

## Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

11 Şubat 2015

**Haftanın Ortası** her Çarşamba posta kutunuzda.

*Bu hafta McKinsey Global Institute'ün yayınladığı bir raporda rakamlarla ortaya koyduğu üzere küresel krizden bu yana atılan tüm adımlara rağmen (ya da atılan adımlar nedeniyle) devletlerin ve hane halkının borcu yükselmeye devam etmekte. Bu borcun varlığı küresel ölçekte büyüme önünde en büyük engel.*

*Daha da önemlisi, düşen büyüme beklentilerine paralel, son yedi yılda artmaya devam etmiş olan borcun küresel ölçekte önümüzdeki beş yılda artması bekleniyor. Bu da zaten, borcu düşürmek üzere bilinen ekonomik önlemlerin etkin olamayacağı, ileriki tarihlerde krizlerin mevcut yöntemlerle engellenip engellenemeyeceği tartışmasını doğuruyor.*

*Borçta düşüş gerçekleşmesi için büyüme oranlarının tahminlerin birkaç katı oranda sürdürülebilir şekilde büyümeleri gerekiyor. Ya da hükümetler borç oranlarını düşürmek için bütçe açıklarını çok hızla aşağı çekmek zorundalar ki gereken önlemler, politik açıdan gerçekleştirilmesi çok zor olduğu gibi dönüp dolaşıp yine büyüme üzerinde yük oluşturup mevcut kısır döngüyü besleyecek boyutta.*

*Keyifli okumalar dileriz.*

### **Dünyayı ne kurtaracak: "Borcum borç" mu yoksa başka bir yol mümkün mü?**

Ortalık çok karışık. Avrupa-Yunanistan eksenindeki gerilim daha başlangıç noktasında. Amerika'da FED zaten çoktan kartlarını açarak masaya koydu ve esas hamlesini yapmak üzere son ayarlamaları Nisan-Mayıs aylarına saklıyor. Orta Doğu malum, tam bir keşmekeş; ancak IŞİD ve benzerleri ile Kürtler arasındaki oluşan eksen giderek belirginleşiyor. Amerika Ukrayna'yı silahlandırmaktan bahsediyor ve Rusya gözümüzün önünde yarasından delirmeye doğru ilerleyen, ne yapacağı belli olmayan bir kaplan haline dönüşüyor.

Türkiye büyük değişimlere gebe önemli bir seçim geri sayımının içine girmiş durumda. Şimdiden kör topal uygulanmaya çalışılan başkanlık sisteminin, seçimden sonra hukuki altyapısının konmaya çalışılacağı tartışmaları ve AKP içindeki hareketlilik bir tarafta; Orta Doğu'dan bağımsız şekilde okunmaması gereken Türk-Kürt barışının şu aşamada

-henüz- seçim barajı üzerinden yapılan tartışmaları diğer tarafta. Bunca belirsizlik yetmezmiş gibi, bir de merkez bankası üzerinden dönen sert söylemler, zaten gergin küresel çerçevede TL'nin değerinden ölçüleceği üzere ateşe körükle gidilmesi anlamına geliyor.

