

Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

28 Ocak 2015

Haftanın Ortası artık her Çarşamba posta kutunuzda.

Tsipras'ın fotoğraflarını görmüş olanlar, yüzündeki yumuşak gülümsemenin neredeyse hiç değişmediğini fark etmemiş olamazlar. Fırsatların değil, hayatı boyunca yaptığı tercihlerin birikimi ile Başbakanlık koltuğuna yüksek bir destekle seçilmiş olan bu adamın, seçimlerin ardından Troyka tarafından kurulan baskıya rest çekme ihtimali; iktidar koltuğunda yumuşayarak önceki Başbakan Samaras'ı koltuğundan eden liberal ekonomik politikalara kapıyı aralık bırakabileceği ihtimalinden daha yüksek.

Avrupa ve IMF tarafından gelen sert açıklamalar, belli bir vadede tarafların masaya oturup borcu yeniden yapılandırmasıyla sonuçlanacak; böyle olması durumunda her iki taraf için de kazanımlar yüksek.

Borcun bir kısmının silinmesi, kalan kısmı için vadenin uzatılması, faizin düşürülmesi veya ekonomik büyüme oranına endekslenmesi, geri ödemesiz bir dönem yaratılması ve faiz dışı fazla hedefinin düşürülmesi hep seçenekler arasında. Kimsenin öyle kolay kolay eurodan vazgeçmesi şu aşamada beklenmemeli.

Keyifli okumalar dileriz.

Tsipras'ın yüzündeki yumuşak gülümseme...

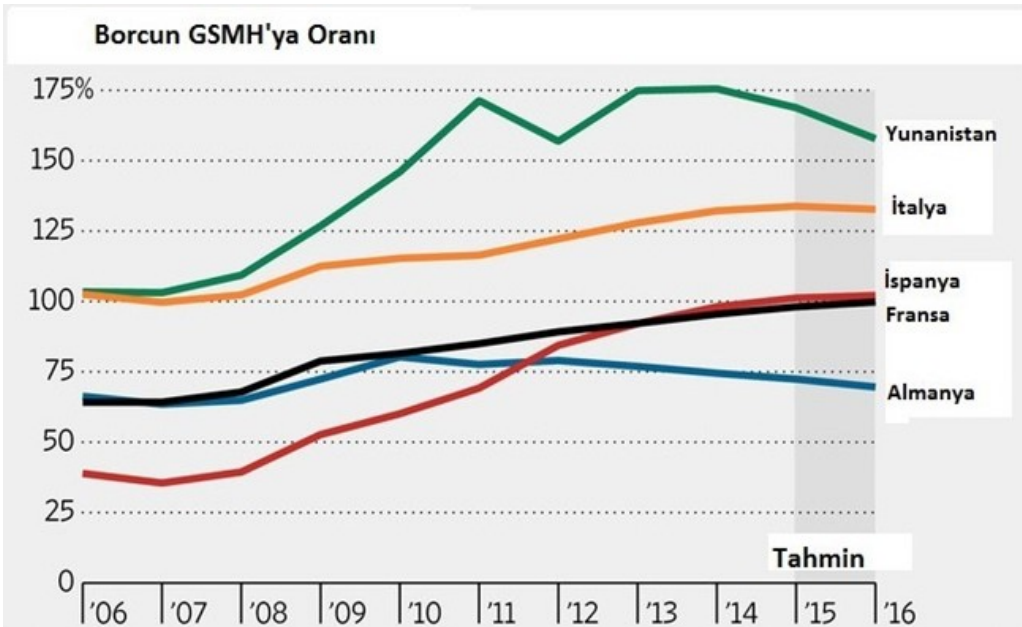
Yunanistan seçimlerinin çok yankı yapan sonucu herkesin malumu. Özgürlükçü sol-sosyalist SYRIZA, %36 oy alarak hükümet oldu. Taze Başbakan Tsipras da, yine alışılmadık bir manevrayla eski iktidar partisi "Yeni Demokrasi" içinden kopan merkez sağ "Bağımsız Yunan Partisi (ANEL)" ile koalisyon kurarak ihtiyaç duyduğu iki milletvekilini fazlasıyla aldı.

149+2 yerine 162 sandalye ile çoğunluğu kolayca sağladı ve koalisyon hükümetini kurdu. Hem de 150 yıldan beri ilk kez dinsel yemin törenini atlayarak, hükümeti bir günde kurdu.

