

Capital Geniş Açı

İŞ YATIRIM
Katkılarıyla



Üç ayda bir yayınlanır
AĞUSTOS 2013



GLOBAL PİYASALAR VE TÜRKİYE'YE ETKİSİ

İş Yatırım uzmanlığıyla BİST Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası



Piyasalar
yükselirken de
düşerken de...

Siz
kazançlı
çıkabilirsiniz!

ViOP, İş Yatırım'da!

Türkiye'nin lider aracı kurumu İş Yatırım'ın uzmanlığıyla ViOP'ta yerinizi almanın tam zamanı.

İş Yatırım'a gelin, sizi hisseler ve BİST 30 endeksine dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Opsiyonlarla tanıştıralım. Fiyatlar inerken de, çıkarken de kazanabileceğiniz kaldıraçlı bu yeni türev ürünler tam sizin gibi büyük düşünen yatırımcılara göre...

Üstelik aynı anda TradeMaster'da!

İŞ YATIRIM

www.isyatiirim.com.tr

0212 350 24 24

viop@isyatiirim.com.tr

**Trade
Master**



ViOP

TRADEMASTER
İLE ELİNİZİN
ALTINDA

| ARACILIK HİZMETLERİ | YATIRIM DANIŞMANLIĞI | PORTFÖY YÖNETİMİ | KURUMSAL FİNANSMAN | ARAŞTIRMA |

Türkiye İş Bankası kuruluşudur

TÜRKİYE **BANKASI**

Küresel piyasalar son derece sıcak bir dönemden geçiyor. En son ABD Merkez Bankası FED'in açıklamaları ve varlık alımlarını azaltacağına dair duyulan endişeler, piyasaları ciddi biçimde etkiledi. Dünya ekonomisinin baş aktörü ABD'nin her adımı nefesler tutularak izleniyor.

Diğer yanda ise durgunluktan bir türlü çıkamayan Avrupa Birliği, çalkantılı günler yaşayan gelişmekte olan pazarlar ve yatırımcıların gözünde eski cazibesini yitirmeye başlayan Çin var.

Global piyasalarda neler oluyor?

Geniş Açı'nın bu sayısında global piyasalardaki bu son gelişmeleri ve Türkiye'ye etkilerini masaya yatırdık. Kamu, özel sektör ve akademik çevreden uzmanlar, hem küresel hem Türkiye piyasasına dair analizlerini paylaştılar.

Açıkçası gündem son derece yoğunlu.

Değerli konuklarımızın her biri kendi perspektiflerinden önemli katkılarda bulundular. Önce dünya, sonra Türkiye konuşuldu. Beklentiler, endişeler ve riskler paylaşıldı. Uzmanların hepsi volatilitenin altını çizdi. Bu süreçte Türkiye'nin izlemesi gereken yol haritası tartışıldı. Türkiye için ortaya çıkan formül ise sürdürülebilir büyüme ve katma değer yaratmak üzerinde yoğunlaştı.

İlerleyen sayfalarda kısa ve orta vadede küresel piyasalarda yaşanması muhtemel gelişmelere ve Türkiye'yi nasıl günlerin beklediğine dair doyurucu bir içerik bulacaksınız.

İyi okumalar,



Doğan Burda
Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.
Trump Towers, Kule 2, Kat 21-24, 34387 Şişli-İstanbul
Tel 0 212 410 32 28 **Faks** 0 212 410 32 27
capital@doganburda.com

İcra Kurulu Başkanı Mehmet Y. Yılmaz
Yayın Direktörü (Sorumlu) M. Rauf Ateş
Yayın Yönetmeni Sedat Seçkin Büyük
Yazı İşleri Müdürü Ebru Fırat
Haber Müdürü Şeyma Öncel Bayıksel
Görsel Yönetmen A. Bertağ Patır
Editör Yasemin Erdoğan
Sayfa Yapımcısı Doğan Pektaş
Grafik Yaman Tetik
Fotoğraflar Gökhan Çelebi, Hüseyin Öngen
Marka Müdürü Gökçe Aykaç
Ankara Temsilcisi Erdal İpekeşen
Tel: 0 312 207 00 95

Yönetim
Genel Yayın Koordinatörü Yeşim Denizel
Projeler Direktörü (Tüzel Kişi Temsilcisi) Ferit Özkaşıkçı
Satış Direktörü Orhan Taşkın
Finans Direktörü Didem Kurucu
Üretim Direktörü Servet Kavasoğlu

Reklam

Grup Başkanı Viki Habif
Grup Başkan Yardımcısı Nil Erhan Aydemir
Satış Müdürü Filiz Kavak, Seda Uğur Kesici,
Sevil Hoşman, Yonca Gönen
Teknik Müdür Nusret Kırımlıoğlu
Tel: 0 212 336 53 60-(3 hat) **Faks:** 0 212 336 53 90

Kurumsal İletişim Direktörü Neslihan Sadıkoğlu

Rezervasyon

Tel: 0 212 336 53 00-57-59 **Faks:** 0 212 336 53 92-93
Ankara Reklam Bölge Temsilcisi Sezinur Balıkcıoğlu
Tel: 0 312 207 00 72 - 73

Hedef Sayfalar

Tel: 0 212 336 53 70 **Faks:** 0 212 336 53 91
Maya Akar Center, Kat: 7 Büyükdere Cad.
No: 100-102 34394 Esentepe/İSTANBUL

Baskı Uniprint Basım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Hadımköy İstanbul Asfaltı, Ömerli Köyü
Çatalca-İSTANBUL **Tel:** 0 212 798 28 41
Dağıtım Yaysat A.Ş. **Tel:** 0 212 622 22 22

Yayın Türü Yerel, süreli, 3 aylık **FİPP** üyesidir.

© Capital Dergisi Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş. tarafından T.C. yasalarına uygun olarak yayımlanmaktadır. Capital Dergisi'nin isim ve yayın hakkı Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.'ye aittir. Dergide yayımlanan yazı, fotoğraf, harita, illüstrasyon ve konuların her hakkı saklıdır. İzinsiz, kaynak gösterilerek dahi alıntı yapılamaz.

DB Okur Hizmetleri hattı **Tel:** 0212 478 03 00
okurhizmetleri@doganburda.com

DB Abone Hizmetleri hattı
Tel: 0212 478 03 00 **Faks:** 0212 410 35 12-13
abone@doganburda.com
Pazar hariç her gün saat 08.00-20.00 arasında hizmet verilmektedir.

PİYASALARDA

Dünya piyasaları hareketli günler yaşıyor. Küresel büyüme beklentileri düşüyor, ülkeler bazında aşağı yönlü revizyonlar yapılıyor. Gözler ise özellikle ABD ve Avrupa'da. Uzmanlara göre bu hareketlilik önümüzdeki dönem de sürecek. Peki Türkiye bu iklimden nasıl etkilenecek? Üç ayda bir yayınlanan Geniş Açı'nın bu sayısında, işte bu soruya yanıt arandı. Toplantının ana gündem maddesini küresel piyasalardaki son gelişmeler ve Türkiye'ye etkileri oluşturdu.

Moderatörlüğünü İş Yatırım Genel Müdür Yardımcısı Çağlan Mursaloğlu'nun yaptığı toplantıya, kamu ve özel sektörden isimler konuşmacı olarak katıldı. TC Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Turalay Kenç, Sabancı Holding Başekonomisti Barbaros İncei, Bahçeşehir Üniversitesi Uluslararası Finans Bölüm Başkanı Doç. Dr. Deniz Gökçe, ekonomist Güngör Uras, İş Yatırım Araştırma Direktörü Serhat Gürleyen ve İş Yatırım Uluslararası Piyasalar Müdürü Şant Manukyan, geleceğe dönük beklentilerini paylaştı.



NELER OLUYOR?





Sedef Seçkin Büyük Merhabalar. Öncelikle hepiniz hoş geldiniz. Geniş Açılı toplantılarımızı üç ayda bir İş Yatırım'ın desteğiyle organize ediyoruz. Bu toplantılarımızda özel sektörden, kamudan, üniversitelerden katılımcılarımız oluyor. Bugünkü konumuz, son yaşanan gelişmeler ışığında global ekonomi nereye gidiyor ve Türkiye'ye etkileri neler?

Moderasyonu, İş Yatırım Genel Müdür Yardımcısı Çağlan Hanım yapacak. Ben de ona destek vermeye çalışacağım. Teşekkürler.

Çağlan Mursaloğlu Hoş geldiniz değerli konuklar. Yoğun programınıza rağmen bizi kırmayıp toplantımıza katıldığınız için teşekkür ederiz. Bugün yoğun bir gündemimiz var. Dünya ekonomisi ve küresel piyasalarla ilgili bir durum tespiti yapacağız. 2008 kriziyle açığa çıkan küresel ekonomik güç kayması, durgunluktan çıkamayan Avrupa, Çin'den gelen sert iniş işaretleri, FED'in varlık alımlarını azaltacağı endişesiyle dünya piyasalarında yaşanan çalkantı, gelişmekte olan ülkelerden ABD ve Japonya'ya akmaya başlayan küresel sermaye... Tartışacak konu çok. Lafı çok uzatmadan sözü değerli hocam Deniz Gökçe'ye bırakıyorum. Büyük resim böyle. Siz nasıl değerlendiriyorsunuz?

Deniz Gökçe Önce kısa bir giriş yapayım, ondan sonra tartışmaya başlayabiliriz. Benim açımdan en enteresan olan şey şu: Bu krizi çıkartan Amerika -ki en büyük tüketici, en büyük ekonomidir- krizi çıkarttıktan sonra sadece üç çeyrek negatif bir ivmeyle gitti, ondan sonra 15 çeyreklik pozitif bir ivmeyle devam ediyor. Şu anda 2 civarında bir büyümeye angaje olmuş durumda. Bu durum bana çok ilginç geliyor. Amerika'da 11 sene yaşamış birisi olarak, Amerikan üniversitelerinde ders vermiş biri olarak, şöyle düşünüyorum; Amerikalılar pragmatik insanlar. Problemi çok çabuk teşhis

edip çok da çabuk çözüm ürettiler. Paralar basıldı, bütçe açıkları büyüdü, bankalara el kondu, en dramatik şeyler yapıldı ve bitti Amerika'da. Tabii ki eski düzeye çıkmak problem oluyor. Fakat diğer taraftan Avrupa'ya baktığınız zaman, Avrupa'nın probleme girmesi 2011'in ortalarında. Tam o sıralarda Avrupa'nın ciddi şekilde probleme girdiği belli oldu. Avrupa büyük bir kararsızlık içine girdi. Avrupa'nın bu kararsızlığı, hantallığı karşısında ben açıkçası şaşırdım. Onlar daha ilkeli, daha disiplinli davranırlar diye düşünmüştüm. Ama görmediğimiz şöyle bir gerçek var: Bugün Güney Avrupa'da problemlili olan ekonomilerin hepsinin 30'ar, 40'ar yıllık diktatörlük geçmişi var. Salazar 1928-1975'te Portekiz'de, Franco 31-76 İspanya'da, 30-32 sene Mussolini İtalya'da... Diğer tarafta yıllarca Tito deneyimi var. Yunanistan'da iki aile dördüncü kuşağa geliyorlar. Ülkeyi kuşaklardır aileler yönetiyor. Tabii bunlara en kötü örnek Güney Kıbrıs'taki durum. 17 milyar Euro'luk bir ekonomide yüzde 10 cari denge açığı var. 1,7 milyar dolar. Ve 70 milyar Euro batık...

Dolayısıyla Avrupa ve Amerika'nın ikisini de birer para birliği olarak görürsek, en baştan Martin Feldstein'in dediği noktaya geliyoruz. Başlangıçta uyguladıkları gibi "merkezi hükümet olmadan olmaz" demişti. Hakikaten de merkezi hükümet olmadan mümkün değil. Sonuçta hem Avrupa Birliği'nin temelleri sarsıldı hem problemin daha uzun sürmesi gündeme geldi. Daha geçen haftaya kadar Avrupa'da ciddi şekilde "Bu problemler bu sene, gelecek sene çözülmez" deniyordu. Daha yeni açıklandı, sanayi sektöründe PMI verileri artıya döndü. 18 aydır ilk defa oluyor.

Çağlan Mursaloğlu Almanya IFO Güven Endeksi açıklandı. O da iyi geldi. İngiltere tarafındaki büyüme de iyi geldi.

Deniz Gökçe Bu açıdan baktığımız zaman ortada problemi yaratacak bir konu gündeme geldi. Bu aslında ilk başta hemen hemen hiç kimsenin düşünmediği bir şeydi. O da Amerika'daki likiditenin geri çekilmesi konusu. Bu konuda ciddi şekilde, dünya çapında yanlış bir yorum olduğunu düşünüyorum. Sizlerin görüşlerinin ne olduğunu da çok merak ediyorum. FED'in basın açıklamasının özet dökümünü paylaşayım. Özetle şöyle diyor: 85 milyar aylıkları geri çekmesi 2014 ortası ve ondan sonra da esas stok likidite olan 3 trilyon doları çekmesi de 2015 sonuna doğru gelecek. Yani 2014 ilkbaharında 85'leri keseceğini

DENİZ GÖKÇE Bizim bir cari denge sorununuz var. Bunun çözümü için ne lazım? Yüksek katma değerli üretime geçmemiz lazım. Bunun için de teknoloji lazım. Eğitim, insan kaynağı lazım. Tabii bu son derece doğru bir şey. Yani bu reform yapılacak. Ama bu arz yönü. Bir de işin talep yönü var. Talep yönünde iki şey var. Birisi dışarının bize olan talebini artırmak. Biz onun hep devalüasyonla olacağını zannediyoruz. Devalüasyonla yaptığın zaman içeride ne olduğu konusunu düşünmüyoruz. Dışarının talebini nasıl canlandıracağımız konusunda biraz daha dikkatli düşünmemiz lazım.