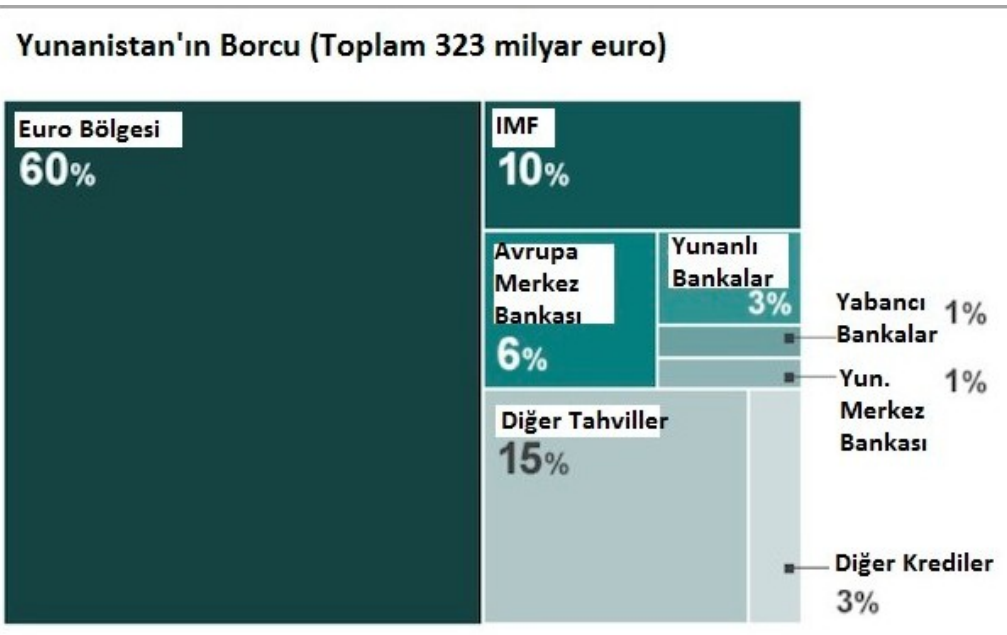
Hepsini ayrı ayrı ve aynı anda değerlendirmek gereği, ekonominin temelini oluşturan bireyleri giderek hareketsizleştiren gergin bir bekleyişe kilitliyor. Karar verip, bir yerden anlatmaya başlamak gerek.

Dışarda, Yunanistan'ın yeni hükümeti seçim öncesi vaatlerinden vazgeçmediği çizgide durup, Avrupalı liderlerle borcun ödenebilir hale getirilmesi için ortak bir zemini yokluyor. İlk etapta Yunanistan'ın toplam 323 milyar tutarındaki borcunun yeniden yapılandırılması gündemde yerini almaya çalışıyor. Arkadan izleyecek ve yıllarla belirlenecek bir sonraki dönemde borcun bir kısmının silinmesi gündeme gelecek. Hiç şüphesiz, Yunanistan'ın taze

hükümeti bu yola uzun bir soluk gerektiğinin farkında olarak adım attı zaten. Bir tarafta Avrupa'nın tartışmasız lideri Merkel kaya gibi dururken, diğer tarafta her an Rusya kartını kullanmaya hazır ve Avrupa'nın geniş bir kitlesine çoktan ilham olmuş bir Yunanistan var.

Kısaca, borç geri ödemelerinin yoğunlaşacağı dönemde kolunun bükülebileceği sanılan Yunanistan, hiç de görüldüğü kadar güçsüz değil. Günümüz anlamak için tarihe bakmak gerek. II. Dünya Savaşı sonrasında dönemin tek sağlam ekonomisi ABD'nin Avrupa'yı yeniden ayağa kaldırmak için sağladığı desteklere, Sovyetlerle yakınlaşmasından korkulan Yunanistan ve Türkiye'nin nasıl sonradan eklenmesinin tercih edildiği ve böylelikle soğuk savaş dönemine resmen

**Grafik 1.** Yunanistan'ın Borcu



*Kaynak: Open Europe, BBC, Mauldine Economics*

**Grafik 2.** Küresel Borç



*Kaynak: McKinsey Global Institute*

geçildiğini hatırlamakta fayda var.

Yunanistan'ı şimdilik bir tarafa koyalım.

2008'de patlak veren "Büyük Durgunluk" sonrasında, büyük resimde devletlerin borç dinamiklerini tartışan önemli bir rapor yayımladı bu hafta "McKinsey Global Institute".

Bu raporun detayları çok önemli; ancak, ana mesajı çok daha önemli.