Şimdi Yunanistan ve Avrupa'nın önünde, Yunanistan'ın dış borç ödemelerinin yoğunlaşacağı Haziran sonuna kadar bilek güreşi için masaya oturacakları dört önemli ay var.

Almanya Şansölyesi Merkel, IMF Başkanı Lagarde, Alman Merkez

Grafik 1. Borcun GSMH'ye Oranı



Bankası Başkanı Weidman ve İngiliz Başbakanı Cameron başta olmak üzere Yunanistan'a ekonomik yardımları karşısında ağır bir ekonomik paket yükleyen mali lobi Başbakan Tsipras'a baskı kurma çalışmalarına hız vermiş durumda.

Seçimin hemen sonrası geceki coşkulu ifadelerini geçelim. Seçimin öncesi ve seçimi izleyen günlerde Tsipras'ın fotoğraflarını görmüş olanlar, yüzündeki yumuşak gülümsemenin neredeyse hiç değişmediğini fark etmemiş olamazlar.

Fırsatların değil, hayatı boyunca yaptığı tercihlerin birikimi ile Başbakanlık koltuğuna yüksek bir destekle seçilmiş olan bu adamın, seçimlerin ardından Troyka (IMF, AMB ve EU) tarafından kurulan baskıya rest çekme ihtimali; iktidar koltuğunda

yumuşayarak merkez sağın lideri önceki Başbakan Samaras'ı koltuğundan eden liberal ekonomik politikalara kapıyı aralık bırakabileceği ihtimalinden daha yüksek.

Yunanistan gibi demokrasi kültürünü yaratan bir ülkenin taze sosyalist Başbakanı'nın, AB gibi özünde bir barış projesinden vazgeçmeye meyilli olacağı da akla yatkın gelmiyor. Bunu euro'da deprem yaratarak ortak para birliğinden çıkma isteği olmadığı şeklinde okumak da mümkün. Zaten, Tsipras seçimin hemen öncesindeki haftada defalarca Eurodan çıkmak gibi bir amacı olmadığını ifade etmişti.

Ancak, kemer sıkma politikalarını savurgan harcamalar yaparak değil, sosyal devlet felsefesine uygun seçimlerle esnetmeyi planlayan Tsipras için elbette ki Euro da vazgeçilemez bir yapı değil son noktada. Yine de, euro lu ve

belki de Türkiye'nin de içinde olabileceği eurosuz ikili bir yapı çerçevesinde AB projesinin devam ettirildiği bir modeli tartışmak için de henüz erken.

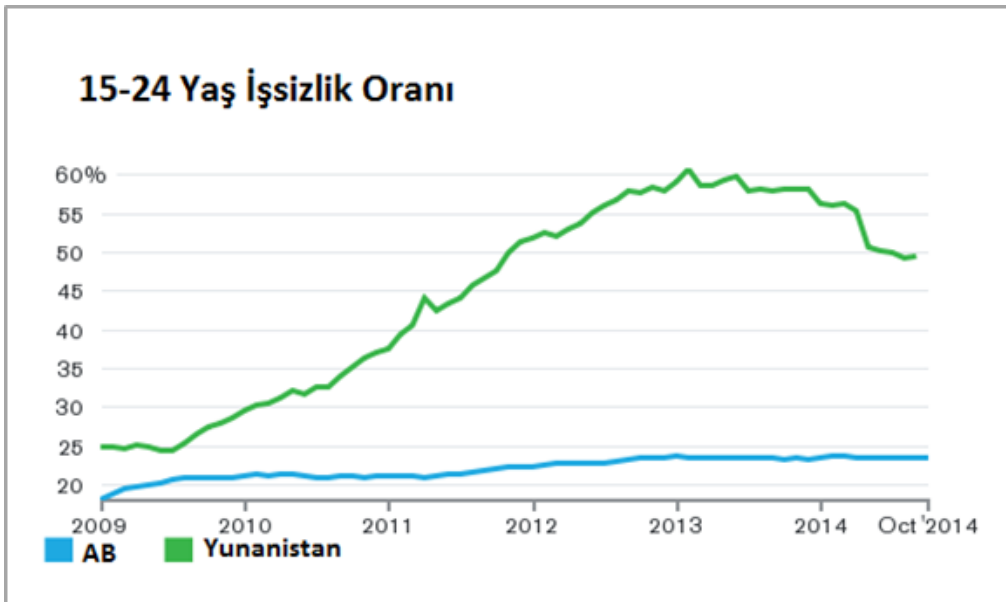
Almanya'nın liderliğindeki Troyka tarafına gelince... Hemen yapıcı bir şekilde Yunanistan'ın yeni sosyo-ekonomik modelini sağlıklı kılmak için masaya oturmalarını beklemek bir fazla saflık olur. Keza, sosyalist bir Yunanistan'ın Kuzey Avrupa dinamiğini yakalamasına oldukça uzun bir yol var. Hem ekonomik hem de kültürel anlamda.