önceden söylüyor. Ama stok var orada. Stokun toplamı 3,5 trilyon dolara yaklaşmış durumda. 1,9 trilyon doları da bankalarda nakit olarak duruyor. Yani şimdi orada nakit olarak duran, kullanılmayan bir şeyi azalttığınız zaman ne olacak?

Serhat Gürleyen Hem azaltmıyorsunuz. Onun daha büyümesini yavaşlatıyorsunuz.

Deniz Gökçe Tabii ilk 85'leri keserek öyle yapıyor. Ondan sonra da hazine bonolarını satacak.

Sedef Seçkin Büyüç Okuyucularımız için özetlerseniz, FED bu açıklamasında ne dedi, piyasa ne anladı?

Deniz Gökçe Özetle diyor ki, 2014'ten evvel 85'leri kesmem dedi, hemen "keser" diye düşünmeye başladılar. "2015'ten evvel gerideki 3 trilyon dolarlık likidite stokunu azaltmam" dedi. Onu da "hemen azaltmaya başlar" dediler.

Bir de çok önemli bir şey daha var. Likiditeyi elinden çıkarırken, elinde iki türlü menkul kıymet var. Birincisi hazine bonoları, ikincisi ipoteğe dayalı menkul kıymetler. (mortgage-backed securities-MBS). İkincisi konut sektörlerini de ilgilendiriyor. Çünkü neyi satarsa onun faizi uzun vadede yükselecek. Oysa konut faizinin yükselmesini istemiyoruz. Dolayısıyla dedi ki "I will not sell mortgage-backed securities". Yani ipoteğe dayalı menkul kıymetleri satmayacağını söylüyor. Sadece hazine bonolarını satacak. Onların vadeleri daha kısa. Dolayısıyla uzun vadeli etkisi daha az. Zaten yavaş olarak yapacak. Dolayısıyla onu tercih edecek.

Çağlan Mursaloğlu Bu durum, konut sektöründeki canlanmanın işsizliğe de etkisi olduğu için olabilir mi?

Deniz Gökçe Tabii bu da çok önemli. Mesela otomotiv satışları artmış vaziyette ama konut sendeleyerek geliyor. Şimdi bu açıdan baktığımız zaman FED "Ben 2015'ten evvel faizlerin çok yükselmesine yol açmam" diyor. Bu konuşulduğu sırada dördüncü, beşinci ayda 1,5 sene sonrayı konuşuyor oluyoruz...

Çağlan Mursaloğlu Evet ama piyasalar beklentiyi satın aldığı için genelde bu durum büyük bir çalkantıya sebep olabiliyor.

Deniz Gökçe Olmayan bir beklentiyi satın almak gibi bir girişim içindeler. Yani şahsen beni yaralayan şey şuydu: Amerika'daki hedge foncular böyle davranabilir ama biz biraz daha uzağız ve bize daha büyük darbe gelecektir.

Şimdi uzun vadeli faiz 1,6'dan 2,6'nın biraz üstüne çıkmış 2,8'e doğru gidiyor. Hadi orada 3

olur. Ama Türkiye'de o potansiyel etki büyük. Bir de tabii bizim Türkiye'ye ne kadar döviz girdiği, ne kadar çıktığı konusunda bilgimiz yok. O konuda söylenecek bir şey varsa Turalay Bey bize bilgi verebilir. Çünkü o çok önemli. Herkes zannediyor ki devasa şeyler oldu. Şimdi Merkez Bankası'nın bir sunumu var. O sunumun içinde sermaye hareketleri var. 2013'ün başında 30 milyar dolar gibi bir giriş olmuş. Ondan sonra çıkış döneminde de 35 milyar dolar gibi bir çıkış var. Yani bu bütün gelişmiş ülkelerde böyle. Sadece Türkiye'de değil. Avustralya, Hindistan, Brezilya gibi ülkelerde belli bir dönemi aldığınız zaman, örneğin son 3 ayı aldığınızda, Türkiye daha az değer kaybetti. Şimdi bunu da şuna bağlamanız lazım. Ne bekliyoruz biz? Gezi Parkı geriliminin bir etkisi olması lazım. Hem finansal taraftan hem de reel taraftan. Ama henüz bu görünmedi. Bu önemli bir konu. Türkiye'de eğer bu döviz kurları diğer ülkelere göre fazla artmadıysa, demek ki Gezi Parkı geriliminin kura bir etkisi olmadı. Anlatabiliyor muyum? O zaman akla gelen, reel sektörü etkilediğidir. Onu da zaten ağustostan önce göremeyiz çünkü esas haziran ayında gerilim etkileyebilme potansiyeline sahipti. Onlar da aşağı yukarı temmuz sonunda, ağustosta ilerleyecek. Dolayısıyla eğer Gezi Parkı geriliminin bir etkisi varsa, şu andaki rakamlardan bunu görmek mümkün değil.

Serhat Gürleyen Mali piyasalarda bir etkisinin olmadığı kesin.

Deniz Gökçe Kapasite kullanımında da çok büyük bir etkisi yok gördüğüm kadarıyla. Var mı Barbaros Bey? Siz kapasite kullanımlarına bakmışsınızdır...

Barbaros İnceci Yok, hiç yok. Reel sektör güven endeksinin yıllık artış hızında biraz yavaşlama var. Ama kapasite kullanım oranı geçen seneye göre hem mevsimsellikten arındırılmış hem arındırılmamış halinde aynı oranda. 0,7 puan daha yüksek.

Deniz Gökçe Yatırımdaki etki önemli çünkü tüketim zaten oldukça canlıydı. Bir de kamu hem tüketim hem yatırımda hamle yapıyordu, pozitif katkısı vardı. Esas büyük Türkiye'deki ilk çeyrek verilerinde gözükken yatırım negatifti. Son çeyrekte büyümeye katkısı -1 civarındaydı.

Toplantının moderatörlüğünü
İş Yatırım Genel Müdür Yardımcısı
Çağlan Mursaloğlu yaptı.





Büyümeyi bir puan aşağı çekmiş. 3 yerine 2,2.

Barbaros İnceci Eksi 2,1 puan aşağı çekti.

Deniz Gökçe Evet. Dolayısıyla baktığınız zaman yatırım konusu kritik. Şimdi beklentilerin çok bozulması yatırımı önemli şekilde etkiler. O oldu mu, olmadı mı ben bu konuda bir bilgi ortaya koyamıyorum şu anda.

Barbaros İnceci İlk başta tüketici kredileri hızlı gidiyordu, yatırım-şirket kredileri artmıyordu. İkinci çeyrekte şirket kredilerinde hızlanma, canlanma oldu. O yüzden ikinci çeyrekte birinci çeyreğe göre bir kıpırdanma var ama hala negatif olabilir.

Deniz Gökçe Bahçeşehir Üniversitesi'nde tahminci arkadaşlarımız var. Onların ilk çeyrek tahmini 3,8'di, ikinci çeyrek tahminlerini 3'e düşürdüler. Ama bu da ilk 2 ay, çeyreğin ilk iki ayının verileriyle. Ben burada susayım.

Çağlan Mursaloğlu Teşekkürler. TCMB Başkan Yardımcısı Turalay Bey'e soralım. Merkez bankacılığı olarak baktığınızda FED'in açıklamalarını nasıl değerlendiriyorsunuz?

Turalay Kenç Hepinizin bildiği gibi 2008 – 2009 finansal krizinin sonrasında çok zayıf büyüme seviyesinin devam etmesini bekliyorduk. Belki bu beklentilerden biraz daha zayıf bir büyüme var. İşte onu güçlendirmek için gelişmiş ülkelerde sadece para politikaları uygulanabiliyor. Artık, ekonomik büyümeleri hızlandırabilmek için başka politikalar uygulanmıyor. Maliye politikası yok. Yapısal politikalar uygulanmıyor. Fakat para politikasının da bazı maliyetleri ortaya çıktı. Bu maliyetlerden de biri de tekrar finansal risk yaratıyor. İkinci önemli maliyet de piyasaların normal işleyişini etkiliyor. FED'in tahvil alımından, varlık alımından dolayı faizler olması gerekenden daha fazla düştü. Çünkü teminat olarak kullanabileceğiniz bir tahviliniz var ise çok daha düşük faizlerden borç alıp verebiliyorsunuz. FED'in tahvil alım politikasının

en önemli etkilerinden biri de budur. Hem uzun vadeyi düşürüyorsunuz hem tüm faizlerin verim eğrisini düşürebiliyorsunuz. Bu piyasanın işleyişi için önemli bir risk de yarattı. Tabii bunun başka bir riski de bu politikalar geriye çevrildiğinde daha büyük bir risk ortaya çıkacak. Şu anda faizleri nasıl olması gerektiğinden daha fazla düşürüyorsanız, tahvil alımı durdurulduğunda ve tahviller tekrar piyasada satıldığında, bu sefer faizler olması gerekenden daha yüksek olacak.

O konuya daha sonra gireceğim. Para politikasıyla ilgili üçüncü bir risk de biz gelişmekte olan ülkelerde şunu çok iyi biliyoruz: Sermaye hareketleri tedricen geliyor ama çıkarken de aniden çıkıyor. Bu para politikasının sonucu da öyle olacak. Tedricen tahvilleri aldılar. Ama tahvillerden çıkış yetkisi ani olacak. Bizdeki gibi etkili olacak.

Serhat Gürleyen Ani mi çıkacaklar, yoksa piyasanın tepkisi mi ani olacak?

Turalay Kenç Piyasanın tepkisi ani olacak. Ona risk reversal diyorlar. Böyle üç tane risk vardır. Bu 3 riskten dolayı çoğu kişinin yorumu şu: ABD Merkez Bankası FED, bu politikalarında tahmin edilenden, planladığından daha önce çıkma yoluna gitti. Fakat oradaki iletişim biraz farklıydı. Normalde bunu basın bülteninde, o karar bülteninde vermelerini beklerken, FED Başkanı Bernanke, basın açıklamasında söyledi. O konuşmasında da en önemli kelimenin FED yetkilileri tarafından kaçırıldığını düşünüyorum. O da şuydu: Bu politikalardan çıkışın, yani tahvil alımının azaltılmasının ya da durdurulmasının 'tamamen şartlara bağlı olduğu' kelimesi maalesef kaçırıldı.

Serhat Gürleyen Kendi dillerinde 'lost in translation' oldu.

Turalay Kenç Dolayısıyla FED'in bu açıklamalarının piyasalara çok büyük bir etkisi oldu.

Sedef Seçkin Büyük Yani FED'in bu açıklaması, piyasalarda "FED parasal gelişlemede yavaşlama ve sonra da arkasından buna son vermeye gitti" şeklinde algılanmıştı. Piyasaların bu algısı hatalı mı, eksik mi?

Turalay Kenç Piyasaların algısındaki hata zamanlamayla ilgili. Sonuçta herkes biliyor ki bu politikalardan günün birinde çıkılacak. Tahvil alımı durdurulacak. Önce azaltılacak, daha sonra durdurulacak.

Bir tek noktada belirsizlik vardı, onu da FED düzeltti. Biraz evvel saydığım o ikinci riskten dolayı aldığı varlıkları ve tahvilleri ifta sonuna kadar elde tutmaya karar verdi. Bu çok önemli

SERHAT GÜRLEYEN FED olayları çıktıktan sonra biz 6 bankayı ziyaret ettik ve hepsine, "Bu ortamda dışarıdan kaynak bulmakta bir endişeniz var mı? Şirketlere kredi vermekte, risk almakta, planlarınızda bir değişiklik yaptınız mı?" diye sorduk. Hepsisi, "Biz rahatlıkla piyasadan borç buluruz" dedi. Türk bankalarının maliyetlerinde ciddi bir artış söz konusu değil. Eğer Avrupa'daki bankacılık sisteminde, sistemin büyüklüğünde bir daralma olmayacaksa... Ki bu durgunluktaki Avrupa böyle bir şey şu anda yapamaz.

bir şey. Yani bundan FED'in alacağı kararların piyasaya etkisi sadece akım kanalıyla olacak. Stok kanalıyla bir etkisi olmayacak.

Şant Manukyan Aldıkları da uzun vadeye bağlı. Yani bilanço 3 trilyonda tutacak anlamında mı söylüyorsunuz? Uzunca bir süre tutacaklar ama vadeye kadar tutacaklarını zannetmiyorum.

Turalay Kenç Öyle bir durum var. Çünkü biraz evvel söylediğim gibi öbür türlü stok etkisi çok büyük olur. Tahvil piyasası yönündeki, faizlerin üzerindeki etkisi çok büyük olur.

Serhat Gürleyen Bu durumda itfası geldikçe, hazine birinci piyasadan borçlandıkça, FED'in yaptıklarının biraz daha uzun vadeye yayılan bir faiz etkisi olacak. Yani faizler üzerinde böyle bir etkisi olacak. Piyasanın algıladığının dışında, gerçek arz-talepten bahsediyorum.

Deniz Gökçe Üzerine bir de İngiliz Merkez Bankası ile Avrupa Merkez Bankası'na bakın. İngilizler bir-iki hafta evvel "Faizler artmayacak" dedi. Avrupa Merkez Bankası Başkanı Draghi de "2015'te faizler bundan daha düşük olabilir" açıklaması yaptı.

Serhat Gürleyen FED'den böyle bir açıklama gelince mecbur kaldılar...

Turalay Kenç FED'den böyle bir açıklama gelince olumsuz etkileri gidermek için hem İngiliz Merkez Bankası hem Avrupa Merkez Bankası borçları azaltabilmek için böyle bir politikaya girdiler, açıklama yaptılar.

Fakat görebildiğimiz kadarıyla şu konuda piyasa net: İngiltere, Avrupa ve ABD'de dahil, faizlerin 2015'e kadar şu anki seviyelerinde kalacağı konusunda bir netlik var. Bu konuda net olmak gerekir.

