülke ya da bölgedekilerden çok farklı.

Türkiye'de para politikası körü körüne sadece enflasyon hedefleyerek de uygulanamaz. Çünkü ekonominin yapısı itibarı ile enflasyonu etkileyen ama Merkez Bankası'nın kontrol edemeyeceği birçok faktör var. Az bir fayda sağlamak için züccaciye dükkanındaki fil konumuna gelip ortalığı kırıp dökmek zorunda kalma riski var. Bu gerçek 2011 sonunda kendisini bir kez daha gösterdi. Yurtdışından sermaye akışı olacak diye politika faizi gereğinden de fazla indirilip TL'nin "kontrollü" bir şekilde değer kaybetmesine çalışılırken bir anda panik havası oluştu (Grafik 1). Beklentilerin çok ötesine giden TL değer kaybı ancak kısa vadeli faiz %12'lere çekilerek durdurulabildi. Bunun maliyetini başta vergi mükellefleri olmak üzere bütün ekonomi ödeyecek (ve tabii yine farkında olmadan). Türkiye'de enflasyonun kurdan çok destek aldığı ama destek gidince bir anda fırlayıverdiği bir kez daha teyit edilmiş oldu. Değişken hava şartlarının tarım fiyatlarında meydana getirdiği oynaklık da zaten cabası. Dünyada da artık körü körüne enflasyon hedefleyen merkez bankası pek kalmadı.

Güzel olan, artık Türkiye'de bu özelliğin gayet farkında olan bir para otoritesinin olması. Özellikle global kriz sonrası ekonomideki gerçeklerin farkındalığı ile para politikasını ve kur rejimini giderek daha esnek hale getiriyor. Ama özellikle 2012'de dikkat etmesi gereken konular var.

### Büyümeye dikkat

Merkez Bankası sadece para politikası araçlarını değil amaçlarını da çeşitlendiriyor. 2010 yılı sonunda enflasyon hedefine son derece doğru bir hamle ile sürdürülebilir cari açık ya da makul kredi genişlemesi gibi değişkenlerle ifade edilen finansal istikrar hedefini de eklemişti. Çünkü finansal istikrar olmazsa döviz kurlarında istikrar olmaz. Döviz kurlarında istikrar olmazsa enflasyon hedeflerin çok ötesine gidebilir.

Türkiye ekonomisi için çok önemli hale gelen ve gerçekleşmediği durumda ekonomide yapısal bazı sıkıntıları ortaya çıkarıp finansal istikrarı tehlikeye atacak bir başka faktör daha var. Ekonomik büyüme. Belki Türkiye enflasyonun birkaç sene %10'lar civarında kalmasını kaldırabilir ama son yıllardaki yatırım atağı ile %5-7 arasına çıktığını düşündüğüm potansiyel büyümesine birkaç sene ulaşamayacağı kaldıramaz (Grafik 1). Merkez

Bankası enflasyonu takip ederken ekonominin potansiyel büyüme oranından fazla uzaklaşmamasına çok dikkat etmek durumunda. Özellikle 2012 gibi risklerin bu bağlamda daha da arttığı bir yılda bu daha da önemli. Geleceğe bakıldığında Türkiye ekonomisinin şu anda önündeki en önemli risk, tartışmasız bir şekilde, ekonominin gereğinden fazla yavaşlaması ya da duraklaması. İşin ilginç, finansal istikrarı bozabilecek bir faktör olarak görülen banka kredilerindeki artış aynı zamanda Türkiye ekonomisinde büyümenin de en büyük destekçisi.

Neyse ki, Merkez Bankası bu riskin farkında olduğunu gösteriyor. Ocak ayı sonunda %11'e yaklaşan enflasyonu 1 yıl içinde %5'lik 2012 sonu hedefine ekonomiye büyük bir maliyet ödetmeden indiremeyeceğini, ekonominin şu anda böyle bir gücü olmadığını görüyor. Bu yaklaşım sayesinde 2012 yılında ekonomik büyüme yanlış bir para politikası tehdidinden kurtulmuş ve resmi %4'lük büyüme beklentisinin inandırıcılığı artmış oluyor. Reel sektörün bunu bütçelerine yansıtmasında fayda var.

Döviz kurlarına daha da dikkat

Merkez Bankası'nın bunu yaparken dikkat etmesi gereken bir o kadar önemli diğer konu da döviz kurlarının seyri. Değer kaybeden TL belki enflasyonu yükseltiyor ama aynı zamanda ekonominin rekabet gücüne büyük destek veriyor. Enflasyonu yeniden indirmek için TL'nin güçlenmesine izin vererek enflasyonu yeniden düşürmek hiç zor değil. TL faizi gereğinden yüksek tutulur, global risk iştahı artınca içeriye bolca kısa vadeli spekülasyon sermayenin girmesi ve TL'yi enflasyon düşene kadar güçlendirmesi karşından seyretilir ve sonra enflasyon istenen seviyelere gelince faiz indirilir. Bu süreçte de ekonominin rekabet gücü büyük darbe alır.

Ne var ki, büyüme riskine dikkat ettiğini görmekle beraber Merkez Bankası'nın TL'nin güçlenmesine, yani döviz kurlarının aşağı doğru hareketine, ne kadar hassas olduğu belli değil. Haklı olarak, elini açık edip spekülasyonu cesaretlendirmek istemiyor. Ama TL'nin sepete karşı 2.05 civarında seyrettiği son enflasyon raporu toplantısında kurdaki düşüşün henüz Merkez Bankası'nı rahatsız etmediği şeklindeki yorum, şartlar uygun olduğunda (yani ekonomiye yeteri kadar döviz girişi olduğunda) TL'nin bir miktar daha değerlenmesine izin verilebileceğini gösteriyor.

Ama ihracatçı ya da ithalatçı kesimlerle özel bir ilgisi olmayan, ekonominin mümkün olduğu kadar dengeli büyümesine destek verilmesi gerektiğini düşünen ve döviz kurlarının da bu dengenin en büyük belirleyicisi olduğuna inanan bir ekonomist olarak bunun tam tersinin olması gerektiğini düşünüyorum. Kamuoyu da gayet iyi biliyor ki, cari denge açığının son dönemde gerilemeye başlamasının ardında ithalatın pahalılaşması (pahalı kalmaya devam edeceği beklentisi) çok etkiliydi (Grafik 3). O nedenle, TL'nin 2011'deki değer kaybı sonrasında yükselen enflasyon ve faiz maliyetleri ödenerek iyileştirilen rekabet gücü anlamsız bir şekilde kaybedilmemeli. 2012 başından itibaren görüldüğü gibi artmaya başlayan global risk iştahının TL'yi yeniden değerlendirmesine izin verilmemeli. TL değer kaybederken gösterilen refleks değer kazanırken de gösterilmeli. Tercihen bir an evvel döviz alınarak (ve repo fonlamasını azaltıp karşılığı TL'yi dengeleyerek) rezervler güçlendirilmeli.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Kriz Avrupa Merkez Bankası ile bitti; Yunanistan figüran...

---

Yunanistan'da yaşananlar gündemi çok meşgul ediyor. Çünkü magazin değeri yüksek.

Yunan politikası kaos içerisinde, muhalefet partileri Almanya aleyhine sloganlar atıyor, başbakan muhalefet partilerini "ya yaptırımları imzala ya da iflas" diye tehdit ediyor, halk sokakları ateşe veriyor, vs. Basın yeterli ilgiyi çekecek kalitede haber bulmakta zorlanmıyor.

Yatırımcıların şunu açıkça görmeleri gerekiyor: 2008 Eylül ayında ABD'de Lehman Brothers adlı yatırım bankasının iflası ile ateşlenen global kriz aslında Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB'nin) geçen yıl sonunda Avrupa bankalarına yaptığı 3 yıllık fonlama ile bitmiş oldu. Bundan sonra yaşanacaklar artık krizden çıkışın yönünü değil, hızını (sürecini) ve şiddetini belirleyecek.

ECB, krizi nasıl bitirdi?

ABD, krizde oluşan zararları çabuk paylaştırdı. Bir kısmını vergi mükelleflerine bir kısmını da banka hissedarlarına ödedi. Böylece bilançolardaki pisliklerin önemli bir bölümünü yeniden ekonomiyi büyütebilecek ve istihdam sağlayacak kadar temizlemiş oldu. Kalan kısmını da zaman içinde temizleyecek adımları atıyor.

Krizin dolaylı dolaysız etkilerini gören Avrupa'da ise 2 yıldır bir türlü zararları kimin üstleneceğine karar verilemedi. Politikacılar ne bankalarına ne de halklarına söz geçiremediler. Bankaların zararlarını devletler üstlendikçe devletlerin itibarı sarsıldı, devletlerin itibarı sarsıldıkça da artık kurtaracak otorite kalmadı diye bankalar itibar kaybetti. Devletler çareyi tasarruf yapmakta arayınca bu sefer de ekonomilerin küçülmeleri ve borçların altında ezilmesi riski ortaya çıktı. Çare, zayıflayan ekonomilerin Euro'dan çıkıp iflas ve devalüasyon kombinasyonu ile büyüme rüzgârını yakalamasıydı. Ama Euro Projesi için zamanında büyük bir çaba harcayan Almanya ve Fransa gibi büyükler bu çözülmeyi kontrol edemeyeceklerini düşünerek cesaret edemediler. Geçen sürede zayıflar daha da zayıfladı. 2008-2010 döneminde İrlanda % 10, Yunanistan % 7, İtalya % 5, İspanya % 3 ve Portekiz % 1,5 küçüldüler ve bazıları 2011'de de küçülmeye devam etti. Yani katlanılacak zararın boyutu büyüdü ve piyasalar iyice güvenlerini kaybettiler. Sorunlu ülkelerden ve bankalardan iyice kaçmaya başladılar.

Sonunda ECB devreye girdi. Baştan beri radikal davranmakta nazlanan eski başkan Trichet'ye onurlu biçimde (emekli ederek) el çektirip yeni başkan Draghi ile birlikte krizi bitirecek adımı attı. Bankalarına 3 yıl gibi uzun bir vadede ve çok ucuz bir maliyetle (şimdilik % 1 ama daha da düşecek) bolca likidite verip yatırımcılara "siz ne kadar kaçarsanız kaçın ben bankaları yaşatacağım" mesajı verdi (Grafik 1). Sonuçta Euro basma gücü olan ECB bunu yapacağını taahhüt edip gerçekten yapmaya da başlayınca piyasalar yatıştı. Kısa sürede en kötüyü gördükleri ve bundan sonra daha kötüsünün yaşanmayacağı konusunda ikna oldular. Sorunlu bankaların hisseleri ile sorunlu ülkelerin tahvillerine geri döndüler (Grafik 2 ve 3).

Bazı analistler bu aksiyonla sadece zaman kazanıldığını ve Yunanistan, Portekiz gibi ülkelerde özellikle büyüme tarafındaki soruna yönelik henüz bir çözüm ortaya konulmadığı görüşündeler ve krizin bitmediğini düşünüyorlar. Büyüme tarafında haklılar ama krizin bitmediği konusunda atladıkları önemli bir husus var: Bu sefer sadece zaman kazanılmadı. ECB geri dönülmez bir yola girerek piyasaları çok endişelendiren banka ve devlet iflas sarmalını kırdı. Krizin artık bitmiş olduğunu düşünmek gerektiğinin sebebi bu.

Yunanistan artık faktör değil

Avrupa Komisyonu, IMF ve ECB Troykası, Yunanistan sorununu 130 milyar Euro daha destek verip karşılığında 3,3 milyar Euro tasarruf yaptırarak ve kamu borcunun özel sektöre olan kısmının en az % 70'sini affettirip kalanının vadesini uzatarak ve faizini düşürerek çözmeye çalışıyor. İstenen 2015'e kadar 150 bin kamu çalışanının işten çıkarılması, emeklilerin ve kamu maaşlarının dörtte bir azaltılması, kamu yatırımlarının

durdurulması gibi acı önlemler. Böylece kamu borcu ekonominin % 120'sine (yani İtalya seviyesine) gerileyecek. Almanya liderliğinde otoriteler bu önlemlerden hiç taviz vermiyorlar. Çünkü borcu iki kez yeniden yapılandıramayacaklarını, bir kere de bu pisliği temizlemek gerektiğini biliyorlar. Meclis'teki partiler de bunu savaşımdan imzalarlarsa, 2002'de Türkiye'de olduğu gibi, politika sahnesinden silineceklerinin farkındalar. O yüzden son dakikaya kadar savaşıp halkın gözünde "mücadele etmiş ama gücü yetmemiş" konumda olmak istediler. Ama sonunda önlemler Meclis'ten büyük oy çoğunluğu ile geçti. Troyka bu hafta bunu onaylayacak ve Yunanistan sorununu çözmeye yönelik bir süreç başlayacak.

İlginç olan, kamuoyuna yansıtılanın tersine bu anlaşmanın Yunanistan'ın sorununu çözemeyecek olması. Borcu ekonomisinin % 120'sine inse de Yunanistan'ın bunu ödeyecek gücü yok. Çünkü kendisinden istenen tasarrufları yapmaya çalışırsa ekonomisini büyütemez ve borcunu azaltmasını sağlayacak faiz dışı bütçe fazlasını üretemez. Ekonominin büyüdüğünü görmedikçe de özel sektörden borç bulamaz. 2011'de % 7 daha küçülmesi beklenen Yunanistan, bu yıl da buna yakın küçülebilir. O nedenle büyük olasılıkla 1 yıla bile kalmadan istenen tasarruf önlemlerini almaktan çark edecek ve 130 milyar Euro'luk desteği kaybedecek. Sonunda Euro sistemini terk edecek ve zaten % 70'i tıraşlanmış borcunu bu sefer Drahmi'ye çevirip devalüe ederek ödenebilir hale getirecek. Çünkü rekabetçi bir Drahmi ekonominin büyüme motoru olacak.

Piyasalar için en önemlisi ECB'nin söz dinleyip bankaların arkasına geçmesi idi. Bunu elde ettikten sonra da öyle ya da böyle Yunanistan'la bir anlaşmanın yapılacağına oynadılar. Ama aynı zamanda anlaşmanın Yunanistan'ın borcu azaltmaktan öte sorununu çözemeyeceğini de gayet iyi biliyorlar. Yunanistan'daki zararlar artık yazıldı ve o yüzden bundan sonra Yunanistan bir faktör değil. Ama piyasaların bir beklentileri daha var: Yunanistan'dan sonra Portekiz ve diğerlerinin iflasının önlenmesi. Büyük olasılıkla bunu da yapacaklar. Nasılsa Yunanistan'a verilen destek fazla kullanılmayacağı için ellerinde hazır kaynak da olacak.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Sivribiberle enflasyon, cep telefonuyla cari açık düşmez

*Saruhan Özel 2012.02.22*

Türkiye'de 2001 krizi yaşanmadan önce yüksek enflasyonla mücadele edilirken ilginç yaklaşımlar sergilenmişti.

Bunlardan biri sivribiber tartışmasıydı. Tarım fiyatlarındaki artışın enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini engelleyemeyen Merkez Bankası çareyi halka o dönemde fiyatı özellikle artan sivribiberi almamalarını tavsiye etmekte bulmuştu (2-3 ay tüketilmezse fiyatının düşeceği düşünülüyordu). 12 yıl sonra bu sefer ekonomide enflasyondan ziyade cari denge açığı sorunu gündemde. Ve ilginç yaklaşım geleneği devam ediyor. Cep telefonu ithalatının yüksekliği görülünce bu sefer de neden bu kadar cep telefonu talep edildiği sorgulanıyor. Cep telefonlarına olan talep azalabilirse ve örneğin, halk daha az sıklıkla değiştirirse, cari denge açığının olumlu etkileneceği düşünülüyor.

Halbuki Türkiye'de 12 yıl önce enflasyonun sebebi sivribiber olmadığı gibi bugün cari denge açığının sebebi de ne cep telefonu ne de genelde tüketim malı ithalatı. Tüketim malının toplam ithalat içindeki payı sadece % 12 (cep telefonu ithalatı % 0,7, Grafik 1). Mümkün değil ama hiç tüketim malı ithal edilmese yine de cari denge açığı ekonominin % 6'sı büyüklüğünde. Üstelik cep telefonu yanlış örnek. Teknolojik gelişimin ve inovasyonun zirve yaptığı bir mal grubu olarak Hindistan'da da, Türkiye'de de, ABD'de de en çok talep gören tüketim

mallarından biri. Hem sosyal hem iş hayatında büyük bir verimlilik ve maliyet tasarrufu sağlıyor. Kolay iletişim, uzaktan iş yapabilme ve rekabeti arttırıcı gücü sayesinde birçok sektör fiyat artırma gücünden mahrum kalmış olduğu için enflasyonu olumlu etkiliyor. Telefon talebinin zenginlikle de alakası yok. Çünkü globalizasyon sayesinde geniş kesimlerin bütçelerine uygun maliyetlerde üretilebiliyor. Lüks araba alamayan güzel bir cep telefonu alabiliyor. O nedenle iyi ki halkımız yeteri kadar zengin değil de cep telefonları kadar otomobillerini değiştirmiyor veya adet olarak cep telefonu kadar otomobil ithal etmiyoruz.

Sebep neyse çözüm orada

Cari denge açığının sebebi açık ve net. Türkiye'nin demografik ve sosyal yapısından kaynaklanan iç talep ağırlıklı bir büyüme gücü var. Kişi başına milli geliri gelişmiş ülke seviyelerine, örneğin 30 bin dolar seviyelerine çıkana ve nüfus artış hızı yavaşlayana kadar da bu durum devam edecek. Gayet dinamik, iş bilen ve risk alan bir özel sektörü var ve bu potansiyeli görerek yatırım yapmaya çalışıyor. Bu yatırımların finansmanı için gerekli uzun vadeli sermaye yurtdışında temin edilebildiği için de mevcut makro politikalar çerçevesinde cari denge açığı yükseliyor. Geçmişe yönelik olarak bakıldığında bu ilişki çok net (Grafik 2).

Diyelim ki, G.Kore, ABD, Japonya gibi kaliteli, en inovatif cep telefonu yapacak bilim adamı ve teknoloji gücümüz var veya yoksa da Çin, Hindistan gibi daha ucuz modellerden para kazanabilecek maliyetlerde işgücümüz mevcut. Bu sayede özel sektör bir şekilde ikna oldu ve cep telefonunu baştan sona Türkiye'de üretecek ve cep telefonu ithalatını ikame edecek yatırımı yapmak istedi. Ama yatırım demek makul maliyetlerde ve uzun vadeli finansman imkânı demek. Son yıllarda TL vadelerinde ve faizlerinde önemli bir gelişme olduysa da Türkiye'de hâlâ yatırım talebini doyuracak kadar ucuz ve uzun vadeli TL borçlanma imkânı yok. Mecburen özel sektör bu ihtiyacını finansman yurtdışından sermaye ithal ederek karşılayacak. Mevcut makro politikalar çerçevesinde bu döviz girişi TL'yi güçlendirecek ve ihracat marjlarını azaltırken cep telefonu olmasa da başka malların ithalatını ucuzlatacak. Cari açık yine yükselecek. Üstelik bu uzun vadeli döviz girişi, TL faizi yüksek ve vadesi kısa olup güzel bir spekülasyon getiri imkânı sağladığı için yanında kısa vadeli sermayeyi de sürükleyecek. Bu da yine makro politikalar buna karşı tavır almadığı ya da hareket kabiliyetini sınırlamadığı sürece TL'deki güçlenmeyi artıracak (Grafik 3).

Dolayısıyla, mevcut makro politikalarını daha cesur kullanarak TL'yi yatırımları için uzun vadeli ve makul maliyetli bir para birimi haline getirmediği sürece Türkiye ya ekonomik büyümesini yavaşlatarak cari açığı azaltmak ya da cari açığın yüksek seyretmesine katlanıp bunun için ihtiyaç duyacağı sermaye hareketlerini yönetmek zorunda. Bunun dışında her türlü ithal ikamesini sonunda fiyat mekanizması yani kurlar belirleyecek. İster tüketim malı ister aramal sonuçta özel sektör nasıl daha makul maliyetlerde üretim yapabiliyorsa öyle yapacak. İthalat ucuzsa ithal edecek, ithalat pahalıysa içeride üretmeye/ürettirmeye çalışacak. Bu teşvik mekanizmaları işe yaramaz demek değil. Eğer makro politikalar doğru yöndeysse teşvik mekanizmaları (ki o da doğru teşvikler ise) sadece yardımcı olabilir ve zaten yuvarlanmakta olan topu biraz hızlandırır. Eğer kur rejiminden para politikasına kadar makro politikalar fiyat mekanizmasını ekonomiyi dengeli şekilde büyütecek şekilde uygulanmıyorsa teşvikler kamu kaynaklarını israftan öteye geçemez ve arzu edilen sonuçları sağlayamaz.

Elbette makro politikaların bu yönde cesur kullanılması bazı yan etkileri riske edecektir. Ama günün sonunda bir seçim yapılmak zorunda.

Sonuç olarak, cari açığının makul seviyelerde seyretmesi ama buna rağmen ülkenin ihtiyaç duyduğu yüksek kalkınma hızının devam etmesi isteniyorsa TL borçlanma imkânlarının çeşitlenmesi, vadelerinin uzaması ve maliyetlerinin de (enflasyonsuz para kazanabilecek kadar) döviz fonlama maliyetleri ile rekabet edebilecek düzeylerde olması gerekiyor. Bugünden kararlı bir makro yaklaşım sergilense bile bu doğal olarak zaman

alacak. Cari denge açığında enerji açığının önemi düşünülürse kısa vadede daha çabuk sonuç alınabilecek bir şekilde kamunun kaynaklarını nükleer enerji başta olmak üzere enerji altyapı yatırımlarına yönlendirmek çok daha mantıklı.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## İyice bollaşan likidite nereye gidecek?

*Saruhan Özel 2012.02.29*

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları global krizle mücadeleye baş koymuş durumdalar.

Yıllarca ders kitaplarında örnek gösterilecek eşzamanlı bir parasal genişleme hareketi izliyoruz. ABD merkez bankası FED zaten uzun süredir faizleri neredeyse sıfırlamıştı. Onun da üzerine iki defa piyasalardan tahvil alıp likidite verme operasyonlarını yaptı. Yetmedi, 2014'e kadar faizleri artırmayacağını ilan edip üçüncü bir parasal genişleme operasyonunu tartışmaya başladı. Ama doğruya doğru, bugün ABD ekonomisi krizi arkasına bırakmış ve yavaş da olsa büyümeye ve istihdam sağlamaya başladıysa mimarı FED'in bu ultra gevşek politikası. Olaya biraz geç uyanmış olsa da Avrupa merkez bankası ECB de artık oldukça radikal şeyler yapıyor. Euro kısa vadeli fonlama (repo) faizini yüzde 1'e indirdi ve daha da indirecek. Bunun yanında önce ikinci piyasadan ülke tahvilleri aldı ama yetmeyince bankalara 3 yıla kadar repo faizinden sınırsız fonlama yapacak kadar radikalleşti. Kredi derecelendirme şirketleri not indirdikçe teminatları gevşetip karşılık verdi. Ama Avrupa, bugün Yunanistan'ı bir yola sokabilmiş ve sıkıntının İspanya ve İtalya'ya bulaşmasını engellediyse bunun mimarı da ECB'nin özellikle bu radikal uygulamaları.

FED ve ECB gibi İngiltere ve Japon merkez bankaları da (BOE ve BOJ) likidite musluklarını iyice gevşetmiş durumdalar. Zaten ekonomiye finansal sistemden çoğu devlet tahvili olarak varlık satın alıp 200 milyar Sterlin (£) pompalamış olan BOE geçen hafta 75 milyar Sterlin'lik daha alım yapacağını açıkladı. Yine geçen hafta BOJ 125 milyar dolar karşılığı Yen pompalama kararının yanına bugüne kadarki en radikal hareketini yapıp yüzde 1'lik enflasyon hedefi ekledi. Bu BOJ'nin kendisini halen 0,3'lük deflasyon yüzde 1 enflasyona dönüşene kadar ekonomiye likidite pompalamaya devam etmekle bağlamış olması anlamına geliyor.

Sanki gelişmiş ülkeleri likidite pompalamada yalnız bırakmak istemezmişçesine Çin merkez bankası da (PBC) yine geçen hafta munzam karşılıkları yarım puan indirerek bankalarına 60 milyar dolar civarında bir kaynağı krediye dönüştürmeleri için geri verdi. Brezilya ve Endonezya gibi diğer büyük gelişmekte olan ülkeler de zaten bir süredir hem faiz indirip hem de aktif biçimde döviz olarak (ve sterilize etmeyerek) ekonomilerine ek likidite sağlıyorlar.

Elbette profesyonel yatırımcılar yapılanları yakından izliyor ve uzun süre emirlerinde olacak bu likiditenin bir yerlere gitmek zorunda kalacağını görüyorlar. Kısa vadede özellikle küçük yatırımcıları korkutan ama geçici olabilecek çeşitli risk faktörlerini elekten geçirebilenler likiditenin gelişmiş ülkelere göre yapısal sorunu daha az ve büyüme kapasitesi çok daha fazla olan gelişmekte olan ülkelere yöneleceğinin farkındalar. Bu ülkelerde hem varlık fiyatlarının değerlendirilmesine hem de para birimlerinin güçlenmesine oynuyorlar. Son bir buçuk yıldır Avrupa'daki otoritelerin ECB devreye girene kadarki krizi çözme acizlikleri nedeniyle gelişmekte olan ülkelerdeki değerlemelerin genel olarak yatırıma uygun (ucuz) seviyelere gelmiş olması cazibeyi artırıyor.



2011'de yüzde 21 değer kaybeden MSCI gelişmekte olan ülkeler hisse fiyat endeksi yıl başından beri yüzde 16 yükseldi (Grafik). Yani görünen o ki piyasalar bu likiditeyi gelişmekte olan ülkelere yansıtma ya başladı bile. Ama burada da "hangi gelişmekte olan ülkeler" sorusuna cevap vermek gerekiyor.

Türkiye, yatırımcıların gözdesi

Resmi otoriteler, kredi derecelendirme kuruluşları ya da Türkiye'den uzak olup i dinamiğini görmekte aciz olan analistler sürekli Türkiye'nin riskli noktalarını gündeme taşımak isteyebilirler. Ama özellikle büyük resme bakarak uzun vadeli hareket eden yatırımcılar, Türkiye'nin yapısal sağlamlığına çok daha ikna olmuş durumdalar. Bunlardan biri de Bloomberg Markets analistlerinin yaptıkları detaylı gelişmekte olan ülke analizi (Tablo 1). Bu analizde gelişmekte olan ülkeler 2012-2016 dönemine bakılarak (yani geleceğe yönelik olarak) büyüme, enflasyon, kamu borcu, hisse senedi değerlemeleri, kurlardaki oynaklık ve iş yapmaya elverişlilik gibi faktörlerden oluşturulan bir endeksle notlandırılıyorlar. Buna göre Türkiye, Çin, Tayland, Peru, şili, Malezya ve Polonya'nın ardından 7. sırada yer alıyor (Tablo 1). Diğer bir deyişle, Türkiye, Brezilya, Hindistan ve Rusya gibi çok konuşulan BRIC lkeleri ile Güney Afrika ve Endonezya gibi yatırım yapılabilir seviyede olan diğer gelişmekte olan ülkeleri geride bırakmış durumda. Analizde Türkiye'yi önündeki ülkelere göre dezavantajlı konumda tutan en önemli faktör 2012-2016 dönemine yönelik büyüme beklentisi. Burada kullanılan IMF beklentilerine Türkiye bu dönemde yüzde 3,8 bir büyüme ortalamasına ulaşacak. Bu beklenti benim tahminlerime göre yüzde 5-7 arasında olan ekonominin makro dengeleri fazla rahatsız etmeden sürdürebileceği (potansiyel) büyüme hızının oldukça altında.

Risk iştahı yükselirse neresi?

Bloomberg Markets analizinde Çin, Peru, Türkiye gibi gelişmekte olan ülke kapsamında olsa da belli bir gelişmişlik seviyesinde olan ülkelerin dışında kalanlar da inceleniyor. Bariz olarak diğer gruptaki ülkelerden çok daha hızlı büyüme ngrleri var. Bu tür ülkeler yatırımcılar açısından girmesi ve çıkması daha zor ve öngörülerin hata payı çok daha yüksek olan grup. Ama o nispette de daha yüksek getiri imkanı sundukları dşnlyor. Profesyonel (risk yönetimine önem veren kurumsal) yatırımcıların portföylerinde her zaman bu tür ülkelere hem yer hem de ihtiyaç var. Buna göre Vietnam yatırımcıların yüksek riskli gruptaki gözdesi konumunda (Tablo 2). Tunus, Umman ve Kenya gibi ülkeler de ilk on beş sıralamasına girebilen diğer ilginç lkeler.

Ama belki de en ilginç olan, Türkiye'deki hisse senedi değerlemesinin (fiyat kazanç değeri olarak) bu riskli ve yüksek getirili 15 ülkenin 7'sinden daha ucuz (görülüyor) olması.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Merkez bankaları ile savaşmanın anlamı yok!

*Saruhan zel 2012.03.07*

Bir süredir ABD'de çeşitli ülkelerden kurumsal yatırımcılarla görüşerek global ekonomik gelişmelere ve Türkiye ekonomisine yönelik beklentilerini toparlama imkânım oldu. Gördüklerim genel olarak umut verici.

## En kötü geride kaldı

Bana göre en önemli mesaj, yatırımcıların söz birliği etmişçesine global krizde, en azından finansal tarafta, en kötünün geride kaldığını düşünüyor olmaları. Bunun temel sebebi, ABD merkez bankası FED'in daha önce yaptığı gibi Avrupa merkez bankası ECB'nin de çok cömert fonlama imkânlarıyla Euro Bölgesi'ndeki banka ve devlet iflas sarmalını kırmış olması. Devletler mi bankaları, bankalar mı devletleri batıracak derken araya giren ECB 3 ay içinde 1 trilyon Euro'dan (€) fazla 3 yıllık fonlamayı bankalara ve hatta şirketlerin tüketici finansman iştiraklerine aktarınca gerçekten de bölgedeki likidite sorununu bir anda bitiriverdi (Grafik 1). Bankalar en azından 2012 yılına yönelik finansman endişelerinden kurtuldular ve giderek artan miktarlarda devlet tahvili almaya başladılar. Sarmal bir anda tersine döndü ve olumlu tarafta çalışmaya başladı. İtalya ve İspanya 10 yıllık referans tahvilleri yüzde 5'in altına geriledi (Grafik 2).

## Yapısal sorunlar korkutuyor

İkinci önemli mesaj, yatırımcıların yapısal sorunlara yönelik hâlâ kötümser konumda olmaları. Genel görüş, "merkez bankaları likidite sorununu aştı ama yapısal sorunlar henüz çözülmüş değil, bu durum piyasalarda daha çok oynaklıklar meydana getirir" şeklinde. Özellikle büyüme beklentileri hâlâ çok kötü. Kimse yakın zamanda ne İspanya'nın yüzde 23'e çıkan işsizlik oranını azaltabilecek ne de Yunanistan'ın mevcut kurtarma paketi sonrasında ekonomisinin yüzde 120'sine inmesi beklenen kamu borcunu ödeyebilecek kadar büyüyeceğine inanmıyor (Grafik 3). Hatta Yunanistan'ın ikinci bir iflasa gidip sonunda Euro sistemini terk edeceğini düşünen çok yatırımcı var. Çünkü büyümeyi ancak devalüasyonla rekabet gücü kazanarak sağlayabilecek. Nasılsa borcunun yarısından fazlasını traşlamış bir şekilde devalüasyona gitmesi piyasaları daha fazla rahatsız da etmeyecek.

Son günlerde yapısal sorunların yanına bir de politik riskler ve bunun petrol fiyatlarına yansımaları eklenmiş durumda. ABD'nin seçimler öncesinde İsrail'in zorlamasıyla İran ve Suriye'ye karşı sertleşmek zorunda kalması yatırımcıları ürkütüyor. Bölgedeki muhtemel bir çatışmayla petrol fiyatlarının hızla yükselmesinden ve tüketicilerin bütçelerine darbe vurup merkez bankalarının tüm desteğine rağmen ekonomileri durgunluğa sokacağından endişe ediliyor.