Yine de, Avrupa ekonomisine yön veren merkez sağ politikacıların da, uzun süredir devam eden ekonomik sorunların Avrupa'nın çalışan kesimi üzerinde yarattığı yorgunluğu kavramaları ve bir kırılma noktasını engellemek adına, siyasi ataleti nasıl silkeleyecekleri konusunda bir planla gelmeleri gerekiyor. Çünkü sadece Avrupa Merkez Bankası'nın atma yoluna girdiği parasal adımlarla bu kördüğümü çözebilme gerçekçi görünmüyor.

Tsipras'ın eylem planı nedir?

İlk etapta, Avrupa ile borcun yeniden düzenlenmesi konusu aşıldıktan sonra, mevcut sosyalist ve merkez sağ koalisyon hükümetinin bir-iki sene sorunsuz devam etmesi beklenmeli. Dünya görüşleri iki farklı uçta olsa da, her iki parti de Yunan halkını büyük üretim

Grafik 2. AB-Yunanistan Genç İşsizlik oranı



Kaynak: Bloomberg

kayıbı ve çok yüksek işsizlik oranı ile yıkım noktasına taşıyan kemer sıkma politikalarına karşılar. Kamu kaynaklarının ne şekilde yönetilmesi noktasına gelmeden önce, son beş yılda en alt seviyeye gerilemiş kesime acilen destek atılması gereği konusunda hemfikirler.

Tsipras'ın seçimden önceki vaadi, ilk etapta en düşük gelirli rahatlatacak ve maliyeti 12milyar euroyu bulacak dört ayaklı eylem planını uygulamaya koymak:

1. İnsanlık krizine karşı koymak-(1,9 milyar euro):

Yoksulluk sınır altındaki 300,000 haneye limitler kapsamında ücretsiz elektrik, yemek yardımı, 30-50-70 metrekairelik konut güvencesi; 1,3 milyon emekliye 700 euro ile sınırlı 13. maaş; sigortasız işsiz vatandaşlar için ücretsiz sağlık ve ilaç hizmeti; aynı gruba toplu ulaşım kartı ile birlikte; ısınma ve dizel vergilerinin kaldırılması.

2. Ekonomiyi yeniden başlatıp vergi adaletini sağlamak-(6,5 milyar euro):

Devlete ve sosyal güvenlik fonlarına olan mali yükümlülüklerin 84 taksitle düzenlenmesiyle 3 milyar euro gelir elde edilmesi; geliri olmayanların ödemelerine 12 aylık erteleme; emlak vergilerinde düzenlemeyle büyük mülklerin daha fazla vergilendirilmesi; gelir vergisi muafiyet seviyesinin yıllık 5000

eurodan 12,000 euroya çıkarılması; bireysel ve kurumsal batık kredilerin yeniden yapılandırılarak borçların ertelenmesi; özel borçların yönetilmesi uygulanmasını kontrol eden bir kamu şirketi kurulması; kamu gelişim bankası ve özel amaçlı bankaların kurulması; asgari ücretin 500 eurodan 750 euroya çıkarılması.