Çağlan Mursaloğlu Canlanma daha erken gelirse, daha önceden bir adım atabilirler mi sizce? Orada nasıl bir risk var?

Turalay Kenç Şimdi bu politikaların en büyük riski enflasyon riskiydi. Zaman içerisinde şunu gördük, enflasyon riski yok, tam tersine deflasyon riski var. Böyle bir risk ortaya çıkınca merkez bankaları çok rahatladı. Şu anda belki altın piyasasındaki hareketleri, başka piyasalardaki hareketleri de böyle bir riskle yorumlayabiliriz.

Bu rahatlama sayesinde zaten belli politikaları alma yoluna gittiler diye düşünüyorum. Halen ekonominin zayıf ilerlediğini, deflasyon riskinin de buna işaret ettiğini düşünürsek, 2015'ten önce toparlamaları biraz zor gibi görünüyor.

Çağlan Mursaloğlu FED'in yol açtığı bu sıkılaştırma, 2015'ten sonra Türkiye'yi nasıl etkileyecek? Türkiye, sizce gelişen bir piyasa olarak 2015'e nasıl hazırlanmalı?

Çünkü sonuçta baktığınızda küresel bir güç kayması söz konusu. Bu krizden sonra onu hepimiz gördük. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında hassas bir denge oldu. FED'in açıklamalarından sonra gelişmekte olan piyasaların direkt para birimleri ve faiz oranlarını vurdu. Bundan sonra gerek TCMB politikaları olarak, gerek Türkiye özelinde nasıl bir yol izlemeliyiz ki bu risklerden daha az etkilenelim?

Turalay Kenç Biraz önce söylediğim gibi iki şeyi birbirinden ayıralım. Bir tanesi konvansiyonel olmayan para politikasıyla likidite yaratımı, öteki de faizlerin düşük tutulması. "Bir tanesini sonlandırabiliriz, azaltabiliriz" diyorlar ama öbürü halen 2015'e kadar devam edecek. 2015'ten sonra daha ne kadar sürer onu bilmiyorum.

Böyle durumlarda faizlerde nasıl bir noktaya gelindiğine dair bir örnek veririm, bunlardan biri 1929 Buhranı'dır. Bu dönemde ne görüyoruz? 40'lı yılların sonlarına kadar faizlerin çok düşük seviyelerde olduğunu görüyoruz. İkincisi, benzer şekilde Japonya olayı var. Orada da aynı şekilde, 1991'deki krizden sonra tedbir olarak faizleri düşürüyorlar. Baştan çok cimri davranıyorlar ama sonra farklı. Tabii çok farklı bir finansal kriz ama 91'den beri Japonya'da faizler çok düşük düzeylerde. Bu o kadar kolay çözülebilecek bir problem değil. Benzer şeyleri Avrupa için de söyleyebiliriz. Orada da uzun yıllar faizleri düşük tuttular.

Faizleri bir tarafa bıraktığımız zaman mukayese etmemiz gereken şey ilk önce reel ekonomidir. Büyüme farklılıklarımız var. Türkiye olarak büyüme oranımızın ABD'nin, Avrupa'nın ve diğer gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarından daha farklı olması, bizi cazip ülke konumuna getiriyor.

Faiz farklılıkları şu an olduğu gibi gelecekte de olacaktır. Bizdeki faizler Amerika'daki ve diğer gelişmiş ülkelerdeki faizlere göre daha yüksek. Dolayısıyla hem reel ekonomi olarak daha iyi durumdayız hem de finansal sektör olarak daha yüksek faizler verebilecek konumdayız. Dolayısıyla Türkiye olarak cazibemizi koruyacağız.

Tamam, piyasalar zaman zaman duygusal davranıyor, böyle bir episod gördük. FED'in açıklamalarından sonra böyle oldu. Piyasalar özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik

GÜNGÖR URAS



şekilde çok negatifti. Ama temeline baktığımızda negatif olmalarını gerektiren hiçbir şey yok. Faiz farklılıkları orada duracak. Düşük faizler gelişmiş ülkelerde duracakken, çok rahat bir şekilde gelişmekte olan ülkelere sermaye akımının süreceğini söyleyebileceğiz. Ama zaman zaman portföyler yeniden gözden geçiriliyor, zaman zaman ters hareketler olabiliyor. Daha uzun vadeli bir perspektifle bakabilirsek, gelişmekte olan ülkelerin sermaye çekeceğini çok rahat bir şekilde söyleyebiliriz.

Tabii bu arada büyük bir volatilité

(değişkenlik-oyunaklık) var. Volatile olan dönemlerden geçeceğiz. O zaman da çok iyi bir para politikası uygulamak gerekiyor. Biz buna benzer dönemlerden geçtik. O dönemlerde çok esnek bir para politikası izledik. Bu esnek para politikası sayesinde de özellikle de döviz kuru piyasasındaki volatilitéyi azaltmakta çok başarılı olduk. Bu çok önemli çünkü döviz kuru Türkiye için önemli bir değişken. Dış ticaretimizin belirleyicisi döviz kuru olduğu için, oradaki değişkenliği önlemek ekonominin sağlıklı işlemesi için gereklidir. Biz onu para



politikasıyla, esnek para politikasıyla başladık. Esnek para politikasından kastım da çok aktif bir likidite politikası izliyoruz. Faiz koridorunu uygulayan, birkaç sayılı merkez bankasından biriyiz. O faiz koridorunu zaman zaman daraltmak, zaman zaman genişletmek volatilitéyle mücadelede en önemli silahımız oluyor.

Çağlan Mursaloğlu Çok teşekkürler. Şimdi Güngör Uras ile devam edelim. Güngör Bey, sizin yorumlarınız nedir? Dünyaya baktığınızda nasıl bir resim var?

Güngör Uras Ben finansçı değilim. Ben reel ekonomiden bahsedebilirim. Müsaade ederseniz Ayşe Teyze ağzıyla konuşmayı aktaralım. Bana göre dünyadaki gelişmelerin bir kısa vadeli yönü var, bir de uzun vadeli yönü. Kısa vadeli yönünü toplantının başından beri konuşuyoruz. Amerika'nın likiditeyi önce artırması, daha sonra da likiditeyi kısıma olasılığı. Şimdi ABD, Deniz Bey'in de belirttiği gibi önce krize girdi. Sonra çıktı veya çıkmak üzere. Ama likidite sorunu bütün dünyayı ilgilendiriyor. Bana göre Amerika'nın likidite sorununun ötesinde, bizim üzerinde durmamız gereken asıl konu, bundan sonra dünyadaki bu likidite oynaklığından sonra, dünyadaki reel piyasalar ne olacak? Bizi en fazla o ilgilendiriyor. Çünkü ben sanıyorum ki Amerika çıksa bile piyasada önemli miktarda para kalacak. Avrupa'da da bir miktar para kalacak. Bundan sonra Amerika bir şey koymasa bile piyasalara Asya ülkelerinden para gelecek. Yani ben öyle bir bekleyiş içindeyim. Sonuçta Çin'den gelecek, Malezya'dan gelecek,

Singapur'dan gelecek. Para piyasaları mutlaka takviye olacak, yani para piyasaları kurumayacak. Kurumayacak hatta akmaya devam edecek.

Şimdi bu çerçevede bakınca birkaç önemli nokta var. Bir, acaba dünyadaki reel ekonomi ne olacak? İki, Türkiye'deki reel ekonomi ne olacak?

Bana göre dünyadaki reel ekonomi yönünde şöyle bir gidiş var. ABD kendi başına bir yerlere doğru gidiyor. Asya ülkeleri de kendi başlarına bir yerlere gidiyor. Ortada kalan ve önümüzdeki dönemde dünyadaki reel ekonomiyi en fazla etkileyecek olan Avrupa ekonomisi diye düşünüyorum. Çünkü Avrupa ekonomisinin bir özelliği var. Avrupa ekonomisi, bizim 1960'lardan beri AET (Avrupa Ekonomik Topluluğu) dediğimiz Avrupa'daki güçlü ülkeler. Bunların arasında en başta Almanya geliyor. İşte Almanya, Fransa, Belçika, Benelüks ülkeleri, Hollanda ve İtalya dışı gidiyor. Onlar önce nereyi hedef aldılar? Kendi içlerinde, yani Avrupa pazarında büyümeyi hedef aldılar. Avrupa pazarındaki entegrasyonu ve büyümeyi hedef aldılar. Avrupa Birliği, Avrupa Ekonomik Topluluğu bir süre sonra Avrupa Birliği'ne dönüştü. Önce birbirleriyle ticaret ilişkileri kurdular, birbirleriyle ticaret ederek büyümeyi hedeflediler. Sonra sadece birbirleri yetmedi. "Etrafımızda dolaşan fakir ülkeleri buna katalım" dediler ve Avrupa Birliği oldu size AB27... Tabii fakir ülkeleri aralarına kattılar ama fakir ülkelerin alacak paraları yok ki. O zaman ne yaptılar? Fakir ülkeleri kendilerine borçlandırarak onlara mal satarak büyümenin yolunu buldular.

Şimdi bana göre uzun vadeli esas reel sorun burada. Şimdi artık Almanya başta olmak üzere Avrupa'da ihracata dayalı büyüme tıkanı. Halbuki ihracata dayalı bir büyüme olmadan ne Almanya'nın ne Fransa'nın ne İtalya'nın ne Hollanda'nın ne de Benelüks ülkelerinin büyümesine imkân yok. Ama bu yol tılandı. Bunu nasıl açacaklar? Bunu bu ülkelerin ekonomilerinin "İşte borçlarınızı ödeyin. Biz size tekrar borç verelim" şeklinde çözmelerine imkân yok.

Bana göre burada bir çıkış yolu olarak Merkel'in önderliğinde ABD'yle Serbest Ticaret Anlaşması formülü var. Bence bu, Avrupa'nın reel sektörde yeni bir çıkış yolu arayışıdır. Avrupa ülkeleri ancak bu anlaşmayla mevcut ihracat düzenlerini yahut üretimlerini sürdürebilirler.

BARBAROS İNECİ Tasarruf konusu çok önemli. Ama biz de tasarruf dediğimizde hep "vatandaş tasarruf etsin" diye algılanıyor. Oysa tasarrufta 3 taraf var. Kamu, vatandaş ve bir de şirketler. Şirketlerin tasarrufu zaten karları oluyor. Dağıtmadıkları temettü... Dağıtmayacaklar, yatırım yapacaklar. Bu da karlılıkla, rekabet gücüyle ilgili bir şey. Yüksek kar edeceksin, rekabet gücün yüksek olacak ve onu tekrar yatırıma döndürecek. Yani Çin niye cari açık vermiyordu da fazla veriyordu bugüne kadar? Çünkü rekabetçi.

İkinci taraf ise kamu. Her halükarda bu mali disiplini devam ettirmeli, belki biraz güçlendirmeliyiz. Şirketler ayağında ise, yapısal bazda, mikro bazda şirketlerin karlılığını artırmaya dönük çalışmalar hayata geçirmeliyiz. Burada rekabet gücünü artırıcı işler yapılmalı. Kur tabii ki biraz etkilidir ama her şeyi kurla çöremezsiniz.

Türkiye'ye gelirse biz önümüzdeki dönemdeki en büyük sorunumuz para bulamamak olmayacak. Bizim en büyük sorunumuz, ihracatımızı satacak ülke bulamamamız ve bu nedenle de büyümemizin yavaşlaması olasılığı olacak. Büyümenin yavaşlamasının olumsuz etkileri de örneğin fon akımlarının Türkiye'ye gelmesini engellemesidir. Bunlar da paranın yükselmesini sağlayabilir.

Benim asıl anlatmak istediğim, üzerinde ciddiyetle durmamız gereken bazı şeyler var. Örneğin biraz önce Deniz Bey Kıbrıs Rum Kesimi'nden söz etti. Son günlerde gazetelerde görüyoruz. Avrupa'da yeni bir şey var. Nedir? Dış borcun, milli gelire oranına bakılarak bu ülkeler iyi durumda, kötü durumda diye saptamalar yapılıyor. Fakat dikkat ederseniz Kıbrıs Rum Kesimi'nin dış borcunun, milli gelirine oranı, Almanya'dakinden daha düşük. Ama Kıbrıs Rum Kesimi krizde... Demek ki artık ölçüleri de değiştirmemiz lâzım. Artık Avrupa'daki gösterge dış borç göstergesi değil, ülkelerin cari açık göstergesi olmalı. Cari açıkların milli gelire oranı yahut da dış ticaret açıklarının büyüklüğü gösterge olarak ele alınmalı. Çünkü önümüzdeki dönemde artık borçlar sabit. Nasıl olsa döndürülecek... Ama önümüzdeki dönemde eğer cari fazla veren Almanya gibi ülkelerin cari açıkları küçülür, cari açık verenlerinki ise büyümeye devam ederse, esas Avrupa krizi işte o zaman devam edecek demektir.

Serhat Gürleyen Yani belki dış borç olarak değil, toplam borç üzerinden gitmek lâzım.

Güngör Uras Tekrar ediyorum. Asıl önemli olan borç değil cari açık meselesidir. Çünkü onların tıkanmalarına borçlar değil cari açık yol açıyor.

Çağlan Mursaloğlu Ben bir şey sormak istiyorum. STA'lar (serbest ticaret anlaşmaları) aslında çok iyi bir konu. Değindiğiniz için çok sevindim. Türkiye Gümrük Birliği kapsamında acaba bunun bir parçası olmayı başarabilecek mi?

Güngör Uras Benim o konuda hiç ümidim yok. Bugün çok iyimser bir tablo çiziliyor. "TİM anlaşma yapmış, biz de Avrupa'yla müzakerelere hemen başlayacakmışız" diye açıklamalar duyuyorum. Fazla iyimser bir hava var.

Ama gerçekçi olalım. Bizi o masaya oturtmazlar. Türkiye de Avrupa Birliği'yle beraber masaya oturacak diye bir iyimserliğe girmeyelim. Ama tabii çok umutsuz da olmamak lazım, bu işi takip etmek lâzım. Kazanamayız

diye de ümidi kesmemek lâzım.