McKinsey'nin rakamlarla ortaya koyduğu üzere küresel krizden

bu yana atılan tüm adımlara rağmen (ya da atılan adımlar nedeniyle) devletlerin ve hane halkının borcu yükselmeye devam etmekte. Bu borcun varlığı küresel ölçekte büyüme önünde en büyük engel. Büyümenin tam da bu muazzam borç yükü nedeniyle mecburen potansiyel seviyenin altında kalacağı önümüzdeki on yıllarda, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere devletlerin finansal piyasalarda yeni tur oynaklıkları ve krizleri önlemek üzere gündeme almak zorunda olacağı konuları yazmış McKinsey. Raporun sonuçlarından başlayarak "devletlerin borcu" üzerinde tartışılması ve hatta planlanması gereken söz konusu bu önlemleri sıralayalım:

1. Daha kapsamlı kamu varlık satışları (bizde özelleştirme başlığı altına sokabiliriz),
2. Servet üzerinden alınacak daha yüksek vergiler ve/veya tek seferlik yüksek bir vergi,
3. Daha yüksek enflasyon hedefleri,
4. Ve borcun daha etkin bir şekilde yeniden yapılandırılması.

Borç dünya ekonomisinde büyüme sağlamak için vazgeçilmez bir araç. Altyapı yatırımları, kapasite artırımı ve büyük ölçekte şehirleşme adı altında harcamaların yapılabilmesi için, kredi sağlanması gerekiyor her ekonomi için. Ancak, ister özel ister kamu sektörü olsun, borcun çok yüksek seviyeleri ulaşması durumu finansal krizlere ve ardından ekonomik durgunluk dönemlerine neden oluyor. Bu anlamda gelecekteki büyümenin önünde engel oluşturmaması açısından "çok fazla" borçlanmamak üzere bazı önlemlerin gündeme alınması gerekiyor.

McKinsey'in raporundaki verilere göre, 2007 ve 2014'ün ikinci çeyreğini kapsayan dönemde küresel ölçekte borç 57 trilyon dolar; yani dünya GSMH'sine oran olarak da 17 puan daha artmış durumda. Bu artışın %47'si gelişmekte olan ekonomilerden gelmiş ve bu durum da sağlıklı bir finansal derinleşme olarak adlandırılmış. Çünkü artan kurumsal tahvil ihraçları be hane halkının borçluluk oranı finansal sisteme entegrasyonun habercisi. Zaten gelişmekte olan ülkelerde toplam borcun GSMH'ye oranı ortalama %120 gibi sürdürülebilir bir seviyede.

Gelişmiş ekonomilerde ise borcun GSMH'ye oranı ortalama %280'le çok yüksek bir seviyede olduğu gibi bu ülkelerde artan borcun nedeni