Uzanılamayan ciğer mundar

Yapısal taraftaki kötümserlik ve olumsuz politik beklentiler nedeniyle yatırımcılar gönül rahatlığı ile pozisyon alamıyorlar. Çoğunun portföylerindeki nakit oranı geçmişteki ortalamalarının çok üzerinde. Yılbaşından beri piyasalarda yaşanan hızlı yükseliş işler iyiye gittiği için değil "daha kötüye gitmeyeceğine inanıldığı için" ve düşük hacimlerle gerçekleşmiş durumda (Grafik 4). Yani yatırımcıların finansal taraftaki aşırı boyuttaki korkularının azalmasının bir neticesi. Hızlı yükselişin zamanında pozisyon alamayanların canını acıttığı da çok açık. Piyasalar yükseldikçe oyuna girmeleri daha da zorlaşıyor ve tribünlerden seyredip piyasaların oturaklı bir düzeltme yapmasını bekliyorlar. Bu düzeltmenin gelmesi için de bardağın boş tarafı gösterilerek yukarıdaki yapısal sorunlara ve politik risklere gereğinden çok daha fazla vurgu yapılıyor. Bu sayede mevcut (yanlış) konumları da haklı gösterilmeye çalışılıyor.

Tüm bunların geleceğe yönelik anlamı şu: Piyasalarda gerçekten bir düzeltme süreci yaşansa da bu büyük ihtimalle tribündekilerin umut ettiği kadar şiddetli olmayacak. Ayrıca yüksek nakit pozisyonlar nedeniyle sonrasında yeniden hızlı bir yükseliş trendini başlatabilecek yeteri kadar cephe de mevcut. Öte yandan piyasaların her ne kadar risk faktörü olarak vurgulasalar da aslında Ortadoğu'daki gerginliğin tüm dünyayı tehdit edecek bir boyuta gelmesini beklemedikleri de çok açık bir şekilde görülüyor. Bu riski aslında tam olarak fiyatlara yansıtmış değiller. Böyle bir durumda gerçekten de piyasalarda can acıtacak düşüşler olacağını düşünmek ve buna hazırlıklı olmak gerekir.

## Gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye

Portföy yöneticileri ve yatırımcıların genel olarak paylaştıkları bir başka görüş, gelişmekte olan ülkelerin hem tahvil hem de hisse senedi yatırımlarında çok daha fazla tercih edilmesi gerektiği. Gelişmekte olan ülkeler artık gelişmişlerle aynı risk düzeyine geldi ama çok daha yüksek getiriler sunuyorlar. Kaldı ki, finansman talebi de zaten bu bölgelerden geliyor. Bugün hâlâ dünyadaki tahvil yatırımlarının yüzde 97'si G-7 ülkelerine (ABD, Kanada, İngiltere, Japonya, Almanya, Fransa ve İtalya grubuna) yapılıyor. Dolayısıyla, gözler çok açık bir şekilde yapısal sorunları daha az ve büyüme kapasitesi daha fazla olan gelişmekte olan ülkelere. Güzel olan, Türkiye'nin artık gelişmekte olan ülkeler içindeki saygınlığını belirgin şekilde kabul ettirmiş olması. Özellikle bütçe disiplini ve bankacılık sisteminin kriz dayanıklılığı çok övgü alıyor. Hâlâ daha Merkez Bankası'nın proaktif uygulamalarını sorgulayanlar var. Ama cari denge açığındaki duraklama ve bankaların kredi portföylerindeki büyümenin yavaşlaması ile "sonuç alındığının görülmesi" bu sorguların şiddetini azaltıyor ve ikna etmek kolaylaşıyor. Ayrıca açık bir şekilde yurtdışı finansmandaki sert bir azalışa (yani cari denge açığındaki sert bir düşüşe) ve dolayısıyla ekonominin sert biçimde yavaşlayacağına yönelik endişelerin azaldığını gördüm. Kısa süre önce Goldman Sachs ve IMF tarafından yüzde 1'in altındaki 2012 büyüme beklentilerinin sırasıyla yüzde 2,3'e ve yüzde 2,5'e yükseltilmiş olması bunun güzel örnekleri oldu. Bu kurumların görüşleri yurtdışında (benim gibi yurtiçinden görüş bildirenlerden) daha etkili oluyor maalesef. Regülasyonun bankaları ne kadar daha zorlayacağı ve banka kârlılıklarındaki düşüşler ise yatırımcılar tarafından sürekli önüme konulan risk faktörleri oldu.

Özetle, global beklentiler merkez bankalarının koordineli radikal uygulamaları sayesinde olumluya dönmüş durumda. Ama cesaret gösterip de beklentileri aksiyona dönüştüren az. Yapısal sorunlara ve risklere çok fazla takılıp da merkez bankalarıyla savaşmaya çalışmanın pek anlamı yok. Sorunlar çözülene kadar bu destek devam edecek çünkü.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Gayrimenkul ve altını ekonomiye dahil etmeliyiz

*Saruhan Özel 2012.03.14*

Finansal sistemin işlevi, kaynakların akılcı ve ekonomiye yararlı bir şekilde dağılmasını sağlamak.

Tasarrufları toplayıp yeteri kadar kaynağı olmayan kesimlere kredi olarak kullandırmak. Tasarruf olmadan kredi vermek mümkün değil. Tasarruflar bankalarda mevduat tutulabilecek şekilde parasal olsa iş daha kolay. Sistemde yarısından biraz fazlası bireylere ait 721 milyar TL mevduat var ve bunlar bir şekilde ekonomiye kaynak olarak geri döndürülüyor. Ama bunun yanında Türk halkının tasarruf yaparken en az mevduatlar kadar sevdiği 'gayrimenkul' ve 'altın' yatırımları da var. Maalesef bunlar finansal sistem tarafından yeterince değerlendirilip ekonomiye kazandırılabilmiş değil.

Gayrimenkul hem ihtiyaç hem de yatırım aracı olarak gelişmiş ülke olmada çok önemli rol oynayan bir değer. Gelişmiş ülkelerin farkı, toprak üstünde duran bu varlıkları bir parasal değer haline getirerek ekonomiye kazandırmış olmaları. Finansal sistemleri bu sabit varlıkları yerel para biriminde ve çok uzun vadeli geri ödenebilir kredilerle finanse ediyor. Bu sayede mümkün hale gelen inşaat projeleri, sigortasından mobilyasına

ekonominin genelini ihya ediyor. Bu ülkelerde üzerinde borç olmayan ev bulmak zor. İnsanlar hayat boyu tasarruf yaptıktan sonra ev alsalar ancak yaşlandıklarında kısa bir süre faydalanmış olacaklar. Ama bankacılık sistemi tasarruf yapma sözüne karşı kredi vererek evden bugünden faydalanmalarını sağlıyor. Kredi geri ödenince veya ev fiyatları yükselip teminat değeri artınca bankacı hemen ev sahibine yeni kredi açabiliyor. Bu krediler, ilk başta evi satan müteahhit sonra da ev sahipleri tarafından, hep ekonomiye tüketim harcaması şeklinde dönüyor. Ekonomiye ihya eden de bu harcamalar. Tüm bu çark, gayrimenkul herkesin kabul ettiği bir değer olarak üzerine kredi verilip ekonomiye harcama olarak dönen bir teminat olduğu için dönebiliyor.

Türkiye bu döngüden yeterince faydalanamıyor. İpotek kanunu sonrasında hızlı bir gelişme var ama 2011 sonunda ipotek kredilerinin ulaştığı seviye daha toplam banka aktiflerinin % 6'sına, toplam kredilerin ise % 11'ine ancak geldi (Grafik 1, 2). Gayrimenkul krediyle alınsa bile neredeyse kredi kadar nakit ödeme de yapılıyor. Kredi vadeleri bir an evvel bitsin diye mümkün olduğu kadar düşük tutuluyor. Halbuki bu oranların üç dört puan artması bile Türkiye ekonomisini çok farklı yerlere götürür. Üstelik krediler daha ziyade yeni yapılan daha kaliteli konutlara veriliyor. Halbuki Türkiye'nin dört bir yanında nakit alınmış ve kredilendirmeye uygun birçok gayrimenkul var. Bunların az bir kısmı şirket sahipleri tarafından banka kredisi kullanırken teminat olarak gösteriliyor ama üzerine kredi verip de ekonomiye harcama olarak döndürülebilecek ama öylece atıl duran büyük bir gayrimenkul stoku var. Ekonomi bu değerlerden faydalanamıyor.

Altında da potansiyel büyük

Herkesin kabul ettiği bir başka değer ve teminat türü ise genellikle kasalarda, yastıkaltında tutulan altın. Finansal sisteme tasarruf olarak kazandırılabilirse krediye dönüşebilecek büyük bir potansiyel.

Türkiye altın tüketiminde dünya dördüncüsü (Grafik 3). Resmi demeçlerde Türkiye'de yastıkaltında 5 bin ton altın olduğu söyleniyor (mevcut fiyatlarla 300 milyar dolar). Ve bu altınlar öylece duruyor. Yatırımcısına altın bazında bir getiri garantisi yok. Altın fiyatları yükselince seviniyor, düşünce üzülyorlar. Tüm düşünce zor günlerde bozdurup harcamak ama o gün geldiğinde altın fiyatının ne olacağını bilen yok. Üstelik altınları kötü günlere kadar emniyetli şekilde saklayabilecekleri de şüpheli. Bir sürü yatırımcı zaman içinde altını hırsızlardan korumak için sakladığı yeri bile unutuyor ve doğal afetlere karşı da korunağı yok.

Son zamanlarda finansal sistem tasarruf sahiplerini altın yatırımlarına alıştırma konusunda başarılı işler yapıyor. Birçok banka ve finans kurumu tasarrufların vadeli, vadesiz altın mevduatı ya da altın fonlarında değerlendirilebilmesi imkanını sunuyor. Merkez Bankası'nın munzam karşılıkların kısmen altın tutulmasına imkan tanınması bunu teşvik ediyor (çünkü banka için mevduata göre daha düşük maliyetli). 10 grama kadar düşük miktarda ve hatta internet üzerinden hesap açılabilir. Para çekme makineleri bile artık gram altın verebiliyor. Aynı şekilde yatırım yapanlar, 24 ayar üzerinden çalışıldığı için normalde bozdurulurken % 40'lara kadar çıkabilen işçilik kaybını yaşamadan, çaldırma, doğal afetlerde kaybetme riskine girmeden, kiralık kasa gideri ödemeden, istedikleri zaman (ya da vadesinde) çekerek, dar alış satış fiyat farklarıyla işlem yaparak ve tabii en önemlisi altın bazında belli bir getiri elde ederek tasarruflarını değerlendirmiş oluyorlar. Bunlar 24 ayar belli standartlarda altını sisteme çekmek ve kayıt dışının büyümesini engellemek için çok önemli.

Ama elbette asıl devrime yol açacak olan yastıkaltındaki altını finansal sisteme çekebilmek. Külçe altın ya da cumhuriyet altını gibi daha standart olanların yanında standart dışı hurda altını finansal sisteme kazandırmak gerekiyor. Bu sayede toplam kayıt içi tasarruf çok daha büyüyecek. Bankalar bu konuda da çok önemli adımlar atıyor ve hurda altının sisteme tanıtılmasına yönelik sistemler üzerinde çalışıyorlar.

Ve elbette en önemlisi de sisteme kazandırılan altınların krediye dönüştürülüp ekonomiye kazandırılması. Bugün bankalar çok çeşitli altın kredileri verebilecek duruma geldiler. 1 yıla kadar spot, 2 yıla kadar aylık taksitli altın kredilerini verebiliyorlar. Böylece altın kredisi kullananlar, krediyi külçe altın alıp külçe altın olarak geri

ödüyör (hesaben kiloyla alıp gramla ödeyebiliyorlar) ve altın fiyatlarındaki hareketlilikten ya da kurlardaki oynaklıktan zarar görmüyorlar. Kredinin vadesini ve faizini baştan biliyorlar. Finansman gideri oluşturup vergi avantajı oluşturabiliyorlar.

Özetle, Türkiye'nin atıl duran tasarruf kaynaklarından gayrimenkul ve altını finansal sisteme kazandırmak için güzel şeyler yapılıyor. Ama daha gidecek çok da yol var.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Sektör liderlerine kulak verelim...

---

*Saruhan Özel 2012.03.21*

Geçtiğimiz hafta iki günlük bir organizasyonda Türkiye'nin önde gelen sanayicilerini ve yöneticilerini bir arada dinleme imkânım oldu.

Çok farklı sektörlerde çok değerli kişiler katılımcılara ekonominin nasıl seyrettiğine ve gelecekte neler yapılması gerektiğine yönelik önemli bilgiler ve vizyon sundular. Bireysel yatırımcılardan ekonomi yönetimine kadar her kesimin aşağıya özetlemeye çalıştığım ana mesajlara kulak vermesi gerektiğini düşünüyorum.

Herkes iyimser

Geçen yıl sonunda beklentilerin çoğu Türkiye ekonomisinin 2012 yılında duraklayacağına yönelikti. Hatta yılın ilk iki ayında da ekonominin hızla yavaşladığını gördük. Ama sektör liderlerinin büyüme konusunda bir endişeleri yok. Açılış konuşmaları hariç toplantılar boyunca ne global kriz ne de çevre ülkelerdeki politik sorunlar dile getirildi. Liderler sektörlerindeki gidişattan gayet memnunlar. Satışlarını artırmaya ve 2012 beklentilerini yüksek tutmaya devam ediyorlar. Çevre ülkeler dahil dünyanın birçok bölgesindeki yatırım fırsatlarının peşinden koşuyorlar ve Türkiye'nin yurtdışında da ekonomik bir güç haline gelmeye başladığını hissettiriyorlar. Ülkenin ekonomik potansiyelinin çok daha yukarıda olduğuna yönelik bir inanmışlık var. Buna ulaşabilecek demografik güç ile teknolojik üstünlüğün bulunduğu düşünülüyor. Ama en azından benim için en ilginç, sektör liderlerinin Türkiye ekonomisinin bugün geldiği konum itibarı ile artık duraklama lüksünün kalmadığı görüşüydü (otoritelerin dikkatine!).

Toplantıların az sayıdaki yabancı konuşmacıları da bu görüşleri destekledi. Kriz sonrası dönemde global ekonomik ve finansal aktivitenin çok daha dinamik ve yapısal sorunu az olan gelişmekte olan ülkelere yoğunlaşacağı görüşündeler. Türkiye'nin de bu grubun önemli bir aktörü olduğuna ve coğrafik olarak çok avantajlı bir konumda olduğuna dikkat çekiliyor. Bunlar hep ülkenin uzun vadedeki ekonomik potansiyeli düşünülerek yapılan değerlendirmeler. Ve zaten anlamlı olan da bu; çevre ülkelerdeki geçici politik riskleri vurgulayan değerlendirmeler değil.

Maliyet yapısındaki değişime dikkat

Sektör liderleri iyimserliklerinin yanında iş yapış şekillerindeki yeni dünya trendlerinin de farkındalar. Petrol ve enerji fiyatlarındaki kalıcı yükseliş lojistiği çok önemli hale getiriyor (Grafik). Buna ek olarak gelişmiş ülkelerdeki tasarruf ihtiyacı ve talep sorunu ile hızla değişen tüketici ihtiyaçları tedarikçilerin talebe çabuk cevap vermelerini ve satış noktalarına yakın olmalarını gerektiriyor. Türkiye kıtaların ortasındaki avantajlı coğrafik konumu ile bundan çok faydalanırken aynı ihtiyaç sebebiyle Anadolu'da üretim yapmak da giderek daha avantajlı hale geliyor. Hem dağıtım maliyetlerini azaltıyor hem de bu bölgenin hızla büyüyen talep gücüne daha kolay cevap verilebiliyor. Bölgesel teşvikler de bunu destekliyor.

Ulaşım ve iletişim imkânları ile desteklenmedikçe ülkedeki yatırımların potansiyeline ulaşamayacağına da görüş birliği var. İletişim altyapısının üstünlüğüne ve sağladığı büyük rekabet avantajımıza ben de çok farklı ülkelere sık sık seyahat eden biri olarak şahit oluyorum. Ama ulaşım tarafında, son yıllardaki büyük atılıma rağmen, daha çok adım atılmasına ihtiyaç olduğu görülüyor. Liman ve havaalanı ihtiyacımız büyük ve bunlar yatırımların gerisinden geliyor. Önemli ve son derece mantıklı uyarılardan biri ise özellikle demiryolları konusunda yetersiz olduğumuz ve acilen havayolunda olduğu gibi demiryolu işletmeciliğinin de özel sektöre rekabetine açılması gerektiği. Nehirleri olmayan bir ülkenin petrol fiyatlarının da yüksek olduğu bir ortamda demiryollarını devreye sokmaktan başka çaresi yok (otoritelerin dikkatine!). Bunu yapacak demiryolu projesi de çok, yapılmayı bekliyor (Harita).

Markalaşalım ama nasıl?

İş dünyası hep "katma değeri düşük fason üretimden katma değeri daha yüksek üretime geçilmesi ve markalaşarak kâr marjlarının yükseltilmesi gerektiğini" tekrarlar. Ama bir türlü bunun nasıl yapılacağını, özellikle markalaşma konusunda, açık ve net ortaya koyamaz. Bu zirvede sektör liderleri bu konuyu da aydınlatılar.

Üretimde katma değeri artırmanın yolu artık açık ve net teknolojik yatırımlarla inovasyon yapmak, bunun için geniş araştırma-geliştirme (Ar-Ge) bütçeleri ayırmak (ki Türkiye bu konuda dünyada çok geride), enerjiyi daha verimli kullanmak ve rakipleri çok iyi analiz ederek rekabetin önüne geçebilmek. Bir tekstil liderinin belirttiği gibi Türkiye daha uzun süre ucuz işgücüne dayalı üretimden vazgeçemez çünkü en başta işgücü buna hazır değil. Ama yine yıllarca ucuz üretimle rekabet etmek zorunda kalacak. Dünün Çin ve G. Kore'deki ucuz üreticileri bile bugün artık Vietnam, Hindistan ve Kamboçya'ya taşıyor. Yarın da Burma ve Laos gibi ülkeler devreye girecek. Ucuz üretime devam etmek ama bunu yaparken katma değeri artırmaktan başka çare yok.

Ama bunlar da markalaşmak için yeterli değil. Şirketlerin öncelikle tüketicinin ne istediğini yakalamaları ve üretimlerini buna göre şekillendirmeleri, yani teknoloji yatırımını, inovasyonunu ve Ar-Ge faaliyetlerini tüketicilerin talebine yönlendirmeleri gerekiyor. Bu yapılırken zaten marka da kendiliğinden oluşacak. Apple adı öyle olduğu için ya da çok reklam yaptığı için değil internet dünyasının önemli bir tüketici ihtiyacını karşıladığı için değerli bir marka oldu. Ve yine bir sektör liderinin ortaya koyduğu gibi tüketici ihtiyacını belirleyebilmek bunu yapmak çok zor ve Türkiye'deki şirketlerin pek bilmediği karmaşık bir konu. Batılı şirketler dahi gelecekte talebin daha güçlü olduğu gelişmekte olan ülkelerde tüketici davranışlarını doğru anlayıp ölçemiyorlar. Üstelik teknolojik gelişmeler ve iletişim imkânları sayesinde tüketici davranışları da hızla değişiyor ve güncel bir şekilde takip etmek zorlaşıyor.

Makro neden önemli?

Teknoloji yatırımı, inovasyon, Ar-Ge ve markalaşma olsun demek kolay. Ama bunlar hangi bütçelerle yapılacak? Döviz kur rejimi başta olmak üzere makro politikalar ekonominin toplamda rekabet avantajına destek verme yönünde kullanılmadığı sürece şirketlerin bu tür harcamaları yapabilmesi mümkün değil. Katma değeri

yükseltecek ve markalaşma sağlayacak yatırımlar ucuz üretimden elde edilen gelirlerle yapılacak. Geçmişte Japonya ve G. Kore'nin bugün de Çin'in yaptığı bu (yine otoritelerin dikkatine!)



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Kart ücretinin kendisi değil, miktarı tartışılmalı

*Saruhan Özel 2012.03.28*

Son günlerin yeniden alevlenen tartışmalarından biri bankaların kredi kartlarındaki ücret uygulamaları. Kredi kartı (müstakbel) sahipleri kart ücreti ödemek istemiyorlar.

Halbuki bankaların kredi kartlarından (ve diğer hizmetlerinden) "makul düzeyde" ücret almaları en doğrusu.

Bankalar nasıl para kazanır?

Temelde bankalar iki şekilde para kazanıyorlar: Kredilerden aldıkları faiz ile mevduata ödedikleri faiz arasındaki fark ile bankacılık hizmetlerinden aldıkları ücretler. Türkiye'ye özel çok önemli bir kalem daha var: Kamu menkul kıymet faiz gelirleri.

2001 krizine giden popülizm döneminin günahı olan kamu borcunun yarısından biraz fazlası hâlâ bankalarda bulunuyor (Grafik 1). Bu kağıtlardan elde ettikleri faiz gelirlerinin bankaların toplam gelir içindeki payı 2011 yılında % 30 oldu (kârın ise % 130'u). Yani bankaların gelirlerinin hâlâ üçte biri bilançolarındaki hemen hepsi kamuya ait menkul kıymetlerin faiz gelirlerinden oluşuyor. 2002 yılında bu oranın % 62 olduğu düşünülürse buna da şükür (Grafik 2). 2003 sonrasındaki disiplinli bütçe politikasının kamu borçlanmasını azaltması ve faizlerin düşmesi oranı hızla aşağıya çekti. Çekmeye de devam edecek çünkü aynı sebepler hâlâ geçerli.

Bankalar zaman içerisinde kamu borcundan elde ettikleri bu önemli gelirdeki azalmayı başka yollardan telafi etmek zorundalar. Çok daha fazla kredi ya da bankacılık hizmeti sunup sürümden kazanmaya çalışabilirler. Ama cari açık artıyor diye otoriteler bankaların fazla kredi vermelerini istemiyor. O zaman da geriye iki seçenek kalıyor: Kredi ile mevduat faizleri arasındaki farkı açmak ve/veya bankacılık hizmetlerinden elde ettikleri gelirleri artırmak.

Hizmetin karşılığı ödenmeli

Geçmişte bankalar müşterilerini dünya standartlarında çok kaliteli verdikleri hizmeti bedava vermeye alıştırdılar. EFT ya da havale yapmak bedavaydı, faturalar masrafsız ödenebiliyordu, kredi kartının ücreti alınmayabiliyordu. Çünkü müşterilerden alınması gereken bu ücretler aslında ekonominin TL bazında en borçlu kesimi kamunun borcu üzerinden elde edilen güzel gelirlerle karşılanabiliyordu. Ayrıca yüksek TL faizi sayesinde müşteri parası bir iki gün vadesizde tutulunca masraflar çıkıveriyordu. Devlet de ödediği bu aşırı maliyeti vergilerle veya enflasyonla yeniden vatandaştan geri alıyordu.

Ama bankalar bu gidişatın uzun süre devam edemeyeceğini gördüler. Şirketlere ve tüketicilere daha fazla yönelmeye başladılar (Grafik 3 ve 4). Hizmet ve ürünlerini müşteri ayağına götürmek için şube sayılarını artırdılar. Uzaktan iletişimi sağlayacak teknolojik altyapıyı kurdular. Özellikle ödeme sistemlerine ve kredi kartlarına büyük yatırım yaptılar. Türkiye dünyanın bankacılık teknolojisi açısından en ileri ülkelerinden biri konumuna geldi. Bu sayede şirketlerle tüketici arasındaki senet olayını ve fiyatların içine faizin gizlenmesini önlediler. Tüketicilere ihtiyaçlarını istedikleri anda giderebilme ve harcamalarının ödemelerini gelirlerini elde ettikleri tarihlere uydurabilme imkanı sağladılar. Taksit imkanları getirdiler ve bunun finansman yükünü (kısmen) üstlendiler. Her ödeme için ayrı ayrı EFT ve havale masrafı yapma zorunluluğunu ortadan kaldırdılar. Yurtdışına çıkanlar rahatlıkla harcamalarını yapabildiler ve istedikleri para biriminden geri ödediler. İçine konan çipler sayesinde kartlar daha güvenli hale geldi ve nakit taşınıp da çaldırma ve kaybetme riski ortadan kalktı. Kartını kaybedenlere yenisi (ek maliyet alınmadan) bir iki gün içinde ulaştırıldı. Yine bu çipler sayesinde tüketiciler taksit imkanlarına kavuştular. Hatta bonus, parapuan gibi uygulamalar bütçelerine katkı yaptı. Özetle, bankalar tüketicilerin hayatlarını kolaylaştırdı. Bu medeni uygulamalar bazı "gelişmiş" ülkelerde bile yok. Yakında bankalar kredi kartlarını cep telefonlarının içine sokup hayatımızı daha da kolaylaştıracaklar.

Her şeyi bir yana bırakalım, kredi kartları sayesinde nakit harcama ihtiyacı azalan ekonomi daha fazla kayıt içine girmek zorunda kaldı. Devlet vergi gelirlerini daha sağlıklı bir şekilde alabilmeye başladı. Doğal olarak, bu hizmetler isteniyorsa karşılığının da ödenmesi gerekiyor.

Nasıl ödeniyor?

Bankalar bu hizmetlerinin karşılığını satışı yapan işyeri ile tüketiciye mümkün olduğu kadar dengeli biçimde dağıtmaya çalışıyor. Kartı bir ödeme aracı olarak kullananlar ortalama 1 ay civarındaki geri ödeme süresinde öderlerse bunun bankalara olan finansman yükünü kısmen telafi edecek bir kart ücreti ödüyorlar. Kartı kredi aracı olarak kullananlar ise üstüne faiz de ödüyorlar. Eskiden faiz oranları serbestçe belirlenebilirken Merkez Bankası'nın bu faizi kontrol etmesiyle birlikte kart ücretlerini faize yedirme imkânı da ortadan kalktı çünkü artık mevcut faiz oranları batık riskini bile zor telafi edebiliyor. İşyerleri de yine 1 aylık ödeme süresini beklemeden hemen hesaplarına nakit girişi isterlerse finansman yükünü kısmen üstleniyorlar. Özetle, kimseden zorla ya da haksız alınan bir ödeme yok. Hepsi işyerinden alınmaya çalışılsa bu sefer işyerleri fiyatlarına bu ücreti koyarlar ve tüketici bankaya değil işyerine ödemiş olur. Tüketiciler kart ücreti ödemek istemiyorlarsa kart almazlar ve alışverişlerini nakit yaparlar. İşyerleri de keza nakit ödeme isterler.

Kârlılık neden önemli?

Bankaların ekonomiyi finanse etme güçleri son global krizde ekonomiye büyük bir destek oldu. Bu güç bankaların yüksek sermayelerinden, sermayeleri ise bankaların her yıl dağıtmayıp üzerine ekledikleri kârlarından oluşuyor. Güçlü sermaye isteniyorsa bankaların aldıkları risklere göre makul sayılacak kârlılığı istikrarlı bir şekilde devam ettirmeleri gerekli. Aksi takdirde ya ekonomiye destek veremeyecekler ya da risk profilleri bozulacak ve kriz riski artacak. Kamudan eskisi gibi gelir elde edilemediği bir ortamda bankalar, ürün ve hizmetlerinin karşılığını müşterilerinden almak durumundalar. Kredi kartlarından ücret alamazlarsa, taksit imkanlarından bonus puanlarına ve kart güvenliğinden ödeme hızına ve kolaylığına kadar çeşitli alanlarda hizmet kalitesini düşürmek zorunda kalacaklar. O nedenle otoriteler açısından kart ücretlerinin engellenmesi değil, verilen bu hizmetlere göre makul düzeylerde olmasının gözetilmesi çok daha anlamlı olur. Ücretlerdeki aşırı farklılığı ise diğer ürünlerde olduğu gibi yine serbest piyasa rekabeti çözecek, otoriteler değil.





Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## 2011 iyi geçti ama önemli olan 2012

---

*Saruhan Özel 2012.04.04*

Türkiye ekonomisi 2011 yılında % 8,5 büyüdü.

Birçok gelişmiş ülkenin % 1-3 arasında oranlarda büyüebildiği ve hatta Japonya'nın küçüldüğü bir yılda gayet başarılı bir performans (Tablo 1). Çin'in % 9,2'lik ve Hindistan'ın % 7,3'lük büyümeleri ile yarışan bir konumda (bu ülkelerin kalkınma seviyelerine yönelik gözlemlerime dayanarak Hindistan ve Çin'in aslında Türkiye'nin 2-3 kat hızla büyümeleri gerektiğini düşünüyorum).

Ama sadece 1 yıla bakıp yorum yapmak hele ki kriz döneminin çok oynak hale getirdiği büyüme gibi temel bir veride doğru değil. Krizi de içine alan son 4 yıla (2008-2011) bakıldığında Türkiye ekonomisi yılda ortalama % 3,4 büyüebildi. Bu yine birçok gelişmiş ekonominin performansından daha iyi. Ama bu dönemde Hindistan % 7,7, Brezilya % 3,7 ve Çin de yılda ortalama % 9,6 büyüdüler (Tablo 1). Demek ki, biraz daha uzun vadeye baktığımızda aslında Türkiye, olması gerektiği gibi gelişmiş ülkelerin oldukça üzerinde ama Çin ve Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelerin de oldukça altında bir hızda büyümüş durumda.

Hızlı büyüme tepkisi neden?

4 yıllık hesap aşırı bir büyüme hızı göstermediği halde yurtiçinden ve dışından "çok hızlı büyüyor" tepkileri geldi. Hâlbuki iç dengede aşırı bir bozulma yoktu. Büyüme iç talep sürüklediği halde enflasyon ortalama % 8,4 olup % 5-10 bandında kaldı. Üstelik enflasyonu yükselten asıl sebep iç talep de değildi. TL'nin 2007 sonundan 2011 sonuna kadar sepet bazında yılda ortalama % 12 değer kaybetmiş olmasıydı.

O nedenle tepkilerin yoğunlaştığı yer dış denge, yani cari denge açığı oldu. 2008-2011 döneminde cari denge yılda ortalama ekonominin % 6'sı kadar açık verdi. Bu dönemde enerji dışı cari açığın da yükseldiği doğru. Ama cari açığı bu kadar artıran önemli bir sebep, bu dönemde enerji fiyatlarının çok yükselmesi idi. Enerji dışı cari açık bu dönemde yılda ortalama ekonominin sadece % 1'i kadar gerçekleşti (Grafik). Türkiye'nin enerji ithalat faturası 2004-2007 yılları arasında ortalama yılda 25 milyar \$ olurken sonraki 4 yılda ortalama yılda 43 milyar \$'a yükseldi. Üstelik bu dönemde yılda ortalama 6 milyon ton daha az petrol ithal edildiği halde. Yani Türkiye ekonomisi aslında çok daha verimli bir şekilde enerji tasarruf ederek büyüdü ama 2004'te variline 38 \$ ödediği petrol 111 \$'a çıkınca bunun faturasını da ödemek zorunda kaldı (Tablo 2).

Cari açığındaki bu kısmetsizlikleri göz ardı edip TL'nin enflasyonu artırıcı değer kaybını cari açığın yüksekliğine bağlayanlar da oldu. Kısmen doğru çünkü özellikle kriz döneminde Türkiye'ye yeteri kadar döviz akışı olmadı. TL'nin daha sert bir düzelme yaparak cari açığı azaltmasını ve ekonominin daha şiddetli daralmasını Merkez Bankası'nın döviz satışları engelledi. Ama TL'nin özellikle 2011'deki değer kaybının ardında Merkez Bankası'nın TL'nin kısa vadeli spekülasyon cazibesini azaltan faiz politikası olduğunu unutmamak gerekir. Kısa vadeli sermayeyi kovalamanın bir bedeli var elbette. Ama faiz sonradan yine yükseltince TL'nin aşırıya kaçmaya başlayan değer kaybı da durdu.

Dolayısıyla, 2011'deki büyüme yüksek gibi gözüküyor ama aslında son 4 yıla bakıldığında Türkiye ekonomisi aslında potansiyelinin altında kaldı. O nedenle enflasyon tarafında çok olumsuz etkilenmiş değil. Cari açık

tarafında ise enerji fiyatları böyle artmış olmasa yine bu kadar tepki çekecek büyüklüklerde olmayacaktı.

2012'ye dikkat!

2011 yılındaki büyümenin böyle yanlış algılanması Türkiye'de otoriteleri de ekonomiyi yavaşlatma derdine düşürünce 2012'yi tehdit eder bir duruma getirdi. İhtiyati tedbirlerle fonlama ve diğer maliyetleri artan bankacılık sistemi yavaşladı. TL'nin zayıflamasıyla iç talep ve ithalat dizginlendi. Bir de üzerine 2011 sonuna doğru Türkiye'nin en büyük ihracat ve finansman pazarı olan Euro Bölgesi'ndeki krizin şiddetlenmesi eklenince bir anda Türkiye'ye yönelik beklentiler olumsuzla döndü. Öncesinde hızlı büyüyor diye şikâyet edenler bu sefer de ekonomi duraklayınca bankaların batık kredilerinin ne kadar artacağı, istihdamın ne kadar azalacağı gibi sorunları tartışmaya başladı. Gerçekten de Türkiye'nin yapısal sağlamlığı ile demografik özelliklerine bakıldığında asıl tehlike ekonominin büyüüp cari açığı yükseltmesi değil. Büyüme potansiyeline ulaşamayıp kalkınamaması.