Çağlan Mursaloğlu Peki, sözü şimdi Sabancı Holding Başekonomisti Barbaros İnci Bey'e vermek istiyorum. Önce dünyadaki son gelişmelerle ilgili görüşlerinizi alalım. Daha sonra da Türkiye'ye geçelim lütfen.

Barbaros İnci Teşekkürler. Benim dünyayla ilgili görüşüm kısaca şöyle: 2008'de dünyada yaşanan sorunların arkasından gerçekçi bir çözüm bulunamadı ve bugün geldiğimiz noktada hatalar tekrarlandı. 2008 krizine giderken aslında o konu bir-iki senenin meselesi değil, son 20 yılın meselesidir.

Orta Avrupa'nın ve Asya'nın özellikle Çin'in, dünya ticaretine, dünya ekonomisine entegrasyonudur. Bu ekonomilerdeki ucuz işçilikle dışarıda kolaylıkla teknolojiye ulaşılabilir hale gelmeleri sonucu bu ülkelerde üretim yapmak çok cazip hale geldi. Yani o zaman hatırlarsanız çok konuşuyorduk, yeni bir lokasyon oluyor, üretim oraya kayıyor diye. İşte o ülkeler açıkçası bir rekabet gücü kazandılar. Büyük bir fırsat yakaladılar. Böylece daha önce neredeyse hiç rakipsiz olan ABD, Avrupa ve Japonya, birden bire karşılarında bir rakip buldular. En azından buradaki üreticiler de oralara gitti. Sonuçta bunun belli sebepleri vardı. Oradan daha ucuz ithalat yapılmaya başlandı. Tabii üretim buraya kayınca bununla beraber gelir de oraya kaydı. Gelirin kayması ve bir iş gücü fazlasının oluşması hatırlarsanız ücretlerin de düşmesine neden oldu. En azından ücretlerin artış hızı düştü. Yani "İşimde kalayım da zam almayayım" bakışı doğdu. Sendikalaşma gibi konular hep azaldı. Dikkat ederseniz ciddi yapısal değişimler oldu. Öyle bir şey oldu ki, hem üretim kaydığı hem ücretler azaldığı için bir yerde talep düşüyor. Öbür tarafta da içeriye ucuz mal pompalanıyor. Gelişmekte olan ekonomilerden gelişmiş ekonomilere doğru...

Bir de gözden kaçırılmamız lâzım son 20 yıl, 2008'den önce hatta bugünlere kadar dünyada bir BT, teknoloji devrimi oldu.

Çağlan Mursaloğlu O zaman sadece Çin değil, Hindistan'ı da işin içine katmak lâzım.

Barbaros İnci Herkesi katmak lazım. Mesela Avrupa için Orta Avrupa'yı da Doğu Avrupa'yı da katabiliriz. Hepsine birden "gelişmekte olan ekonomiler" diyelim. Biz de artık internete daha kolay ulaşabiliyoruz, veri alabiliyoruz, teknolojiyi daha kolay elde edebiliyoruz. Böyle olunca, dünyanın bir tarafında arz fazlası, öteki tarafında ise talep yetersizliği doğdu. Deflasyon baskısı oluştu.

TURALAY KENÇ



Yani bugün deflasyon riski vardır dediğimiz şey aslında bu. Bu noktada da ABD Merkez Bankası (FED) Başkanı Alan Greenspan, böyle bir para politikası izledi. “Para politikasını genişleteyim, aktifler değerlendirilsin, ondan sonra talep varlık değerlendirilmesinden gelsin, borçlanıp harcasınlar” diye planlandı. Borçlanarak... Kredi borçlanarak...

Bugün büyük bir borç yığılması olduysa bunun nedeni budur. Yapısalıdır. Bu bir büyüme, bir rekabet sorunudur. Bunu da çok uzun süre sürdürebildiler. Ama burada çok ince bir nokta var ve ilerideki dönemlerde çok etkili olacak. Dünyada enflasyon baskı altındaydı. Yani parayı gevşek tutuyorsunuz, diyorsunuz ki enflasyon çıkana kadar ben bunu uygulayım. Ama enflasyon çıkmıyor. Neden? Birincisi, 10 liralık malı Çin 1 liraya üretiyor. İkincisi, bilgisayar teknolojisindeki gelişmeyle verimlilik artıyor, insana dayalı iş gücünü ihtiyaç azalıyor. Bu da verimliliği artırıyor. Ve doğal olarak fiyatları aşağı çekiyor.

Bu süreçte üretimi artıran politikalar izlendi. Hatırlayın, bütçeler de hep yatırımın teşviki

gündeme geldi. Piyasalar deregüle oldu. (kısıtlayıcı şartların ortadan kalkması). İç rekabet arttı. Dışarıda rekabet arttı, gümrük vergileri azaldı. Bunların hepsi fiyatları aşağıya çekti. Şimdi tabii bunlar ileride olacak mı, enflasyon, deflasyon olacak mı? Onlar çok önemli.

Çağlan Mursaloğlu Emtiaları bunun neresine oturtabiliriz?

Barbaros İnceci Zaten talebi krediyle şişirdiğiniz zaman, hatırlayın bir müddet sonra önce emtialar artmıştı. Özellikle petrol fiyatları spekülasyon olarak artmıştı. Çin parasını pack etmişti. Bunu unutmamak lazım. Hem petrol üreticisi ekonomiler, hem Çin ve Asya paralarını implicitly olarak (üstü kapalı olarak) ABD dolarına yapmıştı. Amerika kendi parasını genişletince bu ekonomiler de paralarını genişlettiler. Ve ekonomideki bu bolluk, bu para bolluğu bu yüzden oldu ve tabii bu durum emtia fiyatlarını da yükseltti.

Ve neticede bir noktaya gelindiğinde 2008’de faizler yükselmeye başladı, enflasyon hızlandı ve bu kriz çıktı. O arada ince bir nokta var. O kadar çok risk alındı ki...

ŞANT MANUKYAN Avrupa’da şöyle bir problem var. Amerikan Merkez Bankası FED, rezerv yaratırken gidiyor federal bono alıyor. Avrupa’da da eğer zamanında bunu yapmış olsalardı, yani ortak bir Euro Tahvil olsaydı, rezerv yaratırken bunu alıp satarlardı. Avrupa Merkez Bankası da (ECB) Yunanistan batacak veya Güney Kıbrıs batacak diye bu kadar hırpalanmazdı. Bunu yapmadıkları sürece ben her zaman Avrupa’da bir problem olacağını düşünüyorum. Avrupa’da bence Almanya’nın bu şişkin halinin biraz aşağı gelmesi lazım. Diğer ülkelerin rahatlayabilmesi için böyle olması gerekiyor.



Neden? Çünkü para bol olunca varlıklar değerlendi ve giderek daha riskliye gidildi. Daha riskliye, daha riskliye... Sonuçta insanlar küçük bir sermaye koyarak, küçük bir risk primi koyarak, büyük bir risk alıyorlardı, büyük yatırımlara giriyorlardı. Hatırlıyorum, emerging market'lerin toplam risk primi için "all time low" (tüm zamanların en düşüğü) deniyordu. Credit Swiss'in bir tablosu vardı ve onu takip ederdim. Orada küçük bir risk primi karşılanamadığı anda bir çok bankanın sermayesi gitti.

Şimdi geldik 2008 sonrasına. Ne oldu? Bu kriz sonrasında bilhassa Amerika'da birkaç şey yapıldı. Avrupa'da pek bir şey yapılmadı. Ne yapıldı? "Önce özel sektör borçlanmıyor, harcamıyor. Ne yapalım? Kamu sektörü borçlansın" dediler.

Ama kamu sektörü küçük, özel sektör büyük. Kamu sektörü o kadar çok borçlanmalı ki bunu kapsasın. Bunun üzerine ekonominin daralması, artı bankaların zararları dediğiniz zaman iki yılda hemen her yerde borçlar tırmandı. Bütçe açıkları anormal seviyelere geldi. Şimdi böyle bir politikayı kamuya uygulayamıyorsunuz. Ne yapacaksınız? Özel sektörü borçlandıracaksınız. Yine aynı parasal genişleme ve varlıkların yükselmesi.

Şimdi bir kere bunun sonrasını konuşmak bile bu sizce doğru mu? Bu tamamen yanlış bir politika. Çünkü borç sorununu borçla çözemezsiniz. Borç sorununu borcu artırarak çözemezsiniz. Fakat öyle de bir sorun var ki ekonomiler son 20 yılda bizim daha önce gözle görmediğimiz bir döneme girdi. Bizlerin meslek hayatı büyüme üzerine kuruldu. Biz büyüme dışında başka bir şey görmedik. Şimdi öyle tahmin ediyorum ki yeni bir döneme girdik. Oysa bizim geçmişteki bütün hayatımız büyüme üzerineydi. O büyüdüğü zamanki yıllarda aslında olması gerekenden fazla büyüdüler, borçlanarak büyüdüler. Kapasiteler büyütüldü. Diyelim ki o dönemde aslında Amerika'nın 1,5-2 büyümesi gerekiyordu, biraz daha büyüdü. 2,5 büyüdü. 1 veya 1,25 puan daha fazla büyüdü. Şimdi o borçlanmayı kestiğin anda o 1,25 küt diye aniden gidiyor, büyüme tekrar 1,5-2 düşüyor. Bunu yukarıya çekmesi için başka bir yol bulması lazım. Ama gelir artmıyor. Kamuyu artıramıyorsun, o zaman ne yapacaksın? Özel sektör borçlansın. Özel sektörü borçlandırdığın zaman da yine aynı hatayı yapıyorsun, bir yere gitmiyorsun.

Yani çünkü hayatta görülmüştür ki stok ekonomiyeye, reel sektöre girmedığı için, yani

krediye dönüşmediği için sorun yok. Ama stok, ekonomide krediye dönüşürse bu stok tur atacak. Tur atmaya başladığı zaman müthiş bir stok var. Yani "monetary base" (rezerve para).

Serhat Gürleyen O zaman çekilmesi gerekecek.

Barbaros İncei Kesinlikle çekilmesi gerekir. Kaçınılmaz bir şekilde. Monetary base'i çekmezseniz, küçültmezseniz önce çarpan, sonra GDP'ye (gayrisafi yurtiçi hasıla) dönüşümü, kullanılan kredinin türüne göre müthiş bir enflasyonist etki yaratır. Kaçınılmaz olarak. Daha önce enflasyon yoktu çünkü bu stok krediye dönüşmüyordu. Nerede enflasyon yaratıyordu? Asset pazarında.

Bakın bir ilginç nokta da şu: Enflasyonun olma riskinin yüksekliğinin nedeni daha var. O da da relocation etkisi. Yani Çin 10 liralık malı 1 liraya üretti ama şimdi 50 cent'e üretmiyor. Orada da ücretler artıyor. Orada da fiyatlar artıyor.

Eskiden bütçede üretimi artırmaya teşvik ediyordun. Şimdi bütçelere baktığımızda herkes talebi artırmaya çalışıyor. Tüm politikalar aslında enflasyonist olmaya dönük. Enflasyon olması isteniyor. Tüm bu çabalar deflasyon olmaması için. Çünkü yüksek borçlu bir ekonomide eğer deflasyon olursa, Japonya örneği çok güzel şekilde karşımızda duruyor. Yani aslında bütün bu olaylar bundan oluyor.

Bence kısa vadede önümüzde birkaç seçenek var. A) Tüketici Amerika'da gerçekten borçlanmaya başlıyor. B) Büyüme hızlanıyor. Parayı gerçekten çekmek zorundasınız. Faizleri yükseltmek zorundasınız. Zamanlamasını tahmin edemeyiz. Ama bunu yapmak zorundasınız. Faizi yükselttiğiniz zaman büyüme nereden geliyor? Otomotiv ve konut. İlk başta bunlar lokomotifler. Hemen etkilenirler. Ama faizin çok yükselmemesi lâzım. Diyelim ki yükseltmediniz... Siz yükseltmeseniz de, parayı çekmeseniz de ekonomi yine enflasyon üretir. İster istemez üretir.

Örneğin bu çalkantıdan evvel 10 yıllık tahvil faizi 1,95'ti. 2,50 oldu, neden? Çünkü adam diyor ki, "Ya arkadaş bu ekonomi şu anda kaç büyüyor? 1,5-2. Faizi de var 3,1. O 3,1 olacak 4,5-5. Niye? Çünkü büyüme 2,5-3 olacak. Enflasyon da birazcık daha yüksek olacak. Oldu sana 4,5-5. Şimdi 1,9'u 4,5-5'e bölersen, eskiye göre daha gevşek para olur. Bu olmaz, bu ister istemez bir nominal bir büyümeyle ekonominin nominal faizinde bir korelasyonun olacak. Bu yükselecek. Yükseldiği zaman da ister istemez

yine o asset fiyatlarını etkileyecek.

Deniz Bey'in en başta FED'in açıklamasıyla ilgili sorusuna gelmek istiyorum. Bence şöyle oldu.

A) FED muhtemelen hata yaptı. Hata yaptı derken şunu görmedi. Faizlerin bu kadar hızlı yükseleceğini veya borsaların böyle düşeceğini tahmin etmedi. Hemen yumuşattı.

B) Fazla risk alınmasını sözlü olarak engelleyecek bir adım attı. Yani böyle konuşarak daha da yukarıya gitmeyi engelledi diyebiliriz.

Ama bence ekonominin büyümesini devam ettirmek için elden geldiğinde faizlerin çok yükselmemesine çalışacaklar. Faizlerin yükselmemesini ve aşırı risk alınmamasını sağlayacaklar.