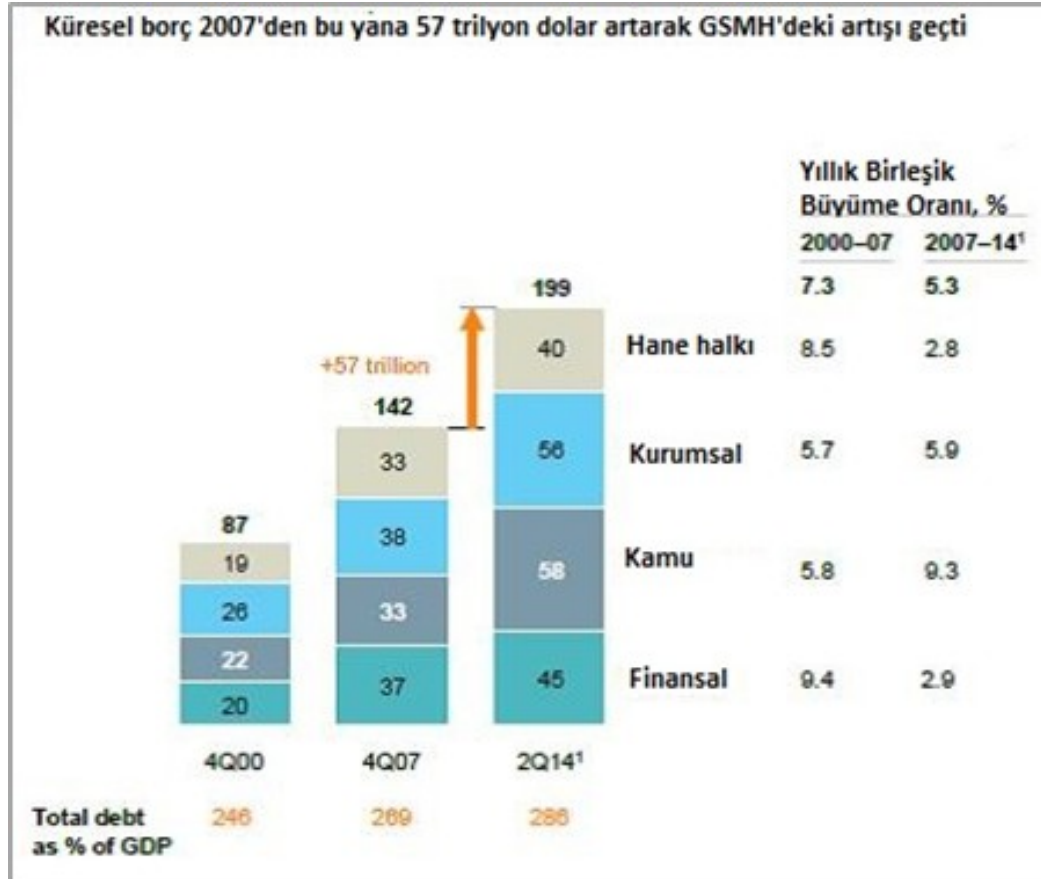
ise daha farklı. Altında finansal sistemi, hane halkını kurtarma ve ekonomik durgunlukla savaşıma adımları kadar; kuruyan bankacılık kredi olanaklarına paralel hızla artan kurumsal tahvil ihraçları da var. Bu kategorideki ülkelerde artan kamu borcu ilk etapta düşen talebe karşı önlem olarak istenen bir durum olarak algılanmış olsa da, gelinen seviye kritik olarak algılanmalı artık.

Sürpriz olan 2008'den bu yana, büyük gelişmiş ekonomilerden neredeyse hiçbirinin toplam borç/GSMH oranlarının düşmemiş olması; sadece özel sektörden artan

oranda kamuya kaymış olması. Grafik 4'ten izlenebileceği üzere, gelişmiş ekonomiler arasındaki 14 ülkede borcun son yedi yılda %50'nin üzerinde artmış olması gerçekten tedirginlik verici.

Daha da önemlisi, düşen büyüme beklentilerine paralel, son yedi yılda artmaya devam etmiş olan borcun küresel ölçekte önümüzdeki beş yılda da artması bekleniyor. Bu da zaten, borcu düşürmek üzere bilinen ekonomik önlemlerin etkin olup olamayacağı, ileriki tarihlerde krizlerin mevcut yöntemlerle engellenip engellenemeyeceği tartışmasını doğuruyor.

