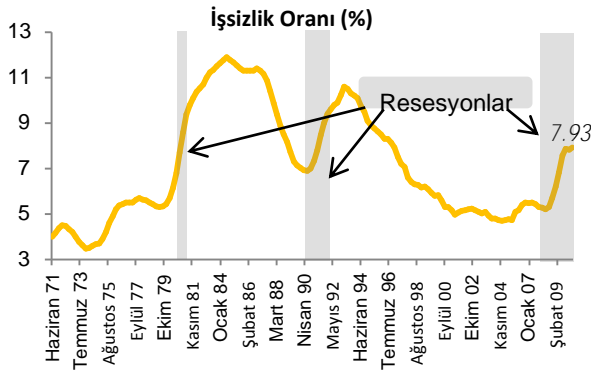


İngiltere de kamu maliyesini daraltmaya başlayan ülkeler arasındaki yerini aldı

Euro Bölgesi'ndeki borç krizi nedeniyle en çok risk altında bulunan ülkeler olan Yunanistan, İspanya ve Portekiz'e ek olarak AB'nin en güçlü ekonomisi olan Almanya da mali sıkılaştırma tedbirleri açıklarken, bu ülkelere son olarak İngiltere katılmıştır. Söz konusu ülkeler, daha güçsüz bir ekonomi, daha katı bir maliye politikası ve daha düşük büyüme oranı üçlemesini göze alarak yaşanan son krizin üstesinden gelmeye çalışmaktadırlar. Bu yazımızda Avrupa'daki mali önlem süreçlerine yeni katılan İngiltere'nin yaşanan krizden nasıl ve ne ölçüde etkilendiğinden bahsedilecektir.

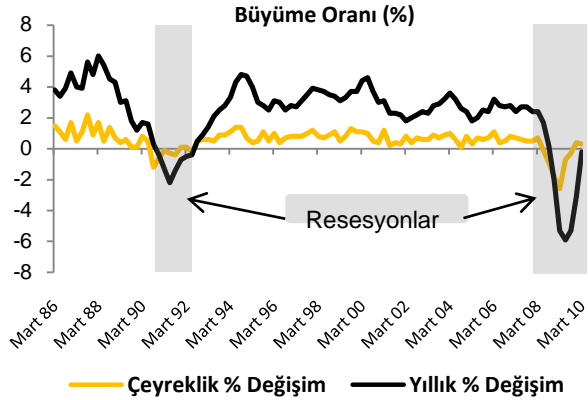
İngiltere'de geçmişte yaşanan resesyonlar sırasında nüfus ve iş alanlarının mevcut rakamların yarısı kadar olmasına rağmen, gerek global ekonomideki görece güçlü konumu gerekse rekabet gücünün yüksek olması, yaşanan resesyonların boyutlarını sınırlamakta idi. Son yaşanan resesyonun ise, ABD finans sektöründen kaynaklanması ve finans sektörünün İngiliz ekonomisi içindeki payı ve öneminin yüksek olmasının yanında ABD finans piyasaları ile entegrasyonunun yüksek olması, İngiltere'nin krize karşı dayanıklılığını azaltmıştır. Öte yandan, işsizlik oranının yaşanan son krizde geçmiş resesyon dönemlerindeki kadar artmadığı görülmektedir. Resesyonun küresel ekonomiyi kapsamaması ve ABD ekonomisine etkileri bakımından Büyük Buhran dönemi ile karşılaştırılacak kadar ciddi sonuçlar yaratma potansiyeli, hükümeti istihdamdaki daralmayı önlemek amacıyla firmalara vergi ödeme sürelerini uzatmak gibi teşvikler sağlamaya sevk etmiştir. İşverenler işe resesyon süresince, işçi çıkarmak yerine, çalışma saatlerini azaltmak, ücretleri düşürmek veya dondurmak gibi önlemler alma yoluna gitmiştir. İstihdamın daralmasını önleyerek ölçeklerini sınırlı ölçüde daraltan İngiliz firmaları işgücü maliyetlerini azaltmamaya çalışırken, resesyon nedeniyle daralan talep karşısında fiyat indirimlerinden olabildiğince kaçınmıştır. Bunun sonucunda enflasyonda çok da keskin bir düşüş yaşanmazken, işsizlik oranı en fazla %8 seviyesine yaklaşarak önceki resesyon dönemlerinin altında kalmıştır.