Ben 2012 yılının özellikle yurtdışından tahmin edildiği gibi kötü geçmeyeceği beklentisindeydim. Burada iki temel dayanağım vardı. Birincisi, yurtdışında global krize yönelik olumsuz beklentiler aşırıya kaçıyordu. 2012 global anlamda düşünüldüğü kadar kötü olmayacaktı. Ayrıca Türkiye ekonomisi Euro krizine rağmen özellikle ihracat tarafında gayet iyi gidiyor, lojistik ve fiyatlama avantajlarını kullanarak Bölge'ye olan ihracatını çift hanelerde artırabiliyordu. 2011 yılında toplam ihracatımız % 17 artarken AB'ye olan ihracat % 14 arttı. İkincisi ise ekonominin zaten fazla sıkıldığı ve otoritelerin ters yönde ekonomiye destek verecek manevra alanının bulunmasıydı. Gereğinden fazla bir durgunluğa gidildiği görülünce Merkez Bankası'ndan Maliye'ye ve BDDK'ya çeşitli birimlerin reel sektörü ve finansal sistemi rahatlatabilecek kararları almaları mümkündü.

Gerçekten de Türkiye ekonomisi beklentiler doğrultusunda 2011 sonunda iç talep üzerinden yavaşladı. Büyük olasılıkla 2012'nin ilk çeyreğinde de yerinde saydı. Bunun en güzel göstergesi yılın ilk 2 ayında enerji dışı ithalatın % 4 daralmış olması. Ama beklentilerin tersine global ekonomi 2012'ye beklenenden daha iyi bir konumda girdi. Özellikle Euro krizi Avrupa Merkez Bankası'nın likidite önlemleri ve Yunanistan'da zararların "şimdilik" temizlenmesiyle şiddetini kaybetti. Finansal piyasalar rahatladı. ABD ekonomisi istikrarlı büyümeye devam ederken istihdamı artırmaya başladı. Euro Bölgesi'ndeki küçülme Almanya'nın dayanıklılığı sayesinde korkulduğu kadar şiddetli olmadı. Gelişmekte olan ülkeler yavaşlasa da global büyümenin motoru konumunu sürdürüyorlar.

Bu durumda Türkiye ekonomisindeki duraklamanın geçici olduğunu ve artan güvenle birlikte yılın 2. çeyreğinden itibaren ekonominin yıl sonunda % 4-5 aralığına tekabül edecek biçimde büyümeye geçeceği düşünülmeli. O takdirde bu yılın hikâyesi cari açık değil, yumuşak iniş olacak ve birçok önyargı yıkılacak. Aksi takdirde manevra alanı olan otoritelerin çabuk devreye girip bu senaryoyu riske etmemeleri gerekir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Altını yükseltecek sebep kalmadı

Saruhan Özel 2012.04.11

1990'lı yılların sonunda yatırımcılar altına dokunmak bile istemiyorlardı.

Altın madenleri daha üretmeden (vadeli) satmaya çalışırken merkez bankaları gereksiz olduğunu düşünmeye başladıkları altın rezervlerini azaltıyorlardı. Gelişmekte olan ülkeler merkezli büyük bir kriz vardı ve IMF, krizdeki ülkelere kaynak sağlarken altın satışından destek alıyordu. 1999 Eylül ayında ons fiyatı 250 dolara kadar düşünce merkez bankaları aralarında altın satmama taahhüdü imzaladılar. Nasılsa artık merkez bankaları duruma hakimdi, enflasyon hedefleyen basiretli para politikaları sayesinde altın çapasına ihtiyaç kalmamıştı. Anlaşmanın hemen sonrasında altın kendini 300 \$'ın üzerine atınca fiyat düşecek diye bolca vadeli satan (ve üretimi opsiyonlarla finanse eden) madenlerin bir kısmı da mevta olmuştu (Grafik 1).

Ama sonrasında altın, uzun bir çıkış sürecine girdi (Grafik 2). Bu fiyat artışının ilk 5 yılı "ara kapama, normalleşme" olarak algılanabilir. Fiyat 2007 yılı sonunda daha ancak 1980 yılındaki 850 \$'lık zirvesine gelebilmişti. Ama sonrasında da altın, istikrarlı bir talep görmeye devam ederek geçtiğimiz yıl 1.900 \$'ın üzerine kadar yükseldi. Bunu sağlayan üç önemli faktör vardı.

Daha önce satma yarışındaki merkez bankaları bu sefer alma yarışına girdiler. 1997 Asya krizi sonrasında döviz rezervlerini hızla büyüten Çin liderliğindeki Asya ülkeleri, gelişmiş ülke iflaslarından çekinip tahvillerden altına kaymaya başladılar. Fiyat yükseldikçe daha da aldılar çünkü amaç spekülasyon değil, sigorta amaçlı olarak rezervlerini çeşitlendirmekti. İkinci bir faktör özellikle 2008 ve sonrasında gelişmiş ülke bankalarının para basımını iyice abartmalarıydı. Buna mecburdular çünkü finansman sağlamazlarsa ülkelerindeki aşırı borçluluk iflaslarla neticelenecekti. Arzı bu kadar gevşeyen paraların itibarı sorgulanmaya başladı. Faizlerin sıfırlanmasıyla yatırım cazibeleri de kalmadı. Bu durum, özellikle kurumsal yatırımcıları yine daha ziyade sigorta amaçlı olarak portföylerindeki altın oranını yükseltmeye sevk etti. İngilizce isminin baş harfleriyle ETF (Exchange Traded Funds) denen, borsalarda alınıp satılabilen altın fonlarının sayısının artması ile bireysel yatırımcılar da altına daha kolay yatırım yapabilir hale geldiler. Spekülatörler de hemen trene atladılar çünkü fiyattaki yükselişin haklı sebepleri olduğunu iddia edebilecekleri ve küçük yatırımcıları coşturabilecekleri bir ortam vardı. Mark Faber, Jim Rogers, George Soros ve Richard Russell gibi ünlü (ve medyatik) yatırımcılar, uzun vadede altın fiyatlarının 10 bin \$'ın üzerine çıkacağı beklentilerini aktardılar. Her şey bir kenara, Çin'de ve Hindistan'da alım gücü artınca zaten altına talep patlayacaktı. Fiyat artışı kendi kendini besler hale geldi.

Aslında altın, 2011 ortasında hızla bir düzeltme içine girmişti ama spekülatörlerin imdadına basiretsiz AB liderlerinin bir türlü çözemeyip krize dönüştürdüğü Euro sorunu yetmişti. Euro'nun ya da AB'nin parçalanması olasılığı gündeme oturunca altın yeniden 1.800 \$'ı geçiverdi.

Bundan sonrasına dikkat!

Artık altını bugüne kadar destekleyen önemli sebepler eskisi kadar güçlü değil. Bunların başında global krizin getirdiği tedirginliğin azalması geliyor. ABD ekonomisi belirgin bir şekilde köşeyi döndü. Merkez Bankası FED ve ekonomi yönetimi doğru zamanda doğru hamlelerle finansal sistemde güveni yeniden tesis etti. Şimdi de konut sektöründeki fazla arzın erime zamanını kısaltmaya çalışıyorlar. Bu yıl ekonomi % 3'e yakın büyüyecek (potansiyeli % 3-3,5). Gelişmekte olan ülkeler yavaşladılar ama hâlâ dünyanın motoru konumundalar. Ağır aksak da olsa iç talepleri artmaya ve gelişmiş ekonomilere bağımlılıkları azalmaya başladı. Euro Bölgesi de Avrupa Merkez Bankası'nın kararlı bir şekilde FED vari desteklere başlamasıyla sorunlarını eritebileceği zaman sürecini kazandı. Bu artık Euro krizi tamamen bitti demek değil. Büyük olasılıkla Portekiz de borcunu yeniden yapılandırırken Yunanistan ikinci yapılandırmaya gidecek ve Euro'dan çıkacak. Ama bunlar artık beklentiler dahilinde. Önemli olan, İspanya ve İtalya'nın aynı rotayı izlememesi. ECB'nin limitsiz kaynak desteği bunun olasılığını düşürdü. İtalyan ve İspanyol bankaları bu kaynaklarla kendi finansman sorunlarını

çözerken artık yabancı yatırımcıların portföylerindeki İtalya ve İspanya devlet tahvili satışlarını dengeleyebiliyorlar.

Krizin rahatlamasıyla parasal gevşemede de artık sona gelindi. FED'in veya ECB'nin daha fazla para basma ihtiyaçları artık daha az. Uzunca bir süre daha politika faizleri (kısa vadeli faiz) düşük seyredecek. Ama artık özel bir panik durumu olmadıkça merkez bankalarının bilançolarını daha fazla büyütmek istemeyeceklerini (yani para basmaya devam etmeyeceklerini) düşünmek gerekir. Uzun vadeli faizlerin son haftalardaki yükselişi de bu senaryoyu dikkate almaya başladı (Grafik 3).

Spekülasyon tarafında da eski coşku yok. 2008-2010 döneminde yılda ortalama % 35 büyüyen spekülatif (yatırım amaçlı) talep 2011'de % 5 artabildi (Tablo). George Soros, zaten 2011 ortalarından itibaren görüş değiştirip altın fiyatlarının yeteri kadar yükseldiğini iddia etmişti. Şimdi diğerlerinin de eskisi kadar "altıncı" olmadığı görülüyor. Bunların hiçbiri şaşırtıcı değil elbette. Yükselişin ardındaki temel sebeplerin güç kaybetmesiyle spekülasyon önemli bir desteğini yitirecek. Ama pozisyonların kısa vadede değişmesi de kolay değil. Bunun için özellikle küçük yatırımcının altın sevdasının bir süre daha devam etmesi gerekir. Hisse senedi ve gayrimenkul fiyatları zaten yeteri kadar ucuz ve emtia pozisyonlarıyla yer değiştirmek için uygun seviyelerde.

Hızla da düşmeyecek

Altını yükseltecek sebepler zayıfladı ama bu, altın fiyatları tersine hızla düşecek demek de değil. Çünkü merkez bankaları altın olarak rezervlerini çeşitlendirmeye devam ediyorlar ve uzunca bir süre daha devam edecekler. Çin ve Japonya, artık eskisi kadar dış ticaret fazlası vermedikleri için döviz rezervleri de eskisi kadar artamıyor. Ama stoklar çok büyük ve rezervlerde daha altına ayrılacak yer çok. Abartılmasına gerek yok elbette ama gelişmekte olan ülkelerdeki alım gücünün artması mücevher talebini artırmaya devam edecek. Bu ikisi altını uzun vadede destekleyecek. Bu aşamada dikkat edilmesi gereken, artık eskisi gibi altın fiyatının kopup gitmesine uygun bir ortamın kalmadığı.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## TL ile ödeme ithal otoyu yerli yapmaz!...

---

*Saruhan Özel 2012.04.18*

Ege Cansen, Hürriyet gazetesindeki köşesinde cari açığa yönelik benim de ilgimi çeken bazı söylemlere dikkat çekti.

Müteahhitler yabancılara gayrimenkul satarak, otomobil ithalatçıları ise yurtdışına TL ödeme yaparak cari denge açığına katkı yapacaklarını söylüyorlar. Ege Bey bunun doğru olmadığını belirtmekle birlikte biraz da latife olsun diye sanıyorum, resmi otoriteden açıklama istedi. Cari açığa yönelik olarak kamuoyunda o kadar hurafe var ki bunlar en masumları. Merkez Bankası'nı bilemiyorum elbette ama ben konuyu ciddiye alacağım. Hazır Ege Bey, güzel bir pas atmışken topa kafamı uzatmazsam içimde kalacak.

Ödemeler dengesi tablosunda ülkenin uluslararası kabul gören ölçümlerle hesaplanan döviz harcamaları ile döviz gelirleri arasındaki fark cari açık olarak gösteriliyor. Bu açıdan bakanlar dövizini getiren yabancıya gayrimenkul satılırsa döviz kazandırıyor diye düşünüyor olabilirler. Toprak üzerinde tarım ürünleri yetişip de satılınca veya turistler otele gelip konaklayınca ihracat oluyor da ev satılınca neden olmasın? Felsefi açıdan bakılınca belki haklılar. Ama gayrimenkul tarım ürünü veya otel hizmeti gibi satın alınıp tüketilen bir şey değil. Yabancı konutu otel yerine evine gelip kalmak ya da ileride daha yüksek fiyattan satmak veya kira gelirinden faydalanmak için almış olabilir. Sonuçta gayrimenkul alımı tüketim değil yatırım olarak kabul ediliyor. O nedenle de cari denge içinde değil, cari dengenin uzun vadeli finansmanı şeklinde gösteriliyor. Üstelik cari açığa zarar veren bir şey. Konutun inşaatında veya döşemesinde bir sürü ithal mal kullanılabiliyor ve bu söylenenin tam tersine cari açığı artırıyor.

Elbette sürekli cari açığa yanlış yönde dikkat çekip bel altından vuran yurtdışındaki kredi derecelendirme kuruluşları ya da ekonomistlere karşı aynı şekilde karşılık vermek mümkün. Yani yabancılara bolca gayrimenkul satıp, bedellerini uzun vadeli finansman (doğrudan yatırım) şeklinde gösterip sonra da "bakın, cari açık yüksek ama doğrudan yatırımla finanse ediliyor, refinansman riski düşük" denebilir. Yıllarca Doğu Avrupa ülkeleri, hatta İrlanda ve İspanya böyle yapmadılar mı? Yabancıların alımlarıyla coşan konut sektöründeki batıkların krize soktuğu İspanya cari açığı uzun vadeli finanse ediyor diye yıllarca kredi derecelendirme kuruluşlarından AAA notu almadı mı?

Benzer şekilde ithalatçıların da yurtdışına TL ile ödeme yapmalarının cari açığa bir katkısı yok, tersine zararı var. Döviz yerine TL ödemek sadece ödemenin şekli. TL ile ödeyince otomobil Türkiye'de yapılmış olmuyor ki. İthalatının çoğunu Çin'den yapan ve dolar ödeyen ABD'nin cari açığı olmuyor mu? Sorunlu Euro üyelerindeki cari açık patlaması ithalatı kendi para birimleri ile ödedikleri halde olmadı mı? İthalatın TL ile ödenmesi TL fiyatlarının kurlar artarken dahi değişmeyeceği anlamına gelirse (yani kur riskini ihracatçı firma alacak) kurlar yükselirken ithal otomobile talebi daha da artırır ve cari açığı daha da bozar. TL ödeme kabul eden Almanya'daki ihracatçı maaşları TL ile ödeyebiliyor veya yatırımlarını TL borçlanarak yapabiliyorsa tamam ama yapamıyorsa bunun karşılığı döviz nihayetinde Türkiye ekonomisinden çıkar.

#### Yapıcı cari açık

Uzun süredir Türkiye'deki cari denge açığının "kırıcı" değil "yapıcı" olduğunu vurguluyorum. Bugünkü Türkiye, geçmişteki ünlü kriz hikayelerinden çok farklı. Dış borç, 1994 Meksika'sındaki gibi bankalar üzerinden kamuyu finanse etmiyor. 1997 G.Kore'sinde ya da Malezya'sında olduğu gibi bankalar sabit kur rejiminde çok düşük sermayelerle büyük kur riskleri alarak yanlış yatırımlar yapmıyorlar. 2001 Arjantin'inde olduğu gibi para kurulu sistemi ile iç ve dış borcu birbirine girmiş ve ekonomisi döviz kazanamayan konumda değil. Yakın geçmişin Portekiz'i ve Yunanistan'ı gibi ekonomisi rekabet avantajını kaybetmiş olup büyüme için kamu kaynaklarıyla iç talebi köpürtmüyor. İrlanda ve İspanya gibi dış borç ülkedeki varlık fiyatlarını patlatmış değil.

Bugünün Türkiye'si en büyük pazarlarında ekonomik ve politik kriz olmasına rağmen ihracatını çift hanelerde artırabiliyor (Grafik 1). Elbette çok daha iyisi olabilir ama demek ki ekonomi rekabet gücünü kaybetmiş değil; dış borcunu ödeyebileceği döviz kazanabiliyor. Gelen dış borç ne yaptığını bilen bankalar üzerinden kredi kullanıp elini yüksek teminatlarla taşın altına sokan özel sektör projelerini finanse ediyor. Kamunun verimsiz popülist projelerini değil. Ekonomi gelen borç karşılığında büyüyüp katma değer yaratabiliyor ki toplam dış borcun ekonomiye oranı yıllardır yatay seyrediyor (Grafik 2). Birçok kez kriz yaşamış bankaları ve özel sektörü çalkantılı dönemlere hazırlıklı bir şekilde risklerini iyi yöneterek iş yapıyorlar. Nakit akışlarında mümkün olduğunca para birimi uyuşmazlıklarından kaçınmaya, mecbur kaldıkları yerlerde de ödemelerini zamana yayarak nakit darboğazlarından kurtulmaya çalışıyorlar. Risksiz iş yapmak mümkün değil ki. Önemli olan, bilinçli risk almak. Bankaların kurumsal kredi portföyleri son derece dağınık; gelecekte atıl kapasite yaratacak

ve kredileri batıracak şekilde belli bir sektöre yoğunlaşmıyorlar (Grafik 3). Yüksek sermaye ile çalışmaları da olası darboğazlarda rahatlatıcı rol oynuyor (Grafik 4). Geçmişte yüksek cari denge açığından sorun yaşayan ülkelerin ortak yanının zayıf bankacılık sistemleri olduğunu görmek gerekiyor. Türkiye'deki cari denge açığını finansmanı hisse senetlerinde, gayrimenkulde ve hatta para biriminin kendisinde ileride patlayacak spekülasyon balonları oluşturmuş değil.

Çözüm mikroda değil makroda

Türkiye'nin ekonomik modeli ihracat destekli ama temelde iç talebe dayanarak büyümek olduğu ve demografik yapı da bunu desteklediği sürece cari açıkla yaşamaya devam edilecek. Petrol fiyatları yükseldiğinde açık da yükselecek. Makro politikaların böyle bir modeli desteklediği ortamda yapılabilecek tek şey, bugün yapıldığı (ve başarılı da olunduğu) gibi, cari açığın fazla yükseldiği dönemlerde ekonomiyi iç talep üzerinden biraz dizginlemek (Grafik 5). Bu da çok hassas ve ince ayar isteyen bir iş çünkü dizginleme biraz abartılırsa çok farklı yerlerden çok farklı sorunlar çıkabilir ve 775 milyar dolarlık ekonomide çok can yakar. Bu yapıyı kalıcı biçimde teşvikler değil döviz kurları düzeltir. Teşvik var diye kimse para kazanamayacağı bir yatırımı yapmaz. Yapıyorsa işin içinde başka iş vardır.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Bankacılığın önündeki engele dikkat!..

---

Saruhan Özel 2012.04.25

Türkiye'de ekonominin büyüklüğüne göre bankalar az kredi veriyorlar (Grafik 1).

Krediler de, toplam bilanço büyüklüğü de bankaların sermayelerine göre çok küçük. Ülkenin borçlanarak tüketime çok elverişli güçlü bir demografik yapısı var ama hanehalkı borçluluğu yine dünya standartlarının çok altında (Grafik 2). Hanehalkının finansal varlıkları yükümlülüklerinin 300 milyar dolar üzerinde. Her yıl özel sektörün elini taşın altına sokarak yaptığı ekonominin beşte birine yakın yatırım harcamasına bakıldığında geleceğe yönelik olarak ekonominin büyük bir büyüme potansiyeli olduğuna inanılıyor. Benzer şekilde Türkiye'nin yine cazip ekonomik fırsatlar sunan çevre ülkelere kültürel ve coğrafik yakınlığı düşünüldüğünde bankacılık sisteminin hem Türkiye'de hem de yakın çevresinde "büyük" bir büyüme potansiyeli olduğu aşikâr.

Bu köşede yorumlar rakamlara dayanır. O nedenle "büyük" potansiyel deyip geçiştirmeyeceğim ve rakamsal boyutunu (belli makul varsayımlara dayanarak) göstereceğim. Eğer Türkiye'deki bankalar 2011 yılında sermayelerinden elde ettikleri ki yüzde 15,5'luk yıllık getiriyi, ki bu son 5 yılın en düşük oranı, gelecek 3 yılda devam ettirirse ve bu getirileri de kâr payı olarak dağıtmayıp bilançosuna yeni sermaye olarak ekleyip otoritelerin bugün için izin verdiği ölçüde krediye dönüştürürlerse (risk ağırlıklı) aktif büyüklüğünü iki kat yükselterek 2 trilyon TL'ye çıkartabilecek. Bu 1 trilyon TL'lik artış bugün itibarı ile Çek Cumhuriyeti, Macaristan,

Romanya ve Bulgaristan bankacılık sistemlerinin toplamı kadar bir büyüme demek. Türk bankacılığının büyüme potansiyeli işte bu kadar "büyük".

Bu nedenle Türk bankalarına 2006 yılından beri büyük bir yatırımcı ilgisi var. Dünyanın büyük bankalarının piyasa değerleri çoğunlukla defter değerleri altında kalırken Türkiye'deki (halka açık) bankaların piyasa değerleri bunların çok üzerinde (Tablo). Dünyada son 3 yılda yaşanmakta olan şiddetli kriz dahi ilgiyi azaltmadı; sadece yatırımcıların coğrafyasında gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere (ya da Batı'dan Doğu'ya) bir kayışa neden oldu. Potansiyel yatırımcılar "stratejik ortak" tanımıyla belli bir yatırımcı tanımına limitlenmese aslında bankalara olan ilgi daha da artacak.

Fonlama sorununa dikkat!

Bu büyüme potansiyelini, yukarda verdiğim rakamsal örnekte de görüldüğü üzere, daha ziyade aktifler ya da aktiflerin en önemli unsuru olan krediler üzerinden vurguluyoruz. Halbuki bankacılık, sadece kendi sermayesini kullanarak kredi veren bir sektör değil. Sermayesinin üzerine (otoritelerin izin verdiği ölçüde sekiz dokuz kat daha) borçlanarak fon sağlıyor ve bunu, ağırlıklı olarak reel sektöre (üreticilere ve tüketicilere) ve biraz da devlete kredi olarak kullanıyor. Türk bankacılık sisteminin en önemli ve takdir edilen özelliği, mevduat bazlı, yani çoğunu ülkedeki şirketlerin ve bireylerin mevduatlarının oluşturduğu bir fonlamaya sahip olması. 2011 sonu itibarı ile sistemin (sermayesi dahil) toplam yükümlülüklerinin çoğu mevduatlardan oluşuyor (Grafik 3). Dolayısıyla Türkiye'de bankaların toptan finansman adı verilen bir şekilde yurtdışından sağlanan büyük miktarda kredilere olan bağımlılığı düşük. Bu tür fonlamalar, toplamın yüzde 14'ü kadar. Sistemin global krizde sorun yaşamamış olmamasının en büyük nedenlerinden biri bu. Dünyada likidite sıkıntısı olduğunda kendi yağı ile kavrulmaya alışmış olan Türk bankacılık sistemi, toptan fonlamaya bağımlı sistemlere göre çok daha az etkileniyor.

Öte yandan geleceğe yönelik olarak çok bariz bir sıkıntı son yıllarda mevduat bazının kredilerdeki büyümeye yeteri kadar eşlik edemiyor oluşu. 2002 yılında Türkiye'deki bankalar topladıkları mevduatların sadece yüzde 33'ünü reel sektör kredilerine dönüştürüyordu. Kalan kısmı ağırlıklı olarak devletin finansmanına gidiyordu. Ama geçtiğimiz 10 yılda kamunun finansman ihtiyacı hızla azaldı ve bankalar kaynaklarını devlet tahvilleri yerine kredilere yönelttiler. 2011 sonunda kredi-mevduat oranı artık sihirli rakam olan yüzde 100'e geldi (Grafik 4). Artık Türkiye'deki bankalar, topladıkları mevduatlar kadar kredi veren bir konumdalar. İşin kolay kısmı bitti.

Büyüme için ne yapmak gerekir?

Yanlış anlaşılmasın: Türk bankacılık sistemi hâlâ mevduata dayalı ve bu nedenle fonlama bazı sağlam. Sorun, bundan sonra büyüme için mevduatlardaki artışın yeterli olmayışı. Çare "mevduat bazlı kalmada ve kredileri mevduata uydurup yavaşlatmakta" aranabilir. Ama bu da ülkenin kalkınma hızının yavaşlaması ve hızla büyüyen işgücünün ihtiyaç duyduğu kadar istihdam sağlayamamak demek.

Mevduatların eskisi kadar artmamasının önemli bir nedeni elbette ki hem reel hem de döviz bazında faiz oranlarının geçmişe göre oldukça düşük olması. Artık Türkiye'deki getiriler seviye ve istikrar açısından yurtdışından "kısa vadeli mevduat" şeklinde gelen sıcak para için yeterince cazip değil (o yüzden de bu ortamı sağlayan mevcut para politikası sürekli eleştiriliyor). Bu belki amaçlandığı gibi TL'nin değerlenmesini engelliyor ama aynı zamanda da bankacılık sisteminin reel sektöre kredi verebilme imkânını azaltıyor.

Bankaların bunu aşabilmek için artık yurtdışından sendikasyon, dış ticaret finansmanı, banka tahvilleri gibi yöntemlerle borçlanmaya ve bugünkü yüzde 13 gibi düşük olan toptan finansman oranını artırmaya ihtiyaçları var. Diğer bir deyişle, artık bankacılığın büyümesi (ve reel sektörü desteklemesi) isteniyorsa "bankaların

fonlama tarafındaki risklerinin artmak zorunda olduğu" görölmeli. Ayrıca yurtiçinde bankaların mevduat rekabeti de özellikle TL tarafta şiddetlenecek. Yurtiçinde bankaların ve şirketlerin banka kredileri yanında daha fazla şirket tahvillerine yönelmeleri ve bu tahvillerin aktif bir ikinci piyasasının oluşması, yurtdışından mevduata azalan ilginin bu yollardan yeniden artmasını sağlayabilir.

Fonlamadaki bu "doğal" sıkıntı nedeniyle otoritelerin bankaları çok fazla dizginlemeye çalışmalarına gerek olmadığı da bir başka önemli bir mesaj. Türkiye'nin en büyük toptan finansman pazarı olan Avrupa Birliği, bugünkü acınacak halinde devam ettikçe zaten fonlama tarafındaki bu sıkıntı bankaların kredileri üzerinde doğal bir fren olacak.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Petrol fiyatları da cari açığa destek verecek

*Saruhan Özel 2012.05.02*

Türkiye, bir süredir hızla yükselmekte olan cari açığını kontrol altına almak istiyor.

Doğru ya da yanlış, karar bu. Uzun süredir devam eden "cari açık çok yüksek, kriz çıkacak" baskısı sonunda faizlerin yükseltilmesinden ekonominin yavaşlatılmasına kadar bir dizi önlemin alınmasını sağladı. Bu bağlamda bankaların özellikle tüketici kredileri üzerinden büyümeleri dizginlendi. Fonlamaları pahalılaştırıldı ve özellikle tüketici kredilerine yönelik bilanço yükümlülükleri ağırlaştırıldı. Bir de üzerine TL faizlerinin göreceli olarak düşük olduğu bir dönemde Avrupa'daki krizin ağırlaşp döviz kurlarını hızla yükseltmesi eklenince ortalık geriliverdi. Hem bankacılık sistemi hem de ekonomi ihtiyatlı konuma geçerek yavaşladı. Sonuçta da cari denge açığı amaçlandığı gibi gerilemeye başladı. 2011 Ekim ayında 79 milyar \$'a kadar çıkmış olan açık 2012 Şubat ayında 75 milyar \$'a düştü (Grafik 1). Dış ticaret verilerine bakılırsa, mart ayında en az 2 milyar \$ daha gerileyecek.

5 aylık bu süreçte % 5'e tekabül eden bu düşüş belki küçümsenebilir. Ama aslında alınan önlemlerin etkisi bundan daha fazla. İthalatımızın dörtte biri petrol ve enerji. Enerji açığı dışarda bırakıldığında cari denge açığı 75 milyar \$'dan 26 milyar \$'a geriliyor (ekonominin % 3,4'ü). Ve ekim ayından beri "enerji dışı cari denge" açığındaki düşüş 7,1 milyar \$ ya da %21. Yani petrol ve enerji ithalatı artmayıp yerinde saysa cari açık çok daha hızlı gerilemiş olacaktı. Elbette petrol ve enerji ithalatına yapacak bir şey yok. Belki ekonominin yavaşlaması ile enerji talebinin biraz törpülendiği düşünülebilir. Ama bu ithalatın çoğu başka harcamalar kısıtlanarak mecburen yapılıyor ve fiyat artışı ithalat faturasını büyütüyor. Ve maalesef Türkiye'nin yurtdışında belirlenen fiyatları etkilemesi mümkün değil. Nitekim bu dönemde petrol fiyatları hızla yükselince net enerji ithalatımız da 3,5 milyar \$ artıverdi (Grafik 2). Bu durum sadece Türkiye için de geçerli değil. Artan petrol ve enerji fiyatları nedeniyle Çin'in dış ticaret fazlası azalırken yılların ihracatçı ülkesi Japonya artık dış ticaret açığı verir hale geldi.

Doğal olarak, petrol fiyatları yükselmeye devam ederse cari açığı düşürmek için ekonomiye yaptırmaya çalıştığımız fren ve çekilen cefa boşa gidecek. Hatta ekonomi yavaşladığı için ekonomiye oranı belki daha da yükselecek. Ters olur yani petrol fiyatları düşerse de bu sefer fren yapmak ihtiyacı azalacak.



## Neyse ki Petrol Fiyatları Düşecek!

Petrol fiyatları global krize rağmen daha hızlı büyümekte olan Çin ve diğer gelişmekte olan ülkelerin istikrarlı talebi mazeret gösterilerek uzun süredir yüksek seyrediyordu (Grafik 3). Gerçekten de Çin 2000-2010 yılları arasında petrol talebini iki katına çıkartarak tek başına tüm dünya petrol üretiminin % 10'unu tüketir hale geldi. Çin'in yanında petrol üreticisi Ortadoğu ülkeleri bile bu dönemde petrol tüketimlerini % 56 artırdılar. Suudi Arabistan'da kişi başına petrol tüketimi ABD'deki seviyelere ulaştı. Son yaşanan felaketler nedeniyle nükleer santrallerinin kapatılması talebi daha da artırdı. Tüm bunlara kısa vadede İran ve Suriye'ye yönelik askerî hareket olasılığı da eklenince spekülâtörler için bulunmaz bir ortam oluştu. Gelişmiş ülke merkez bankalarının sürekli para basarak faizleri düşük tutması bu spekülasyonu çok daha düşük maliyetli hale getirerek başarı şansını artırdı. Sonuçta petrol fiyatlarındaki artış, yıl başından itibaren daha da hızlanarak mart ortasında 128 \$'a kadar çıktı.

Öte yandan aynı endişe ile ihtiyatlı olmak isteyen petrol tüketen ülkeler de stoklarını artırmaya başladılar. 2009 sonuna kadar 100 milyon varillik stratejik rezerv oluşturan Çin, zaten bu yıl sonuna kadar bunu 170 milyon varile çıkartmayı planlıyordu. İran endişeleri ile birlikte bu planı hızlandırdığı ve petrol alımını günde 250 bin ile 500 bin varil arasında artırdığı tahmin ediliyor. G.Afrika ve Hindistan'ın da ihtiyat amaçlı benzer bir petrol talebi var. OECD ülkelerinin stokları 60 günlük tüketimlerini karşılayacak şekilde son 3 yılın en yüksek seviyelerine geldi.

Artan stokların yanında petrol üretimi de hızlandı. Öncelikle S.Arabistan, ABD ve AB'nin de baskılarıyla İran petrolünü telafi etmek için üretimini günde 10 milyon varillik rekor seviyeye çıkardı. Libya petrol üretimini yeniden savaş öncesi seviyelere getirirken Irak, Angola ve Nijerya gibi önemli petrol üreticisi ülkeler de yükselen fiyatlardan faydalanmak için üretimlerini artırdılar. Bunlara bir de kaya katmanlarına sıkışmış petrolün son yıllarda gelişen teknoloji ve yükselen fiyatlar sayesinde çıkarılabilmesi de eklendi. ABD'de kaya petrolü üretimi son 3 yılda üç kat artarak yılda 900 bin varile çıktı ve bugün piyasalarda ABD'nin 2030 yılına kadar petrol ve enerjide kendi kendine yeten bir ülke olabileceği tahminleri yapılıyor.