**Grafik 3.** Küresel Borçtaki Değişim (2007-2Q14)



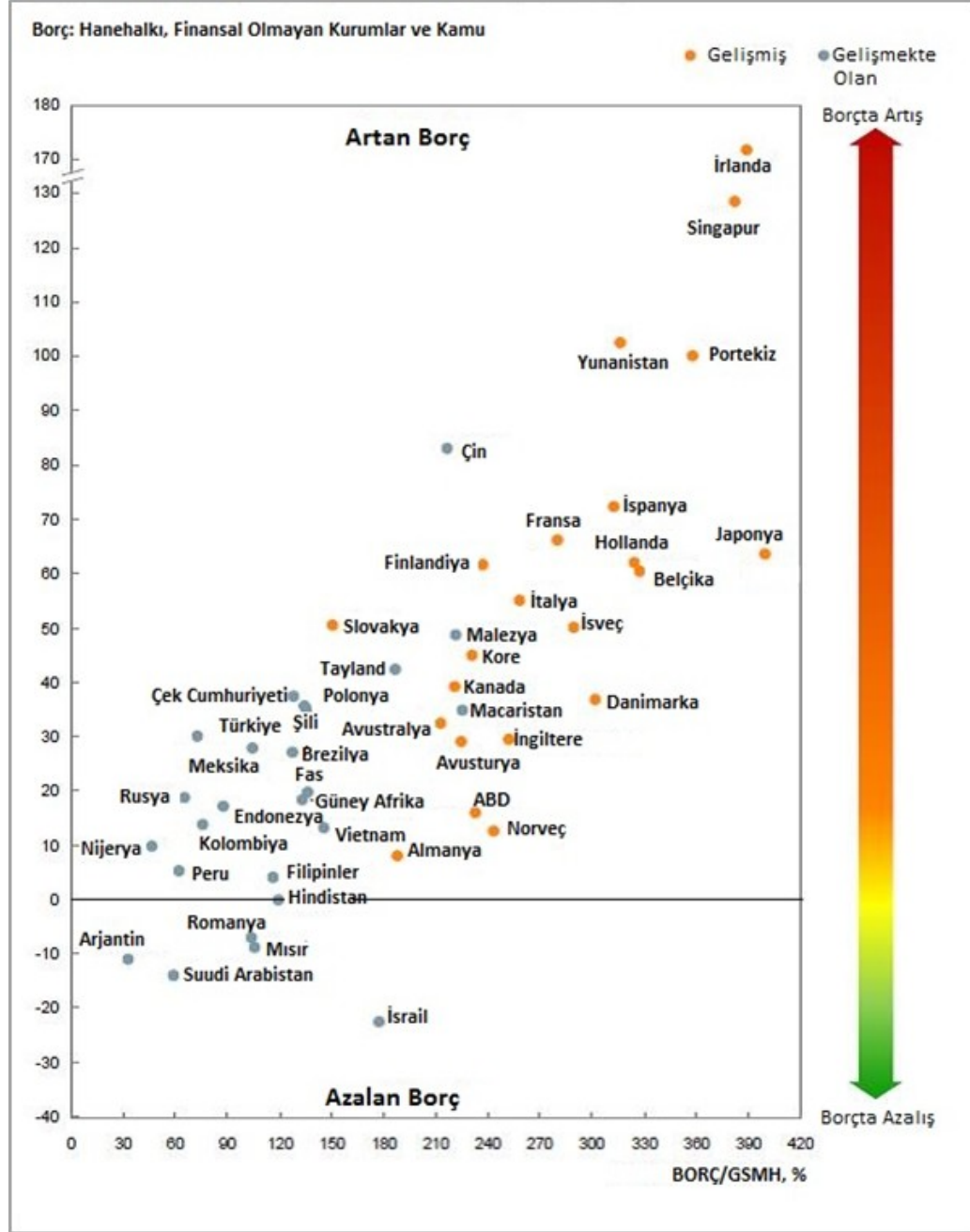
Kamu borcundaki artış son yedi senede 25 trilyon dolar; toplam borçtaki artışın neredeyse yarısı kadar. Keza, GSMH'lerinin birkaç katına borca sahip bazı ülkelerin, sadece ekonomik büyüme yoluyla borçlarının kendiliğinden küçülmeye başlamasını beklemek gerçeklikten artık çok uzak. Borçta düşüş gerçekleşmesi için büyüme oranlarının mevcut tahminlerin birkaç katı oranda sürdürülebilir şekilde büyümeleri gerekiyor.

Ya da hükümetler borç oranlarını düşürmek için bütçe açıklarını çok hızla aşağı çekmek zorundalar ki gereken önlemler, politik açıdan gerçekleştirilmesi çok zor olduğu gibi dönüp dolaşıp yine büyüme üzerinde yük oluşturup mevcut kısır döngüyü besleyecek boyutta.

Rapora göre son yedi yılda mesafe kaydedilmiş belki de tek alan, finansal sistemin borç oranında düşüş sağlanması ve "gölge bankacılık" hizmetlerinin geriletebilmiş olması. Bu sefer de, kurumsal tahvil ihraçları ve bankacılık sistemi dışındaki birimlerin kredi hızları artmış durumda. Özellikle altı çizilen bir nokta 2008'den bu yana kurumsal borçlardaki artışın neredeyse tamamının banka dışı kaynaklardan sağlanmış olması.