Eğer diyelim ki bıraktı, "Ben dokunmuyorum" dedi. O zaman ne olur? Öyle derse yani stoku tutarsa enflasyon olur. Eğer gevşek tutarsa ekonomi aşırı güçlenir. Biraz önce söylediğim gibi monetary base tur atmaya başlar, ekonomi aşırı güçlenir. Enflasyonist riski çok olur. Birinci seçenek bu.

İkincisi de biz yanılıyoruzdur. Amerika tahmin edildiği gibi genişlemez, gevşemez, zayıf kalır. Bunun üzerine biz biraz rahatlarız. O zaman FED ne yapar? "Biraz daha tuttum" der ve para basmaya devam eder. Şimdi bu da ilginç bir nokta. Ekonomi zayıf, büyüme beklentisiyle varlıklar yükseldi, hatta eski seviyeleri geçti. Ama diyelim ki büyüme gerçekleşmedi. Siz bir daha parayı basmaya devam ediyorsunuz ve bu gap'i biraz daha büyütüyorsunuz. İşte bu balon olur işte. Ve her balon bir gün patlar. Ama FED bu riske girmez. Gevşek para politikası izlerse enflasyon yaratabilir. Zamanlaması önemli değil, eninde sonunda yavaşlatacak. Bu 2015 olur, 2014'ün ortasında olur. Fark etmez. Ama mutlaka yavaşlatacak.

Diyelim ki başarısız oldu, ekonomi canlanmadı, krediler artmıyor. Böyle bir olasılık var mı? O da var. Bazı makaleler okuyoruz, bunu savunanlar da var. Böyle bir şey olduğunda da parasal genişlemenin bir süre etkisi olur ama fazla da olmaz. Çünkü orda da limite gelindi.

Tüm bunlar kısa vadeli olabileceklerle ilişkin görüşlerim. Bir de ileride uzun vadeli konuşabiliriz. Şimdilik sözümü burada bitireyim.

Turalay Kenç Konu enflasyon olunca merkez bankalarının oradaki rolüyle ilgili birkaç şey söylemek istiyorum.

2008 krizinden sonra büyüme çok zayıftı,

büyük çıktı açığı vardı. Deflasyon bekliyorsunuz ama yok. Şunu gördük ki çok az ülkede enflasyon negatif rakamlara düştü. Bunun üzerine biraz araştırdılar. Acaba nedir sebebi, neden bu sefer olmuyor, enflasyon neden negatif rakamları görmedi diye? IMF'nin ve bazı akademisyenlerin çalışmaları oldu. Şunun vurgusu yapılmaya başlandı. Merkez bankalarının kredibilitesi, daha evvelki yıllarda edindikleri kazanımlar, yakalanan kredibilite, enflasyon rakamı konusunda beklentileri yönetti. Enflasyonun o noktalarda oluşmasını sağladı. Bu çok önemli bir nokta. Merkez bankalarının geçmişte aldığı başarılar onların kredibilitesini artırdı ve deflasyonu önleyici bir faktör olarak rol oynadı.

IMF'nin şöyle bir görüşü var: Eğer gelişmiş ülkelerde enflasyon yüzde 2 değil de yüzde 4 yapılabilirse, çoğu problem çözülebilir. Bu yüzden yüzde 4 enflasyonu IMF ve bazı ekonomistler savunuyorlar.

Barbaros İnceci Evet geleceğe dönük olarak ne olacağı çok önemli. Şu anda da aslında düşünürseniz, enflasyon o kadar düşük olana kadar faiz söz konusuydu ki, ekonomi diyelim 3 büyüyordu. Faiz de 2 veya 1,5. Buyurun işte borcun büyümeye, milli gelire oranını küçültüyorsunuz. Artı, bütçeyi de 1,85'leri toplayın 12 aya, bütçeyi de para basarak finanse ediyorsunuz.

Çağlan Mursaloğlu Teşekkürler. İş Yatırım'dan Şant Manukyan'a geçelim. Piyasalar açısından ele alacak olursak siz ne düşünüyorsunuz? Özellikle Çin ekonomisi konusunda...

Şant Manukyan Aslında piyasalarda şöyle bir problem var. Bu parasal genişleme (Quantitative Easing - QE) başladığından bu yana, algı hep yanlış da olsa değiştirilmedi. Parasal genişleme = para basılması şeklinde algılandı. Bankalarda da rezerv arıyor, kredi artmıyor, bu işe yaramıyor şeklinde iki yanlış düşünce üzerinden gitti.

Şimdi ABD'nin büyümesine baktığımızda, bundan önceki resesyonlara oranla çok daha yavaş büyüdüğünü görüyoruz. Bu dönemde de Amerika'nın FED'in sene sonu tahmini 2,6 ve 2,8. Birinci çeyrekte 1,8 büyüdü. İkinci çeyrekte de 1 civarı büyüye, ikinci yarıda 3'ün üzerinde

büyümesi lazım ki bu hedefi yakalasın. Yakalayamayacak, kendisi de söyledi. Aşağıya revize edecek. Enflasyon, çekirdek olarak PCE açısından (PCE-Kişisel Tüketim Harcamaları) son 50 yılın en düşük seviyesindeyiz. Dolayısıyla enflasyon baskısı şu an için yok. İşsizlik de yüksek. O zaman evet, herkes bir noktada soruyor: Neden parasal genişleme bitsin?

Ben şöyle bir nedenden dolayı olduğunu düşünüyorum. Çünkü ben de ne gerek var diye bakarken, tutanaklarda daha önce ifade edilen bir balon konusu var. FED artık piyasanın çalışmasını istiyor. Artık "Bernanke put"un ortadan kalkmasını istiyor. İkincisi de tutanaklarda "katılımcıların neredeyse yarısının 2013'te parasal genişlemenin bitmesini istediğine dair" bir açıklama var. Şimdi onlar da ekonominin zayıflığını görüyorlar, işsizliği görüyorlar, peki niye parasal genişlemenin bitmesini istiyorlar? Ben 3-4 neden buluyorum. Birincisi FED geçen sene hazineye 80 milyar dolar bir kar aktardı. Ondan önce de 3 senedir kar aktarıyordu. FED, QE3'e başladığı dönemden bu yana zaten faizler düşmüyor. Piyasanın faizlerin üzerinde bir etkisi yok. Alım yapıyor ve yükselmeye devam ediyor. Mortgage

tarafında da 10 yıllıklar tarafında da.

İkincisi, bunu reel olarak söylemiyorum ama FED alımlarından zarar etmeye başladı. Yani bundan önceki karlarından zarar ediyor. Veya son aldıklarından zarar ediyor, fiyatların yukarı gitmesiyle birlikte.

Serhat Gürleyen Zarardan kastın ne?

Şant Manukyan Reel olarak zarar yazıyor anlamında demiyorum. 1,90'la aldığı 2,60'lara çıktı. Yani ticari olarak baktığınızda böyle bir durum var. Şu anda girdiği kötü bir trade...

Üçüncüsü, bu durum piyasayı bozmaya da başladı. Bugün Financial Times'da bir yazı vardı. FED repo piyasasını darmadağın etmiş durumda. Çünkü repo piyasasında doğru düzgün collateral (teminat) kalmadı. Bakarsanız bazı vadelerde varlıkların yüzde 70'i FED'in elinde. FED açıklıyor, "failed repos" diye. 20 milyarlardan 80 milyarlar çıkmış bir piyasa var. Yani FED piyasayı bozmaya başladığının farkına vardı. O yüzden ben yavaş yavaş parasal genişlemeyi çekeceğini düşünüyorum. Çekerken de hızlı bir şekilde çekmek zorunda kalacağını düşünüyorum.

Piyasayı neden bozdu? Sadece parasal genişleme yüzünden değil. İkinci bir nokta şu var benim gözümde. Bernanke artık son dönemde özellikle parasal genişleme ile faizleri, para politikasını ısrarla ayırtırmaya çalışıyor. "Yanlış yapıyorsunuz, bir tanesinin bitmesi diğerinin artırılması anlamına gelmez" diye. Orada şöyle bir hata yaptılar FOMC (Federal Açık Piyasa Komitesi) tutanaklarında ve zaten hemen akşamında bu fiyatlandı.

2016 sonu işsizlik hedefleri 6,5 ila 6,8 civarında açıkladılar 2014. FOMC tutanağında da var olan rakamlardan biri bu. Zaten 3 tane rakam var. Dolayısıyla 6,5 işsizlik oranını 2015'lerden 2014'ün sonuna çekince, piyasa "Tamam artık FED 2014'te 6,5'la 6,8 bekliyor. Demek ki faizleri de artırabilir" diye bir korkuya girdi ve hemen açıklamadan sonra FED Funds Futures'ta bunun fiyatlandığını gördü. 2015'ten 2014'e shift etti. Dolayısıyla ben aslında parasal genişlemeyi bitireceğini, ama hareketin çok hızlı olmasından ve bu nedenle piyasayı bozmasından dolayı da sözlü olarak müdahale ettiğini düşünüyorum. Eylül toplantısında olmaz ama eğer Janet



Yellen (şu andaki FED Başkan Yardımcısı) başkan olacaksa, bence aralık toplantısında olur. Sonuçta parasal genişleme bir şekilde bitecek. Bunun biliniyor olması zaten fiyatlanmasına neden olan bir şeydir diye düşünüyorum. Ama Amerika çok mu iyi büyüyor, kesinlikle çok iyi büyümüyor.

Serhat Gürleyen Bitecek derken kastın, biraz önce Turalay Bey'in de dediği gibi para vermeyi azaltacaklar mı, duracak mı?

Barbaros İnci Çok duramaz. Bakın eğer ekonomide kredi artıyorsa, büyüme hızlanacaktır. Kaçınılmaz çünkü kredi artıyorsa tüketim artacak, tüketim artarsa bir müddet sonra yatırım, istihdam ve gelir artacak.

Şant Manukyan 2010 veya 2011'deki tutanaklardan birindeydi sanırım, çıkış stratejisini açıklamışlardı. Orada ufak oynamalar yapıyorlar. Mesela Deniz Hoca'nın dediği "MBS'lere (ipoteğe dayalı menkul kıymetler) dokunmayacağız" dediler. Ama tutma kısmında ben Barbaros Bey gibi düşünüyorum. Bana

sorarsanız onu vermek zorunda kalacaklar. Bir şey daha ekleyeyim, banka rezervlerine 0,25 faiz veriyorlar şu anda. Ekonomi toparlanırsa onu daha da artıracaklar. Normal bir siyasi ortamda "Biz bankalara bu kadar para veriyoruz" diyemezler bence rahat rahat.

Barbaros İnci Orada ben bir şey ilave edeyim. Bir merkez bankası olarak hızlı mı çeksem yavaş mı çeksem dese, burada alacağı kriter şudur: Ekonominin hızlandığına emin olmalı. Yanılırsa eğer geç çekmek olasılığı daha yüksek. Yeter ki ekonomi canlansın. Çünkü bütün mesele ekonomiyi hızlandırmak.

Serhat Gürleyen Geç çekmenin maliyeti ne?

Barbaros İnci Geç çekmenin maliyeti şu: Burada bir çıkmaz sokak var. Çıkmanın maliyeti enflasyonun beklentilerinin yükselmesi ve asset fiyatlarının düşmesi. Şimdi düşünebiliyor musunuz, siz bunu inkar edemezsiniz, bugün Amerika da büyüme hızlanıyor diyorsak, bunun nedeni asset fiyatlarının yükselmesiyle oluşan



kredidir. Normalde ekonomide asset fiyatları niye yükselir? Veya risk primi niye düşer? Ekonomi iyi gittiği için. Burada asset fiyatları yükseldiği ve risk primi düştüğü için ekonomi iyi gidiyor. Dolayısıyla çıkmaz sokak.

Şant Manukyan Asset fiyatları için şunu söyleyeyim. Bu servet etkisi kısmında konut tarafındaki doğru ve sağlıklı. Yani inşa edilmiş konut, bitirilen konut sayısı diplerde şu anda. Tarihin en düşük seviyesinde. Dolayısıyla orada talep artacak. Ama o hisse senedinin wealth efektinin (servet etkisi) tam bir yalan olduğunu düşünüyorum. Çünkü ABD'deki herkesin elinde bir hisse senedi var gibi görünür. Ama kimin elinde var diye bakarsanız, yüzde 1 hatta 0,1'in elinde topludur. Dolayısıyla oradaki sıradan insanın "Hissem yükseldi"den ziyade, "Konutum yükseldi"nin rahatlığında olduğunu düşünüyorum. Ama ben sadece hisse kısmı için söylüyorum. Yani hisse sahipliği bahsedildiği kadar yaygın bir şey değil.

Çin tarafında da sizin dediğiniz şeye katılıyorum. Yani orada sermaye de aslında çok ucuz. Yıllarca enflasyonun altında bir deposite ile insanları ya konut piyasasına ya "wealth products"a yönlendirdiler. Bunu ucuza, verimsiz kullanmaya yönlendirdiler. Orada da bence çok sert bir yavaşlama olacak. Yani 7-7,5 konuşuluyor ama bence daha da sert bir yavaşlama olacak diye düşünüyorum.

Deniz Gökçe Bir de banker olayı var Çin'de.

Barbaros İnce Herhalde bir zaman önce bizim yaşadıklarımızı onlar da yaşayacaklar. Bizde bir banker Kastelli vardı...

Şant Manukyan Golden Elephant diye bir şey var. Wealth Management Product'lar, o CDO'ların (Collateral Debt Obligation-teminatlandırılmış borç yükümlülükleri) daha basitleri, herkese gitmiş durumda.

Barbaros İnce Ama Çin, bunu fark etti. Şimdi açıkça görüyoruz. Çin artık "Ben kredi büyümesi ve yatırımla değil tüketimle büyüyeceğim" diyor.



Şant Manukyan Orada da şöyle bir durum var Barbaros Bey. 2011'de tüketimin GDP'deki payı yüzde 55'ti. 2012'de yüzde 52'ye geldi. Bu son açıklanan veride yüzde 43'e geriledi. Yani o da düzgün bir şekilde azalmıyor. Aslında

yapması gereken tüketimi artırmak.