Arz böyle artarken global ekonomik büyüme beklentileri de kötüleşiyor. ABD'de toparlanma var ama istenen düzeyde değil. Euro Bölgesi ile İngiltere resesyondalar. 1 yıl önce beklenenin tersine gelişmekte olan ülkelerde de büyüme yavaşladı. Gerçi pek tutturamıyor ama IMF de 2011 yılında % 3,9'a gerileyen global ekonomik büyümenin 2012'de % 3,5'a gerileyeceğini tahmin ediyor. İlginç olan, büyümeye yönelik bu olumsuz tahminlerin arkasında bugünün yüksek petrol fiyatlarının olması. Yani bugünün yüksek fiyatları seviyeleri aynı zamanda gelecekte petrol talebinin düşmesinin sebebi olacak.

Sonuç olarak, bugün petrol arzına yönelik büyük endişeler var ve en kötüye hazırlıklı olma çabaları fiyatların gereğinden yüksek seviyelerde seyretmesine neden oluyor. Konvansiyonel üretim hızlanırken stoklar büyüyor ve yeni kaynaklar sessiz sedasız devreye giriyor. Arz endişeleri rahatladığında petrol fiyatlarının hızla düşmesi gayet mümkün ve spekülasyon da zaten o yöne dönmeye başladı. Mart sonundan beri vadeli işlemler piyasalarında alım yönündeki "long" pozisyonlar hızla azalıyor. Bu senaryo gerçekleşirse Türkiye'nin zaten düzelmekte olan cari açık sorununa büyük katkı yapacak.



# Hollande, Avrupa'daki kısır döngüyü kırabilir!..

Saruhan Özel 2012.05.09

Euro, Güney Avrupa ülkelerine pek yaramadı.

Euro'ya geçtikten sonra zamanla rekabet güçlerini kaybettiler. Yani bu ülkelerde özel sektör, teknoloji ve inovasyonu verimli bir şekilde kullanıp dünyanın istediği kalitede üretimi makul maliyetlerde yapabilir hale gelemedi. Kendi paraları olsa devalüasyonla üretimlerini destekleyebilirlerdi ama Euro bunu engelledi. Devreye devletleri ve bankaları girdi. Kamu sektörü harcamalarını artırıp bankalar da bolca kredi verince istihdam ve alım gücü artmaya devam etti. Ama aynı zamanda devletlerin bütçe açıkları ile banka bilançoları hızla büyüdü. Başta inşaat ve gayrimenkul olmak üzere turizmden otomotive birçok sektörde aşırı kapasiteler oluştu. Almanya ve Fransa bile bütçe açığının ekonominin % 3'ünü geçmeyeceği kuralını dikkate almadı. Bir de üzerine bankalar devletlerin artan bütçe açıklarını "para birimleri Euro ve arkasında Almanya var" diye çok düşük faizlerle finanse edince devletler rahatça harcamaya devam edebildiler. Euro çarkı bu şekilde kamunun borcu ve bankaların bilançoları büyümesiyle dönebildi. Ta ki 2008-09 global krizine kadar.

Krizle birlikte fazla açılmış Avrupa bankaları eskisi gibi kredi bulamamaya başladılar. Ne birbirlerine ne de daha önce bolca kredi verdikleri devletlere kredi veremez hale geldiler. Bazı ülkelerde çok açılmış olan bankalar battı. Bankalardaki tasarrufların yok olmasını istemeyen devletler devreye girip fonlama ve sermaye desteği vermek zorunda kaldılar. Bu da zaten yüksek olan kamu borçlarını daha da büyüttü. Devletlerin iflası gündeme geldi. En iyi konumda olanların bile kredi notu düştü. Avrupa Merkez Bankası (ECB), IMF ve Avrupa Komisyonu "Euro'yu yaşatma aşkına" destek vererek müflis ülkeleri yüzdürdüler.

Müflislere verilen desteklerin ana garantörü olan Almanya, destekler karşılığında büyük kamu tasarrufları talep etti. Şansölye Merkel bütçe açıkları kontrol altına alınırsa özel sektörün yeniden yatırım yapmaya başlayıp ekonomilerin büyüebileceği güven ortamının sağlanacağına inandı. En önemli eyaletlerde yerel seçimleri kaybedince halkını ancak böyle ikna edebileceğini de gördü. Ama bu katı tasarruf önlemleri ile ekonomilerin daralacağı, böylece kamu borcunun daha da artıp bu borcu elinde bulunduran bankaların zararlarını daha da büyüteceği ve sonuçta devletlerin daha fazla destek vermek zorunda kalacağı bir kısır döngüye girileceğini bir türlü göremedi (Şekil). Nitekim Yunanistan istenen tasarrufları yapayım derken son 3 yılda % 15'e yakın küçüldü. Temerrüde düşünce de verilen destekler boşa gitmiş oldu. Sadece tasarruf önlemleri alan ülkeler değil tüm Euro Bölgesi ekonomisi 2011'in son çeyreğinde % 1,3 yıllık bir hızda daraldı ve işsizlik % 10,9'a çıktı. Görünen o ki 2012'nin ilk çeyreğinde % 1, ikinci çeyreğinde de % 0,5 daha küçülecek ve işsizlik daha da artacak.

Bu kısır döngü nasıl kırılacak?

Bankalar ayağa kalkıp ekonomilerin büyümesi için gerekli finansmanı sağlamadan bu kısır döngünün kırılmayacağını gören ECB baktı ki Yunanistan'dan sonra sıra diğer güneylilere geliyor, dünya merkez bankacılığı tarihinde görülmemiş radikallikte bir uygulama ile bu kısır döngüye önemli bir darbe vurdu (Şekil). Bankalara 3 yıllık kredi vererek kredi bulamama riskini ortadan kaldırdı. Bankalar rahatlayıp kamu borcunun çevrilmesi kolaylaşınca da güven ortamı sağlanabilir ve sorunlu ekonomilerde çarklar yeniden dönmeye başlayabilirdi. Ama ECB desteğini artırdıkça Merkel tasarruf önlemlerinde daha da katılaştı. Sarkozy'yi de yanına alıp tüm Euro üyelerine bir "Mali Kural Anlaşması" dayattı. ECB'ye rağmen bu bağnazlığın devam ettiğini gören piyasalarda da o arzu edilen güven ortamı oluşamadı. Çünkü hâlâ devletlerin, bankaların ve hane

halkının tasarrufa zorlandığı bir ortamda ekonomilerin nasıl büyüyeceği görülemiyor. Mart ayı sonunda Avrupa'nın en büyük 10 bankasının ECB'de tuttuğu likidite yıl sonuna göre % 12 artarak 1,2 trilyon \$'a yükselmiş durumda. Yani bankalar da bir türlü güvenip ECB'den aldıkları finansmanı reel sektöre aktaramıyorlar.

Euro ekonomilerinin girdiği bu kısır döngüye karşı ilk sesini yükselten Fransa'nın yeni başkanı Hollande oldu. Seçimler öncesinde Sarkozy, Merkel ile olan ittifakını öne çıkarıp oy toplamaya çalışırken Hollande, tersine Merkel'i ve büyümeye engelleyen tasarruf önlemlerindeki inadını eleştirdi. Seçimleri kazandığı takdirde "Mali Kural" anlaşmasını yeniden revize edeceğini açıkladı. Bunun bölgede yeniden politik iç çekişmelere neden olup aksiyon alınmasını engelleyeceğini düşünen piyasalar ilk başta olumsuz tepki verdiler. Hollande'ın oyları anketlerde tırmadıkça endişeler arttı. Ama Euro Bölgesi gerçekten de daralmaya başlayınca Hollande'ın tasarruf karşıtı görüşleri itibar kazandı. Tasarruf önlemlerini savunanlar büyüme olmadan bu kısır döngüden çıkılamayacağını vurgulamaya başladılar. ECB Başkanı Draghi, hemen Mali Kural'ın yanına da "Büyüme Anlaşması" eklenmesi gerektiğini açıkladı. Avrupa Yatırım Bankası kaynakları artırılarak ya da yeni kurulacak destek fonlarıyla özellikle sorunlu ülkelerde büyük altyapı projeleri başlatılarak büyümelerine destek verilebileceği görüşleri tartışılmaya başladı. Ve daha da ilginç, Merkel'in de Mali Kural Anlaşması'na ve yapısal reformlara sadık kalındığı sürece bu tür bir büyüme anlaşmasını destekleyebileceğini söylemesiydi.

3 yıl önce Yunanistan yeni vergiler ve vergi artışları ile imkânsız tasarruflara zorlanacağına tam tersini yapıp vergileri düşürebilse, verilen finansal destekler tasarruf önlemlerine değil yapısal reformlara endekslenebilse yatırımcıların radarına girerek ekonomisini büyütme başlayabilir ve iflastan kurtulabilirdi. Bu fırsat kaçtı ve kangren tüm Euro Bölgesi'ne yayıldı. Eğer seçim dönemindeki sözlerini gerçekleştirip Merkel'e panzehir olabilirse Hollande, bölgede istikrarın tehdidi değil, umudu olur.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Yunanistan çıkınca Euro'ya ne olacak?

---

*Saruhan Özel 2012.05.16*

Yunanistan aslında 2 yıl önce iflas etti. Global kriz yatırımcıların gözünü açınca kriz öncesinde çok açılmış olan Yunan bankalarını ve devletini artık finanse etmek istemediler. Koca bir ekonomi solunum makinesine bağlatılıp yaşatıldı.

Halbuki Yunanistan akıllılık edip "kendi iyiliği için" bunu kabul etmeyecekti. Hemen iflasını açıklayacak ve borcunun % 30'unu tıraşlayıp kalanını uzun vadeye çekecekti. Faizini de ekonomisinin büyüme hızına endeksleyecekti. Sonra da Euro'dan çıkacaktı. Bunu yaparken bankalarını kısa bir süre tatil edecek ve tatildayken drahmi tahvillerle bankalarına sermaye koyacak ve aynı zamanda bankalarının yurtdışındaki tüm değerli aktiflerini ve diğer özelleştirmeleri, bedellerini sermayeye eklemek üzere, satışa çıkartacaktı. Mevduatları drahmiye çevirip sonrasında drahmiyi % 30-50 arasında bir oranda devalüe edecekti. Tüm drahmi mevduatlara devlet garantisi getirecekti.

Bunları yaparken kapsamlı bir reform programını, mümkünse AB finansmanı destekli olarak, hayata geçirecekti. Kamu sektörünü yeniden yapılandıracak ve harcamaları disiplin altına alacaktı. Başta Kurumlar Vergisi olmak üzere vergileri radikal şekilde aşağıya çekip basitleştirecek ve sonrasında da çok büyük hukuki cezalarla vergi sistemini takibe alacaktı. Kapalı sektörlerini rekabete açıp yabancı sermaye girişini kolaylaştıracaktı. AB ile "yapılacaklar listesi" konusunda anlaşıp liste gerçekleştiğinde yeniden Euro'ya kabulünü taahhüt etmelerini isteyecekti. Ve tüm bu süreçte Yunanistan AB içinde kalacaktı. Olayın Yunanistan'dan diğer sorunlu ülkelere bulaşmasını engellemek için Yunanistan'a verilen (ve bir anlamda çöpe giden) tüm destekler ve daha fazlası sorunlu ülkelere ve bankalarına doğrudan verilerek bir savunma duvarı örülecekti.

Çok kaba bir tasvirini yaptığım bu planı ne Yunanlılar ne de AB uygulayamadı. Yunanlıların vizyonu yetmedi. Kriz tecrübesi olmayan AB de yönetemeyeceğinden korkarak cesaret edemedi. 2 yıl boyunca içerde Yunanistan'ı süründürüp dışarıda alacaklılarına paralarını ödediler (Grafik 1, 2). Kurtaran kurtardı. Ama sonunda dipsiz kuyuya para yetmeyeceği görüldü. Özel sektör alacakları tıraşlandı. Yunanistan'ın en büyük alacaklısı kamu (AB, IMF, ECB troykası) oldu.

Troyka özel sektör borçlarını tıraşladıktan sonra Yunanistan'ı ve Yunanlıları süründürmeye devam etmeyi planlıyordu. Almanya'nın da baskısıylarettiği tasarruf önlemlerini ve reformlarını zamana yayıp çaktırmadan pisliği temizleyebileceğini düşündü. Bu uzun süreçte Yunanistan'ın kolay kolay büyümeye geçmesi mümkün değildi çünkü sadece reformlarla ekonomisinin rekabet gücü kazanıp büyümeye geçmesi çok uzun süre alacaktı. Yunan halkı bu uzun süreli işkenceye dayanamazdı. Ama reformlar devalüasyonla birleştğinde çok daha etkili olacak ve çok daha kısa sürede ekonomi toparlanabilecekti. Sırf Almanya'nın Euro'yu yaşatma aşkı uğruna buna izin verilmedi.

Ne var ki, mayıs ayına kadar her şeyi kurgulayabilen ve hatta zorla hükümet değiştirten AB otoriteleri Yunan halkının sokaklardaki tepkisini seçim sandığına taşımasını engelleyemedi. Yunanlılar, genel seçimlerde AB ile mevcut anlaşmayı devam ettirecek partilerin yetkilerini ellerinden aldılar. 2009 seçimlerinde Meclis'teki 300 sandalyenin 251'ine sahip olan Pasok+Yeni Demokrasi koalisyonu 2012 seçimlerinde 149'a geriledi (Grafik 3). En çok oy alan ikinci parti olan radikal solun başındaki Chavez hayranı Tsipras hemen seçmenlerine AB ile yapılan mevcut anlaşmanın geçersiz olduğunu açıklayarak teşekkür etti. Tüm bunlar, Yunanistan'ın Euro'ya karşı egemenliğini vermeyeceğini ilan etmiş olması anlamına geliyor.

Şimdi ne olacak?

Korkulan senaryo şu: Yunanistan AB'ye (Troyka'ya) bu postayı koyunca AB de bunun karşılığı olarak mevcut anlaşmayı imzalayacak bir hükümet olmadığını öne sürerek Yunanistan'a verdiği parasal desteği geri çekecek. Euro Bölgesi'nde 8 liderin yok olduğu, Sarkozy'nin kovalandığı ve son yerel seçimlerde kendi kalesindeki kayıplarına bakılırsa Merkel'in de bu yolda hızla ilerlediği bir ortamda AB'nin de karşı posta koymasına gayet mümkün. Bu durumda Yunanistan kamu maaşlarını ödeyemeyecek duruma düşecek ve olayın nereye gittiğini görenler mevduatlarını çekmek üzere bankalara koşuşturacak. Sonuçta 2 yıl önce yapılması gerekenler mecburen yapılacak. Bankalar tatil olacak, drahmiye geçilecek vs. Ama olay Yunanistan'la kalsa yine iyi. Yunanistan'da yaşananları görenler diğer sorunlu ülkelerin bankalarına saldıracaklar. Benzer olaylar orada da yaşanmaya başlayacak çünkü İspanya, İtalya ve Portekiz'i koruyabilecek kadar büyük ve güçlü bir destek fonu yok ortada henüz. Bu "kanlı senaryo" ortalık yatışana kadar Euro'yu zayıflatırken değer kaybının şiddetini Almanya'nın tavrı belirler.

AB her şeye rağmen bu kaos senaryosundan çekinerek, posta koymasına rağmen Yunanistan'a para aktarmaya devam edebilir. İlk baştaki rahatlamayla Euro biraz güçlenebilir de. Ama sonra sorunlu ülkelerin sıkıntıları piyasaları karıştırmaya devam edecek ve Euro'yu baskı altına alacaktır.

AB'nin yüzünü kurtaracak bir çözüm yolu, acilen Yunanistan'ın yeniden seçimlere gitmesi olur. Büyük bir olasılıkla zaten mevcut milletvekili dağılımından bir hükümet çıkamayacak ve seçimlere mecburen gidilecek. Yunan halkı gerçekten Euro'da kalmayı istiyorsa "nasılsa ilk seçimlerde gereken mesajı verdim" diyerek ikincide Pasok ve Yeni Demokrasi koalisyonunu yeniden ortaya çıkartabilir. Böylece Euro eskisi gibi 17 üyesiyle devam eder. Ama yukardaki sonuç değişmez. Sürekli "Euro parçalanmak zorunda kalacak" baskısı yine devam eder.

Euro nasıl güçlenir?

Eğer AB "kansız" bir şekilde Yunanistan'dan başlayarak sorunlu ülkeleri Euro dışına çıkartabilir ve Euro'nun çok daha az sorunlu 10-12 ülkenin para birimi olarak kalmasını becerebilirse Euro hızla değer kazanmaya başlar. Bu senaryo Euro Bölgesi'ndeki ülkelerarası rekabet gücü farkının daralmasını sağlayacak etkili bir çözümdür. Euro projesinin yaşamasını istiyorsa Almanya'nın katlanması gereken bir senaryodur ve bugünlerde tartışıldığı gibi bunu becermek için Almanya'da enflasyonun yükselmesine ve işçilik maliyetlerinin artmasına gerek kalmaz. Euro Bölgesi'nin içinde bulunduğu kaos nedeniyle bugün pek tahmin edilmediği için böyle bir senaryonun getirisi de çok yüksek olur ve yılın yatırım stratejisi haline gelir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Yeni bir balon mu oluşuyor?...

*Saruhan Özel 2012.05.23*

Dünyada yatırımcılar artık devlet tahvillerine bile güvenemezken geçtiğimiz cuma ABD'de bir şirket hisselerinin yüzde 15'ini halka arz ederek bir batında 16 milyar dolar toplayıverdi.

Bu 2009'daki Visa ve 2010'daki General Motors halka arzları sonrasında bir ABD'li şirketin yaptığı en büyük halka arz. Halka arz fiyatına göre şirketin değeri 104 milyar dolar oldu. Halbuki bugün ABD'de Boeing, Caterpillar, Kraft Foods, Citigroup, Goldman Sachs gibi büyük mal ve hizmet üreticilerinin piyasa değeri 50-80 milyar dolar arasında. Nasıl bir şirket dünyanın en büyük krizlerinden biri yaşanırken bu büyük firmaların da üzerinde bir değerle satılabiliyor?

Şirketin ismi Facebook (okunuşu feysbuk). İnternet üzerinden "sosyal ağ" denen bir hizmet sunuyor. Bu siteye üye olmak isteyen nerede yaşadığı, doğum tarihi, hangi üniversiteye gittiği gibi bazı bilgileri girdikten sonra kendisine resminin de olduğu bir sayfa açıyor ve site platformu üzerinden başka isimlere veya gruplara ulaşabilecek hale geliyor. Örneğin geçmişte okuduğu okulun veya spor yaptığı kulübün gruplarına girerek veya doğrudan isim araştırarak eski arkadaşlarını (eğer üye iseler) bulabiliyor ve iletişime geçebiliyor. Fotoğraflarını, videolarını paylaşıyor. Yeni bilgiler girdikçe iletişimdeki diğer üyeler kendisini takip etmiş oluyor. Facebook üyeleri artık kısa mesaj veya e-mail'den ziyade Facebook üzerinden mesajlaşıyorlar. Bu sayede belli grupları ilgilendiren haberler kısa sürede grup üyelerine ulaştırılabilir. Şirketten verilen bilgilere göre Mart 2012 sonu itibarı ile Facebook'u ayda bir kullanan aktif üye sayısı 901 milyon. Yani dünya nüfusunun yedide biri. Yüzde 80'i ABD ve Kanada dışında. 526 milyonu her gün kullanıyor. Bir üyenin ortalamada 130 üyeye arkadaşlığı var. Üyeler günde yaklaşık 1 saatlerini 70 farklı dilde kullanılabilen Facebook'ta geçirip her girişte

ortalama yarım saate yakın kalıyor ve siteye günde 300 milyon fotoğraf koyuyorlar. Son verilere göre, Türkiye'deki 31 milyon üye bizi dünyanın en büyük 6. Facebook nüfusu yapıyor (Tablo). Türkiye'de internet kullanıcılarının yüzde 90'ının Facebook üyesi olduğu tahmin ediliyor.

Bu şirketin kurucusu psikoloji ve bilgisayar programlamacılığı okumuş (ama bitirememiş), ortaokuldan beri bilgisayar programı yazan Mark Zuckerberg isimli 28 yaşında, babası diş doktoru, annesi psikiyatrist bir New York'lu. Facebook fikrini Harvard'da okurken sınıf arkadaşlarıyla birlikte buluyor ve 2004 yılında şirkete dönüştürüyor. Şirketin hızlı büyümesini ve potansiyelini gören şirketlerden sırasıyla Viacom 75 milyon dolara, Yahoo 1 milyar dolara ve Microsoft 1,5 milyar dolara almak istiyorlar. Ama Zuckerberg satmıyor. Halka arz sonrası elindeki hisselerin değerinin 19 milyar doları geçtiğine bakılırsa çok doğru bir karar vermiş durumda. Özellikle ünlü Bill Gates'in Microsoft'un 1986'daki ilk halka arzında ulaştığı 350 milyon dolarlık servetle kıyaslanırsa.

Yeni bir internet balon endişesi

ABD, Euro Bölgesi, İngiltere ve Japonya merkez bankaları global krizle savaşıırken piyasalara 5,5 trilyon dolar gibi büyük bir likidite sağladılar. Bunun yanlış yatırımları körükleyerek gelecekte yeni krizlerin temelini atmasından korkuluyor. 1997 Asya krizini çözmek için sağlanan likiditenin 2000 yılı başında patlayan ABD'deki internet balonunu şişirmesi ya da bu krizi çözmek için verilen likiditenin 2007 sonunda patlayan gayrimenkul balonunu şişirmesi gibi. Bir süredir ABD'deki teknoloji firmalarının sürüklediği halka arzlara gelen büyük yatırımcı ilgisi, yüksek değerlemeler ve daha ilk işlem gününde oluşan büyük fiyat artışları da sanki bunu doğruluyor (Grafik 1, 2). Bir sosyal ağ hizmeti sunan şirket nasıl olur da daha ilk halka arzında bir McDonald's ya da Unilever gibi dünya şirketlerinin değerine ulaşır? Yatırımcılar acaba neyi, nasıl bir ekonomik değeri satın alıyorlar?

Gerçekten de Facebook daha doğru düzgün kâr eden bir şirket değil. İlk defa 2009 yılında kâra geçebildi ve 2011 yılında 1 milyar dolar kâr etti (Grafik 3). Facebook'a üye olmak bedava ama büyük bir reklam geliri potansiyeli var. Şirketlere yarısından fazlası 18-34 yaş grubunda olan 1 milyara yakın devasa bir tüketici grubu sunuyor. Halen 3,7 milyar dolarlık gelirinin yüzde 85'i reklam gelirlerinden geliyor ve reklam geliri 2009'dan beri yılda ortalama yüzde 103 artıyor. Birçok şirket artık internet sayfaları yerine Facebook sayfalarından tüketicilere ulaşıyorlar. Reklamları ile tüketicilerini yeni ürünlerinden haberdar ediyor, anketler, oylamalar, yarışmalar yaparak üyelerin sayfalarında zaman harcamalarını sağlayacak eğlenceli aktiviteler sunuyorlar. Facebook belli yaş, cinsiyet, lokasyon gibi özelliklerde tüketici gruplarına şirketlerin reklamalarını yapıyor (ama şirketler tüketicileri görmüyor). Şirketler Facebook platformunda paylaşılan tecrübe, hikâye veya resimlere "sponsor" olarak ürünlerini tavsiye ettiriyorlar. Bugün benzer bir felsefe ile çalışan Google yılda 40 milyar dolara yakın, yani Facebook'un 10 katı, reklam geliri elde edebiliyor. Zuckerberg'in 2008 yılında Google'ın satış ve operasyondan sorumlu üst düzey yöneticisini transfer etmesinin ardında Google'ın reklam alanındaki başarısını yakalayabilme isteği var.

Facebook aynı zamanda inşaat sektörünün yaptığı gibi birçok başka sektörü de ihya ediyor. Şirkette sadece 3500 kişi çalışıyor ama arkasında aslında internet hizmeti sağlayanlardan reklam şirketlerine, elektronik üreticilerinden bilgisayar programlamacılarına kadar birçok sektör var. 500 milyon üyeden fazlası Facebook'a mobil araçlarla ulaşıyor ve akıllı telefon, tablet bilgisayar gibi ürünlerde talep patlaması yaşanıyor. Apple adlı şirketin inovatif akıllı telefon ve tablet ürünleri ile yaklaşık 500 milyar dolarla dünyanın en değerli şirketi olmasında aslında kullanıcıların Facebook ve benzeri platformlara ulaşma ihtiyacı var. Gelecekte ürünlerini daha fazla satmak istiyorlarsa Facebook ve benzeri platformları desteklemek (!) zorundalar. Özetle, Facebook gerçekten de büyük bir ekonomik değere sahip. Bugün 1 milyar olan kullanıcı sayısı birkaç yıl içinde rahatlıkla 3-4 milyar olabilir.

Bugün 500 milyar dolarla dünyanın en değerli şirketi olan Apple, 1980 yılında halka ilk arz edildiğinde 1,7 milyar dolar gibi rekor bir piyasa değerine ulaşınca da balon eleştirileri yapılmıştı. Çünkü o dönemde ileride Apple ürünlerine talebi patlatacak olan internet devrimini görebilen yoktu. Facebook'un halka arzında mevcut kârın 100 katına yakın bir değerlendirme ile satın alınması da ancak böyle bir vizyonla açıklanabilir.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Müşteri şikâyet ediyorsa bankacılık iyidir!

*Saruhan Özel 2012.05.30*

1 ay kadar önce uluslararası bir kurumun İstanbul'da düzenlediği bir tartışma toplantısına (roundtable) katıldım. Konu Türkiye ekonomisiydi. Reel sektör ve bankacılığı temsilen çok değerli üst düzey yöneticiler katıldı ve görüşlerini aktardılar.

Toplantı sırasında enerji ve bankacılık sektörlerindeki iki güzide şirketin iki değerli yöneticisi arasında güzel bir görüş alışverişi oldu. Tartışma görünürde bir sorunun aktarımı gibi olsa da aslında Türkiye ekonomisinin ne kadar iyi durumda olduğunun güzel bir göstergesiydi.

Tartışılmakta olan sektör enerji olunca doğal olarak proje kredileri gündeme geldi. Bize sektörü ve şirketini çok güzel aktaran CEO, Türkiye'de aslında proje kredisi olmadığını söyleyerek bankalardan yakındı. Proje kredisi uzun vadeli, teminat olarak projenin kendisini kabul eden ve makul maliyetlerde bir finansman demekti ama bunu Türkiye'de bulmak zordu. Böyle olunca şirketler çok daha fazla teminat sağlayarak ellerini taşın altına sokmak zorunda kalıyor ya da finansmanın önemli bir kısmını ortaklıklarla temin ediyorlardı. Halbuki gelişmiş ülkelerde rahatlıkla 10-15 yıl vadelerde "projenin kendisine" ve çok düşük "reel" faizlerle verilen proje kredileri bulunabiliyordu.

Bu doğrultuda haklı denebilecek bu yakınmaya bir bankanın genel müdür yardımcısı açıklama getirdi. En büyük fonlama kaynağı olan mevduatlarının vadesi zar zor 1 ayı geçen bankalar bunu ancak limitli bir şekilde uzun vadeli kredilere dönüştürebilirdi çünkü mevduatlarının vadesi geldiğinde çekilebileceğini hesaba katmaları gerekirdi. En başta düzenleyici otoritenin bunu engelleyen kısıtları vardı. O nedenle daha ziyade yurtdışından bulabildikleri uzun vadeli (döviz) fonları sektöre yönlendiriyorlar ama Türkiye'nin kredi notunun ve global krizin yükselttiği maliyetleri de müşterilerine aktarmak zorunda kalıyorlardı. Projelerde son derece seçici davranıyorlar ama doğru olduğunu açıkça gördükleri projelerin "kendisine" krediyi vermekten çekinmiyorlardı. Bu tartışmayı daha da ilginç kılan, CEO'nun her şeye rağmen Türkiye'de enerji sektörünün ne kadar büyük potansiyeli olduğunu ve şirketinin de ne kadar başarılı olduğunu göstermesiydi.

Kıssadan hisse: Bankalar projenin getirisi kadar risklerini de hesaba katıyor ve doğru yönetmeye çalışıyorlar. Ayrıca risk primini de fiyatlara yansıtıyorlar. Bunlar müşterilerin hoşuna gitmiyor. Ama yine de doğru projeler yapılabilir ve yüksek maliyetlere rağmen iyi getiriler elde edilebiliyor. Bankalar yüksek risk primi ile artan kârlarını sahiplerine dağıtmayıp sermayelerine ekleyerek hem daha fazla kredi verecek hale geliyor hem de gelecekte batabilecek kredileri hazmedebilecek hale geliyorlar.

Bu hoş tartışmayı 2008 yılından önce dinlesek belki bu kadar anlamlı olmazdı. Global kriz öncesinde gelişmiş ülkelerde herkes bankalardan memnundu çünkü kolayca, düşük maliyetlerde kredi veriyorlardı. Kredi ile fonlama faiz farkını düşük tutup yüksek sürümle kârlılıklarını artırmaya çalışıyorlar ama onu da bünyede tutmayıp dağıtarak mümkün olan en düşük sermaye büyüklüğü ile iş yapıyorlardı. O dönemin Türk bankalarıyla kıyaslandığında beşte bir düzeyindeki zayıf sermaye yapısıyla mevduatlarının çok çok üzerinde, dünyanın her yanından gecelik (toptan) fonlama yapıp uzun vadeli kredileri finanse ediyorlardı. Ama krizle birlikte ortalık karışınca kısa vadeli fonlamalarını kaybediverdiler. Sermayeleri fonlama zararlarını ve kredi batıklarını karşılayamadı. Bugüne kadar 2,1 trilyon \$ zarar yazdılar, bu bankalara çoğu devletten olmak üzere 1,6 trilyon \$ sermaye kondu. 440 bin bankacı işini kaybetti.

KOBİ'lerde de aynı durum söz konusu

Bugünlerde Türkiye'de bankalar yine, bu sefer de KOBİ'lere, yeteri kadar kolay ve düşük maliyetlerde kredi vermedikleri için eleştiriliyorlar. Halbuki, özellikle son yıllarda KOBİ'lere ciddi miktarlarda kaynak aktarımı söz konusu. KOBİ kredileri her segmentte dengeli bir şekilde 2007-2011 döneminde yılda ortalama % 22 arttı (Grafik 1). 2011 yılı sonu itibarı ile bankalar toplam kredi portföylerinin dörtte birini KOBİ kredilerine ayırmış durumdalar (Grafik 2). 2012'nin ilk çeyreğinde Avrupa'daki krizin şiddetinin artmasıyla KOBİ kredileri yatay seyre geçti ama bu yılki % 18'lik büyüme tahminim doğru çıkarsa KOBİ kredileri 2009 sonuna göre neredeyse üç kat büyümüş olacak. Üstelik böyle dünyada büyük bir krizin yaşandığı ve para otoritesinin bankaların kredi hızını düşürme amaçlı olarak fonlama maliyetlerini yükselttiği bir dönemde.

KOBİ'lere olan bu ilgi elbette boşuna değil. Bankacılıktan yeterince faydalanamayan bu kesim bankalara daha yüksek marjlı ama risklerini daha küçük kredilerle daha fazla müşteriye dağıtabilecekleri bir bankacılık imkânı sağlıyor. Perakende bankacılıkla sinerjisi büyük. Krediler daha yüksek marjlı çünkü büyük şirketler kadar kurumsal olmayan KOBİ'lerin bilançoları onlarınki kadar şeffaf ve güçlü değil. Belki şirket sahiplerinin varlığı çok ama şirketteki sermaye düşük. Bu zayıf sermaye yapısı risklerini doğru yönetememeleri durumunda büyük sorun ve özellikle Türkiye gibi dinamik bir ülkede hele KOBİ kesiminde riskleri doğru yönetmek de zor. Bankalar doğal olarak bu riskin primini almak ve mümkün olduğu kadar yüksek teminatlarla çalışmak istiyorlar. Bunda da başarılı oldukları görülüyor çünkü global krizin ekonomiyi en çok vurduğu 2009 yılı haricinde sorunlu KOBİ kredisi oranı oldukça düşük seyrediyor (Grafik 3). 1 Temmuz'da Basel II mevzuatına geçişle birlikte, özellikle bilançolarını daha şeffaf hale getirip güçlendirebilen KOBİ'ler, bankalara daha az kanuni yükümlülük yaratacağı için, daha düşük maliyetle borçlanabilecekler.