Hane halkına gelince, küresel krizin merkezinde olan ABD, İrlanda, İngiltere ve İspanya

**Grafik 4.** Ülkelere Göre 2007-2014 Borç Stokundaki Değişimin GSMH'ye Oranı



*Kaynak: McKinsey Global Institute*

hariç, Türkiye dahil diğer tüm ilkelere hane halkının borçluluk oranı yükselmiş durumda söz konusu yedi yıl içinde. Bunun temel nedeni konut sektöründe aranmalı. Şehirleşmenin az merkezli ekseninde gerçekleşmesi

sonucunda artan arsa fiyatları, fiziksel kısıtlar ve konut borçlanması ile ilgili belki de esnekleştirilmesi gereken kanuni nedenler hane halkının borç oranında miktar yönünden olduğu kadar konut

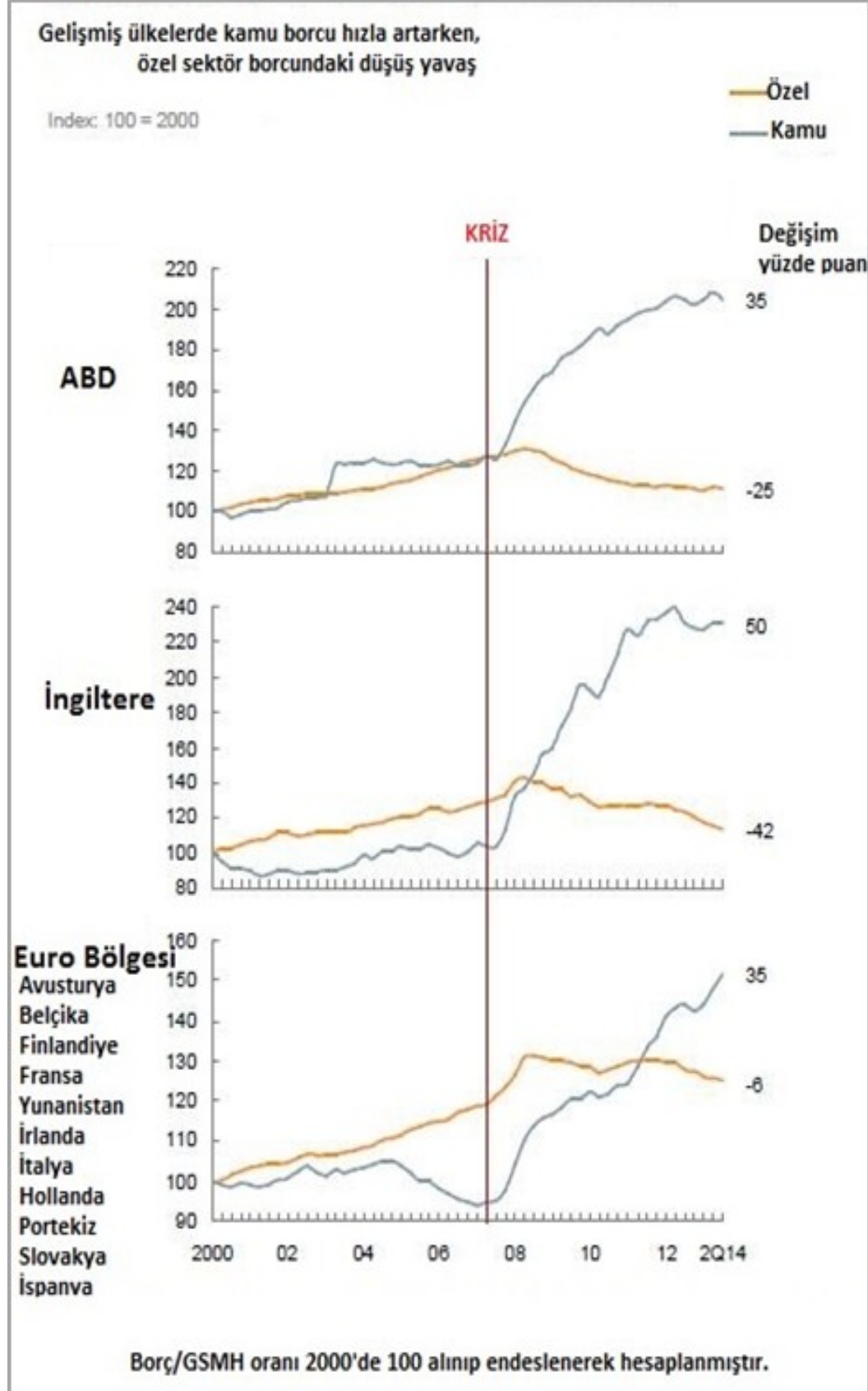
değerlerindeki artış nedeniyle de artış yaratmakta.