3. İstihdamı yeniden sağlamak için ulusal plan-(3 milyar euro):

Hedef ekonomik büyümeden büyük oranda faydalanamayacak olan 55 yaş üzeri uzun dönem işsizleri ve genç işsizleri kapsayacak şekilde 300,000 adet net iş artışı; işsizlik sigortasının genişletilmesi; toplu iş sözleşmelerinin ve uzlaştırma kurulunun geri getirilmesi; geniş çaplı ve gerekçesiz işçi çıkarmalarına

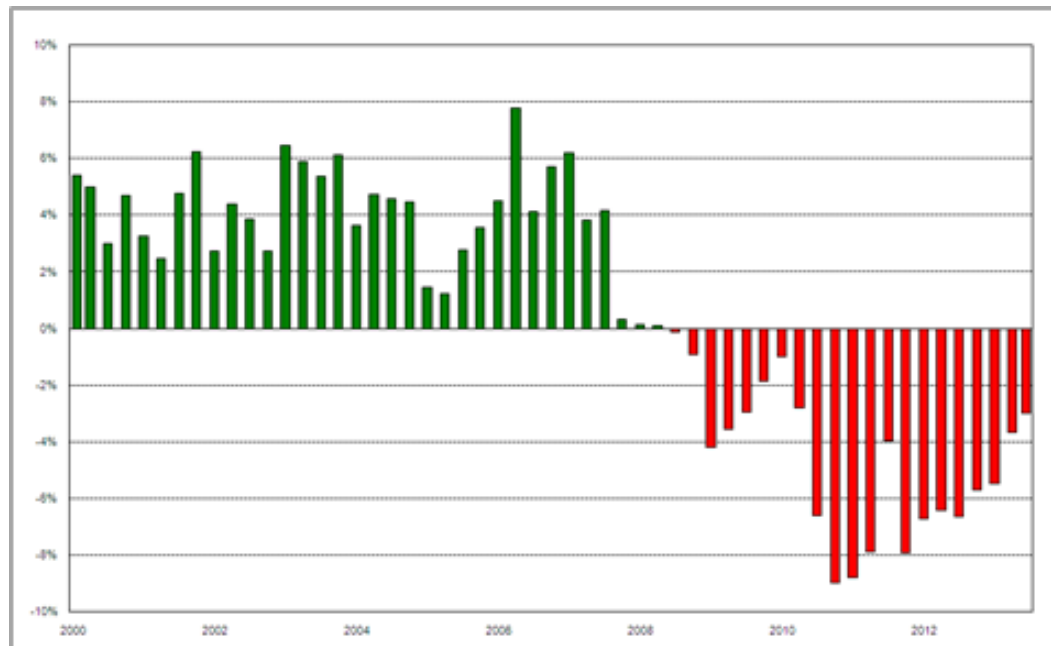
ve taşerona izin veren düzenlemelerin kaldırılması;

4. Siyasi sistemde demokratik dönüşümleri sağlamak-(maliyet yok denmiş ama maliyetsiz dönüşüm gerçekçi değil):

Devletin bölgesel örgütlenmesi; şeffaflığın, ekonomik bağımsızlığın güçlendirilmesi; meclisin güçlendirilmesi başlığında dokunulmazlığın kısıtlanması ve milletvekillerin soruşturulmasını engelleyen özel yasal düzenlemelerinin kaldırılması; radyo ve televizyon kuruluşlarının, sıkı mali, vergi ve sosyal güvenlik kriterlerine bağlı kalarak düzenlenmesi; Yunan Radyo ve Televizyonu'nun (ERT) sıfırdan yeniden kurulması;

Kulağa ne hoş geliyor; ancak bu değişimin finansmanı elbette önemli. SYRIZA yukarıdaki adımları atarken, bir taraftan da

Grafik 3. Yunanistan Büyüme



Kaynak: Yunanistan merkez Bankası

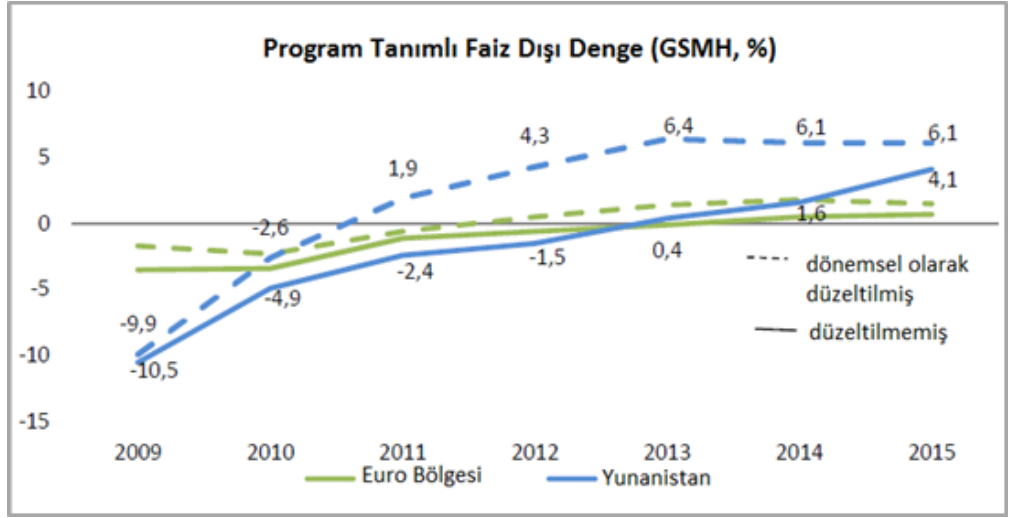
sisteme gelir yazmaya başlayacağını öngörüyor. Vergi kaçağı ile mücadeleden ilk yılda hemen 3 milyar euro gelir bekleyen yeni hükümet, bireysel/kurumsal borçların yeniden yapılandırılması ve ödenebilir hale gelmesiyle de 3-4 milyar euro daha elde edeceğini hesaplıyor.