Tüm bunlara rağmen KOBİ'ler bankaların kendilerine yeteri kadar cömert olmadıklarını düşünüyor olabilirler ve belki gerçekten de haklıdırlar. Ama 1 ay önceki tartışma toplantısında yaşanan anekdotu hatırlarsak, böyle olması belki herkes için daha iyi. Asıl bundan değil, aksi durumdan endişe etmek gerekir.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Kredi derecelendirme şirketleri ne işe yarar?

---



Kredi derecelendirme ya da rating (reyting diye okunuyor) şirketlerinin dünya finans sisteminde çok önemli bir rolü var. Temel bazı göstergelere ve rasyolara bakarak ülkeleri ve şirketleri kıyas edilebilir hale getirmeye çalışıyor ve sonra not veriyorlar.

Yatırımcılar da bu notlara bakarak yatırım kararlarını veriyor ya da ne kadar getiri isteyeceklerini belirliyorlar.

Birçok şirket ve ülke rating kuruluşlarından sağlıklı bir not alabilmek için detaylı bilgilerini paylaşıyor ve karşılığında bir hizmet bedeli ödüyor. Çünkü finansman bulmak istediği zaman yatırımcılar kredi notunu soruyorlar ve notu olmayan veya düşük olanlar daha yüksek faizle borçlanmak zorunda kalıyorlar. O nedenle bir şirketin veya ülkenin isteği dışında da yatırımcıların talebi düşünülerek tek taraflı (bilgi ve hizmet bedeli olmadan) notlandırma yapılabiliyor.

ABD menşeli S&P, Moody's ve Fitch dünyada en çok kabul gören şirketler. Derecelendirme sistemleri de birbirlerine çok yakın. En önemli kriterleri yatırım derecesi. S&P ve Fitch'ten BBB, Moody's'den ise Baa üzerine geçebilenler eşik atlamış oluyorlar (Tablo). Çünkü birçok ülke özellikle kamusal sorumluluğu olan emeklilik fonları gibi uzun vadeli yatırımcıların sadece yatırım derecesine sahip ülkelere yatırım yapmalarına izin veriyor. Yine benzer şekilde merkez bankaları fonlama yaparken ancak yatırım derecesine sahip teminatları kabul ediyor. Yatırım derecesi uzun vadeli ve düşük maliyetli finansman bulabilmek için gerekli. Bunun üzerinde ve altındaki not değişimleri yatırım derecesini almak ya da kaybetmek kadar etkili değil. Ve maalesef her 3 şirket de Türkiye'nin notunu ısrarla bu derecenin hemen altında tutuyor (Tablo).

Rating'ler sorunları öngöremiyor

S&P 1975'ten beri not verdiği ve borçlarını ödeyemez konuma düşen 15 ülkenin 12'sine, Moody's ise 13 ülkeden 11'ine temerrüde düşmeden 1 yıl önce B ve üzerinde not vermişlerdi. 1997 yılında cari açıkların tavan yaptığı Güneydoğu Asya krizinde başrolü oynayan Tayland, G. Kore ve Endonezya krize yatırım dereceleriyle girmişlerdi (ve Tayland dışında bölgede notu gerileyen yoktu). Ve en vahimlerinden biri, 2001 sonunda göstere göstere temerrüde düşüp tüm dünyayı karıştıran Arjantin bir yıl öncesinde S&P'den BB-, Moody's'den B+ notu almıştı. Ve keza Yunanistan. S&P, 2010 yılında Zaman okurlarının bu köşede Yunanistan'ın iflas edeceğini okumalarından birkaç gün öncesine kadar Yunanistan'ı yatırım derecesinde tutuyordu. 2011 yılı ortasında dahi Yunanistan, Türkiye ile aynı nota sahipti. Özetle, rating şirketlerinin geçmiş performansları kötü.

"Uzmanlıklarının" bir limiti var. Temel göstergeler veya standart rasyoları ne gösteriyorsa onu raporluyorlar. Piyasaların göremeyip de rating analizlerinin yakalayabildiği sorun yok.

Ve daha da kötüsü, rating şirketleri krizleri daha da derinleştirip işin içinden çıkılmaz bir hale getirebiliyorlar. Sorun yaşanmaya başlayıp da piyasalar bir ülkeye fonlamayı kestiğinde rating şirketleri de uyanarak ülkelerin notunu düşürüyorlar. Not düştükçe fonlama daha fazla kesiliyor ve bir kısır döngü içine giriliyor.

Daha önce masum ama hatalı analizleriyle eleştirilen rating şirketleri 2008 global krizinde farklı bir yönden daha darbe aldılar. ABD'de bankaların sonradan batacağı aşikar düşük kaliteli ipotek kredilerini bol bol verebilmeleri, bunları tahvil haline getirip başka yatırımcılara satarak bilançolarından çıkarmaları sayesinde oldu. Bu imkânı sağlayan da kredi derecelendirme şirketleriydi. Tahvilleri alanlar bunlara verilen yüksek notlara güvendiler ama rating şirketlerinin bu notları büyük ücretler karşılığında verdiklerini göremediler. Bu hataları çok pahalıya mal oldu. Rating şirketleri bunun bedelini ödemek bir yana bir de krizde bu tahvillerin notlarını düşürerek yatırımcıları daha da vurdu.

Türkiye'den şikâyetleri ise yüksek cari açık ve enflasyon. Kamu sektörü iyi, bankacılık iyi ama özel sektör çok borçlanarak hızlı büyüyor ve bu hem iç dengeyi (enflasyon) hem de dış dengeyi (cari denge) bozuyor diyorlar.

Dünyada bir likidite sorunu olursa bu sorunların Türkiye'yi bir krize sokabileceğini ima ediyorlar. Ama bu sorunların varlığına rağmen Türkiye ekonomisinin dünya tarihinin en şiddetli likidite daralmalarından birini az hasarla nasıl atlattığını açıklayamıyorlar. Demek ki, rating şirketlerinin göremedikleri, "uzmanlıklarının" anlamaya yetmediği bir şeyler var. En ilginç de S&P'nin Türkiye'ye verdiği not. TL cinsi borçlanma yatırım derecesi ama döviz borçlanma açısından yatırım derecesinin altında. Yani yatırımcılara TL krediler/tahviller emniyetlidir ama döviz borçlarına dikkat diyorlar (herhalde TL basma imkânı olduğunu ama döviz basamayacağını ve rezervlerin de limitli olduğunu ima ediyor). Sanki Türkiye TL basıp borcunu öderse o ödemenin yatırımcı açısından anlamı olabilirmiş gibi.

Neden vazgeçilemiyorlar ?

Rating mekanizması global finansal sistemi esir almış durumda. Devletler, merkez bankaları ya da yatırımcılar kimin iyi kimin kötü olduğunu kendileri anlamaya uğraşacaklarına rating şirketlerinin notları ile hareket edecek bir sistem geliştirmiş durumdalar. Yıllardır devam eden bu sistemi baştan aşağı değiştirmek zor. Ama otoriteler sorunların farkında ve bir şeyler yapmaya çalışıyorlar. Örneğin, yeni şirketlerin piyasaya girmesini teşvik ederek rekabetin artmasına uğraşıyorlar. Rating şirketlerinin not verdikleri müşterilerinden para almalarını ve "danışıklı dövüş" riskini engellemek istiyorlar. Bir şirketin veya devletin hep aynı rating şirketi tarafından notlandırılmasını istemiyorlar. Rating şirketlerinin de başkaları tarafından notlandırılmasını ya da onları regüle edecek (ve hatta metodolojilerine kadar karışacak) bir yapı kurma hazırlıkları var. Böylece hata yaptıklarında bağımsız analiz diyerek işin içinden sıyrılamayacaklar. Notu düşük yani analizlerinde başarısız rating şirketleri yeni iş alamayacak. Krizlerde (yani riskler ortaya çıkınca) rating şirketlerinin not düşürmeye devam etmelerini engellemeye çalışıyorlar. Hukuki mevzuatı rating şirketlerinin hatalı analizlerine yatırımcıların daha kolay hak iddia edebileceği bir yapıya getirmek istiyorlar.

Ama maalesef sistemi rating şirketlerinin esaretinden hiç değilse kısmen kurtaracak bu düzenlemeleri gerçekleştirmek bir süre alacak ve o süreçte de bu anlamsız notlandırmalara katlanmaya devam edilecek.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Almanya Euro'yu kurtaramaz!

---

Saruhan Özel 2012.06.13

Euro Bölgesi'nde birikmiş büyük bir borç yükü var. Bunu kimin ödeyeceği kavgası bitmedikçe Euro Bölgesi de eski mutlu günlerine dönemeyecek. Borç yükü daha ziyade Güneylilerde ve temelde iki sebebi var:

Birincisi, para birimlerini bırakıp Euro'ya geçtikten sonra bu ülkelerde faizlerin Almanya, Fransa gibi daha gelişmiş ve varlıklı ülke düzeylerine gerilemiş olması. Bu düşük faizlerle kredilendirilen iç tüketimlerin hızla artması. İrlanda, İngiltere ve İspanya gibi ülkelerde tüketimin özellikle arsa, konut, ofis gibi gayrimenkul sektörlerine yoğunlaşması ve fiyatları hızla yükseltmesi. Gayrimenkul fiyatları arttıkça kredi teminat değerlerinin artması ve kredilerin daha kolay verilebilir hale gelmesi. Birbirini körükleyen ve kendisini bu tür ülkelerde "yüksek cari denge açıkları" şeklinde gösteren bir sarmal şeklinde (Grafik 1). Bir gün gelip de bu kredi

sarmalı yeni krediyle devam ettirilemeyince, bankaların ve müşterilerinin bu borç yükü altında kalmaları. Onlara yardım edeyim derken bu sefer de borcu üstlenen devletlerin iflas durumuna gelmeleri.

Burada bankalar derken sadece o ülkenin kendi bankaları düşünülmemeli. Bir Alman veya Fransız bankası da doğrudan veya dolaylı olarak İspanya veya İrlanda'daki gayrimenkul balonunu finanse etmiş olduğu için Almanya ve Fransa'yı da etkileyen bir sorun bu.

İkincisi, Euro kullanmaya başlayınca varlık düzeyi artan ve giderek üretim (işçilik) maliyetleri yükselen ülkelerin ihracat yapacak güçlerinin azalmaya başlaması (rekabet gücünün zayıflaması). Yunanistan, Portekiz ve İtalya gibi ülkelerin ihracattan sağlayamadıkları geliri "kamu sektörü üzerinden" halklarına ve şirketlerine aktarmaları. Bu geliri verebilmek için de kamu sektörünün borçlanması. Böylece sorunun "yüksek kamu borcu" şeklinde gözükmesi (Grafik 2). Çünkü yine nasılsa faizler düşük ve bir Yunanistan veya Portekiz devleti bir Almanya kadar kolay ve ucuza borç bulabiliyor (idi).

Görüldüğü üzere, kamu borç yükü aslında ekonomilerin Euro'dan gördükleri zararların kamu sektörü tarafından üstlenilerek telafi edilmeye çalışılması. Cari açıkların kamu borcuna dönüşmüş olması.

Cari denge tamam ama ya kamu dengesi?

Bazı, hem de ünlü, ekonomistler diyor ki, aslında Euro bölgesinde cari denge açığı sorunu yok. Bazı ülkelerde (daha ziyade Güneylilerde) açık büyük ama diğerlerinde (Kuzeylilerde) cari fazla var. Böylece birbirlerini telafi ediyorlar (Grafik 1). Bölge kendi içinde fazlası olan ekonomilerdeki tasarruflarla açığı olan ülkeleri finanse etmiş durumdalar. Başta Almanya olmak üzere fazlası olan devletler bu cari açık finansmanından oluşan zararı üstlenirlerse sorun ortadan kalkar. Yani bu görüşe göre, sorun Euro Bölgesi'nin iç sorunu. Her şey Almanya'ya (ve onunla hareket etmeye çalışan bir iki Kuzeyliye) bağlı. Zararları üstlenirim derse, örneğin, batık bankalara sermaye aktaracak, mevduatları garanti edecek ve devletlere yardım yapacak büyük boyutta bir destek fonunun altına imza atarsa ya da ortak Euro tahvili çıkartıp borçların arkasına geçerse ortada kriz falan kalmaz.

Zaten zamanında borçlanıp tüketen Güneylilere mal satarak büyüyen, ihracatının % 42'sini Euro Bölgesi'ne yapan Almanya değil mi? Bugün İspanya devleti % 6'nın üzerinde (10 yıllık), İtalya da ona yakın maliyetlerle borçlanırken Almanya % 1,3'le borçlanmıyor mu (Grafik 3)? Hatta 2 yıl vadede faiz bile ödemeyen Almanya değil mi? Bugün İspanya ve İtalya'nın borçlanma maliyetindeki artış aslında kriz öncesinde bugünün 3 katı faiz oranıyla borçlanan Almanya'nın kasasına girmiş olmuyor mu?

Ama kazın ayağı hiç de öyle değil. Almanya gerçekten de bu düzenden faydalanan olabilir. Ayrıca politik olarak da ABD, Japonya ve Çin karşısında bir güç haline Euro sistemi sayesinde gelmiş olabilir çünkü sonuçta politik güç ekonomik güçle mümkün. Ama toplamda cari işlemler dengede olsa bile Güneylilerde yıllardır devam eden yüksek cari açıklar o kadar yüksek bir borç yükü oluşturdu ki artık bunu Almanya'nın telafi etmesi mümkün değil.

Görünmeyenleri görelim

Euro Bölgesi'nin 2007 yılında % 66 olan kamu borcu bugün % 88'e geldi. Almanya'nın % 65 olan borcu da % 82'ye çıktı (yardım etmesi istenen İspanya'nın bile üzerinde). Bunlar görünenler. Bir de görünmeyenler var. Euro Bölgesi Kurtarma Fonu'nun (EFSF'nin) arkasındaki garantilerin Almanya'nın payına düşen kısmı 211 milyar Euro. Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) sorunlu ülkelere hem tahvil alımı hem de bankalarına yaptığı fonlama üzerinden büyük bir riski var. Detayları bilinmiyor ama ECB'nin çoğu sorunlu Euro ülkelerine ait kamu tahvil portföyü 605 milyar Euro ve sadece LTRO adlı 3 yıllık fonlama miktarı 1 trilyon Euro (Alman bankaları dahil). Bu risk ortaya çıkarsa telafi edecek olan da ECB'nin sermayesi ve onun da üçte birini Alman Merkez Bankası (Bundesbank) sağlıyor. Ayrıca Yunan, İspanyol, Portekiz, İtalyan bankalarından kaçmaya çalışan mevduatın

ödenebilmesi Bundesbank'ın bu ülkelerin merkez bankalarına ve oradan da bankalarına verdiği borçlar sayesinde mümkün oluyor (Target2 sistemi). Sırf bu yoldan Almanya'ya intikal eden yük 650 milyar Euro; Almanya ekonomisinin üçte birine yakın. Sırf olası bir Yunanistan temerrüdünün Almanya'ya doğrudan maliyeti 90 milyar \$. Son stres testinde en büyük 31 Avrupa bankasının sermaye açığı 115 milyar Euro, İspanyol bankalarının 26 milyar Euro dendi ama İspanya'nın sadece bölgesel bankalarına 100 milyar Euro destek verilmek zorunda kalındı. Acaba pek de farklı durumda olmayan Almanya'nın bölgesel bankalarına ne verilmek zorunda kalınacak?

Artık kriz İspanya ve İtalya'ya da bulaştıktan sonra Almanya baskılara boyun eğip de riskleri üstlenemez. Olay artık halkının tepkisinden korkan Merkel'in koltuk kavgası da değil. Bugün Almanya borçları üstlenmediği için bu kadar düşük maliyetle borçlanabiliyor. Almanya bu borçları üstlendiği anda ortalık ciddi şekilde karışır. Euro sisteminin ipi çekilmiş olur. Herkes kendi yoluna gitmek zorunda kalır. Almanya "borçları üstleneceksem bari karşılığında bütçe politikanıza karışabilme hakkı verin de geleceğe yönelik tutunacak dalımız olsun" diyor. Ama egemenlik elden gidiyor diye ona da olmaz diyorlar.

Eğer Almanya Euro'nun yaşamasını istiyorsa sorunlu ülkeleri Euro'dan çıkarmak (buna zorlamak) zorunda. Onun dışında destek veriyormuş gibi, piyasalar da inanmış gibi, yapacak o kadar.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Cari açıkta ne istediğimize dikkat!..

---

*Saruhan Özel 2012.06.20*

Geçen yılın ortasında her daim gündemde tutup yakınlara ev kadınlarının bile korkulu rüyası haline getirdiğimiz cari denge açığında ekim ayından beri ciddi bir düşüş yaşanıyor.

Ekonominin döviz gelir ve giderleri arasındaki farkı veren bu gösterge 2011 Ekim ayında 79 milyar dolarlık zirvesini gördükten sonra her ay düzenli bir şekilde düşerek nisan ayı sonunda 69 milyar dolara geriledi (Grafik 1). Bu, açığın 6 ay içinde yüzde 13 gerilemesi demek.

### **Model neyse olan o**

Türkiye'nin ekonomik modeli, yurtdışından aramalı ve enerji ithal edip bunu yurtiçinde nihai mala dönüştürerek yurtiçi tüketime sunma şeklinde. İthalatın sadece yüzde 12'si tüketim malı. Yani asıl ithal edilen enerji, aramalı, sermaye malı gibi üretim faktörleri. Toplam üretiminde sadece yüzde 24'ü ihracat (yüzde 69'u hanehalkı tüketimi). Yani, üretimin çoğu yurtiçinde tüketiliyor. Demek ki, büyüme iç tüketime dayalı ama ithal edip doğrudan tüketiyor değiliz. Araya bir de ithalatı üretime çeviren üretim fonksiyonunu ekleyerek genç nüfusa istihdam sağlıyoruz ve bu da politik istikrar için şart. Gönül ister ki, üretimin çoğu hem de döviz bazında yüksek fiyatlarla ihraç edilsin ve döviz geliri giderimizden çok daha yüksek olsun. Ama maalesef öyle değil. Yıllarca uygulanan yanlış bütçe ve para politikaları üretim maliyetlerinin (döviz cinsi) yüksek seyretmesine neden olarak ekonominin daha ziyade yurtiçi tüketime yaslanarak büyümesini sağlamış

durumda. 2001 sonrasında bankaların devletin finansmanından hanehalkı tüketiminin finansmanına geçmesi de bunu kolaylaştırdı. Kısa vadede bunu değiştirmek mümkün değil.

Tarımdan sanayiye büyük bir işgücü göçü olduğu halde işsizlik artmıyor ve hatta düşebiliyor ise ekonomik model çalışıyor demektir. Ama sorun, her modelde olduğu gibi, bu modelde de yan etkilerin ortaya çıkması. Bunların başında da cari denge açığı geliyor.

Bu modeli kullanan birçok ülke aynı zamanda doğal kaynak zengini olduğu için enerji ihraç ederek cari denge açığını düşük tutabiliyor. Türkiye ise tam tersi. Enerji ithal etmek zorunda olduğumuz için aslında makul olan cari açık düzeyi çok daha yükseliyor. 2008 yılı sonunda 42 milyar dolar olan cari denge açığının neredeyse hemen hepsi enerji açığı, yani enerji ihracatı ile ithalatı arasındaki farktı. Bu bağlamda doğal olarak petrol fiyatları da çok etkili. Örneğin 2009 yılında krizle birlikte petrol fiyatları hızla düşünce enerji açığı 15 milyar dolar gerilemişti.

Dış dengede istenen senaryo, öncelikle enerji açığının gerilemesi. Yani petrol fiyatları düşerse aynı ekonomik model çok daha düşük cari açık yaratarak çalışabilecek. Petrol fiyatlarındaki 10 dolarlık düşüş faturayı 4 milyar dolar düşürüyor. Ama 2011 Ekim ayı başından beri cari açıkta yaşanan 10 milyar dolarlık düşüşte böyle bir etki yok. 2011 yılında petrol 100 doların üzerinde seyredince enerji açığı da düzenli bir şekilde artarak 2012 Nisan ayında yeniden 50 milyar doların üzerine çıktı (Grafik 2 ve 3).

### **Şeytan ayrıntıda gizli**

Enerji açığı da daha da yükseldiğine göre cari açıktaki asıl gerileme "enerji dışında" yaşanıyor. Cari açık 2011 Ekim ayında rekor seviyeye ulaştığında "enerji dışı açık" toplam cari açığın yüze 42'siydi. 2012 Nisan ayında bu oran yüzde 27'ye kadar indi. (Grafik 2). Başka bir deyişle, 33 milyar dolardan 19 milyar dolara düşerek yüzde 44 gerilemiş oldu. Enerji dışı cari açığın detayına bakıldığında ise 2011 Ekim ayından beri "enerji dışı" ihracatın 4,7 milyar dolar artarken "enerji dışı" ithalatın 5 milyar dolar azaldığı görülüyor.

Bu durum ilk bakışta son derece olumlu. Ekonomik modelde sorun yok; sanki ekonomi ihracata daha fazla yaslanıyor gibi. Ayrıca böyle olması çok şaşılabilecek bir şey de değil. Ekonomi yönetimi zaten ithal ikamesine yönelik bir teşvik programı hazırlamış ve ithalatı caydırıcı önlemler almıştı. Yurtiçi üretim potansiyeli olan kumaş, giyim, iplik gibi ürünlerin ithalatına vergi getirirken otomotivden seramiğe çeşitli sektörlerde aramalı ithalat bağımlılığının azaltılmasına yönelik teşvikler getirmişti. Enerji dışı ithalatın azalıp ihracatın artması bu bağlamda tam da istenen bir şey. Ayrıca TL 2010 yılından beri sepet bazında hızla değer kaybederek ithal edilen malların TL maliyetini yükseltiyor (Grafik 4). Yurtiçi üretimin göreceli olarak ucuzlamış olması ve bu nedenle bazı ürünlerin ithal edilmek yerine yurtdışında üretilerek tüketilmeye ve ihraç edilmeye başlaması akla yatkın gözüküyor.

Ama bu resmi bulanık hale getiren iki gelişme var. Birincisi, ihracattaki artış bu tür olumlu bir üretim dinamiğini göstermiyor. Otomotiv, tekstil ve hatta makine gibi ihracatçı sektörlerde geçen yıla göre bir yavaşlama var. Sadece nisan ayında yapılan 1,2 milyar dolarlık görülmemiş boyuttaki altın ihracatı 6 aylık enerji dışı ihracat artışının dörtte biri. Bunun ne amaçla yapıldığı, kalıcı bir artış olup olmadığı, ne kadarının yurtiçi üretimden geldiği, ne kadarının ithal edildiği, gerçekten ihracat mı yoksa sadece ithalatın ödenme şekli mi belli değil. İkincisi, sadece ihracat değil iç tüketime yönelik çalışan sektörlerin ve aynı zamanda bankacılık sektörünün tüketici finansmanında geçen yıla göre ciddi bir yavaşlama olması. Yılbaşından beri tüketici kredileri önceki yıllarla kıyaslanamayacak kadar yavaş.

Özetle, cari denge açığında hızlı bir yavaşlama var ve bu petrol fiyatlarının son 2 aydaki hızlı düşüşüyle en azından enerji dengesi üzerinden devam edecek. Ama bugüne kadarki düşüş bana göre Türkiye'nin ekonomik

modelinin yapısal bir değişim geçirmekte olduğunu göstermiyor. Sadece modelin eskisi kadar güçlü çalışmadığını gösteriyor. O zaman ne istediğimize dikkat. Belli ki, enerji dışı cari açıkta daha fazla düşüş kimsenin isteyeceğı bir gelişme değıl.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## S&P'nin göremeyip de Moody's'in gördüğü nedir?..

*Saruhan Özel 2012.06.27*

Kredi derecelendirme (rating) şirketleri harikalar yaratmaya devam ediyorlar. Aynı ekonomiyi izleyen ve aynı işi yapan üç ayrı ünlü rating şirketi birbirlerinden çok farklı ve hatta tersine hareket ediyor. Yatırımcıların da kafası karışıyor.

Daha 1 ay kadar önce herkes bir not artırımını beklerken S&P, Türkiye'nin BB olan notunun görünümünü 'olumlu'dan 'durağan'a çevirmişti. Görünüm 2 yılı aşkın süredir olumlu seyrettiğı için ya not artırarak yatırım derecesi seviyesinin 1 not altına (BB+'ya) yükseltecek ya da görünümü durağana çevirip not artış umutlarını bitirecekti (Tablo 1). S&P, oyunu bardağın boş tarafına bakarak kullanmış oldu. Mazereti ise ekonomideki yüksek cari denge açığı ve kısa vadeli finansmanı idi. S&P'ye göre ekonomi olası ani sermaye çıkışlarına karşı hassas durumdaydı.

Geçtiğimiz hafta ise Moody's tersine Türkiye'nin Ba2 olan notunu Ba1'e yükseltti (Tablo 1). Böylece yatırım derecesinin hemen altına getirerek S&P'nin yapmadığını yapmış oldu. Üstelik not artırmakla da kalmadı, görünümü de olumluya çevirdi. Yani, geçmişteki not hareketlerine bakıldığında, 6 aydan başlayıp 24 aya uzayabilecek bir süreçte Türkiye'nin notunun bir seviye daha artması ve böylece yatırım derecesine çıkması mümkün hale gelmiş oldu. Not artışının iki sebebi vardı: Birincisi, kamu harcamalarının disiplin altında olması ve bu sayede kamu borçluluğunun azalmakta olmasıydı. Diğeri ise yüksek cari denge açığının azalarak eskisi kadar tehdit oluşturmayan bir hale gelmeye başlaması ve otoritelerin buna karşı aldıkları önlemlerle bu düzelmenin devam edeceği beklentisi idi.

Bunlara bir de Fitch'i eklemek gerekir. Herkesten 2,5 yıl önce, global krizin ortasında, Türkiye'nin notunu BB+'ya çıkartıp görünümünü de olumluya çevirmişti. Yani Moody's'in bugün geldiğı görüşe 2,5 yıl önce gelmişti. Ama 8 ay kadar önce de yüksek cari denge açığını mazeret gösterip görünümü durağana indirmişti.

Yatırımcılar kime nasıl güvenecek?

Moody's, diğelerine göre çok daha tutucu bir kredi derecelendirme şirketi. 2000 yılından beri Türkiye'nin notunu S&P 7, Fitch ise 8 kez değıştirmişken Moody's sadece 3 kez değıştirdi. Yani Moody's daha gecikmeli karar veriyor ve görüşünde daha fazla ısrar ediyor. Son 3 not değışiminde de Türkiye'nin notu sürekli yükseldi. Bu bağlamda pozitif görünüm yatırım derecesi için oldukça cesaret verici. Ama en itibarlısı da olsa bir şirketin yatırım derecesine çıkarması ile Türkiye yatırım derecesinde bir ekonomi olmayacak. Bunun için üç şirketin en az ikisinin Türkiye'yi yatırım derecesine çıkarması gerekiyor.

Yatırım derecesine çıkmadıkça da ister not ister görünüm değişsin pek önemli değil. Çünkü yatırım derecesi, Türkiye'ye yatırım yapmak isteyip de ülkesindeki otoritelerin yatırım derecesi zorunluluğu getirdiği yatırımcılar için önemli. Türkiye böyle bir zorunluluğu olmayanların zaten radarında ve son 30 yıllık Eurobond ihalesinde görüldüğü gibi Avrupa'da birçok ülkeye kapılar kapanmış iken döviz cinsinden uygun maliyetlerle ve uzun vadelerde borçlanmakta zorlanmıyor. Ülkenin CDS primleri, yani kamu tahvillerinin iflasına karşı sigorta almanın bedeli, uzun süredir yatırım derecesindeki ülkeler seviyelerinde (Grafik 1). Yani düzenleyici otoriteleri tarafından kısıtlanmayan yatırımcılar zaten Türkiye'yi uzun süredir "yatırım derecesine çıkartmış" durumdalar.

Yatırım derecesine çıkılınca da birden düşmeye basılıp her şey toz pembe olmayacak. Türkiye'nin daha önce radarına giremediği uzun vadeli yatırımcıların ilgisinin artacağı doğru. Ama onlar da hasretle o anı beklemiyorlar. Uzun vadeli yatırımların artması, itibarı yerlerde sürünen rating şirketleri öyle söylediği için değil, Türkiye yapısal olarak yeterince güçlendiği zaman olacak ve bu tür tutucu yatırımcıların buna ikna olmaları da kısa sürede olmayacak.

Piyasalardaki spekülasyona dikkat!

Ekteki tabloda (Tablo 2), 7 gelişmekte olan ülkenin hisse senedi piyasalarının ve para birimlerinin (ABD Doları'na karşı) yatırım derecesine çıkmadan ve çıktıktan sonra yıllık bazda nasıl bir seyir izledikleri yer alıyor. Örneğin, Brezilya yatırım derecesine çıkmadan önceki iki sene hisse senedi piyasası (endeks bazında) sırasıyla yüzde 9 ve yüzde 32 yükseliyor. Yatırım derecesinin alındığı yıl da yüzde 4 artarken bir sonraki yıl ise yüzde 47 geriliyor. Para birimi de önceki 2 yıl sırasıyla yüzde 1 ve yüzde 12 değer kazanırken yatırım derecesine çıkıldığı yıl yüzde 13 daha değerlendiriliyor.

Tüm ülkelerin ortalamalarına bakıldığında özellikle hisse senedi fiyatlarında belirgin bir trend var. Not artışı ve öncesindeki 3 yıl hisse senedi getirisi yüzde 15 iken (yüzde 17, yüzde 4 ve yüzde 24), sonraki 3 yılda bu getiri yüzde 4'e geriliyor. Brezilya, G. Kore gibi ülke örneklerinde yatırım derecesi sonrasında ciddi fiyat düşüşleri yaşanıyor. Para birimlerinin performansı hisse senedi kadar olmasa da yine yatırım derecesine çıkmadan önce ve sonra belirgin bir farklılık sergiliyor.

Bu basit analize göre, yatırım derecesine çıkan ülkelerin finansal piyasaları (birçok kez olduğu gibi) bu gelişmeyi önceden satın alıyor ve olay gerçekleştikten, yani yatırım derecesine çıktıktan sonra satıyorlar. Bu bağlamda Türkiye'deki yatırımcıların bu tür spekülasyonlara dikkat etmeleri ve pozisyonlarını yatırım derecesine çıktıktan sonra değil, çıkmadan önce almaları çok daha doğru olacak. Krizden beri Türkiye hisse senedi piyasasının diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha iyi performans göstermesinde bu beklenti de rol oynadı (Grafik 2). Rating şirketlerinin bu kadar kafa karıştırdığı bir ortamda zamanlamayı doğru yapabilmek de ayrı bir mesele.



# İç tüketim olmadan ancak bu kadar!..

---

*Saruhan Özel 2012.07.04*

Türkiye ekonomisi bu yılın ilk çeyreğinde yüzde 3,2 büyüyebildi. Geçen yıl aynı çeyrekte dört katına yakın hızda büyümüştü. 2011 ikinci çeyreğinden beri bakıldığında ise (yani 4 çeyrek toplamında) büyüme hızı yüzde 6,5 oldu (Grafik 1).

Bir önceki 4 çeyrek toplamında ise yüzde 8,5 büyümüştü. Mevsimsellikten ve takvim etkilerinden ayrıştırıldığında da 2011 son çeyreğine göre geriledi. Dolayısıyla hangi şekilde bakılırsa bakılsın, ekonomi bu yılın ilk 3 aylık döneminde belirgin şekilde yavaşlamış durumda.

## **Endişe yok ama potansiyelin altında**

Ekonomi yönetimi 2012 için yüzde 4'lük bir büyüme beklentisi (hedef değil) açıkladığında özellikle yurtdışı kaynaklı analizler bunun çok altında bir büyüme öngörüyordu. 0-yüzde 2 aralığına yoğunlaşan tahminlerin dayandığı temel varsayım, en önemli ihracat ve finansman pazarımız olan Euro Bölgesi'ndeki krizin şiddetlenmesiydi. Ama Türkiye'nin bu bölgeye ihracatı özellikle kalite-fiyat cazibesinden dolayı çok olumsuz etkilenmedi. Bu yılın ilk çeyreğinde Almanya'ya yapılan ihracat yüzde 1,6 artarken 27 AB ülkesine olan ihracat sadece yüzde 1,5 geriledi. Türk bankaları da yine sağlam bilançoları sayesinde bu bölgeden, bölgedeki tüm finansal karışıklığa rağmen, finansman bulmakta fazla zorlanmadılar.