Çin ise başlı başına ayrı bir konu. Emlak sektörü ve gölge bankacılık kredileri üzerinden Çin'in 2007'de 7 trilyon dolar olan toplam borcu tam dört kat artarak 2014'te 28 trilyon dolara ulaşmış; GSMH'sinin % 282'si. Zaten, sırf bu konuya değinerek Çin ekonomisinin önümüzdeki yıllarda neden büyüme hızının düşeceğine ayrılan bir "Haftanın Ortası" raporu var.

Sonuç olarak başa dönersek, ekonomiyi oluşturan bireylerin yeni gerçek olarak anlaması gereken, bu ağır borç yükünün sadece gelecek büyüme potansiyelini düşürüyor olması değil, aynı zamanda sık sık finansal oynaklıklara ve belki de yeni krizlere yol açacağı. Sorun, özellikle gelişmiş ülkelerin borç seviyelerini zaten zayıf bir küresel büyüme ortamında azaltmaya çalışıyor olmalarının getirdiği kısır döngü.

Resme bu açıdan bakınca Yunanistan'da seçimle gelen politik değişim yakından izlenmeli. Yeni hükümetin ekonomik hedefleri ve bu kapsamda bütçe üzerinden alınan kısıtlayıcı önlemlerin ekonomik daralmaya yol açarak borcu daha da büyüten bir etki yaratması ve buna karşı duran Syriza'nın borç yapılandırması pazarlığına oturma aşamasında olması aslında Türkiye dahil bütün ülkeleri ilgilendiren çok önemli bir konu.

**Grafik 5.** Gelişmiş Ülkelerde Toplam Borcun Değişimi (Borç/ GSMH % Endeks: 100=2000)



Kaynak: McKinsey Global Institute

McKinsey'in raporundaki borç dinamikleri çerçevesinde Yunanistan'a kaçınılmaz bir başlangıç diye bakmak gerek. Yunanistan'la beraber Avrupa ülkelerinin borca bakışlarında bir değişim olup olmayacağı küresel büyüme önündeki yeni krizler dahil engellerin nasıl aşılacağı ile çok yakından bağlantılı.

Üstelik sorunun çözümü sadece kamu borcu üzerinden hassas matematiksel hesaplar yaparak büyümeye alan açmakla bitmiyor. Verimlilik artışları sağlayacak yenilikçi değişimler bir yana, özel sektörün de hane halkının da daha sürdürülebilir bir yapı içinde borçlanmasını sağlamak için hükümetlerin ciddi mesai harcamaları gerekiyor.

Borç konusunu gelecek on yılda gündemden düşmeyecek şekilde tartışmaya devam edeceğiz.

**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 şekil, 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 şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın 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...

Egeli & Co. Aile Ofisi

Abdi İpekçi Caddesi No: 40/12 Nişantaşı, 34367, İstanbul

Tel: 0 (212) 343 06 26 Faks: 0 (212) 343 06 27

[www.egelicoaileofisi.com](http://www.egelicoaileofisi.com)