Elbette, burada en önemli kaynak Yunan devletinin borcunun yeniden yapılandırılması ile ortaya çıkması beklenen gelir.

Troyka ile borç konusu üzerinden pazarlıkta, Yunanistan'daki özgürlükçü sol hükümetin belki de en büyük avantajı; diğer Birlik ülkelerinde ayak direnen yönetsel reformları zaten gerçekleştirmek konusunda samimi bir arzusu olması. Tsipras'a göre eski hükümetlerin tercihleri sonucunda kamuda oluşan yolsuzluk, hantal bürokrasi, ahbap-çavuş ilişkisi ve medya-reel sektör-hükümetteki çıkar ilişkilerini tamamiyle temizlenmesiyle ancak Yunanistan geleceğine sahip çıkabilecek.

Yunanistan'ı AB'ye kabul ederken göz yumulan bu çarpık yapının düzeltilmesinde Troyka'nın da ayak diretecek hali olmadığı; ve bu aşamaya gelinebilmesi için önce borç yeniden yapılandırılmasının aşılması gerekliliği de bir gerçek.

Grafik 3. Yunanistan Faiz Dışı Denge (gelirler - faiz harcamaları)



Kaynak: AB Komisyonu

Kısaca, Yunanistan'da sosyalist hükümetin gelişi ile Avrupa ve IMF tarafından gelen sert açıklamalar, belli bir vadede tarafların masaya oturup borcu yeniden yapılandırmasıyla sonuçlanacak; böyle olması durumunda her iki taraf için de kazanımlar yüksek.

Troyka'nın elindeki yaklaşık 240 milyar borcun bir kısmının silinmesi kadar, kalan kısmı için vadenin uzatılması, faiz oranının düşürülmesi veya ekonomik büyüme oranına endekslenmesi, 5-10 yılı kapsayacak şekilde geri ödemesiz bir dönem yaratılması ve faiz dışı fazla hedefinin düşürülmesi hep seçenekler arasında. Kimsenin öyle kolay kolay eurodan vazgeçmesi şu aşamada beklenmemeli.

Faiz dışı fazla üzerinden Yunanistan'ı tartışmak...

Borç dinamikleri konusu karışık gibi görünse de, Pazartesi

günkü NY Times'da Krugman'ın blogunda çok basit bir hesap vardı. Yunanistan söz konusu olduğunda borç verenlerin stoka değil akımlara odaklanmasını önermiş Paul Krugman.

Yüksek borç stokunun, zaten piyasa faizlerinden bağımsız, büyük ölçekte resmi kurumların elinde olduğu ve devam eden faiz ödemelerinin de yine aynı kreditorler tarafından sağlanan fondan yapılmakta olduğunu gerçeği, söz konusu borcu muhasebesel olarak fiktif bir noktaya taşımakta. Borcu ödeyememezlik halinin politik ve psikolojik etkilerini bir yana koyarak, esasta Yunanistan'ın bütçede sağladığı faiz dışı fazlanın (gelirlerden faiz harcamaları dışındaki giderlerin çıkarılmasıyla elde kalan) gerçekte borcu ödeyen kısım olduğunun altını çiziyor Krugman. Faiz dışı fazlanın ise bir stok değil bir akım olduğunu hatırlatarak, bu tarafa yoğunlaşılması gerektiğini öneriyor.