Barbaros İncei Yatırım tarafında birtakım aksaklıklar var. Tüketime odaklandığında da o da koca bir transatlantik sonuçta...

Şant Manukyan Evet, şu anda beceremedi.

ÇAĞLAN MURSALOĞLU



7,5'e düşüyor ama olması gereken şekilde de düşmüyor aslında.

Barbaros İnceci Onda da şöyle bir düşüncem var. 20 yılda ücretler artınca, daha yüksek katma değerli ürünlerin toplam ekonomideki payı henüz küçük. Dolayısıyla biz Çin'e artık mesela şöyle diyelim: 11-12 büyüyordu, 7-8 büyüyeyim diye uğraştı. Onu da yaparken sorun yarattı. Balon oluşturdu, bir sürü problem yarattı. O yüzden ne olacaktır? Tüketime odaklanacak ve Çin'in ortalamada 6-7 büyüyeceğini düşünüyorum. 6-7'nin bize de bir anlamı var. Çin 6-7 büyürse, biz 6-7 büyür müyüz?

Turalay Kenç Çin'le ilgili bir iki şey söylemem gerekirse, 2008'deki krizle birlikte Çin ihraca dayalı büyüme modelinden vazgeçmek zorunda kaldı. Bu büyümesini destekleyebilmek için yatırımlara yöneldi. Yatırıma dayalı büyüme modeli gerçekleştirdi. Yüzde 50'leri bulan yatırım, Gayrisafi Yurtiçi Hasıla oranıyla. Tasarruf da öyle.

Bu kadar yatırım yaparsanız -ki geçmişte de birçok yatırım yaptı- aşırı büyük bir kapasite problemi var. Yüzde 40'ları, yüzde 50'leri bulan bir kapasite problemi var. Çok verimsiz yatırımlar oluştu. IMF ekonomistlerinden şöyle bir şey duydum. İhracatları da fiktif olmaya başladı. Bize benzer problemleri var. Dışarıdan normalde fon alamıyorlar. Belli yasakları var. Ne yapıyorlar? Onu ihracat geliri gibi göstermeye çalışıyorlar. O yüzden Çin'in ihracat gelirleri yüksek. Ben bu kadar olduğunu bilmiyordum. Onları düşüğümüzde, 2012 yılının dünya ticaret hacmindeki büyüme oranı sıfır. Normal olarak sıfıra yaklaşık bir rakam. Resmi rakama bakarsanız yüzde 2,5.

Serhat Gürleyen Bunu neye bağlıyorsunuz? Genelde dünya dış ticareti milli gelirden daha hızlıdır. Korumacılık tedbirlerinin artmasına mı bağlıyorsunuz?

Turalay Kenç Aynen öyle. Bu çok önemli bir problem. Korumacılığın bir miktar etkisi var. Trade finansman yokluğu önemli bir etki. Bazı ülkeler tabii yavaşlamak zorunda. Onun getirdiği bir dış ticaret daralması var. Kısaca söylenebilecek üç tane etki var. Korumacılık, cari fazlalarını azaltmak için ekonomilerin daralması ve en önemlisi de trade finansman yokluğu. Sıfıra yakın bir dünya ticaret hacmi büyüme oranı çok ciddi bir durum.

Çağlan Mursaloğlu Bir de resmin diğer tarafında emtia ihraç eden ülkeler var. Onların da oluşturduğu bir zenginlik var aslında. Onların

da Avrupa'da, Amerika'da tahvillerde epey büyük yatırımları var. O konuda ne düşünüyorsunuz?

Şant Manukyan Orada piyasanın şekli belli oluyor. Onun dışında daha önce Serhat Bey ile de konuşuyorduk, mesela Brezilya'nın darbe yemesinin nedeni sadece emtialar değil. Brezilya'nın limanlarının kalitesini, motorlarının kalitesini karşılaştırdığınızda ciddi anlamda geride. Bazı ülkeler gelebilecekleri yere geldiler aslında. Şu son parasal genişleme sırasında akıllı davranıp sorunlarını çözen ülkeler bu işten bundan sonraki dönemde daha karlı çıkacaklar. Onun dışında sadece emtiasına güvenen veya Goldman Sachs'ın verdiği gaza güvenen ülkeler problemlili bir dönem yaşayacaklar. Ben emtia fiyatlarını, özellikle endüstriyel emtialarda, Çin paralelinde çok ciddi aşağıya hareket olacağını bekliyorum.

Barbaros İnceci Ben de aynı kanaatteyim. Eğer Çin yarı yarıya yavaşlayacak diyorsak, Amerika da kredi genişlemesiyle değil normal bir büyüme temposunu sürdürecektse, o zaman emtia talebi düşecek. Muhtemelen bir tek belki petrolde yükseliş olur. O da siyasi tansiyonlar, bölgesel konular... Mesela petrolde Japonya'nın nükleer enerjiden çıkıyor olması, bir alt etkidir. Problemlili bölgeler olması problemidir. Birkaç tane daha böyle etken sayabiliriz. Petrolün belki düşmesi biraz daha zor olur ama ötekileri düşebilir gibi. Yani tabii tüm bunlar uzun dönemde. Hayatta hiçbir şey böyle devamlı aynı trendi izlemez. Uzun dönemde aşağı yönlü bir hareket belki olabilir.

Bu işin içine tabii şu giriyor, hangi ülke bu işlerde daha avantajlı olabilir? Bu konuda ben hala Amerika'nın daha avantajlı olacağını düşünüyorum. ABD'nin daha esnek olması, verimlilik bazında çalışıyor olması, ABD'lilerin çalışmaya daha meyilli olması, ekonomik – hukuki altyapısının düzgün olması gibi birçok nedenle bence hala ABD avantajlı durumda.

Ayrıca enerjide elde ettiği avantaj var. Gelecek 10 yılda enerjide bağımsızlığını kazanıyor olması var. Petrolde, gazda... Bunlar ona bir rekabet avantajı sağlayacak.

Bundan sonra, ötümüzdeki dönemde rekabet gücünüz, büyüme modeliniz, nasıl büyüdüğünüz asıl belirleyici olacak. Ama belki yine arada para basalım konuları tekrar yaşanabilir. Şimdiden bilemeyiz.

Serhat Gürleyen Dünyada ibre artık gelişmekte olan ülkelere kayıyor diyorduk ama aslında böyle bir şeyin olmadığı, ağırlığın yine

Amerika'da olduğu, bu dalgalanmadan yine Amerika'nın fayda sağlayarak çıkacağı gibi bir sürece gidiyoruz. Tabii enerji konusu işi değiştirdi.

Barbaros İnci Ama mesela şöyle de bir durum var. Kamu maliyesi hala Amerika'da büyük bir sorun. Çünkü yaşlanan nüfus sorunu var. Hem Avrupa hem Amerika için geçerli. Yaşlanan nüfusun getireceği bir mali yük var. Üstüne faizlerin de bugünden daha yüksek olduğunu ve yavaş büyüdüğünü düşünün. Mali konular bir sorun yaratacaktır. Hem ABD'de hem Avrupa'da.

Şant Manukyan Amerika aslında Avrupa ülkelerine kıyasla daha şanslı. Çünkü göçmen alıyor. Japonya ve tek çocuk politikası güden Çin, Rusya'da öyle bir göçmen durumu da yok. Onlar çok daha ciddi anlamda kötü. Amerika'da nispeten Hispanik nüfusun desteğiyle işi götürebilir. Ama Japonya, Çin, Rusya, Avrupa'da durum çok daha kötü.

Serhat Gürleyen Parasal genişlemeye kamu maliyesi olarak bakarsak, Merkez Bankaları'nın hazine kağıdı alması zaten borç sorununun kalmadığını veya azaldığını gösteriyor. Eğer itfa ettirecekse.

Oradan elde ettiği geliri de yine hazineye veriyorsa fiilen Amerika'nın borcu açıklandığından daha fazla. Japonya aynı şeyi yapacaksa Japonya'da da aynı. Yani dolayısıyla kamu borcunu yaparken aslında FED'in tuttuğu Amerikan kağıtlarını eğer itfa ettirerek yapacaksa, ben de orada Turalay Bey gibi düşünüyorum. Belki planın parçalarından biri de buydu. Yani bu çok karışık iki ay arasında kamu borcunu da ortadan kaldıracaklar veya azaltacaklar. Dolayısıyla Amerika'nın kamu borcu sorunu sandığımız kadar fazla olmayacak. Baby boomers, yaşlı nüfus, emeklilik, sağlık sigortası gibi nedenlerle belki ileride olacak ama şu anda değil bence.

Sedef Seçkin Büyük Artık krizin etkilerine Türkiye'ye geçelim isterseniz. Tüm bu yaşananlar önümüzdeki dönemde Türkiye ekonomisini nasıl etkileyecek?

Deniz Gökçe Bir kere biz 2001 krizi sonrasında banka sistemini iyi tamir etmişiz. Bayağı iyi tamir etmişiz. Bu 53 küsur milyar dolara mal oldu. Bunun 23 milyar doları kamu bankaları, 30'u özel bankalar. Ama iyi tamir etmişiz. Şu türbülansın içinde Türkiye'de ciddi bir banka sorunu olmadı. Bu çok önemli. Öyle bir şey olsaydı biz yine teklerdik.

İkinci konu, bizim milletimiz böyle

Yunanlılar gibi Portekizliler gibi, İspanyollar, İtalyanlar gibi diremedi. KDV'yi, ÖTV'yi aslanlar gibi Türk milleti ödedi. Tabii bu inanılmaz bir sonuç getirdi. Şimdi bakıyorsunuz bütün Maliye Bakanlığı'nın grafiklerinde, devletin faize ödediği para milli gelirin yüzde 20'sinden 3-3,5 gibi bir yere düştü. O sayede enflasyon ve faiz aşağıya geldi. Onun olabilmemesinin nedeni, cep telefonuydu, benzindi derken, mali yapıyı düzelteren vergilerdi. Tabii bu optimal bir şey değil. Gelir vergisi deyince bir sürü insan kaçıyor. Kurumlar vergisi, bir sürü insan kaçıyor. Türk milletinin vergi ödememe konusundaki yaratıcılığı ayrı...

Neyse, şimdi dolayısıyla biz iki tane konuyu düzeltmişiz. Birincisi bankacılık sistemi, ikincisi mali yapı. Takdir edilebilir bir şeydi ve Türk milleti bunu ödedi. Hem bankaları ödedi hem KDV'yi ve ÖTV'yi ödedi. Organize edildi, yapıldı vs.

Vergi vermeyen bir ülkeden, önemli ölçüde vergi toplar bir ülke haline geldik. Şimdi geriye kalıyor bizim cari denge sorunumuz.

Son zamanda hem Türkiye içinden hem Merkez Bankası'ndan, Maliye'den, Hazine'den, oradan buradan hep tasarruf konusunu duyuyoruz. Hep tasarruf konusu gündeme getirildi. Türkiye olarak tasarrufumuzun milli gelire oranı 25'ten 15'e düşmüş durumda. Mesela Ege Cansen'le kavgı ederiz, ben "tasarruf düştü" deyince o "hayır harcama arttı" der. Fakat bunun nedenine bakmıyor insanlar. Bizde çok göz ardı bir talep konusu var.

Şimdi 1950'de Türkiye'nin nüfusunun yüzde 15'i kentsel, yüzde 85'i kırsaldı. Bugün yüzde

GÜNGÖR URAS Ben dünyadaki finansal gelişmelerin Türkiye'yi önümüzdeki dönemde olumsuz etkilemeyeceğini düşünüyorum. Çünkü dünyada genel olarak para bol olacak. Burada bir paranfez açayım: Dünyada para bol olacak ama paranın Türkiye'ye gelmesinin tek yolu Türkiye'nin büyümesidir. Çünkü parayı cezbeden şey büyümedir. Küçülen bir ekonomiye para gelmez. Türkiye'nin büyümesi lazım. Yani Türkiye'nin yüzde 3 değil de yüzde 5'ler dolayında bir büyüme göstermesi lazım ki paraya "Gel, gel!" desin. Yatırımcı bu paranın batmayacağını görsün. Türkiye'nin büyümesi için de reel sektörün büyümesi, iş yapabilmesi gerekli. Bizim en büyük pazarımız Avrupa olduğuna göre, Avrupa ekonomilerinin düzgün olması lazım.

75'i kentsel. Kendi ailelerinize bakın. Hepimiz çocuk büyütüyoruz. Okula giden yakınlarımız var. Benim kızım Türkiye'nin en büyük tüketicisi... Her şeyi, hemen, şimdi istiyor! Arkadaşları da öyle. İşte bu içerideki talep. Çok önemli.

Diğer taraftan mesela enflasyon rakamı ilan ediliyor. Güngör Ağabey hep yazıyor, Ayşe Teyze'nin enflasyonu diye... O zaman ben de Bebek'teki Selami Bey'in enflasyonunu yazayım. Bu işin talep tarafını ve bunun kırdan kente göçle olan ilişkisini sosyologlar, sosyal psikologlar, antropologların ciddi olarak konuşmalı. Yani aslında bu sosyal bilimcilerin işi. Ama kimsenin umurunda bile değil.

Bir işçi olarak çalışıp 800 TL alan birisi, 10 liralık futbol formasından, 5 tane, 10 tane satın alıyor. Bunun mantıkla, ekonomiyle izahı var

mı? Yok. Ancak sosyolojiyle izah edilebilir. Çünkü o adam bir yere aidiyet hissinin ancak o statta "en büyük benim" diye bağırırken tatmin edebiliyor. Bu insan toplumsal hayatın neresinde? Kendi çevrenizdeki insanları düşünün. Vatandaşın çoğunluğu böyle. O zaman ne oluyor, ellerine geçen gelirin büyük miktarını harcıyorlar.