Bu nedenle bu yılın belki de en kötü büyüme performansı olacak bir çeyrekteki yüzde 3,2'lik büyüme son derece olumlu. Ekonomi yönetiminin itibarını artıran bir gelişme. Bundan sonra ekonominin biraz daha hareketlenmesi rahatlıkla yüzde 4'lük beklentinin gerçekleşmesini sağlayacak. Kaldı ki, birçok kurum daha sonra analiz varsayımlarının yanlışlığını görerek yıl sonu tahminlerini yüzde 2-3 aralığına yükseltmişlerdi. Bu veriden sonra yukarı yönlü yeni revizyonların gelmesi şaşırtıcı olmayacak.

Ne var ki, kötümser beklentilerin üzerinde kalınmış olması ekonominin yavaşlamış olduğu ve son yıllardaki büyük yatırım atağı ile yüzde 5-7 arasına çıkarmış olduğunu düşündüğüm büyüme potansiyelinin çok daha altında kaldığı gerçeğini değiştirmiyor. Unutmayalım ki, "krizde çok iyi dayandı, son 2 yıldır da çok hızlı büyüyor" denen Türkiye ekonomisi dünya sıralamasında 2004 yılından beri bir türlü 17.likten yukarı çıkamadı. Geçen yıl da Endonezya'ya geçilerek 18.liğe indi. 2005 yılında tüm dünya ekonomisi içinde yüzde 1,06 olan payı çıka çıka 2011 yılında yüzde 1,10'a yükselebildi (Grafik 2). O kadar hızlı büyüyor denip frenlenmek istenen Türkiye ekonomisinin 2008-2011 dönemindeki toplam büyüme hızı Euro Bölgesi'nin dibindeki Polonya'nın 3,3 puan altında kaldı. Diğer gelişmekte olan (büyük) ülkeler hızla büyürken bu çok daha düşük büyüme hızının dünya ekonomi pastasından aldığımız payı artıramayacağı ve hızla büyüyen işgücüne yeteri kadar istihdam sağlayamayacağı da çok açık.

## **İç tüketim yerine ihracat**

İlk çeyrekte büyüme hızı yüzde 3,2'ye yavaşlarken bunu sağlayan faktörlerde de ciddi bir farklılaşma oldu (Grafik 3). Bu büyüme oranında yurtiçi hanehalkı tüketiminin payı neredeyse sıfır. Yatırımların payı ise sadece yüzde 0,4. Yani ekonominin normal şartlarda olduğu gibi iç tüketime yönelik üretmesi söz konusu değil. İç tüketime yönelik işlerin iyi gitmediği bir ortamda doğal olarak yatırım iştahı da yok. İthalatta da ciddi bir düşüş var ve bu da yine büyük ihtimalle iç tüketime yönelik üretim yavaşladığı için yurtdışından eskisi kadar aramal ve hammadde talebinin olmaması. Yurtiçi talebinin zayıflığına bakan üreticilerin daha fazla stoklarına yüklendikleri anlaşıyor.



Bunların yerine ihracatta yüzde 8'e yakın güzel bir reel artış var ve yüzde 3,2'lik toplam büyümenin asıl kaynağı bu. Ama Türkiye ekonomisinin en önemli gerçeklerinden biri, ekonominin asıl büyüme motorunun ihracat değil, yurtiçi hanehalkının tüketim talebi olması. Türkiye ekonomisi herkesin gıpta ile baktığı ve en büyük güçlerinden biri olan iç tüketimden ve buna yönelik yatırımlardan destek almadığı bir ortamda sadece ihracata yaslanarak ancak yüzde 3 büyüyebildi. Ekonominin tüketimle değil de ihracatla büyümesini isteyenlerin görmesi gereken bu.

### **İhracat ne kadar başarılı?**

Türkiye ekonomisi ne Asya kaplanları gibi ucuz işgücüne ve seri üretime, ne Brezilya, Rusya gibi doğal kaynaklara ne de Almanya, Japonya ve G.Kore gibi katma değeri yüksek (dünyanın satın almak istediği ve bu nedenle de daha yüksek fiyat ödemeyi kabul ettiği) yüksek teknoloji ihracatı yapmıyor. Bunların arasında bir yerde. Ucuz ihracatı elden geldiğince artırıp katma değeri yüksek tarafa geçmeye çalışıyor. Bu da maalesef birkaç yılda olacak bir şey değil. 2001 krizine kadar devletin popülist harcamaları desteklendi. Sonraki 6-7 yılda da bütçe ve para politikaları vizyonsuz bir şekilde körü körüne enflasyona odaklandı. İhracatçılara bu geçiş daha çabuk ve kolay yapmaları için gerekli kâr desteği sağlanamadı. İhracat bu dönemde arttı artmasına ama TL'nin sürekli (reel olarak) değerlendirilerek kâr marjlarını tüketmesine karşı ihracatçıların bundan ithalata (ve dövizde açık pozisyonlara) yüklenerek kendilerini korumaya çalışmalarına neden oldu. Böyle bir ortamda da, doğal olarak, katma değeri yüksek ihracata yönelik yatırımlara girişme riskini alan çok olmadı. Hele ki, içerde canlı ve demografik sebeplerle uzun süre de devam edebilecek bir iç tüketim talebi varken.

Şimdi yıllardır süregelen bu dengesiz ya da daha fazla iç tüketime dayanarak ihracatı ve katma değeri yüksek ihracata yönelik yatırımları ikinci plana iten yapının değişmesi isteniyorsa, bunun kısa sürede olamayacağı bilinmeli. Üstelik ihracat artışının tek hanelerde artabilen otomotiv ve giyim gibi en büyük ihracat sektörlerinden değil, rekorlar kıran altın ihracatı ile desteklendiğine dikkat edilmeli. Eğer bu yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi özel tüketim talebi bu süreçte destek vermeyecekse ekonominin büyüme hızının potansiyelinin çok altında kalacağı görülmeli. Böyle bir ortamda da dünya ekonomisi içindeki payın artabileceğine ya da işsizliği azaltılabilecek kadar istihdam sağlanabileceğine güvenilmemeli.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## **Herkes faiz indiriyor, Türkiye de indirecek!...**

---

*Saruhan Özel 2012.07.11*

Merkez bankaları yeniden politikalarını gevşetmeye başladılar. Bu sefer sadece gelişmiş ülke merkez bankaları değil, 2011 yılında tersine politikalarını sıkılaştırmaya çalışan gelişmekte olan ülke merkez bankaları da faiz indiriyorlar.

Geçtiğimiz haftanın hareketleri tam bir eşzamanlı gevşetme hareketi oldu. Avrupa Merkez Bankası (ECB) politika (repo) faizini 0,25 puan indirip yüzde 0,75'e çekti (Grafik 1). Zaten sıfıra yakın faizini daha da indiremeyecek konumdaki İngiltere Merkez Bankası (BOE) bugüne kadar piyasaya vermiş olduğu bu düşük

faizli fonlamayı 50 milyar daha yükseltip 375 milyar sterline çıkardı. Bu hafta Japonya Merkez Bankası da benzer bir hareketle finansal sisteme yaptığı fonlamayı artıracak. Çin Merkez Bankası (PBOC) politika (1 yıllık kredi) faizini 0,31 puan indirerek yüzde 6'ya çekti. Biraz arada kaynadı ama Kenya Merkez Bankası bile 2011 sonunda gözünü karartıp yüzde 7'den yüzde 18'e çıkarmış olduğu politika (gecelik borç verme) faizini yüzde 16,5'a indirdi. Bu hafta (perşembe) Brezilya ve Güney Kore merkez bankalarından büyük ihtimalle faiz indirimleri gelirken Endonezya ve Rusya merkez bankaları da sürpriz yapabilirler (cuma).

Faiz indirimleri ya da finansal sisteme daha fazla fonlama yapılması "para politikasının gevşemesi" anlamında kullanılsa da global kriz sonrası ortamda çok doğru değil. Çünkü bankalar merkez bankalarından aldıkları ucuz fonlamayı reel sektöre aktarmayabiliyorlar. Vadesi gelmekte olan ve makul maliyetlerde yenileyemeyeceklerinden endişelendikleri kredilerinin, tahvil geri ödemelerinin ya da mevduat kayıplarının yerine kullanmak için ihtiyati anlamda merkez bankalarından kredi kullanıyor ama sonra o krediyi yine merkez bankasında tutuyorlar. Özellikle Euro Bölgesi bu konumda. ECB normal kısa vadeli fonlamalarının yanında bankalara iki kez toplamda 1 trilyon Euro'ya yakın 3 yıllık fonlama yaptı ama bankalar bir kısmını devlet tahvillerine yatırırken çoğunu yeniden ECB'ye ihtiyaç olduğunda kullanmak için gecelik yatırdılar. Halen ECB'de gecelik dönen miktar 800 milyar Euro (Grafik 2). ECB bu gecelik fonlara yüzde 0,25 faiz ödüyordu. Dolayısıyla borç verme faizini indirirken bunu da sıfırladı ki bankalar için parayı ECB'de tutmak daha cazip hale gelsin. Ama daha da ilginç bir hareket Danimarka Merkez Bankası'ndan geldi. Bankaların bu gecelik fonlarına faiz vermek yerine yüzde 0,25 faiz işletmeye, yani bir anlamda ceza kesmeye başladı. Tam tersi olayların yaşandığı Türkiye'de Merkez Bankası'nın böyle davrandığını hayal bile edemiyorum.

Faizler neden iniyor?

Merkez bankalarının bu eşzamanlı ve radikal hareketlerinin sebebi çok bariz. Dünyanın her yanında büyüme beklentileri bir süredir yeniden bozuldu. Avrupa'da zaten malum sebeplerle büyük sıkıntı var ve artık Almanya da büyüme tarafında bölgeyi taşıyamıyor. Yılın ilk çeyreğinde yerinde sayan ve ikinci çeyrekte de büyük ihtimalle küçülmüş olan Euro Bölgesi ekonomisi yılın kalan kısmında da artıya geçemeyecek. ABD ekonomisinde de kesinlikle 6 ay önceki hava yok. Bundan 3 ay öncesine kadar ayda 200 binin üzerinde istihdam oluşturan ekonomi artık 100 binlere çıkamamaya başladı. Yüzde 3-3,5'luk potansiyeline karşın bu yıl yüzde 2 civarında bir büyümeyle bitirebilirse iyi. Piyasalar da hemen üçüncü bir parasal genişleme programının gerekliliğini tartışmaya başladılar. Çin'de de artık yüzde 9-10 büyüme oranlarından söz eden yok. Bu hafta (cuma) açıklanacak Çin'in ikinci çeyrek büyüme rakamları büyük ihtimalle ekonominin yüzde 8'in altında büyüdüğünü gösterecek. Benzer şekilde bu yıl Hindistan yüzde 5'in ve Çin'e eskisi kadar emtia ihraç edemeyen Brezilya yüzde 2'nin üzerinde büyüyebilirlerse sevinecekler.

Bu kötüleşen büyüme rakamları enflasyonu da aşağıya çekiyor (Grafik 3). Global büyümenin yavaşlayacağı beklentileri enerji ve emtia fiyatlarını düşürüyor. Talep tarafından gelen bir baskı da yok. Merkez bankaları, politikalarını içleri daha bir rahat şekilde gevşetebiliyorlar.

Türkiye'nin de farkı yok

Dünyadaki bu trend Türkiye'de de yaşanıyor. Yılda yüzde 5-7 arası büyüme gücü olan Türkiye ekonomisi 2008-2011 döneminde yılda ortalama sadece yüzde 3,4 büyüyebilirdi. Böyle olunca da hâlâ çift hanelerde dolaşan işsizliği kriz öncesinin altına çekemedi. Son 4 yılda potansiyelin altında gidildiği halde artan petrol fiyatlarının önemli etkisiyle göze batmaya başlayan cari açığa karşı önlem alma zorunluluğu ortaya çıkınca bu yıl ekonomi hızla yavaşladı. Ekonominin ana motoru olan özel iç tüketim talebinin durduğu ilk çeyrekte yüzde 3,2 bir büyüme oranı ile sevinildi. İkinci çeyrekte sanki iç talebe çalışan sektörler biraz daha hareketlenmiş gözükse de bu özellikle gıda sektörünün başını çektiği Ramazan talebi sayesinde oluyor. Sadece ihracat artışı ile (ve onun

çoğu da altın ihracatından) potansiyel büyüme hızına ulaşamayacak. Ama ekonominin yavaşlaması ve enerji ve emtia fiyatlarının azalması sayesinde cari açık düştüğü için sevinilecek.

Bu ortamda Türkiye'nin de diğer ülkelerle uyumlu bir şekilde para politikasını gevşetmesi beklenmeli. Faiz (veya munzam) indirim sürecine girmek ve faiz bandını yukarıdan daraltırken ortalama fonlama faizini bandın altına yaklaştırmak durumunda. Gelişmiş ekonomilerle faiz farkımız zaten çok açık ve gelişmekte olan ekonomilerle de ara yine açılmaya başladı (Grafik 4, gerçekte Türkiye'nin faizi bu grafikte görünenden daha da yüksek). Çok eskiden büyüme konusunda birbirleri ile yarışan ülkeler kur ayarlamaları ile birbirlerine karşı rekabet avantajı sağlamak suretiyle bunu yapar ve iktisat literatüründe bundan "komşuyu aç bırakmak" şeklinde bahsedilirdi. Bugün de aynı durum faiz ayarlamaları ile oluyor. Bunu görenler çoktan tahvillere saldırdı bile.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Almanya Euro'yu nasıl dinamitledi?

*Saruhan Özel 2012.07.18*

Euro Bölgesi'nin bugün yaşamakta olduğu ekonomik krizin temelinde Euro üyesi ülkelerin birbirleri arasındaki rekabet gücü farklılığı olduğunu artık anlamayan kalmadı. En basit ifadesiyle, Almanya diğer ülkelere göre çok daha katma değeri yüksek üretimi birim maliyet itibarı ile diğer ülkelere göre çok daha ucuza yapıyor.

Euro'ya geçtikten sonra bugün sorun yaşayan Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya gibi ülkelerde işçilik maliyeti Almanya'dakine göre çok daha hızlı arttı (Grafik 1 ve 2). Bu maliyetlerle dünyada rekabet edemeyince ve Euro kullanmaları nedeniyle devalüasyonla bu gücü kazanamayınca kendi iç taleplerine yüklendiler. İster özel sektör isterse kamu üzerinden olsun, banka kredileriyle iç talebi desteklediler. Buna dönük sektörlere aşırı yatırımlar yapıldı ve balonlar oluştu. Sonunda da patladı.

### Almanya Bunu Nasıl Becerdi?

Birçok kesim Almanya'nın bu başarısının ardındaki en büyük pay sahibi olarak eski Şansölye Gerhard Schröder'i gösteriyor. Sosyal demokrat Schröder 1998 yılında göreve geldiğinde Almanya ekonomisi büyük sıkıntı içindeydi. İşsizlik %11'e çıkmıştı ve ekonomi büyüyemiyordu. Schröder ekonomik durgunlukla mücadele sözü vererek seçimleri kazandı ama 2002 yılındaki seçimlere kadar da elle tutulur bir sonuç elde edemedi. İkinci dönemi için oy isterken hâlâ çift hanelerde olan işsizliği ilk döneminde niye düşüremediğini açıklamak zorunda kalmıştı. Alman halkını tatmin etmiş olacak ki ikinci defa seçildi. Bu ikinci şansı elinden kaçırmak istemedi ve tereddüt etmeden "2010 Ajandası" adı altında bugünün temellerini atan radikal reform programını uygulamaya başladı. Almanya'nın ünlü cömert sosyal sigorta hakları ile uzun süreli işsizlik sigortasını birleştirdi. Genel Sağlık Sigortası primlerini düşürdü. En yüksek Gelir Vergisi oranını % 48.5'tan % 42'ye, en düşüğünü % 19.9'dan % 15'e indirdi. Kurumlar Vergisi oranını % 25'ten % 19'a çekti. İşten çıkarılmayı kolaylaştırırken işe

alınmayı da kolaylaştırmış oldu. Çalışanları "ekonomik sebeplerle" işten çıkarmayı zorlaştıran ve işten çıkarılanların yeniden işe alınmalarını sağlayan kanunların gücünü azalttı. İşini kaybedenlerin yeniden iş aramalarını sağlamak için işsizlik sigortasını düşürdü. Çalışabilecek durumda olduğu halde bulduğu işi beğenmeyip çalışmayarak sigortadan faydalanmaya devam edenlere finansal yaptırımlar getirdi. Ajanda 2010 belki tek sebep değildi ama Almanya'nın bugüne kadar işçilik maliyetlerini düşük tutmasında ve bugün işsizlik oranının global krize rağmen % 7'nin altına inebilmesinde büyük rol oynadı.

#### Almadan Vermek Allah'a Mahsus

Schröder halkın tepkisini çekecek bu yapısal reformları yapıp otoritelerden alkış alırken çok da su üstüne çıkartılmayan bir başka önemli karara daha imza attı. Almanya ekonomisindeki durgunluk bütçe açığını ekonominin % 3'ü olan Maastricht limitinin çok ötesine taşıyordu. Schröder'in bütçe disiplini ile ünlü "Demir Hans" lakaplı Maliye Bakanı Hans Eichel, Maastricht kriterini ve dolayısıyla AB hukukunu ihlal etmemek için hemen 20 milyar Euro'luk bir tasarruf programını devreye sokmak istedi. Ama çoğu zaman olduğu gibi yine emir demiri kesti (Türkiye'de de mali kural tartışmalarını hatırlayalım). Schröder Eichel'in bu tasarrufuna "işgücü reformunu yaparken halkını daha fazla sıkmamak için" izin vermedi. Böyle bir bütçe reformunun "politik son" olacağını açıkça görmüştü ve bu uğurda AB hukukunu çiğnemekten çekinmedi.

İşte o dönemde Büyük Euro Projesi'nin en büyük mimarı ve savunucusu olan Almanya'nın Maastricht kriterini hem de esaslı boyutta ihlal etmesi bölgedeki mali disiplin için sonun başlangıcı oldu. Balık baştan kokmaya başladı. Yunanistan, İtalya, Portekiz ve hatta Fransa ile Avusturya bile Almanya'yı müteakip birkaç sene arka arkaya Maastricht kriterini ihlal ettiler (ilginç olan, bugünün kötü çocuğu İspanya'nın o dönemde son derece disiplinli olmasıydı). Almanya bile bunu ihlal ediyorsa giderek rekabet güçlerini kaybetmekte oldukları için bütçe açığına çok daha fazla ihtiyacı olan diğerleri neden kendilerini Maastricht kriterlerine uymak zorunda hissedeceklerdi ki? Devalüasyon yapamama sıkıntısını aşmak için gevşek bütçe politikalarına daha da yüklendiler. Almanya'ya dış geçiremeyen, yaptırım uygulayamayan AB nasılsa onlara da bir şey yapamayacaktı. Ve gerçekten de yapamadı.

#### Atı Alan Üsküdar'ı Geçti

Bugün Schröder'in işgücü reformlarını konuşup "bakın zamanında Almanya nasıl yaptı, siz de oturup yapın" diye sorunlu ülkelere ders verenler, bugün Euro Projesi'ni dinamitlemiş olan Schröder'in bu bütçe ihlalinden hiç bahsetmiyorlar. Bugün sorunlu ülkelerin halklarından istenen fedakarlığı zamanında 20 milyar Euro tasarruf planına cesaret edemeyen Almanya yapabilmiş olsaydı, bugün "sorunlu" denen birçok ülke de zamanında, bu tasarrufları yapmak zorunda kalacaktı. Sorunlarını bugünlere taşıyıp içinden çıkılmaz hale getirmeyecek ve Almanya da bunu çözmek karşılığında "bütçe birliği" arayışına girmek zorunda kalmayacaktı. Almanya diğerlerine bütçe açığı ile değil yapısal reformları ile örnek olacaktı.

Bu kıssadan hisse kesinlikle sorunlu ülkelerin bütçe politikalarında yaptıkları yanlışların, sorumsuzlukların haklı olduğu ya da müsamaha gösterilmesi gerektiği değil, resmin tam olarak görülmesi gereği ve hatalı dizayn edilmiş olan Euro Projesi'nin sürdürülebilir olmadığıdır.



# Emtia fiyatlarındaki durum 2010'dakinden farklı!..

*Saruhan Özel 2012.07.25*

Ekonomik beklentilerin en güzel özetlendiği piyasalardan biri emtia piyasaları. Gerçekten de son global krizin ortaya çıktığı 2008 yılından beri emtia piyasaları yatırımcıların beklentilerini çok güzel yansıtıyor.

2008 yılında başlayan kredi daralmasıyla birlikte ekonomiler resesyona girmeye başlayınca emtialara olan talebin hızla daralacağı öngörüldü. Üretimdeki düşüşün en fazla etkileyeceği düşünülen enerji ve temel maden fiyatları en hızlı gerileyen emtia fiyatları oldu (Grafik 1). Gerçekten de 2009 yılında dünya ekonomisi yakın tarihinde ilk defa olmak üzere yüzde 1'e yakın oranda daraldı (Grafik 2).

Ama krizin şiddetlendiğini gören merkez bankaları (ve kamu sektörleri) hızla devreye girerek piyasalara likidite pompalamaya başladılar. ABD merkez bankası FED ünlü Lehman Brothers adlı yatırım bankasının iflasını müteakip faizlerin neredeyse sıfırlanmış olduğu bir ortamda bir de 1,7 trilyon dolarlık bir tahvil alım programı açıkladı (bu miktarda bir likidite imkânı sağladı). Çin ekonomisinin yüzde 14'üne tekabül eden bir teşvik programını devreye soktu. Önce enflasyon kaygıları, düşük getiriler ve gelişmiş ülke para birimlerine güvensizlik ön plana çıktı. Altın liderliğinde değerli maden fiyatları hızla yükselmeye başladı. Sonra da çok daha dinamik ve yapısal sorunu olmayan gelişmekte olan ülkelerin sayesinde üretimde hızlı bir geri dönüşün olacağı ve emtia talebinin yeniden dirileceği düşünüldü. Diğer emtiaların fiyatları da değerli madenlere katıldı. Merkez bankaları bolca ve ucuza likidite pompalamaya ve ekonomiler de büyümeye devam ettikçe, iniş çıkışlar olsa da, emtia fiyatları 2009 yılında başlayan artış trendini sürdürdü. Bu dönemde riskten kaçınma kadar emtia talebindeki oynaklığı öngörmeye çalışan spekülative alışlar da fiyat artışlarında etkili rol oynadı.

## Tarım fiyatlarında hızlı artış

2010 yılına gelindiğinde ise emtialardaki genel artış trendi devam ederken tarım emtialarında diğerlerine göre daha hızlı bir yükseliş yaşandı. 2010'un ikinci yarısında tarım ürünlerinin (ortalama) fiyatı toplam emtia endeksindeki artışın 3 katına yakın bir hızda yüzde 69 yükseldi. Bunun sebebi de özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki talep tarafındaki düzelmenin yanında tarım emtialarının arzına yönelik sıkıntılar oldu. Bunda da küresel ısınma kaynaklı afetler rol oynadı. Tahıl ambarlarından Rusya ve soya ambarı Brezilya'daki kuraklık ve yangınlar ile Avustralya, Çin ve Pakistan'daki seller buğdaydan pirince, şeker ve pamuğa kadar birçok üründe yüksek fiyat artışları getirdi. Bu ürünlerin temel gıda maddeleri olduğu ülkeler ihracatlarını kısıtlayınca fiyatlar daha da arttı.

Bu fiyat artışlarının iki büyük sorunu oldu. Tarım fiyatlarının önemli bir kısmını oluşturduğu enflasyon endeksleri hızla yükseldi. Örneğin, Çin'de 2010 yılı başında yüzde 2'nin altında olan enflasyon 2011 ortasında yüzde 7'ye yaklaştı. Türkiye'de de benzer bir trend vardı. Beklentilerin bozulmasından ürken merkez bankaları, genele yayılmış bir emtia fiyat artışından da güç alarak, bir süre sonra likiditeyi kısarak ve pahalılaştırarak tepki vermek zorunda kaldılar. Diğer sorun ise tarım ürünlerinin özellikle düşük gelirli kesimlerin tüketim sepetinin önemli bir kısmını oluşturmalarıydı. Buğday, pirinç, et gibi temel gıda maddelerinde yaşanan hızlı yükselişler tüketici isyanını ve politik sıkıntıları beraberinde getirdi.

## Tarım fiyatları şimdi yine yükseliyor

Yaklaşık 1 aydır tarım fiyatlarının yeniden hareketlendiği görülüyor. Haziran başına göre tarım emtiaları fiyat endeksinde tarihi zirvelerini yakalayan soya, mısır ve buğday fiyatları liderliğinde yüzde 40'a yakın bir artış var (Grafik 3).

İlginç olan, bu sefer 2010'dakinden farklı olarak diğer emtialarda benzer bir yükselişin görülmediği olması. 2011 yılının ikinci yarısından beri global ekonomik büyümenin yavaşlamasıyla emtia fiyatlarında normalleşme var. Fiyatlar hemen her kategoride biraz geriledi ve sonrasında da yatay bir seyir izliyor (Grafik 1). En hızlı gerilemenin yaşandığı grup, artış döneminde en fazla yükselen değerli madenler. Bu düşüşten artık piyasaların merkez bankalarının para basmalarına alıştıkları, para birimlerine olan güvensizliklerinin ve emniyetli liman arayışlarının azaldığı anlaşılıyor. Yunanistan iflas ederken rekor kıran altın fiyatları çok daha büyük İspanya iflasın eşiğine geldiği halde kırıdayamıyor. Ayrıca bu dönemde para politikalarının bu kadar gevşetilmesine rağmen enflasyonun öyle korkulduğu gibi kontrolden çıkmadığı da görüldü. Likidite artışının enflasyona yansiyabilmesi için önce likiditenin bankacılık sisteminden reel sektöre aktarılabilmesi gerekiyor. Temel madenlerdeki gerileme global ekonominin ve özellikle Çin ekonomisinin yavaşlamasından kaynaklanan endişeleri yansıtıyor. En önemli gösterge madenlerden olan bakır fiyatları 2009'daki seviyelerine geriledi. Enerji fiyatları da tüm politik/coğrafik sıkıntılara rağmen yükselmiyor.

Genel emtia fiyatları böyle ılımlı seyrederken tarım fiyatlarının sürüden farklı bu hızlı yükselişi yine bekleneneği üzere arz endişeleri kaynaklı. Bu seferki afet bölgesi dünyanın soya ve mısır ambarı konumundaki ABD. 1956 yılından beri en ağır kuraklığını geçiren ABD'de mısır hasadının dörtte bir, soya hasadının ise beşte bir azalması bekleniyor. Bu ürünlerin hem temel gıda hem de hayvan yemi olarak önemi düşünüldüğünde dünyanın birçok yerinde yine enflasyonu yükseltici etkileri olabilecek.

Ama bu sefer merkez bankalarının emtiaların genelinde hızlı bir artış olmadığına ve tarım tarafındaki artışın da bazı ürünlere özel olduğuna dikkat etmek durumundalar. Emtia fiyat artışına 2011'de verdikleri reaksiyonu yineleme hatasını yapmamaları gerekir. Fiyat artışının sebebi bu sefer daha temel. Ama buna kısa vadede ne para politikalarının ne de tarımsal uygulamaların çare olabilmesi mümkün.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Sihirbaz Mandrake şapkadan ne çıkartacak?

---

*Saruhan Özel 2012.08.01*

Çocukken okuduğum Mandrake adında bir çizgi roman karakteri vardı. Olağanüstü yetenekleri olan silindirik şapkalı bu karakter kaba kuvvet kullanmadan hipnotizma ve illüzyon yeteneği ile kötü adamları dize getirirdi.

İllüzyon etkisi geçince de kötü adamlar ne olduğunu bir türlü anlayamazlardı. Sihirbaz Mandrake'nin maceraları ABD'de hâlâ yayınlanır.

Mandrake'nin bugün Avrupa'daki versiyonu Merkez Bankası'nın (ECB'nin) başındaki Mario Draghi. Sadece isimleri değil yaptıkları da çok benzeşiyor. Mario Draghi'nin kurtarmaya çalıştığı Euro. Kötü adam pozisyonunda ise piyasalar var. Piyasalar şimdi merakla geçen hafta Euro'yu kurtarmak için gereken her şeyi yapacağını açıklayan Draghi'nin bunu nasıl yapacağını görmeyi bekliyor.

**İSPANYA SIRAYA GİRDİ**

İrlanda, Portekiz, Yunanistan derken İspanya da piyasalardan dışlanmak üzere. Geçen hafta İspanya'nın iki yıllık tahvil getirileri ikinci piyasada % 7'nin üzerine çıktı. Birinci piyasa yani tahvil ihalelerine de eskisi kadar talep gelmiyor ve ortalama maliyet % 5'in üzerinde. İspanya'nın bu faiz maliyetlerini karşılayabilmesi için ek kaynağa ihtiyacı var. Bu kaynağı bütçesinden sağlayamıyor, çünkü zaten ekonomisinin % 6'sına kadar çıkan bir (faiz dışı) bütçe açığı var (faiz dahil % 8.5, Grafik 1). Bu açığı kapatabilmek için bir an evvel ekonomisini büyütmesi ve bu sayede vergi gelirlerini artırması gerekiyor. Ama İspanya hükümeti Avrupa Birliği (AB) Komisyonu'nun baskısına boyun eğerek tam tersini yapıyor. % 25'e çıkan işsizliğe rağmen 65 milyar Euro'luk yeni bir tasarruf programını devreye sokmuş durumda. Ve bu tasarruf çabası ekonominin büyümesini daha da zorlaştırıyor. IMF'ye göre İspanya ekonomisi bu yıl % 1,5, gelecek yıl ise % 1,2 küçülecek (Grafik 2). Tam bir kısır döngü.

Daha da kötüsü, İspanya'nın kaynak ihtiyacı aslında görünenden de fazla. Hem bankacılık sistemindeki zararları hem de yerel hükümetlerin bütçe açıklarını telafi etmesi gerekiyor. Caja adlı yerel bankaları bilançolarında hâlâ tam olarak boyutu bilinmeyen (ama kötü bir senaryoda 62 milyar Euro'ya çıkabileceği düşünülen) büyük zararlar taşıyorlar. Benzer şekilde önceki hafta Valencia yerel hükümeti vadesi gelen borçlarını ödeyemeyeceğini belirterek merkezi hükümetten destek istedi (yıl sonuna kadar 10 milyar Euro geri ödemeleri var). Yerel basına göre ülkenin güneyindeki 5 yerel hükümet aynı konumda.

İspanya tüm bu "gizli" açığı bütçesinden karşılasa ve sonra da açığını borçlanarak finanse etse 2012 ilk çeyreği sonunda % 72 olan kamu borcunun ekonomiye oranı çok daha yükselecek. O nedenle piyasalar bu borcun giderek artan ödenememe riskini fiyatlara yansıtıyorlar ve tahvil getirileri hızla yükseliyor. AB bu kısır döngüyü görerek Caja'ların kaynak ihtiyacını farklı bir mekanizma ile karşılamaya çalışıyor ama bunun İspanya'nın borcuna eklenmeden ya da İspanya'nın ek tasarruf önlemleri alması gerekmeden nasıl yapılacağı belli değil.

## **MANDRAKE DEVREDE AMA**

Mario Draghi göreve geldiğinde ECB'nin Almanya ile mutabık kaldığı oyun planı, sorunlu (borcu yüksek) ülkeleri tasarruf yaparak güven kazanmaya zorlamak ama tasarrufun ekonomileri küçültücü etkisini para politikasını gevşeterek ve bankalara yeterince likidite sağlayarak telafi etmektir. Bu doğrultuda hem faiz indirdi hem bankalara düşük kaliteli teminat karşılığında 3 yıla kadar çeşitli vadelerde istedikleri kadar borç verdi hem de ikinci piyasada devlet tahvilleri satın alarak müdahale etti. Aslında bu yaptıkları yanlış ya da işe yaramayan şeyler değildi. Bu fonlama imkânları sayesinde bölgedeki bankalar likidite sağlamak için aktiflerini hızla azaltmak zorunda kalmadılar. Başka devletlere verdikleri borçları satıp kendi devletlerinin borcuna çevirebildiler. Yine bu sayede Doğu Avrupa'da çok kredi vermiş olan AB bankalarının bu kredileri hızla geri çekmek zorunda kalmaları ve bu bölgede büyük bir ekonomik kriz yaşanması engellendi. Ama her şeye rağmen İrlanda, Portekiz ve Yunanistan hâlâ piyasalardan makul vade ve maliyetlerde borçlanamazken İspanya (ve sonra da İtalya) süratle bu konuma gelmek üzereler (İrlanda ilk defa geçen hafta 5 yıllık bir ihaleyle piyasalara dönebildi ama maliyet hâlâ ödenebilir değil).