Yani akımı sağlayacak alan olan ekonomik büyümenin bir an önce güçlüce sağlanması çabalarına.

Yunanistan ise 2013'ten bu yana anlaşmada öngörülen % 4,5'in üzerinde bir faiz dışı fazlayı elde eder durumda. Bu hedefin düşürülmesinin batık bir paraya daha fazla kaynak aktarılması anlamına gelmediğini; aksine neredeyse herkesin piyasa faizlerinden ödenemezliğini kabul etmiş olduğu bir borcu, yarattığı faiz dışı fazla ile hangi tempoda gerçekten ödeyebileceği üzerine düşünülmesi gerektiğini öneriyor.

Gerçekte SYRIZA'nın dahil teklif etmediği şekilde, varsayımsal olarak %4,5'lük faiz dışı fazlanın hepsinin senelerdir daralmakta olan ekonomiye doğru kanallardan aktarılması

halinde büyümenin pozitifte dönerek ekstra gelir ve yeniden faiz dışı fazla sağlayacağını iddia ediyor.

Hassas hesaplar ile elbette böyle bir denge kurulabilir. Mümkün. Türkiye'de de benzer bir dönemi hep beraber geçirmiştik.

Krugman'ın işaret ettiği şekilde, daha teknik bir seviyede tartışalım. IMF'nin tahmini, Yunanistan için kamu harcamaları çarpan oranının 1,3 olduğu.

Harcama olarak artan her 1 milyar euro ekstradan 0,5 milyar euro yaratacak ekonomide.

Bu da, artan ekonomik aktivite sayesinde baştaki harcamanın yarısının kasaya geri dönmesi demek.

Bu hespla GSMH'nin % 4,5'üne karşılık gelen faiz dışı fazlanın akıllıca kullanılmasıyla, GSMH'nin %9'una karşılık gelecek miktarda harcama alanı yaratılması mümkün.

Böylece, hiçbir şey yapılmadığı koşullarda uzun yıllar %27'lerde seyretmeye devam edecek işsizlik oranının belli bir vade ile 10 puan geriletilmesi olası hale geliyor.

Faiz dışı fazla hedefinin sıfıra indirilmesi pazarlık dinamikleri açısından beklenmemeli. Ancak, %4,5'in yarıya indirilmesi bile, ekonomik büyümenin yok seviyesinden artıya geçmesi anlamına gelecek Yunanistan için.

Hangi hükümet bunu yapmayı tercih etmez ki?