Bizlerin aileleri öyle değil ama benim kızım da sanki öyleymiş gibi tüketiyor. İşte bu etki, cari denge üzerinde önemli bir etki. 30 milyar dolar, 40 milyar dolar traslasak cari denge açığı kabul edilebilir bir yere inecek. Biraz da öbür arz tarafında hamle yapsak olacak. Yani bu cari denge sorununu nasıl çözeceğiz konusunda işin ülke içindeki taleple ilgili olan boyutunun üzerinde durulması lazım. Yoksa biz o cari dengeyle bir 15 yıl daha inleyeceğiz.



Cari dengede kabaca 60 milyar dolar enerji açığı var. Maksimum 77'yi gördük. Enerji sorununu çözmek öyle kolay olmuyor. Enerjiyi çözersek diyoruz ama çok kolay değil bu. Nükleer santral 10 yılda yapılıyor, 10 milyar gidiyor yapılana kadar. Sağlık sorunları var. Yani ben işin ülke içindeki talep kısmının es

geçildiğini düşünüyorum.

Çok basit bir örnek vereyim. Geçen gün Selanik üzerinden basket maçına gidip denizden bu tarafa geçtik. İzmir'de "ithal sarımsak" satın aldık. Satıcı, "Abi sarımsak ithal, çok iyi" dedi. Tamam iyi de nüfusun yüzde 25'i tarımda olan bir ülkede, üretimin yüzde 8'i tarımda iken nasıl



sarımsak ekemeyiz? Neden ithal ediyoruz bunu?

Bence kentleşmenin getirdiği, kente göçün getirdiği iç talebi büyüten önemli konular var.

Başka bir örnek vereyim. Şimdi nüfusun her kesiminden kadınlar da çalışmaya başladı. Çocuklar bile çalışıyor. Bizim evimize yardımımıza gelen kadının üç çocuğu var. Büyük kızı gıda mühendisliğini bitirmek üzere. Küçük kızı ekonometri ikinci sınıfta. En küçüğü de İngiliz Filolojisi'ne girdi. Bu ailenin üzerinde, çocukların eğitimi nedeniyle olan harcama yükünü bir düşünün! Bu çocuklar şehir dışında okutuluyor. O kadının, işçi babanın bu yükü kaldırmaması mümkün değil. Dolayısıyla nasıl tasarruf yapacak bu aile. Tasarruf yapma ihtimali olan bütçesi de (eğer varsa) zaten çocuklarının eğitimine, geçimine gidiyor...

Barbaros İnceci Ama hocam onlar tüketmemişler ki yatırım yapmışlar. Hem de en büyük, en katma değerli yatırımı yapmışlar. O çocukların 10 yıl sonra ekonomiye katacağı değer ne kadar yüksek olacak...

Deniz Gökçe Tamam, tabii ki öyle. Ama demek istediğim şimdi onların ithalata nasıl etki ettiklerini düşünelim. Tüketimle yapmıyor olabilirler ama çocuğu okumak için şehir dışına gidip geldiği zaman, ikinci bir ev tuttuğu zaman, normal şartlar altında tasarruf yapılacak olan bir bütçe tüketilmiş oluyor. Dolayısıyla zorunlu tüketim de olsa bir tüketimdir. O da dışarıdan bir şeyleri talep ediyor.

Bakın ben kendimden söyleyeyim size. Benim annem babam öğretmendi. Fatih'te oturuyorduk, 13 yaşında turist rehberliğine başladım. 1957-1958'de hem İngilizce hem Almanca konuşuyordum. Bir baktım gelen turistin ayağında yırtık bir sandal var. Pantolonu pejmurde. Ama benim üzerimde Amerika'dan ithal gömlekler falan... Ama ben onların hizmetkarıyım... İşte burada bir dengesizlik var. Bilmem anlatabiliyor muyum? Bunu kendi çocuğumda da görüyorum. Çevremdekilerde de

görüyorum.

Neyse, uzatmayayım. Bence Amerika'nın yaratacağı kabus atlatılır. Orada 1,5 -2 yıl gibi bir zaman var diye düşünüyorum. En az 1 yıl var. Bu hallolur. 1-1,5 sene, hem Türkiye'nin hem yabancıların kur riskini düşürmesi için yeterli bir zamandır. Ama bizim uzun dönemdeki en önemli handikabımız bu tüketim hızımız ve tasarrufsuzluğumuzdur. Esas uzun dönem problem bu.

Serhat Gürleyen Ben döngüye bağlayıp bir soru yönelteyim. Çünkü bu bahsettikleriniz biraz yapısal, uzun vadeli sorunlar.

Türkiye için 1 yıl önce, hatta mayıstan önce herkes son derece olumluydu. Yurtdışındaki hangi aracı kurumla, yatırım bankasıyla konuşsanız "Türkiye yatırım yapılabilir seviyeye ulaşacak" diyordu. "Durumu çok iyi yöneten bir merkez bankanız var. Ekonomide bir yeniden dengelenme var. İç taleple dış talep dengeleniyor, kamu kontrol altında gidiyor, bütçe disiplininiz iyi, bankacılık sektörü çok sağlam" diyorlar, Türkiye'yi yere göğe sığdıramıyorlardı. Biz de göğsümüzü gere gere her yerde Türkiye'nin hikayesini anlatıyorduk.

Son 2 ayda sanki bahsedilen aynı ülke değil. Sanki bambaşka bir ülkeden bahsediyoruz. İşin siyaset tarafını bir tarafa bırakıyorum. Dışarıda, algıda çok ciddi bir değişim var. Bernanke'nin konuşmasından sonra, belki biraz evvel söylediğiniz gibi piyasalar miktarsal genişleme ile para politikasının genişlemesini karıştırdı. Ama sanki "Gelişmekte olan ülkelere artık para girişi olmayacak" deyip, Türkiye gibi cari açığı yüksek, finansman ihtiyacı fazla olan ülkelerde korkunç bir satış başladı. Bunun ne kadarı gerçek sizce?

Deniz Gökçe Ben Merkez Bankası'nı temsil eden Turalay Bey'e küçük bir şey sormak istiyorum. Son 3 ayda Türkiye'den çıkan para nedir? Bir söyler misiniz?

Turalay Kenç 10 milyar dolarlık bir çıkış var. Onun da 1 küsur milyar doları tekrar girdi. O kadar büyük bir şey yok.

Deniz Gökçe Ben bir şey söyleyebilir miyim? Bunu, lütfen Başkan'la konuşun ve kamuoyuyla mutlaka paylaşın. İnsanlar 50 milyar dolar çıktı zannediyor. Çok rezervimiz var, çıkan sadece 10 milyar dolar... Biz borcu konuşuyoruz. Borcun vadesi konuşulmadan borç konuşulur mu? Ne olacak, benim 5 bin dolar aylık borç faizi ödemem olsun. 20 bin dolar gelirim olsun, 1 milyon dolar da borcum olsun. Ödenir bu.

TURALAY KENÇ Türkiye olarak bizim yapmamız gereken, bütçe disipliniyi korumak ve borç yükümüzü daha da düşürmektir. Bu açılardan çok iyi durumdayız. Bütçe açığı, faiz dışında bütçe fazlası, borç yükü oranımız çok iyi. Bankacılık sektörünün sağlamlığı çok iyi. Dolayısıyla Türkiye'nin temel göstergeleri iyi olduğu için, büyüme rakamları yüksek olduğu için, faizleri diğer ülkelerden, gelişmiş ülkelerden yüksek olduğu için, çok rahat bir şekilde tekrar sermaye hareketlerini çezebedebiliriz.



ŞANT MANUKYAN

Gerçekten bunun altı çizilmeli ve kamuoyuyla paylaşılmalı.

Turalay Kenç Şimdi sizin anlattığınız hikayenin aynısını başka ülkeler için de anlatabilirsiniz. O anlattıklarınızda Türkiye'yi çıkartıp Brezilya'yı koyarsanız aynı hikayeyi bulabilirsiniz. Gelişmekte olan ülkelerde tamamen benzer bir tablo var. Oraya Meksika'yı koysanız da aynı hikayeyi duyuyorsunuz, Endonezya'yı koysanız da aynı hikayeyi duyuyorsunuz.

Sizin özel sorunuza dönersek, biraz önce Deniz Hoca çok güzel söyledi. Bizdeki etkisi diğer ülkeler gibi o kadar büyük olmadı. Eğer piyasada öyle bir algı varsa son piyasa çalkantısının etkisinin Türkiye'de çok daha büyük olması lazımdı. Bazı piyasalarda biraz etkili oldu. Tahvil piyasasında, faiz piyasasında etkisi oldu. Bizdeki yükselme biraz fazla oldu ama eğer ölçü döviz kuru piyasasıysa döviz kuru piyasasına baktığımızda bizdeki kur kaybı diğerlerine göre daha ortalarda bir sıradaydı. Kesinlikle daha fazla değil. Eğer etkilerden yola çıkarsak öyle bir hikaye doğru değil. Ama sizin söylediğiniz bu hikaye tüm gelişmekte olan ülkeler için anlatılan bir hikaye.

Barbaros İncei Turalay Bey konuşmasının başında söylemişti. Türkiye olarak her halükarda biz daha yüksek faiz vereceğiz. Yani bizim gibi ülkelere her halükarda dönüş olur. Onun yanında bizim kredi notumuz arttı. Uzun vadeli fonlar talep yapılabilir. Birçok başka finansman imkanları olabilir.

Hatırlarsınız, en son elimizdeki mayıs verilerinde portföy yatırımlarının miktarı neredeyse yıllık 53 milyar dolar gibiydi son 12 aylık. Burada portföy ağırlığı biraz yükselmiş gibi görünüyor. Ben hatırlıyorum, 2012'nin ilk yarısında yüzde 25'ti. O yüzde 100'e çıkmış. Belki orada bir küçülme olabilir. Onun dışında belki kısa vadeli finansman bulmakta biraz zorlanabiliriz. Daha uzun vade için çabalamalıyız. O tip şeyler yapmalıyız.

Deniz Gökçe Bir de tabii bir mentalite sorunu var. Mesela bankalar. Diyorlarki o senin mevduatın, paran... Hayır diyorum o sadece para değil. O benim 40 senelik emeğim. Onu da 70-80 yaş arasında kullanacağım. O benim hayatım.

Kredi dediğiniz şey yapılan yatırımdır, senin istihdamındır, diğerinin başka bir şeyidir... Biz hiçbir zaman finansı anlamadık. Banka sistemini de anlamadık. Merkez Bankası'nın yaptığını da anlamadık. Sadece vergi tarafını anladık. Çünkü

onu ödüyoruz. Özellikle banka tarafını hiç anlamıyoruz. Eskiden bu konuları çok yazardım, bana çok hücum ederlerdi. Artık o kadar yazmıyorum. Çünkü 3-5 senedir banka sisteminin sorunları biraz daha azaldı.

Sedef Seçkin Büyük Siz bir anlamda biraz da toplumsal finansal farkındalığa değindiniz. Bankayı anlamadık, tasarruf bilinci de düşük. Olanağı da düşük.

Serhat Gürleyen Peki, yine küresel dengelere, FED'in son genişlemesine dönelim. Böyle bir ortamda sizce Türk bankalarının yurtdışından kaynak sağlama imkanlarında veya Türk şirketlerinin dışarıdan borçlanma imkanlarında veya maliyetlerinde ciddi olur mu? Böyle bir artış bekler misiniz?

Deniz Gökçe Ciddi bir artış beklemem ama ciddi bir düşüş de beklemem. Türk toplumu tuhaf. Birbirimize yazdığımız çeklerin yarısı karşılıksız. Buna karşılık yabancı aleme olan bütün borçlarımızı kurusuna kadar ödemiştir. Osmanlı'nın borçlarını ödedik... Dışarıya borçlarımızı ödüyoruz ama birbirimizi kazıklamakta son derece mahiriz.

Barbaros İnceci Ama aşırı borçlu bir ülke değiliz. Ne iç borç ne dış borç ne de hane halkı borçluluğu çok yüksek.

Deniz Gökçe Bütçe açığı 2001'de bugünkü Yunanistan kadardı, yüzde 12 falan. Borç stoku da 78 civarındaydı ki o da İspanya'nın başladığı zamanki gibi. Gerçekten buraya iyi geldik ama mesela kredi kartında durum bambaşka. Ama yavaş yavaş onu da öğreniyoruz.

Serhat Gürleyen Avrupa'daki bankalar gözünden Türk bankaları çok muteber borçlular. Yani krizde defalarca hep borcunu almış ve Deniz Hoca'nın dediği gibi de kurusuna kadar ödemiş. Şu andan bile değil, daha öncesinden, ciddi krizleri yaşadığımız dönemlerden bahsediyorum. Yani 2001'ler, 1994'ler, 1998'lerde bile hep borcunu almış, son kurusuna kadar ödemiş bir sistemden bahsediyoruz.

Güngör Uras Türkiye'nin bugünkü halinden memnunsak bu devam edecektir. Yani Türkiye batmaz. Allah rahmet eylesin, eskiden Adnan Başer Kafaoğlu vardı, Gelirler Genel Müdürüyü. Süleyman Demirel ile oturuluyor Bakanlar Kurulu toplantısında. Demirel dedi ki, "Türkiye batacak diye herkes bana geliyor. Türkiye batar mı" dedi. Adnan Başer Kafaoğlu parmağını kaldırdı, "Batmaz efendim batmaz" dedi. "Biz mantarız. Suyun üstünde yüzeriz. Parmakla bassan bile yine suyun üstünde



SERHAT GÜRLEYEN

oluruz”.