Draghi "Euro'yu kurtarmak için ne gerekiyorsa yapacağım." derken belki yine ikinci piyasadaki bu sefer getirileri belli bir seviyeye düşürme amaçlı, çok daha büyük boyutlu tahvil alımı yapma ve/veya bankacılık lisansı verilecek kurtarma fonlarına (ESM ve EFSF) limitsiz finansman sağlayarak bu alımı onlara yaptırma (limitsiz çünkü karşılığında teminat olacak) ve/veya politika faizini düşürme ve hatta verdiği finansmanı ECB'de tutan bankalardan gecelik faiz isteyerek fonları reel sektöre aktarmaya zorlama gibi mekanizmalara başvurabilir. Geçmişte yükü taşıyabilecek küçük Yunanistan için panik yapan piyasaların bugün yükü taşınamayacak dev İspanya için panik yapmamalarının nedeni de aslında ECB'nin cömertliğine güveniyor olmaları.

Ama Mario Draghi şapkadan ne çıkartırsa çıkarsın Mandrake gibi ancak bir süre etkili olacak. Çünkü Euro'nun sorunu illüzyonla çözülemeyecek kadar büyük. Bir süre kötü adamlar (!) ellerindeki tabancanın muza

döndüğünü zannedip şaşıracaklar ama hipnozun etkisi geçince yeniden tabancayı ateşleyecekler. Çünkü sorun likidite sorunu değil. Sorun Euro sonrasında katma değeri düşük bölge ekonomilerinin rekabet güçlerini kaybetmiş olmaları. Bunu telafi etmek için de zaman içinde boğazlarına kadar borçlu hale gelmiş olmaları. Bu borcu azaltıp vadesini uzatmadan ve Euro'dan çıkıp devalüasyon imkânına kavuşmadan bölgedeki bu sorun bitmeyecek.

Geçmişte Mandrake okuyanlar bilir. Hipnoz gücü yetmeyip de zora düşünce Mandrake'nin yardımına yakın dostu, güçlü kuvvetli yardımcısı Abdullah koşar ve kaba kuvvetiyle kötü adamları döverdi. Eğer Draghi'nin böyle bir yardımcısı yoksa işi gerçekten zor. Eğer Abdullah niyetine Almanya'ya güveniyorsa işi daha da zor.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Mektepsiz maarif, büyüyemeyen ekonomi

*Saruhan Özel 2012.08.08*

Eski bir mebusun "mektepler olmasa maarifi ne güzel yönetirdim" şeklinde meşhur bir söylemi vardır. Finansal istikrar bozulmasın diye ekonomiyi potansiyelinin altında büyümeye zorlamak da ondan farklı değil.

Büyümeyen ekonomi zaten risk de üretmez.

Ekonomiyi yönetmek kolaylaşır. Halbuki amaç ekonominin istikrarlı bir şekilde potansiyeline uygun bir biçimde büyümesini sağlamak ve bu olurken ortaya çıkan riskleri de doğru yönetip büyüme zarar vermesini engellemek olmalıdır. Yani kolayı değil zoru başarmaya çalışmaktır.

Bir cari açık hikâyesi

Türkiye'de cari açığıdaki artış, ekonominin yeniden büyüme başladığı 2010 yılının sonlarına doğru hızlanmaya başladı. (Grafik 1) Global kriz öncesinde ekonominin yine hızlı büyüme olduğu 2005-2006 gibi yıllarda her ay 1 milyar \$ civarında artmasına alışık olduğumuz (yıllık) cari açık bir anda ayda 4-5 milyar \$ artar hale geldi. Kısa sürede de cari açık kriz öncesi dönemin iki katına yükseldi. Analistlerin sürekli dikkat çektiği bu riske ekonomi yönetimi bakış açısını enflasyondan finansal istikrara (yani cari açığa) çevirerek tepki verdi. Politika faizini düşürüp TL'ye değer kaybettirmeye ve aynı zamanda da banka kredilerini yavaşlatmaya çalıştı. Ama özellikle Avrupa'da krizin şiddetlenmesiyle ilk başta kontrol altında gibi görülen TL'nin değer kaybı bir anda hızlandı. Yurtdışındaki belirsizlikler nedeniyle yabancı yatırımcı gelmeye nazlandı. TL'nin uzun süreli bir baskı altına gireceğini anlayan ekonominin dövizde açık ara en açık kesimi olan şirketler de baskı altındaki kârlarını desteklemek için kullandıkları bu kısa vadeli pozisyon oyunundan vazgeçtiler. İhtiyati amaçlı döviz aldılar ve döviz borçlarını azalttılar. Ama TL'nin bu değer kaybı dönüp enflasyonu yükseltti. İki haneye çıkan enflasyon, beklentileri bozma riski oluşturunca Merkez Bankası çareyi konsantrasyonu yeniden enflasyona çevirmekte buldu. Enflasyonun yavaşlaması için TL'deki değer kaybının durması gerekiyordu. Müdahale ile bunun olabileceğine (yani döviz rezervlerine) güvenemeyince kısa vadeli faizin yükselmesine imkân sağlayan bir "faiz bantı uygulaması"na geçti ve TL'nin açık pozisyon cazibesini artırarak enflasyonun yeniden tek hanelere dönmesini sağladı.



Bu dönemde diğerk büyük gelişmekte olan ülkelerde de benzer bir para politikası yaklaşımı vardı. Türkiye'de cari açığı dizginlemeye çalışmanın sonucunda (TL değerk kaybıyla) artan enflasyon Brezilya, Çin ve Hindistan gibi ülkelerde global emtia fiyatlarındaki artışın yansımasıyla yükseldi. Brezilya ve Hindistan merkez bankaları faizlerini hızla artırırken Çin, Türkiye gibi faiz, munzam karşılık ve kredi kontrolleri kombinasyonu ile enflasyon baskısını azaltmaya çalıştı. Sonuç, gelişmekte olan ülkelerin eşzamanlı yavaşlamaya başlamaları oldu. Kriz nedeniyle bankacılık sistemleri doğru dürüst çalışmayan gelişmiş ülkeler zaten büyüüyemiyordu; gelişmekte olanlar da motor görevini görememeye başladılar.

Amaç ne olmalı?

Bu sayede Türkiye'de 2011'in Ekim ayında 78,4 milyar \$'a kadar çıkmış olan cari denge açığı takip eden 7 ayda 11,3 milyar \$ gibi ciddi bir boyutta geriledi. Üstelik bu gerilemenin hepsi (ve aslında enerji açığı bu dönemde yükseldiği için daha da fazlası) enerji dışından geldi. (Grafik 2) Bu açıdan bakıldığında belki amaca ulaşıldığı düşünülebilir.

Ama bunun karşılığında da 2011'in ilk çeyreğinde % 15 artan sanayi üretimi ve % 12 büyüyen ekonomi 2012'nin ilk çeyreğinde sırasıyla % 2,8 ve % 3,2 büyüebildi. (Grafik 3) Diğerk bir deyişle, büyüme potansiyelinin ancak yarısı kadar gerçekleşti. Ekonomi yavaşlatılarak, büyüme potansiyelinin yarısına indirilerek cari denge açığı "sorunu" çözülmüş oldu. Ama bu sürdürülebilir bir durum değil. Bir anlamda mekteplerini kapatan maarif gibi. O mektepler yeniden açılmazsa eğitimsiz kalan toplumun ne hale geleceğini, büyüemeyen ekonomide yeterince istihdam (ya da vergi geliri) sağlanamayınca ne olacağını da düşünmek gerekir. İşin kötüsü, kapasite kullanımı, sanayi üretimi, banka kredileri, ithalat gibi referanslar ikinci çeyrekte büyümenin ilk çeyrekte biraz daha iyi olabileceğini ama üçüncü çeyrekte (özellikle Ramazan etkisinin geçmesiyle) yeniden büyümenin yavaşladığını ve bu sefer dış talep desteğinin de gelemediğini gösteriyor.

Cari açık tek başınaysa sürdürülebilir

Geçmişte cari açığı yüksek gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal ve ekonomik krizleri detaylı inceleyenler krize sebebiyet veren asıl faktörün cari açığın kendisi değil, yanına eklenen diğerk sorunlar olduğunu görürler. Örneğin, görünürde yüksek cari açıkların krize sebebiyet verdiği 1994 Tekila ve 1998 Rusya krizlerinin ardında aslında yüksek kamu açıkları/borçları ve 1997 Güneydoğu Asya ve 2001 Türkiye krizlerinin ardında sorunlu bankacılık sistemleri vardı.

Bu tür ülkeler kalkınma modelleri ve ihtiyaçları itibarı ile talep ister yurtiçinden ister yurtdışından olsun, yatırım yapmak için yurtdışı sermayeye ihtiyaç duydukları için cari denge açığı vererek kalkınma düzeylerini yükseltebiliyorlar. Ama sorunlu (risklerine dikkat etmeyen, ölçemeyen, yönetemeyen, yeterince denetlenmeyen) bir bankacılık sistemi ya da savurgan, popülist bir kamu sektörü gibi yanlış kanallarla sermayeyi akılcı, doğru bir şekilde dağıtamazlarsa veya uzun süreli yanlış kur rejimleri ile ekonomilerinin döviz kazanma kabiliyetlerini kısıtlayınca krizlerin tohumları ekilmiş oluyor. Bir süre sonra tohumlar iyice olgunlaşınca sudan bir sebeple bile ekonomide büyük bir tahribat oluşturacak krizler yaşanıyor.

O nedenle eğer kalkınma modeli yüksek cari açık gerektiriyorsa çözüm yolu bunu dizginlemek için büyümeyi ve kalkınmayı engellemek değil. Cari açığın yanına başka sorunların eklenmesini engellemek. Zor olanı becermek.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)


## Sığır pazarından global krize!

---

Saruhan Özel 2012.08.15

Televizyonda "Kim Milyoner Olmak İster" adlı bir yarışma programı var. Yarışmaya katılanlara çeşitli joker (yardım) hakları veriliyor. Yarışmacı soruyu bilemediğinde bu yardımları kullanıyor. Bunlardan biri seyirciye sorma hakkı.

Seyirciler, ellerindeki aletlere doğru olduğunu düşündükleri cevap şikkını giriyor ve hemen bu tahminlerin dağılımı ekranda beliriyor. İlginç olan, yarışmacıların bu hakkı hep en erken ve daha ziyade basit sorularda takıldıklarında kullanıyor olmaları. Yani çok açık bir biçimde yarışmacılar sayıları çok daha fazla olan seyircilerin tahminlerine güvenmiyorlar. Üstelik seyirciler çoğu zaman doğru cevabı verdikleri halde.

Halbuki ünlü İngiliz istatistikçi Francis Galton'a göre yarışmacıların bu yaptığı doğru değil. The New Yorker  yazarı James Surowiecki "Kitlelerin Aklı (The Wisdom of Crowds)" adlı kitabının giriş bölümündeki anekdotta, Galton'ın bir gözlemine yer veriyor. İlginç merakları olan Galton, bir sığır pazarını gezerken bir "sığır kilosu tahmin etme yarışı" yapıldığını görüyor. Pazara gelenler seçilen sığırların kilosunu, daha doğrusu kesilince kaç kilo et çıkacağını tahmin ediyorlar ve en yakın tahmin yapanları ödüllendiriyorlar. Galton, fuara gelen gelişigüzel (ama herhalde hayvancılıkla da bir şekilde ilgisi olan) 800 kişinin katıldığı bu yarışmadaki tahminlerin ortalamasını aldığında görüyor ki, sığırın gerçek (kantarın gösterdiği) kilosuyla tahmin ortalamasının arasında sadece yarım kilo fark ediyor. Surowiecki'nin kitabındaki kitlelerin aklı da bu ve benzeri grup tahminlerinin (ortalamanın) kişisel tahminlere göre çok daha başarılı olduğu tezine dayanıyor. Kurban kestirenler de kurban pazarlarında bu kilo işinin ne kadar önemli olduğunu ve kurbanın kilosunu (çıkacak et miktarının ağırlığını) tahmin etmenin ya da satıcıya güvenmenin ne kadar zor olduğunu bilirler. Surowiecki'nin tezi, şayet doğru ise aslında en doğru tahmin kurban pazarına katılanların yapacakları tahminlerin ortalaması. Bu bağlamda "kim milyoner olmak ister" yarışmacıları da seyircilere çok daha fazla güvenmek ve daha zor sorularda da desteklerini istemek durumundalar.

Peki, sığır pazarındaki bu başarılı kilo tahminlerinin global krizle alakası ne? O bağlantıyı da ünlü İngiliz iktisatçı Jon Kay kuruyor.

Sığır pazarında eğlence amaçlı başlayan kilo tahminlerinin ortalaması bu kadar başarılı olunca bir süre sonra pazarcılar eskiyen kantarları yenileme masrafına girmiyorlar. Nasılsa tahmin yarışı var ve tahminlerin ortalaması gerçek kiloyu kantarlar kadar iyi ölçebiliyor. Ama kilo tahmini önemli hale gelince de katılımcıların bazıları hile yapmaya ve sahibinden sığırla ilgili özel bilgiler edinip ödülü kazanmaya çalışıyorlar. Bunu gören diğer katılımcılar nasılsa kazanamayacaklarını düşünerek yarışmaya girmek istemiyorlar. O zaman da tahminlerin başarısı tehlikeye düşüyor çünkü tahmini güçlendiren aslında yeterli sayıda katılımcı olması.

Bunun üzerine pazarcılar harekete geçip sığır sahiplerinin bilgilerinin herkese açık olmasını sağlamaya çalışıyorlar. Sığır sahipleri 3'er tane sığırlarının gelişimini gösteren rapor hazırlıyor ve bunlar herkesin görebilmesi için pazarın giriş kapısına asılıyor. Sığır sahiplerinin etrafına verdiği her bilginin bu raporlara eklenmesi isteniyor. Bunların dışında bilgiye sahip olduğu düşünülenler pazardan ve yarışmadan men ediliyor.

Bu aşamada devreye "sığır uzmanları" giriyor. Kapiya asılan raporları okuyup tahmin yaparak gelenlere tavsiyeler veriyorlar. Uzmanların daha parlak olanları zamanla bu bilgilerin yarışmayı kazanacak kadar doğru tahmin yapmaya yetmeyebileceğini düşünerek, bilgiler yerine yarışmacıların tahminlerini tahmin etmeye çalışıyorlar. Nasılsa artık kantarlar devrede olmadığı için asıl başarının gerçek kilonun ne olduğu değil, yarışmacıların kilonun ne olduğu konusunda düşünceleri olduğu gerçeğini yakalıyorlar.

Buffett isimli yaşlı bir çiftçi, bu olan bitenlerden rahatsızlık duyuyor. Tüm bunların sığircılıkla alakası olmayan şeyler olduğunu söylüyor ve tahmin yarışlarını bir kenara bırakıp sığircılığın özüne dönülmesi konusunda uyarı yapıyor. Ama her ne kadar Buffet, sığircılıktan çok iyi anlıyor ve çok besili, talep gören sığırlar yetiştirebiliyorsa da pazarcılar bu yaşlı köylünün eski kafalı olduğunu, modern ve pratik uygulamalardan uzak kaldığını düşünüyorlar.

Ama itirazlar artınca pazara uluslararası uzmanlar davet edilip yarışma kuralları yeniden belirleniyor. Genel olarak kabul edilen (generally accepted standards) ve uluslararası kabul gören (international standards) kural dizini şeklinde iki yöntem ortaya çıkıyor ama her ikisi de temelde katılımcıların yaptıkları tahminlerin ortalamasının alınması prensibine dayanıyor.

Sığırların kilosunu doğru tahmin edecek yeterli sayıda katılımcı olmadığı durumda ise devreye "Chicago Üniversitesi matematikçileri" giriyorlar. Yeterli sayıda katılımcı olmadığı durumda dahi kilonun doğru tahmin edilebilmesini sağlayan istatistiki modeller geliştiriyorlar. Doğru bir tahmin için ne çiftçi tecrübesi, ne sığır uzmanlığı ne de kasaplık bilgisi; sadece bu modelleri çalıştıracak güçlü bilgisayarların olması yeterli oluyor.

Bu kilo tahmin yarışmaları, uzmanlar, standartlar, matematik modelleri keşmekeşi yaşanırken birileri kalkıp kantarları yenileyip eski basit sisteme geri dönülmesini istiyorlar. Ama seslerini kimseye duyuramıyorlar. Bu kadar işi bilen akıllı adam varken eski kantarlara ne ihtiyaç var ki?

Ama bu kargaşa içinde de maalesef sığırlar telef olmaya başlıyor. Çünkü herkes kilo tahminleri ile uğraşırken sığırları beslemeyi unutuyorlar.

Bu kıssada bugünkü global krizin nasıl ortaya çıktığına dair yatırımcısından regülatörüne, politika yapıcıdan akademisyenlerine kadar her kesim için çok hisse var. Anlamak isteyen için tabii ki.

---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Dün dündür, bugün bugündür...

---

*Saruhan Özel 2012.08.22*

Bugün Euro Bölgesi'nde yaşananları geliştirmekte olan ülkeler defalarca yaşadı. Meksika, Brezilya, Arjantin gibi Latin Amerika, Tayland, G.Kore, Endonezya gibi Asya ve Türkiye, Rusya gibi Avrupa ülkeleri birçok kez müflis devletleri ve/veya yanlış yönetilen bankacılık sektörleri yüzünden büyük finansal ve ekonomik tahribat yaşadılar.

Çoğunun ortak sebebi ekonomilerini hesapsızca serbestleştirdikten sonra hızlı bir yabancı sermaye girişi yaşamalarıydı. Çünkü bu sermayeyi doğru yönetebilecekleri ekonomik yapıyı henüz kuramamışlardı. Kamu ya da bankalar üzerinden ya da doğrudan reel sektöre akan yabancı sermaye yanlış (verimsiz) yatırımlara giderken finansal piyasalarda varlık fiyatlarını aşırı yüksek seviyelere çıkarmıştı. Çoğunda sabit kur rejimi olduğu için para birimleri güçlenmedi (kurlar yükselmedi). Ama ülkesine göre az ya da çok enflasyonları olduğu için giderek yurtdışı ile rekabet güçleri azaldı.

Yabancı sermaye bu ülkelere özellikle gelişmiş ülkelerde para politikaları gevşekken (yani finansman kaynakları bol olup faizler düşerken) yüksek getiri alabilmek için geldi. Ama aynı şekilde likidite imkanları azalıp kendi ülkelerinde faizler artınca da geri dönmek istedi. Krizler genellikle böyle durumlarda ortaya çıktı. Çünkü yabancı sermaye geri dönmek istediğinde o sermayeyi uzun vadeli yatırımlarında kullanmış olan reel sektör geri ödemekte zorlandı. Gelirken coşturdukları piyasaları giderken kuruttular. Çıkarken döviz almak isteyince yeteri kadar döviz rezervi biriktirmemiş olan merkez bankaları satamayınca kurların üzerinde baskı oluştu.

Böyle durumlarda hep devreye dünya düzenini koruma görevine istinaden IMF girdi. Hiç şaşmaz biçimde ilk tavsiyesi de kurları sabit olan ülkelerde serbest bırakılması ya da yüklü bir devalüasyona gidilmesi oldu. Çoğu zaman kısa vadeli faizlerin de yükseltilmesini isteyerek kurların belli seviyelerde stabilize olmasını istediler. Mantık basitti. Döviz borcu olan bu ekonomilerin bunu ödemesi için döviz kazanmaları gerekiyordu. Döviz kazanmak için de "bolluk" döneminde kaybettikleri rekabet gücünü yeniden kazanmalıydılar. Kısa vadede en etkili ilaç da kurlarla oynamaktı. Bu sayede ihracat teşvik edilecek ve ekonomilerin büyüme kanalı olacaktı.

Devalüasyonun yanında yapısal reformlar da istendi (kamu bütçesinin kalıcı disiplini, bankacılığın yeniden yapılanıp sıkı denetlenerek, risklerini iyi yönetmesi gibi). Bu tür reformların imzası için 1998 Ocak ayında IMF direktörü Camdessus'un Endonezya'nın ünlü lideri Suharto'ya zorla başında durarak reformların altına imza attırması tarihe düşülen acı bir nottur maalesef (Fotoğraf).

Elbette IMF bu ülkelerde ilk baştaki kriz paniğini hafifletmek için maddi destek de sağladı. Ama bu çoğu zaman ihtiyati anlamda oldu. Merkez bankalarında sigorta gibi durdu. IMF her durumda ülkelerin borçlarını ödemek için devletin, halkın, şirketlerin tasarruf yaparak kendi kaynaklarını oluşturmalarına özen gösterdi.

Euro'nun ne farkı var?

Gelişmekte olan ülkelerin defalarca yaşadıklarını bu kez Euro Bölgesi yaşıyor. Portekiz, Yunanistan, İspanya ve İtalya gibi bugünün sorunlu ülkeleri yıllarca sabit kur rejimi (yani Euro) altında rekabet güçlerini kaybettiler (Grafik 1). Buradan kaybettikleri gelirleri kamu sektöründen transferlerle ya da bankalar üzerinden cömert kredilendirmeye dayalı verimsiz yatırımlarla kapatmaya çalıştılar. Devlet, banka veya halk olsun, çeşitli kesimler aşırı borçlandı. Gelişmekte olan ülkelere bir ufak fark, bu borçlanmanın finansmanının daha ziyade Euro Bölgesi içinde yapılmasıydı. Bazı ülkeler çok fazla borçlanıp cari açık verirken diğerleri cari fazla ile kazandıklarını cömert biçimde diğerlerine borç verdiler (Grafik 2). Euro Bölgesi'ni hep "tek bir aile" olarak düşündükleri, borçlarını hep geri alabileceklerini zannettikleri için de kolay ve risk primini yükseltmeden ucuza borç verdiler.

Ama global kriz bu yatırımcıların gözlerini açtı. Artık risk primini almadan bu ülkelere borç vermek istemiyorlar. Vadesi gelen borçlarını ya geri alıyor ya da yeniden çok kısa vadelerde çeviriyorlar. O yüzden İspanya ve İtalya artık 2 yıl vadede dahi %3-4 Euro faizi ile borçlanabilirken Almanya üstüne para alıyor. Bu ortamda Yunanistan'ın %6, Portekiz ve İtalya'nın %3, İspanya'nın %2 küçülen ekonomileri bu borçlanma maliyetlerini ödeyebilecekleri bütçe gelirini sağlayamıyor.

Bu ülkeler de aslında aynı gelişmekte olan ülkelerin izledikleri rotayı izlemek ve öncelikle Euro'nun boyunduruğundan kurtulup devalüasyonla ihracat üzerinden kendilerine bir büyüme kanalı açmak zorundalar. Devalüasyon yapabilmek için de Euro'yu bırakıp kendi para birimlerine geçmek durumundalar. Bu sırada da kamudan bankacılığa gerekli reform atağını başlatacaklar.

### IMF nerede?

Ama bu sefer onlara bunları dayatan bir IMF yok. IMF, Euro'dan çıkıp devalüasyon yapın, faizleri artıran, bütçenizde tasarruf yapın, oluşan zararları geniş kesimlere yükleyin, kötü durumdaki bankalarınızı kapatın, gibi geçmişteki dayatmalarını yapmıyor. IMF direktörü kimsenin başına dikilip imza attırmıyor. IMF ortada yok ama Almanya var. Devalüasyon dışında IMF'nin geçmişte istediği hemen her şeyi istiyor. Çünkü tehlikede olan kendi halkının parası. Destek verse de IMF mantığı ile abartmadan ve sigorta ağırlıklı kullanıp sorunlu ülkelerin kendi tasarruflarıyla bu krizden çıkmalarını istiyor. Samaras'ın, Monti'nin, Rajoy'un tepesine Merkel dikiliyor. Devalüasyonu istememesinin nedeni ise kendisini dünyada bir politik güç haline getiren "Büyük Euro Projesi'nden vazgeçememesi.

İlginç olan ise IMF'nin sadece kayıp olması değil, bir de geçmişte yaptığıнын tam tersini yapıyor olması. Almanya'dan bu ülkelere daha az bütçe disiplin baskısı yapmasını ve ECB'den daha fazla para politikasını gevşetmesini isterken Euro'dan çıkıp devalüasyon silahını kullanmalarını hiç konuşmuyor. Bu çifte standardın açıklanması gerekiyor.

Almanya'nın da çaresiz kaldığı yer ise büyüme. Tasarruf ve reform istekleri sorunlu ülkelere her yıl ağırlaşan resesyon duvarına çarpıyor. Ama o da sonunda çaresiz kalıp bu ülkelere devalüasyon imkanını verecek. Yükünden kurtulmuş Euro hızla değerlenirken piyasalar da durgunluktan çıkışı kutlamaya başlayacak.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Yeni Bireysel Emeklilik kaçmaz!

---

*Saruhan Özel 2012.08.29*

Demografik yapısı nedeniyle büyük tüketim gücü olan Türkiye ekonomisi, bundan faydalanmak için büyük ve uzun vadeli yatırımlar yapıyor.

Ama aynı tüketim ihtiyacı/isteği bu yatırımları finanse edebilecek büyüklükte ve vadede tasarruf yapılmasını da engelliyor. Sonuçta yurtdışından tasarruf ithal ediliyor (borçlanılıyor) ve cari denge açığı oluşuyor. Kalkınmak için yatırım yapmaktan vazgeçilmeyeceğine göre arzu edilen tasarrufların artması.

Tasarruflar nasıl artacak?

Çoğu gelir sahibi emeklilik döneminde yaşam standardını düşürmemek için tasarruf yapmak istiyor. Maalesef Türkiye'deki sosyal sigorta sistemi (belki erken emekli ediyor ama) bu imkanı sunamıyor. Kişiler kendi tasarruflarıyla emekliliklerini desteklemek zorunda kalıyorlar.

Ama Türkiye'de tasarruf yapmak da zor. Geliri en yüksek %20'lik grup toplam gelirin %50'sini elde ederken %80'i kalanı paylaşıyor. Çoğu hane halkı ancak zorunlu ihtiyaçlarını karşılayabilecek kadar kazanabiliyor. Biraz olsun tasarruf yapabilenler de bunu doğru şekilde değerlendiremiyorlar. Kâr payı ya da banka mevduatı gibi özel bir uzmanlık gerektirmeyen yatırımların getirileri düşen faiz ortamında eskisi gibi karın doyurmuyor. Getiri enflasyona yenilmese bile çok az üzerinde kalıyor ve bugünün tüketimini geleceğe erteletemiyor. Tasarruflarını kısa sürede büyütme isteyenler riskli yatırımlara giriyorlar. "Tüyo"lara güvenerek işlem hacmi düşük hisse senetleri alıp çoğu zaman ellerindeki de kaybediyorlar. Altın alsalar, saklama derdi olduğu gibi kimse altının fiyatı ne olacak bilmiyor; bir "uzman" yükselecek derken diğeri düşecek diyebiliyor. Kolayca nakite dönüştürülemeyen gayrimenkul yatırımlarından da iyi bir getiri elde etmek yine uzmanlık ve kısmet işi.

"Bireysel Emeklilik Sistemi-BES" dünyanın birçok ülkesinde başarıyla kullanılan önemli bir tasarruf kanalı. Gelir sahipleri bu sistemle yatırımları finanse edecek uzun vadeli tasarruf yapmaya özendiriliyor. Her ay istedikleri kadar bir tasarrufu devlet gözetiminde risklerine göre en doğru şekilde yönetmeye çalışan fonlara aktarıyorlar. Emekli olunca da birikmiş tasarruflarını ya tamamen ya da belli bir cetvele göre düzenli ödeme şeklinde geri alıyorlar. Sistem 2004 yılından beri Türkiye'de de uygulanıyor.

Doğal olarak, BES'in gelir sahibine üstelik uzun vadede cazip olması için diğer yatırımlara göre bir avantaj sunması gerekli. Mevcut sistem bunu Gelir Vergisi'nden düşme şeklinde sağlıyor. 2011 sonu itibarı ile 2,6 milyon katılımcı tarafından yılda %30 gibi yüksek bir hızla büyüyerek bu kanala aktarılan 12 milyar TL'nin üzerindeki tasarrufa bakılırsa yeteri kadar da cazip. Ama yine de pratikte Gelir Vergisi çok düşük olan az gelirli çalışanlara ve bir iş geliri olmayanlara bir faydası yok.

devlet yüzde 25 destek sağlıyor

Ekonomi yönetimi bu sistemi daha da cazip hale getirmek ve katılımcı havuzunu genişletmek için kaçırılmaması gereken yeni avantajlar getirdi. 1 Ocak 2013'ten itibaren ev hanımı, öğrenci herkes bu sisteme katılabilecek. Katılımcılara 10 yıl süreyle sistemde kaldıkları ve 56 yaşına kadar bekledikleri takdirde hesaplarına her ay yatırdıkları katılım payının %25'i kadar bir miktarı da (yani doğrudan %25 getiriye de) devlet ekleyecek. Tasarruf ayrıca devlet tahvili, hisse senedi, değerli madenler, ya da bunların bir karışımında değerlendirilebilecek (devlet katkısının nasıl değerlendirilebileceğini devlet belirleyecek). Bugün Türkiye'de en çok rağbet gören "risksiz" yatırım araçlarından banka mevduat getirisinin yıllık %10 ve devlet tahvilinin %7-8 olduğu düşünülürse risksiz değerlendirildiğinde en az %25 getiri çok cazip.

Cazibeyi daha da somutlaştıralım. Her ay 100 TL gibi düşük bir tasarrufla sisteme giren 46 yaşındaki bir ev hanımı "10 yıl sonra emekli olduğunda" sisteme 12 bin TL ödemiş olacak ve bunu sıfır getiriyle değerlendirse bile devletin verdiği ek katkıyla en az 15 bin TL almaya hak kazanacak. Eğer bu tasarrufu yılda %5 gibi geleceğe yönelik makul bir getiri ile değerlendirirse 20 bin TL'ye, %10 gibi bugün için makul bir getiri ile değerlendirirse de 26 bin TL'ye ulaşacak (yandaki tablo). Eğer ev hanımı BES yerine bu 100 TL'yi yıllık %10 net getirili bir banka mevduatında değerlendirseydi, 10 yıl sonunda ancak 21 bin TL'ye ulaşabilecekti (yani BES bu örnekte 5 bin TL'den fazla bir katkı yapmış oluyor). 10 yıl sonunda emekli olmayıp bir 10 yıl daha devam ederse aylık 100 TL katkısı %10 getiri ile 96 bin TL'ye ulaşacak. Tabloda katkı payının 400 ve 800 TL olduğu alternatifler de var. Sistem %25 devlet katkısını en asgari ücret kadar bir katkı payına sağlıyor (yani bugün için 886 TL).

Dikkatli okurlar bu sistemde "bileşik getirinin gücünü" açıkça görüyorlar. Bu sistemin yüksek devlet katkısı yanındaki en büyük gücü bu. Küçük tasarruflar üst üste her ay getirisini de alıp kar topu gibi büyüyor. Elbette tasarrufu tamamen hisse senetlerinde değerlendirmek mümkün. Türkiye'nin yüksek büyüme potansiyeli düşünüldüğünde çok mantıklı. Ama getirinin garantisi yok. %1000 de olabilir, toplam tasarruf yarıya da düşebilir.

Risk nerede?

Elbette en önemli risk, tasarruf sahibinin sistemde en az 10 yıl ve 56 yaşına kadar bekleyecek olması. Bu, geçmiş yüksek enflasyon ve krizlerle dolu Türkiye'de yatırımcıların alışık olduğu bir vade değil. Uzun vadede her zaman risk var:

Birincisi, katılımcının erken vefatı. O durumda, o güne kadar ki tasarruf devlet katkısı dahil vârislere aktarılıyor. İkincisi, bir sebepten dolayı bu süreçte paraya ihtiyaç duyulması. Sistemin asıl amacı uzun vadeli tasarrufu özendirmek ama sistemden erken çıkmak mümkün. Sadece devletin katkı payı azalacak. Üçüncüsü, bu süreçte enflasyonun yükselmesi ve faizi yakalaması. Eğer enflasyonun hatırı sayılır şekilde üzerinde bir getiri elde edilmeyecekse bu tasarruf anlamsız ve geliri bugün tüketmek daha kârlı. Ama son 10 yılda %8 civarında gerçekleşen enflasyonun gelecek 10-20 yıllık süreçte %25'e yaklaşacağını öngörmek fazla komplo teorisi olur. Merkez Bankası'nın %5'lik mevcut enflasyon hedefinin iki katı gerçekleşse bile yıllık %15'e yakın "reel" getiri yeterince cazip. Dördüncüsü, devletin ödeme güçlüğüne düşüp bu bir anlamdaki zorunlu tasarrufu vakti geldiğinde ödeyememesi veya süresini uzatması. 2008'den beri dünyada yaşanan kriz düşünüldüğünde bu risk her zaman mümkün ama böyle düşünerek yatırım yapılacaksa da istikamet belli. Her ay altın/döviz alıp toprağa gömmek lazım.