İletişim: Güldem Atabay Şanlı

Direktör, Araştırma ve Strateji

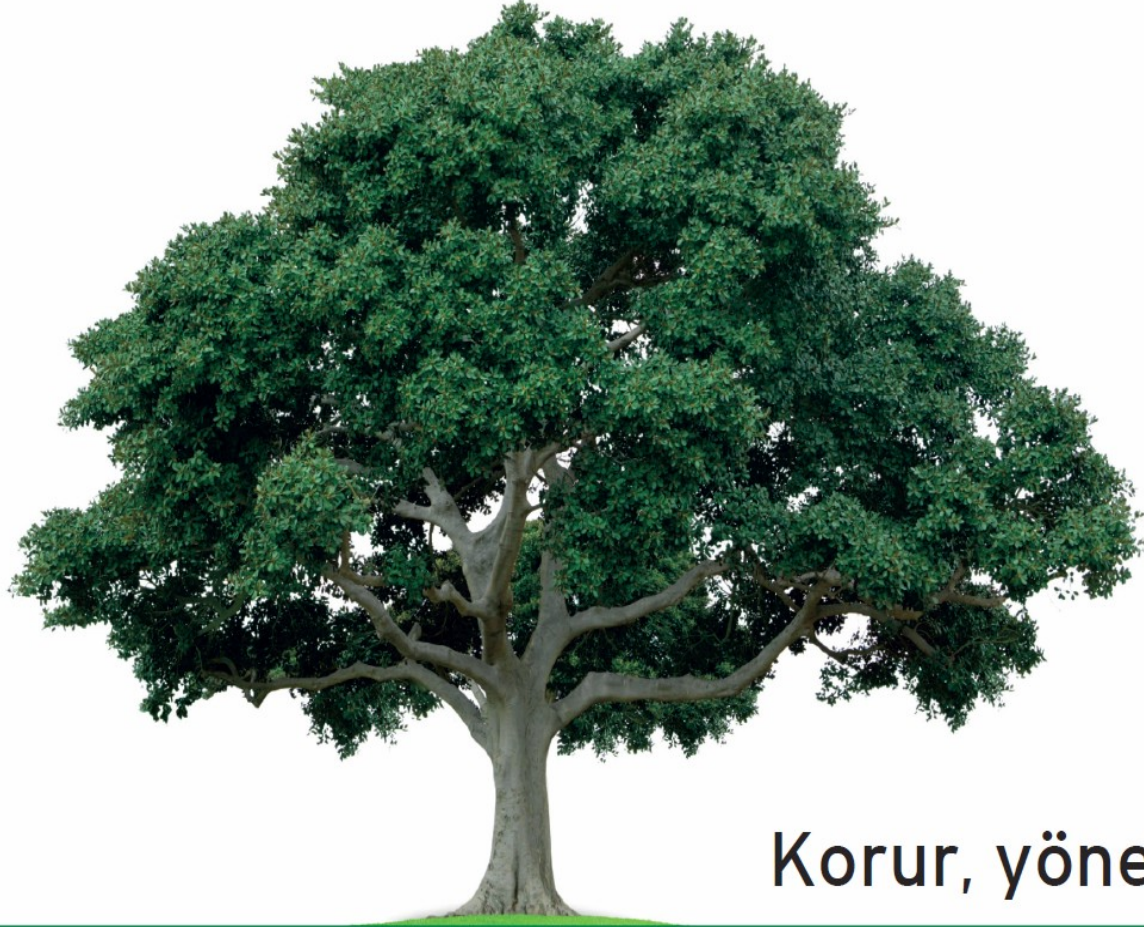
+90 530 016 98 69

guldem.atabaysanli@egelico.com

Bu doküman Egeli & Co. Portföy Yönetim A.S. ("Egeli & Co.") tarafından hazırlanmıştır. Egeli & Co. SPK düzenlemelerine tabi ve SPK tarafından düzenlenen yetki belgesine sahip, kendine değer yaratmaya adanmış bağımsız bir portföy yönetim şirkettir. (Yetki belgeleri: 03.11.2010 PYS./PY. 35/946 ve 03.11.2010 PYS./YD. 15/946). Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren Egeli & Co. 2002 yılından bu yana, dürüst ve seçkin yaklaşımı ile yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılara, aile şirketlerine ve özel bireysel portföylere hizmet etmektedir. Başarısı, yatırımcıları için yurtiçi ve yurtdışında geliştirdiği finansal ürünler ile değer yaratma becerisinden gelmektedir. Egeli & Co.'yu diğerlerinden ayıran fark alternatif varlık sınıflarına ve yatırım temalarına odaklanmasıdır. Egeli & Co. Türk sermaye piyasalarındaki alternatif yatırım temaları alanında bulunan geniş bilgi, tecrübe ve geçmiş performansı ile yatırımcıları için uzun vadeli yatırımlarla önemli getiriler yaratmaktadır.

YASAL UYARI:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekilde, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu belgedeki bilgilerin doğruluğu, güvenilirliği ve güncelliği hakkında gerekli özeni göstermekle birlikte bu bilgilerin güvenilirliği, doğruluğu, güncelliği ve eksiksizliği hakkında hiçbir garanti vermemektedir. (Varsa) Yürürlükteki herhangi bir yasa veya düzenleme ile sorumluluğun sınırlandırılması ölçüde tasarruf olarak, Egeli & Co., yöneticileri, çalışanları, temsilcileri ve ajansları bu belgenin içeriği, hatası veya eksiklerinden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan (ihmal olup olmadığı ya da başka bir şekilde olursa da) ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı sorumlu tutulamaz. Herhangi bir şirket, sektör, hisse veya yatırım için detaylı ve tam bir analiz değildir. Egeli & Co. her an, hiçbir şekilde ve surette ön ihbara ve/veya ihtar gerektirmeksizin söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayımlanamaz.



Korur, yönetir, büyütür



Egeli & Co.'dan yeni bir hizmet:
"Aile Varlık Yönetimi".

Tek elden, objektif ve profesyonel bir yaklaşımla aile varlıklarınız bir bütün olarak korunsun, yönetilsin ve büyüsün diye...

* Aile Varlık Yönetimi