Evet Türkiye batmaz ama bizim derdimiz Türkiye'nin bu hali değil, daha iyi olması. Ben inanıyorum ki banka kesimi eskisi gibi borçlanmayı sürdürecektir. Özel kesim borçlanmayı sürdürecektir. Gezi olayları olduktan sonraki dönemde Kahramanmaraş'taydım. Orada Organize Sanayi Bölgesi'ni geziyoruz. Ticaret ve Sanayi Odası Başkanı'na soruyorum “Nereden kredi buluyorsunuz, kredinin maliyeti ne?” diye. “Biz dışarıdan borçlanıyoruz. Biz yerli borçlanırsak bankalardan yüzde 7, yüzde 6,5'la alırız” dedi. “Peki niye dışarıdan borçlanıyorsunuz” dedim. “Biz yüzde 3'ün altında, yüzde 2,75 veya 2,80 faizle dışarıdan para alıyoruz” dedi. “Buna Türk bankaları mı aracılık ediyor” dedim. “Türk bankaları da ediyor ama doğrudan doğruya audit raporlarımızı yolluyoruz. Onların Türkiye temsilcileri var, bize geliyorlar, paraları veriyorlar” dedi.

Şimdi Türkiye'de özel sektör ve banka

sisteminin böyle bir kanalı var. Onun için bu para gelir. Önemli olan biz gelen parayı ne yapacağız? Bir kere iç tasarruf açığımız var. İki, cari açığımız var. Yani iç tasarruf ve cari açığımızı sürdürerek eğer bu işlere devam edeceksek sürdürebiliriz. Ama bunun sürdürülmesi noktasında Türkiye'nin reel sektöründe önemli bir tıkanıklığa gittiğine inanıyorum. Neden? Bakınız, İSO'nun 500 şirketi açıklandı, burada bana göre en önemli gösterge 500 firmanın 2012 ihracatında yüzde 1 değil, yüzde 0,6 ihracat artışının olması. Bu çok önemli.

İkinci husus, 50 büyüğün, toplam 500 firmanın üretiminin ve ihracatının yüzde 50'sinden daha fazlasını gerçekleştirmesi. Bu 50 şirket de ithalata dayalı, yani tamamen ithalata... Ya petrokimya ürünlerine ya da demir çeliğe. Bu çok önemli. O araştırmada da maalesef ithalat harcamaları hakkında hiçbir bilgi yok.

Bizim çok acil olarak reel sektörde, hem tarımda hem sanayileşmede ucuz ithalata bağlı

DENİZ GÖKÇE



yapıdan kurtulmamız lazım. Bu döviz kurundaki artışla olmaz. “Doları 2 TL’ye çıkarırsanız her şey düzelir” diye bir şey olduğunu hiç zannetmiyorum. Maalesef çok cahilce bir sanayileşme ve tarım politikası izliyoruz. Hep asalak firmalar yaratıyoruz. Bankalar gidip gidip kredi veriyorlar, makineler alınıyor, kuruluyor. Ama birçoğundan ekonomiye hiçbir yarar yok. Gerçekçi olalım. Gidip görmek yazım. Organize sanayi bölgelerini gidip incelemek lazım. Organize sanayi bölgelerinde kaç tane çalışmayan fabrika var? Maalesef bu banka kredilerinin yanlış kullanımları var.

Türkiye ekonomisinde de üretim yapısında da başka şeyler oluyor. Hem tasarruf yetersizliğinden bahsediyoruz, sonra da inşaat yatırımlarına çok büyük harcamalar yapıyoruz. Bunların gerçekleşmeleri nasıl olacak bilmiyoruz.

İkincisi, bence banka sistemi çok büyük bir risk altında. Nedir bu risk? Maalesef dikkat ederseniz Türkiye’de bütün özelleştirme

ihalelerinde, elektrik işlerinde risk altına girenler hep aynı şirketler. Bütün bankalar da bu firmalara kredi veriyor. Yüklenen işlerin hepsi uzun vadeli. Ödemesiz dönemi çok geniş işler. Bunların birkaçında bir patlama olduğu zaman ciddi riskler ortaya çıkabilir. Çok dikkat etmek lazım. Gözlerimizi finans sektörüne dikmekten reel sektördeki yanlışları göremiyoruz. Bunlar Türkiye’nin önümüzdeki dönemine ilişkin ciddi risk yaratacak unsurlardır. Biraz reel sektöre ilgi ve dikkat gösterilmesi gerektiğine inanıyorum.

Eskiden Merkez Bankası’nın risk kontrol merkezi vardı. 1960’larda ben Planlama’dayken bize de gönderirlerdi. 25 bin TL’nin üzerinde kredi alan bankalara, biz listeden bakardık. Böylece ekonominin nasıl gittiğini görürdük. Sonra bu

işlemez oldu.

Deniz Gökçe Çünkü, dünyadaki mantalite değişti. Finans sisteminde riski yaratanın aynı zamanda riski de ölçmesi doğru değildir. Bu ayrıldı.

Güngör Uras Uzun lafın kisası şimdi Türkiye’de bankalar üzerindeki bu risklerde, önemli yüklenmeler söz konusu olduğunda, önlem anlamında Merkez Bankası dikkatli olabilir mi? Var mı böyle bir sistemi?

Deniz Gökçe Yok, bu konu Merkez Bankası ile ilgili değil. BDDK sorumlu.

Turalay Kenç BDDK’nın tüm bilançoları, envanterleri inceleme ve araştırma yetkisi var.

Güngör Uras Tamam eğer bunlar izleniyorsa mesele yok diye düşünüyorum.

Çağlan Mursaloğlu Son tur konuşmalarımızda Türkiye’ye değinelim.

Turalay Kenç Cari açıkla başlarsam bunun yapısal tarafı var. O bizim alanımıza girmiyor. Merkez Bankası olarak bu konuda tasarrufları artırıcı, ithalat kalemlerini azaltıcı tedbirler alınıyor. Onları çok sevindirici ve faydalı buluyoruz. Yapısal olmayan tarafına, Merkez Bankası olarak elimizden gelen desteği yapmaya çalışıyoruz. Politika mekanizmaları yapısal olmayan cari açık kısmını –buna sıkıntılı cari açık diyoruz– sınırlayıcı bir etkiye sahip. İki konu var o alanda. Bir tanesi referans kredi büyüme oranı. Yüzde 15 kredi büyüme oranı Türkiye için makul ve sürdürülebilir bir orandır. Çünkü şöyle bir bağlantı var, ne kadar kredi varsa o kadar cari açık vardır. Kredileri yüzde 15 civarında büyütebilirsek her yıl bu da ekonomi için çok sağlıklı bir gelişme olur.

Cari açığı sınırlandırılacak ikinci mekanizma da rekabetçiliktir. Ekonomiyi olabildiğince rekabetçi yapmaya çalışıyoruz. Reel efektif döviz kuru bu alanda çok yardımcı oluyor. Finansal istikrara yaptığımız katkı bu iki politika yoluyla... Daha başka şeyler de var. İhracatçı sektöre verdiğimiz kredileri de söyleyebilirim. Bu krediler de önemli katkı yapıyor. Hem bizim net rezervlerimizi artırıyor, hem de onların kredi ihtiyaçlarının daha ucuz olarak sağlanması açısından önemli. Daha düşük faiz oranlarında TL veriyoruz. Bu da onlara önemli bir imkan sağlıyor. Artı onları döviz olarak almamız da rezervlerimizi artırıcı etkiye sahip.

Şu ortamda daha önce de söylediğim gibi volatilitenin çok yükseldiği bir dönemden geçiyoruz. Sermaye çıkışlarının olduğu bir dönemden geçiyoruz. Sermayenin volatile olduğu bir dönemden geçiyoruz. Dolayısıyla bu



dönemde uygulanması en doğru para politikası esnek para politikasıdır. Esnekliği de söylediğim gibi daha geniş bir faiz koridoruyla yapmaya çalışıyoruz. Hem döviz likiditesini hem TL likiditesini optimal bir şekilde yönetmeye çalışıyoruz.

Deniz Gökçe Gecelik borçlanma faizi eskinin tavanına dayanmıştı değil mi sıkışma dönemlerinde.

Turalay Kenç Dayanıyor evet. Piyasa yapıcı bankaların faiz avantajı vardı. Onu da kaldırıyoruz belli günlerde. Dolayısıyla döviz likiditesinin yönetimi Türkiye için önemli. O likidite yönetimini faiz koridoruyla en iyi şekilde yapmaya çalışıyoruz. Zaman zaman yapabileceğimiz ek parasal sıkılaştırmalara devam edeceğiz. Bu ek parasal sıkılaştırma da bize iki katkı yapacak. Bir tanesi finansal istikrara katkı. Öbür katkısı da fiyat istikrarına olacak.

Serhat Gürleyen Fiyat istikrarıyla kastınız kredi büyümesinin makul seviyelere gelmesi mi?

Turalay Kenç Aynen. Kredi büyümesinin makul seviyeye gelmesi, o makul seviyeye gelen kredi büyümesi, cari açığı sınırlayıcı etki yapacak. İki tane önemli etkisi olacak. Bir tanesi

finansal istikrar, öbürü de yine kredilerin daralmasıyla fiyat istikrarını sağlamaya çalışacağız. Bu ortamda söylediğim gibi esneklik çok önemli. Esnekliği nereden bulabilerseniz oradan kullanmanız en doğrusu.

Barbaros İnceci Benim söylemek istediğim şu: Kısa vadede hala Euro bölgesinden olsun, Amerika'dan olsun volatilité yaratabilecek sorunlar var. Dünyada büyüme, önümüzdeki orta vadeye baktığımız zaman gelişmiş ekonomilerde yavaş olacak. Yani istendiği gibi yüksek kalmayacak. Muhtemelen Amerika'da 1,5-2 civarında, Avrupa'da 1 civarı, Japonya'da 0,5, Çin 6-7 büyüyecek.

Muhtemelen Amerika'da para kısalsa da Avrupa'da parasal genişleme olur. Ama Japonya ve Çin'de parasal sıkılaştırma olabilir. Yani eskisi kadar çok gelmeyebilir. Bir tek Avrupa merkezli bir parasal genişleme olabilir.

Diğer nokta, gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere bir üretim kayması vardı. Muhtemelen o azalacak veya shift edebilir. Yani bugün Amerika'dan veya herhangi bir gelişmiş ekonomiden Çin'e gitmeyebilir veya giden de geri dönebilir. Çünkü bu işçilik maliyetleri ve yüksek petrol fiyatlarını düşündüğünüz zaman bugün Çin'e yatırım yapmak eskisi kadar karlı değil. Mesela Amerika'da enerjide bir maliyet avantajı yakalanırsa bu çok önemli... Benim izlediğim birkaç trend var. Örneğin robot teknolojisinde bir ilerleme var deniliyor. Bu maliyeti aşağı çekici etki yaratır. Yeni işe başlayanların daha ucuz ücretlerle çalıştırılmaya başlanması gibi. Bu tabii orada orta sınıfı biraz olumsuz etkiliyor ama gelişmiş ekonomilerde de özellikle Amerika'da bir yapısal değişim olabilir diye düşünüyorum. Avrupa'nın ise daha büyük sorunları var.

Türkiye'nin ise bu resimden daha düşük büyüme şeklinde etkilenmemesi için büyüme temposunu 4,5 – 5 civarında tutması, potansiyel büyüme hızının altına düşmemesi lazım. Bunun için de rekabet gücünü artıracak adımlarına devam etmesi lazım. Örneğin eğitimde, işgücü piyasasında, rekabet alanında...

Serhat Gürleyen Dolayısıyla son tabloda dünyayı karışık görüyoruz ama Türkiye'ye dair şöyle bir ortak kanı oluştu. Yapısal sorunlar üzerine gitmek lazım gibi bir sonuç çıkıyor. Konjonktürden kaynaklanan çok ciddi bir etki ise reel ekonomiye çıkmıyor gibi görünüyor.

Sedef Seçkin Büyükk Katılımınız için hepinize teşekkürler.



BARBAROS İNECI

PAZARLAMA

ÖZEL YAYINLAR
VE KİTAPLAR

YÖN VEREN
İNSANLAR

ANADOLU
KAPLANLARI

BAŞARI
ÖYKÜLERİ

Capital

YÖNETİM

KARİYER

YENİ YAKLAŞIMLAR

KONJONKTÜR

ARAŞTIRMA

1. sınırsız bilgi

a. rşivimiz

t. rend

p. piyasalar

i. ş dünyası

a. nalizler

Türkiye'nin 1 numaralı aylık iş ve ekonomi dergisini artık dijital platformlardan da izleyebilirsiniz.



Capital, DergiBurada uygulaması ile iPad'de!

www.capital.com.tr



capital-dergisi



capitaldergisi

TÜRKİYE'NİN EN YENİLİKÇİ AYLİK İŞ VE EKONOMİ DERGİSİ



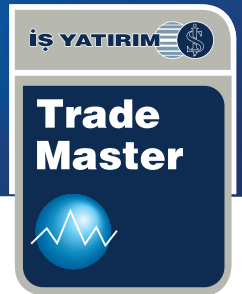
YATIRIM ARTIK BÖYLE BİR ŞEY



İş Yatırım'ın piyasalara erişim platformu TradeMaster ile yatırım artık çok kolay. TradeMaster ile alın, satın, internet olan her yerden 24 saat hızlı ve kolayca yatırım yapmanın tadını çıkarın.

- Piyasaları veriler ve derinlikli analizlerle takip edin
- Uluslararası piyasalarda altından petrole tüm emtialarda alım-satım yapın
- Farklı döviz paritelerinde ve Foreks piyasasında fırsatları anında yakalayın
- Dünyanın önde gelen borsalarında kolayca işlem yapın
- Birikimlerinizi hisse senetleri, vadeli işlemler veya opsiyonlarda değerlendirin

İş Yatırım güvencesiyle TradeMaster. Yatırım artık böyle bir şey...



İnternet olan her yerde, 24 saat hızlı ve kolayca yatırım

0212 350 24 24
trademaster@isyatirim.com.tr
www.trademaster.com.tr

Türkiye İş Bankası kuruluşudur.

TÜRKİYE İŞ BANKASI