Özetle, yeni BES sabırlı küçük yatırımcılara uzun vadede akılcı bir yatırım imkânı sunuyor. İmkânlar nisbetinde faydalanılmalı.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Krizi başlatan bitirir!

---

*Saruhan Özel 2012.09.05*

Global ekonominin gündemini Avrupa'daki kargaşa ve Çin'deki ekonomik yavaşlama meşgul ediyor, ama ABD ekonomisinde de ilginç gelişmeler var.

En önemlisi, global krizin temel sebeplerinden biri olan konut piyasasında işlerin düzelmekte olduğuna dair önemli sinyallerin geliyor olması. Hâlâ en azından ekonomik açıdan devam etmekte olan global kriz yaklaşık 5 yıl önce ABD'de mortgage (ipotek) kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan sorunlarla başlayıp dünyaya yayıldı. Düşük faizlerden destek alan konut sektörü, bankalar ve reyting şirketleri el ele vererek düşük gelirli kesimlere uzun vadeli borçlanarak ödeme güçlerinin üzerinde fiyatlardan konut alabilmelerini sağladılar. O dönemde faiz düşük olduğu için aylık ödemeleri az olan değişken faizli kredilerle ev sahiplerini cezbettiler. Hatta genel faiz

düzeinden bağımsız olarak da kısa vadede düşük ama orta vadede yükselcek taksitlerle kredi vererek ev almayı düşünenlerin akıllarını çeldiler. Daha sonra faizler yükseldiğinde ödemeler de artacak ve düşük gelirlerle ödenemez hale gelecekti. Ama yıllarca ev alma hayaliyle yaşayanlar bu imkânı yakaladığında geleceği fazla düşünmedi. Ayrıca çoğunun düşünebilecek bilgisi de yoktu. Sadece halk değil fiyatların sürekli artacağını düşünen al-satçılar da piyasaya girdi ve bu uygun kredilerden faydalandı. Bankalar bu kredilerin önemli bir kısmını tahvillere dönüştürdü ve dünyanın çok farklı bölgelerinde farklı yatırımcılara satarak elden (bilançodan) çıkardı. Reyting şirketleri güzel ücretler karşılığında tahvilleri "güvenilir" diye damgalayıp kolayca satılmasını sağladı. Damgalanamayacak kadar kötü durumda olanlar da bilanço dışına gizlendi. İnşaat şirketleri bu ortamdaki faydalanıp bolca konut projelerine girişti. Özellikle ABD'nin güneş kuşağı denilen Güney Kaliforniya'dan Florida'ya uzanan güney kesiminde konut arzı hızla arttı. Las Vegas'ın çorak çevresinde yeni kentler oluştu.

Balon, Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) politika faizini 2004 yılı ortasındaki % 1'lik seviyesinden düzenli artışlarla 2006 ortasında % 5,25'e kadar yükseltmesiyle patladı (Grafik 1). Taksitleri büyüyen ipotek kredilerinin ödemeleri zorlaşınca çark tersine döndü. Bu kredilere dayalı tahvillerin fiyatları hızla geriledi. Yatırımcılar büyük zararlar yazdı. Evler bankalara geri döndükçe satılık ev arzı patladı. Fiyatların düşeceği beklentisiyle konut satışları hızla geriledi (Grafik 2). Beklenti de gerçekleşti ve ev fiyatları hızla düştü. Kredilerin teminatı olan ev değerleri kredi bakiyesinin altına inince kredi batığı daha da büyüdü. Zararlar kısa sürede bankaların sermayelerini tüketti. Bankalara güven kayboldu ve borçlanamamaya başladılar. Diğer sektörlerde kredi akışı da durdu. Nakit akışında hazırlıksız yakalanan büyük şirketler zora düştü; stoklarına yüklenip nakit yaratmaya çalıştılar. Ekonomi resesyona girdi (üretim geriledi). Konut sektörünün önemli katkı yaptığı işsizlik oranı % 4-5 aralığından % 10'un üzerine çıktı. Sistemi kurtarmak uğrunda devlet ve merkez bankası el ele verip bankalara, ev sahiplerine ve şirketlere destek olmak zorunda kaldı.

## **SABRIN SONU SELAMET**

Geçmişte birçok kez yaşanan bu tür krizlerden çıkış hemen olamıyor. Çünkü kriz öncesi dönemde çok artmış olan stokların normal seviyelere gelmesi zaman alıyor. Stoklar yeterince azaldığında yeni konut inşaat projeleri gündeme gelebiliyor ve önemli bir istihdam kanalı çalışmaya başlıyor. Stokların normalleşmesi için ilk aşamada stoklardaki artışın durması ve piyasaya yeni arzın gelmesinin engellenmesi gerekiyor. Bir sonraki aşamada da tüketici güveninin düzelmesi (ne kadar çabuk o kadar iyi) ve bankaların kredi imkânlarını yeniden devreye sokmalarıyla stoklardaki azalış daha da hızlanıyor. Bir süre sonra arz talebin altını zorlamaya başlayınca ev fiyatları yeniden yükselmeye başlıyor.

Bu bağlamda ABD'de otoritelerin ilk yaptıkları da bankaların (ve ev sahiplerinin) piyasaya yeni satılık konut getirmelerini engellemek oldu. Politika faizini hızla düşürerek kredi taksitlerinin azalmasına çalışıldı (Grafik 1). Bankalara sermaye konarak mevcut zararlarını ve dolayısıyla kredilerini taşımaları sağlandı. Ev fiyatı bakiyenin altında olanların da mevcut kredilerini kapatabilip yeni düşük faizli kredilere geçebilmelerini sağlayacak düzenlemeler yapıldı. Parasal genişleme politikalarıyla ikinci piyasadaki ipoteğe dayalı tahviller alındı, uzun vadeli ipotek kredilerinin faizleri düşürüldü ve yeni kredi imkânları sağlanmaya çalışıldı (Grafik 1). Alınan önlemler radikaldi ama balonun şişmesi de uzun sürdüğü ve tüm dünyaya yayılıp Euro Bölgesi'ni bile tahrir eden bir büyüklüğe ulaştığı için stokların erime süreci de uzadı ve gecikti.

Ne var ki, bir süredir konut piyasası hayata dönüş sinyalleri veriyor. ABD'de konut satışlarında 2011 son çeyreğinden beri belirgin bir hareketlenme var. 2006 yılına kadar sürekli artarak yılda 1,5 milyon adede yaklaşan ama kriz sonrası 2010 ortasında 300 binin altına kadar gerileyen yeni konut satışları bu seviyelerde tutunduktan sonra bir süredir artış trendine girerek 400 binleri zorlamaya başladı (Grafik 2). Hâlâ ekonomistlerin sağlıklı büyüme olarak düşündüğü 700 binli seviyelerin çok altında olsa da 2 yıl öncesine göre



artış % 31. Aynı durum 2. el konut satışlarında da geçerli. Bu sayede (yeni) satılık konutların satılanlara oranı da hızla kriz öncesi seviyelere geriledi (Grafik 3). Mevcut satış hızında konutların tükenme hızı kriz dönemi ile kıyaslanmayacak boyutlarda (Grafik 4). Bu gelişmeler artık konut fiyatlarına da yansımaya başladı. 2012'nin ikinci çeyreğinden itibaren konut fiyatlarında belirgin bir yükseliş var (Grafik 5).

Özetle, Euro Bölgesi resesyon içinde kıvranarak mevcut haliyle var olabilme savaşı veriyor ve buraya ihracat yapamayan ve tüketicileri yaşananlara bakıp kötümserleşen Türkiye, Brezilya ve Çin gibi büyük gelişmekte olan ekonomiler ihtiyaç duydukları oranların altında büyümek zorunda kalıyor. Dünyanın en büyüğü ABD ekonomisi de aslında henüz arzu edilen potansiyel büyüme ve istihdam seviyelerinden uzak. Ama her şeyin temelindeki konut sektörünün dirilmeye başlaması ümit veren bir gelişme. FED Başkanı Bernanke'den daha radikal adımlar atmasını bekleyenlerin de buna dikkat etmesi gerekir. Başkanlık yarışının ve yıl sonundaki bütçe tartışmalarının belirsizliklerini düşünüp bir şeyler yapacak yapmasına ama artık eskisi kadar mecbur olmadığı da ortada.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Ne ektiyssek onu (hatta fazlasını) biçiyoruz!

*Saruhan Özel 2012.09.12*

Resme bakınca belki "ne güzel işte, planlandığı gibi ekonomi yavaşlıyor ve iç talep ile dış talep dengeleniyor" diye sevinmek mümkün. Çünkü nihayetinde büyümeyle artan cari açık durgunlukla geriliyor. Ama asıl sevinilmesi gereken, ekonomi potansiyelinde büyürken cari denge açığının ekonomiye oranının durması veya gerilemesi olurdu.

-2011 sonrasında Türkiye ekonomisini bugünlere başarıyla getiren, mini ve maksi krizleri büyük sorun yaşamadan atlattıran iki çok önemli dayanak var.

Birincisi, doğru ve disiplinli bütçe politikası. Merkezi hükümet faiz ödemeleri dışında 2000 yılından beri 200 milyar \$'ın üzerinde ya da yılda ortalama ekonominin % 3,7'si kadar bir tasarruf yaptı (Grafik 1). Böyle bir tasarruf, bugün Euro Bölgesi'nde olduğu gibi, 2001 krizi sonrasında devletin hızla artmış olan borçlarını geri ödeyebileceğine yönelik piyasalarda güven yarattı. Tahvil ihalelerinde vadesi gelen borcunun altında borçlanabilen Hazine'nin pazarlık gücü arttı. En büyük müşterisi olan bankalardan giderek daha az borç isteyince borçlanma maliyeti azaldı.

İkincisi ise yeniden yapılanmış, sağlam ve iyi yönetilen bankacılık sistemi. Krizden sonra bugün ne ABD'nin ne de Avrupa'nın yapmaya cesaret edemediği bir şekilde bankacılık sistemi bıçak altına yatırıldı. Sistemin yarısı yok oldu. Kalanlar da çok daha sıkı takip altında yağurdu üfleyerek yemeye başladılar. Devletin daha az borçlanarak ellerine bıraktığı kaynakları reel sektöre yönlendirdiler. Bunu yaparken risklerini doğru yönettiler. Halının altına pislik süpürmediler ve bilmedikleri işlerden uzak durdular. Elde ettikleri kârları yeniden sermayeye ekleyip daha fazla kredi verebilecek hale geldiler.

Olumlu döngüye geçiş

Kriz sonrasındaki bu yeniden yapılanmayla talep gücünü harekete geçirip büyümeye başlayan ekonomide kendi kendini besleyen "olumlu" bir döngü oluştu. Doğru ve disiplinli bütçe politikası ve güçlü bankacılık sayesinde büyüyen ekonominin yarattığı kaynaklar bu iki mekanizmayı "beslemeye" başladı. Ekonomi büyüdükçe devletin vergi gelirleri yükseldi. Devlet elde ettiği gelirleri heba etmeyip vadesi gelenden daha az borçlanmaya devam etti ve bankalara yeni kredi kaynakları sağladı. Aynı şekilde ekonomi büyüdükçe bankaların kârları arttı. Bu kârlar sermayeye eklendi ve bu sayede bankalar ayaklarını yorgan dışına çıkarmadan kredi hacimlerini büyütebildiler (Grafik 2). Çark bu şekilde dönmeye devam etti.

Ekonominin global krizin etkisiyle 2008-2009'da olduğu gibi durakladığı/küçüldüğü dönemlerde devlet vergi gelirlerinden, bankalar da kârlılığın feragat ederek reel sektörün bu dönemi büyük sorun yaşamadan geçebilmesini sağladılar. Ekonomi bu dönemi atlatıp 2011 ve 2012 yıllarında yeniden hızla büyüyerek kayıplarını yerine koymaya çalıştı.

Ve derken işin içine cari açık endişeleri giriverdi. Özellikle yurtdışı kaynaklı "çarkınız fazla hızlı dönüyor, dikkat" uyarıları gelmeye başladı. Reyting şirketleri "yavaşlamazsanız notunuzu yatırım derecesine çıkartmayız" dediler.

Cari açıkla mücadele ve sonucu

Otoriteler de uyarıları dikkate alıp çarkın hızını yavaşlatacak frenlere başvurdular. Bana göre 2008-2009 döneminde gereğinden fazla yavaş dönen ve hatta bir süre terse bile dönen çarkın hızı fazla abartılıydı. Sadece iki yılın hızına bakmamak gerekirdi. 2008-2009 döneminde tüketilen stoklar yenileniyor, yani bir anlamda kaybedilen yerine konmaya çalışılıyordu. Stoklar normal (trend) seviyelerine gelince ekonomi zaten % 5-7 gibi normal/potansiyel hızına geri dönecekti. Her şey bir yana Euro Bölgesi'nde bir türlü rahatlayamayan kriz ortamı zaten bizim de hızımızı yavaşlatacaktı. Bir de üzerine frene basmak biraz aşırıya kaçmak anlamına gelebilirdi.

Bugün geline nokta da görülüyor ki, ekonomi otoritelerin geçen yıl sonundaki beklentilerinin de üzerinde yavaşlamış durumda. Haziran sonu itibarı ile ekonomi 1 yıl öncesine göre büyüme hızını yarı yarıya düşürerek % 5'in altına indirdi (Grafik 3). Yılın ilk yarısında (bir önceki yılın aynı dönemine göre) büyüme sadece % 3 oldu. % 5'in üzerinde büyüme potansiyeli olan ve kalkınma ve istihdam açısından buna ihtiyacı da olan Türkiye ekonomisi yapılan frene ciddi bir reaksiyon vermiş durumda. Daha da vahimi, ekonominin en önemli motoru konumunda olan iç tüketim dinamiği ve yatırımlar geriliyor. Yılın ilk yarısında özel tüketimde ve yatırımlardaki "gerileme" sırasıyla % 0,2 ve % 5,9 olarak gerçekleşti (Grafik 4). Zaten Euro Bölgesi'ndeki krizden tedirgin olan bankalar ve reel sektör bir de otoritelerin frenini görünce iyice kabuklarına çekilmiş durumdalar. 3. çeyrekteki tatsızlık da düşünülürse artık ekonominin bu yılı % 4'ün üzerinde büyümeyle kapatabilmesi zorlaştı. Bana göre bugüne şükretmek zorunda bile kalınabilir.

Bu resme bakınca belki "ne güzel işte, planlandığı gibi ekonomi yavaşlıyor ve iç talep ile dış talep dengeleniyor" diye sevinmek mümkün. Çünkü nihayetinde büyümeyle artan cari açık durgunlukla geriliyor. Ama asıl sevinilmesi gereken ekonomi potansiyelinde büyürken cari denge açığının ekonomiye oranının durması veya gerilemesi olurdu. İç talep ve dış talebin dengelenmesi ekonomi duraklarken değil potansiyelinde büyürken, ya da ithalat çökerken değil ihracat altın işlemleri dışında böyle artabiliyorken olsaydı bir anlam kazanırdı.

Çark tersine dönmesin de

Türkiye ekonomisi kısa süreli durgunluklara alışkın. Ama bu sefer kendi tedirginliği ve inisiyatifıyla değil, sıkı ekonomik politikaların pençesinde duraklamış durumda. Kendi başına bu durgunluktan kısa sürede çıkması kolay değil.

Risk, bu durgunluğun uzun vadeli olmasında. Ekonominin büyümesiyle beslenen dünyanın takdir ettiği üstünlüklerimiz, yani doğru ve disiplinli bütçe politikası ile güçlü (reel sektörü destekleyebilen) bankacılık sistemi, bu destekten uzun süre mahrum kalırsa sıkıntı yaşamaya başlayacak. Devletin vergi gelirleri azalacak ve disiplinli olduğunu göstermek için harcamalarını buna uydurursa ekonomik durgunluk derinleşecek. Otoritelerin açıklamalarına bakılırsa gerçekten de yıl sonu bütçe hedefleri vergi gelirlerindeki düşüş üzerinden tehlikeye girdi bile. Aksi durum, yani durgunluk derinleşmesin diye harcamaların kısılmaması da reyting şirketleri için yeni bir eleştiri kaynağı olur. Benzer şekilde kredi büyümesini sürdüremeyen bankaların batık kredileri artar ve karlılığı azalır. Her ikisi de sermayeden yer ve sistem reel sektörü destekleyemez hale gelir. Yani son 10 yılda bizi başarıya götüren çark tersine döner.

Bari bu bedeli öderken reytingimiz artsa da yatırım derecesine çıkabilsek. Ama o da ortada yok. Korkum bu sefer de bütçe ile bankacılık sistemindeki kötüye gidişin yüksek cari denge açığı mazeretinin yerini alması



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## ECB-FED el ele, dolar/Euro nereye?

*Saruhan Özel 2012.09.19*

Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve ABD Merkez Bankası (FED), arka arkaya yeni kararlar açıkladılar. Buna göre, ECB, ilgili Euro üyesi devletler AB kurtarma fonlarından destek talep ederse ve bu destek karşılığında istenenleri harfiyen yerine getirirse piyasalardan 3 yıla kadar vadeli tahvillerini alarak bu devletleri destekleyecek.

FED ise halen çok yüksek olduğunu düşündüğü % 8,1'lik işsizlik oranı "ciddi ölçüde" düşene kadar mevcut desteklerinin yanı sıra piyasalardan ipoteğe dayalı tahvil satın alacak ve uzun vadeli faizleri düşürmeye çalışacak. Piyasalar buna QE3 (Quantitative Easing 3 ya da 3. Parasal Genişleme) diyorlar. Aynı zamanda kısa vadeli faizi "en azından 2015 ortasına kadar" sıfıra yakın götürecektir.

Her iki karar da piyasaların öncesinde beklemediği, sürpriz şeyler değil. Zaten ağustos başında 1,20'lerin altına doğru hareketlenmekte olan parite, açıklamalar öncesinde yönünü yeniden yukarı çevirmişti. Ama sonrasında kâr satışı ile yeniden gerileyeceğine bir anda hızlanıp 1,30'u da geçiverdi (Grafik 1). Şimdi Euro satmış ya da borçlanmış olanlar merakla bunun neden olduğunu ve devam edip etmeyeceğini anlamaya çalışıyorlar.

Parite neden yükseldi?

İlk bakışta parite hareketinin haklı sebepleri var.

FED hemen ayda 40 milyar \$ tutarında tahvil alımına başlayarak dolar arzını artıracak. Bu rakam daha önce QE1'in 140 ve QE2'nin 75 milyar \$'lık aylık tahvil alımlarıyla karşılaştırıldığında cılız gözükabilir. Ama taahhüdün önü açık; süre limiti yok. İşsizlik 3 sene daha kriz öncesi seviyelere inemezse QE3 QE1'den de daha büyük bir tahvil alımı haline gelecek.

Ama dolar arzı artarken Euro arzı artmıyor. ECB'nin hemen yaptığı bir şey yok. Ancak yardım edilecek devlet AB kurtarma fonunun şartlarını kabul ederse ECB tahvil alımı yapacak. Yunanistan, İrlanda ve Portekiz halen zaten yardım sürecinde ve kendilerinden istenen ekonomik ve yapısal şartları yerine getirmeye çalışıyorlar. Asıl konu İspanya ve İtalya. Ama her ikisinden de yardım talep edecekleri konusunda bir açıklama yok; hatta tersi söz konusu. Her ikisi de "önce bir şartları görelim ne kadar sert, ondan sonra karar verimiz" diyor. ECB kararları sonrasında her iki ülkenin tahvil getirilerinde ciddi düşüşler olması bu tavırlarına destek veriyor elbette (Grafik 2). Ayrıca ECB gelecekte tahvil almaya başlasa da karşılığında piyasaya vereceği Euro arzını da başka operasyonlarla geri çekecek.

Dahası, FED sıfıra yakın kısa vadeli faizin sürecini daha da uzatırken ECB % 0,75 olan Euro faizini indirmedeği gibi gelecekte indireceğine yönelik bir sinyal vermedi. O nedenle, dolar satıp borçlanmak hâlâ Euro borçlanmaya göre daha cazip gözüküyor.

Son olarak da piyasalar ECB henüz bir aksiyon almadığı halde alacağı yönündeki taahhüdüyle Euro Bölgesi'ndeki iflas riskini önemli ölçüde azalttığını ve artık beklenmedik bir durumla karşılaşmayacaklarını düşünüyorlar. Sorunlu ülkelerin kamu iflas sigorta primleri hızla geriledi (Grafik 3). Üstelik borçlar Yunanistan'da olduğu gibi gönüllü bir şekilde yeniden yapılandırılrsa bile yük sadece piyasalara binmeyecek; ECB de borç tıraşından payını alacak (yani piyasaların olası kaybı azaldı). Bu risklerden korkup İspanya ve İtalya tahvilleri ile Euro satmış olanlar hemen panikle geri alınca hem tahvillerin fiyatları hem de parite fırlayıverdi.

Geniş düşününce durum farklı

Piyasaların kısa vadede neden böyle tepki verdiklerini yukarıdaki faktörlerle açıklamak mümkün. Ama biraz daha geniş düşününce aslında bu kararların ne Euro pozitif ne de dolar negatif olmadığını görmek de mümkün.

Öncelikle, FED'in artık bir finansal krizi önlemeye yönelik değil, ekonominin büyümesini desteklemek amaçlı kararlar aldığı ortada. ECB ise ekonomisine destek vermekten önce hâlâ ortalığı yatıştırmak derdinde. Başka bir deyişle, FED artık devletin ve bankalarının ötesine geçip konut sektörünü (üstelik iyileşme sinyalleri gelirken) desteklerken ECB hâlâ devletleri (ve bankaları) desteklemekle uğraşıyor. Ekonomiye destek sırası daha sonra gelecek. ECB de bu kararları henüz kriz ortamı nedeniyle para politikasının sağlıklı çalışmıyor olması mazeretiyle kabul ettirmeye çalışıyor. Dolayısıyla, ABD ekonomisi belirgin bir şekilde kriz öncesi konumuna doğru ilerlerken Euro Bölgesi'nin geleceği hâlâ belirsiz. ABD'de hisse senedi piyasalarının krizden sonraki en yüksek seviyelerine ulaşmasının bir açıklaması da bu (Grafik 4).

Ama daha da önemlisi, Euro Bölgesi'ndeki krizin sona erebilmesi için öncelikle bölgede kriz öncesi büyüme oranlarının yakalanabileceğinin ve bölgede borç yükünün taşınabileceğinin görülmesi gerekiyor. Yani bölge, ve özellikle de sorunlu ülkeler, bir an evvel rekabetçi hale gelerek dünyanın istediği üretimi makul maliyetlerde gerçekleştirebilmek durumundalar. Bunun neredeyse tek çaresi Euro'nun (sadece dolara değil, tüm para birimlerine karşı) bölgedeki üretimi cazip kılacak ölçüde değer kaybetmesi. Halbuki tersine FED ve ECB'nin bu kararları ile Euro güçleniyor. Böylece hem resesyondaki sorunlu ülkeleri daha da boğuyor hem de bölgenin tek ihracat umudu Almanya'nın rekabet gücünü azaltarak bölgeyi ayakta tutmasını zorlaştırıyor.

Piyasalar belki bu kararlar sonrasında Euro Bölgesi'nde iflas sorunu azalıyor diye seviniyorlar ama yakında sorunlu ülkelerin Euro'dan kurtulmadan nefeslerinin iyice kesileceğini pek dikkate almıyorlar. Düştüğüne sevinilen seviyelerde bile İspanya ve İtalya'nın borçlanma maliyetlerindeki artışı karşılayabilecek ödeme güçleri yok. Rajoy da Monti de ellerinde şapka kurtarma fonlarının karşısına çıkmamak için ellerinden ne gelirse yapacaklar ve ECB'nin aksiyonundan ziyade destek taahhüdü ile durumu idare etmeye çalışacaklar. Ama geciktikçe maliyet de iyice büyüyecek. Hadi diyelim ki bir şekilde mecbur kaldılar ve yardım istediler. Zaten

resesyonda olan bu ekonomiler nasıl olup da ECB'nin desteği karşısında Almanya'nın kendilerinden isteyeceği bütçe tasarruflarını yapabilecekler?

Euro satmış ya da borçlanmış olanlar çok da üzülmesinler. Bu köprünün altından daha çok su akacak.



Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)

## Herkes giderken Mersin'e, gidiyoruz tersine...

*Saruhan Özel 2012.09.26*

2002 sonrasındaki yüksek hızlı ve istikrarlı ekonomik büyümeden olumlu etkilenen bütçe dengesi şimdi büyüme yavaşlayınca sıkıntı yaşamaya başladı (Grafik 1). Geçen yılın aynı döneminde 2,1 milyar TL fazla veren bütçe dengesi 8,5 milyar TL açığa döndü.

Bugüne kadar ekonominin belkemiği konumunda kamu borcunun düşmesini sağlayan faiz dışı bütçe fazlası da geçen yılın aynı döneminin 6 milyar TL altında kaldı (Grafik 2).

Sebebi, vergi gelirlerindeki artışın yavaşlaması ama buna rağmen harcamaların buna uyum sağlayıp hız kesmemesi. 2011'in ilk sekiz ayında % 22 artan vergi gelirleri bu yılın aynı döneminde ancak % 8 artabildi. Faiz dışı harcamalar da geçen yılın 5 puan üzerinde % 17 büyüdü.

Gelir tarafındaki görüntü gayet doğal. Eğer bütçe gelirlerinin % 83'ü vergilerden ve vergi gelirlerinin de % 57'si ekonomik aktiviteden alınan KDV ve ÖTV gibi dolaylı vergilerden geliyorsa ekonomik büyümenin yavaşlamasıyla vergi gelirleri de yavaşlayacak demektir. 2011'de % 8,5 büyüyen ekonomi, hızını % 3'lere düşürdüğüne göre sürpriz yok.

Harcamalardaki artışın gelirlere paralel gerileyememesi de gayet normal. Harcamaların yarısı personel ödemeleri, sosyal güvenlik sisteminin finansmanı ve faiz harcamaları. Bunlar kısa vadede kısılamaz. Üstelik kısılamadıkları gibi artıyorlar da. Yılın ilk sekiz ayında bu üç kalemden geçen yılın aynı dönemine göre bütçeye gelen ek yük 20 milyar TL'yi buldu (Grafik 3). Bütçe açığının 8,5 milyar TL olduğu bir dönemde acıyıyor.

Orta Vadeli Program'da verilen sözlere uymakta kararlı gözüken ekonomi yönetimi, bütçe dengesindeki bu bozulmaya karşı çözüm arayışını hemen vergileri artırmakta buldu. Otomotivden gayrimenkule çeşitli sektörlerde vergi oranları artırılarak bütçeye gelir desteği sağlanmaya çalışıyor. Gerçi Merkez Bankası tasarrufun enflasyonist etkisini düşünerek vergi artışları ile değil, harcamaların kısılmasından gelmesini istiyordu. Fiyat etkisi bir kerelik olup enflasyonu geçici yükseltecek de olsa Merkez Bankası'nın itibarını sorgulatma riski var.

### BU ÇÖZÜM DOĞRU DEĞİL

Ekonomi yönetiminin bu hareketini takdir etmek mümkün. Mademki bütçe disiplini bugüne kadarki ekonomik istikrarın belkemiği oldu, o zaman bozulan bütçe dengelerinin kararlı bir şekilde hem de politik maliyeti

olabilecek vergi artışlarıyla tesis edilmeye çalışılması doğru bir hareket olmalı. Ama bana göre bu sefer durum farklı.

Öncelikle son global kriz sonrasında büyümeye sekte vuran bütçe disiplininin istenen sonuçları vermeyeceğini herkes gördü. Bugün AB otoriteleri (ve Almanya) bile kamu borçları ödenemez düzeyde veya ona yakın olan Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İtalya gibi ekonomilerin istikrarlı bir büyüme ortamını görmeden bütçe tasarrufu yapamayacaklarını, yapmaya çalışırlarsa da resesyonun daha da ağırlaşacağını gördüler. O nedenle "Önce yapısal reformlarla büyüme trendine girsinler, sonra da (artan gelirlerle daha kolay ödenecek vergiler sayesinde) tasarruf yapsınlar." deniyor. Yıllarca katı bütçe disiplini ile bilinen İsveç, resesyon beklentisi olmadığı halde 2013'e 3,5 milyar \$'lık bütçe desteği ile girecek. Para politikasını sonuna kadar gevşetmiş olan FED hükümetten ısrarla yıl sonuna kadar süresi olan bütçe teşviklerinin devam ettirilmesini istiyor.

Benzer yönde hareket edenler sadece resesyonla dans eden "gelişmiş" ekonomiler değil. Ekonomileri potansiyelin altında yavaşlayanlar da benzer düşüncedeler. Çin ekonomisinin % 2'sine denk gelen 158 milyar \$'lık altyapı harcaması ile yavaşlayan ekonomisine destek verecek (Türkiye ekonomisi için bu 27 milyar TL'lik bir harcama demek). Brezilya "kur savaşlarının" ekonomisini yavaşlatıcı etkisine karşı reel sektöre Gelir Vergisi indirimlerinden enerji teşviklerine ve 66 milyar \$'lık altyapı harcamalarına kadar kapsamlı bir bütçe desteği veriyor. Güney Kore yeni açıkladığı 5,2 milyar \$'lık "ekonomik aktiviteyi canlandırma programı" ile tüketim harcamalarını ve gayrimenkul alımlarını canlandırmaya ve KOBİ'lere destek vermeye niyetleniyor.

İlginç olan, yukarıda örnekleri verilen ülkelerin çoğunun kamu borç yükünün Türkiye'den daha fazla olması. Çin, Brezilya ve Güney Kore'nin kamu borçlarının ekonomilerine oranlarının ortalaması % 42 iken Türkiye'ninki % 39. "Türkiye'nin bunlardan farklı yüksek cari açığı var, bütçe disiplini bunun panzehiri olarak devam etmeli." diyenler olabilir. Ama bu yıl cari dengedeki yaşanan gelişme, büyümenin olmadığı yerde cari açığın da olmayacağını bir kez daha gösterdi.

Herhalde tüm bu ülkelerin bir bildikleri var. Belki körü körüne bütçe disiplinine inanmıyor ve bütçe politikasının basiretli şekilde kullanıldığı takdirde para politikasından bile daha etkili bir güç olduğunu düşünüyorlar. Belki yapısal bir bütçe sorunu olmadığına bütçedeki özellikle ekonomik yavaşlama kaynaklı geçici bozulmalara karşı önlem almanın doğru olmadığına inanıyorlar. Belki dönemsel bütçe dengesizliğinden ziyade ekonomik büyümenin potansiyelin altına gitmesinin daha büyük sorun olduğunu görüyorlar. Belki tecrübeleri onlara özellikle bu tür dönemsel ekonomik yavaşlama dönemlerinde kamunun konjonktüre paralel (İngilizce tabiriyle pro-cyclical) vergi artırdığı ve/veya harcama kısıntısına gittiği durumda ekonomideki sorunları ağırlaştıracağını ve yarardan çok zarar vereceğini söylüyor. Belki de uzun vadeli yatırımcıların makro resme bakarak yatırım kararı aldıklarını ve ancak helva yapma kapasitesi olan ekonomiye un, şeker desteğinde bulunduklarını, düşük kamu borcunun tek başına ülke riskinin düşük olması için yeterli olmadığı gerçeğini anlamış durumdalar (zaten öyle olsa Türkiye'nin devlet Eurobond'larının getirisi ya da kamu iflas sigorta primleri bu gelişmekte olan ülkelerindekinden düşük olurdu).

Neredesin mali kural?

2 yıl önce buruşturup çöpe atılan mali kural, bugün ekonomi yönetiminin elini rahatlatacaktı. Çünkü o günkü parametreleri ile uygulanacak bir mali kural sayesinde 2012'de 25 milyar TL'lik bir bütçe açığı verme imkânı olacak ve bugünkü vergi artışlarına ihtiyaç kalmayacaktı. Çünkü yine o mali kural sayesinde bu geçici bozulma piyasaların güvenliğini sarsamayacak ve otoriteler piyasaların (ya da kredi derecelendirme şirketlerinin) cezalandırmasından çekinerek önlem alma mecburiyeti hissetmeyecekti. Mali kural sayesinde ekonomi yeniden kendini toparladığında oluşacak fazlaların yine kötü günde kullanılacağına güvenilecekti.

Büyüklerimiz bir musibet bin nasihatten evla diye boşuna söylememişler.



---

Kaynak: [zaman.com.tr](http://zaman.com.tr), [web.archive.org](http://web.archive.org) (arşiv bağlantısı)