Grafik 2 İşsizlik Oranı



Kaynak: Bloomberg

Grafik 3 Büyüme Oranı (% değişim)

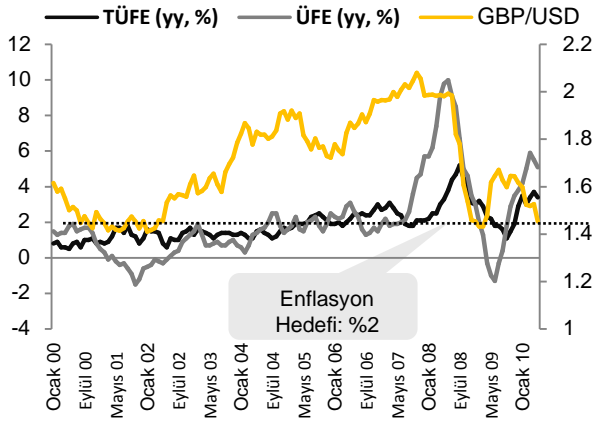


Kaynak: Bloomberg

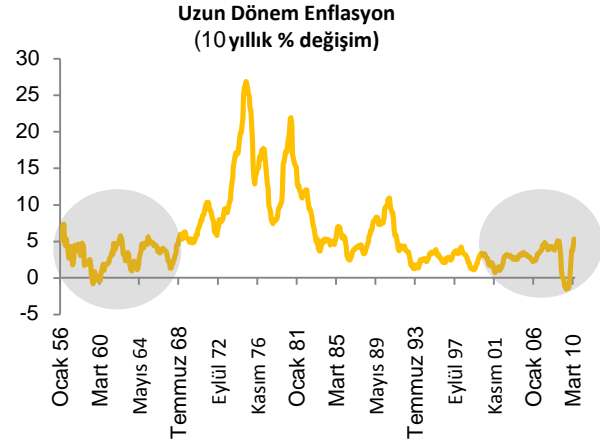
İngiltere'de 2010 yılının ilk çeyreğinde %3.3 olarak açıklanan Tüketici Fiyat İndeksi (TÜFE), Nisan ayında aylık bazda %3.7'ye çıkarak, son 17 ayın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. İngiltere'deki bu yüksek enflasyon değerlerine özellikle İzlanda'da meydana gelen yanardağ patlaması sonucu hava trafiğinin olumsuz etkilenmesi ve bunun sonucunda Nisan ayı gıda fiyatlarında artış yaşanması neden olmuştur¹. Enflasyodaki yükselişte ayrıca, sigara ve içki fiyatları ile giyim grubu fiyatlarındaki artış ve petrol fiyatlarının bir önceki aya göre artması da etkili olmuştur. Öte yandan, ABD kaynaklı finans krizi öncesinde enflasyonist baskılar nedeniyle İngiltere Merkez Bankası'nın politika faiz oranını %5.75 seviyesine kadar yükseltmesinin de etkisiyle yüksek getiri arayışı sonucu İngiliz Sterlini'ndeki (GBP) değer artışının, finans krizi ile birlikte yerini hızlı bir değer kaybına bırakması da enflasyonist baskıların artmasına neden olmuştur. Temmuz 2007'de ABD dolarının GBP karşısındaki değeri 2.08 seviyesini test ederken, 2009'un ilk aylarında 1.43 seviyelerine kadar gerilemiştir. GBP daha sonra kademeli olarak değer kazansa da son dönemde, Euro Bölgesi ülkelerinin bütçe açığı ve borç yükü sorunlarının yarattığı krizin bir yansıması olarak tekrar düşüş eğilimine girmiştir. İhracatının çoğunluğunu sanayi mallarının, ithalatını ise hammadde ve gıda gibi tüketim mallarının oluşturduğu İngiltere'nin para birimindeki değer kaybı ihracatı açısından olumlu olsa da dış alım gücünü azaltarak fiyat artışlarına neden olmuştur. Dolayısıyla, döviz kuru-enflasyon geçişgenliğinin artması fiyat baskılarının yukarı yönlü olmasında önemli ölçüde etkili olmuştur.

¹ Gıda, içki ve tütün grubunda net ithalatçı olan İngiltere'nin dış ticaret açığının %21'i bu gruptan kaynaklanmaktadır.

Grafik 45. İngiltere yıllık ve uzun dönem enflasyon oranları



Kaynak: Bloomberg



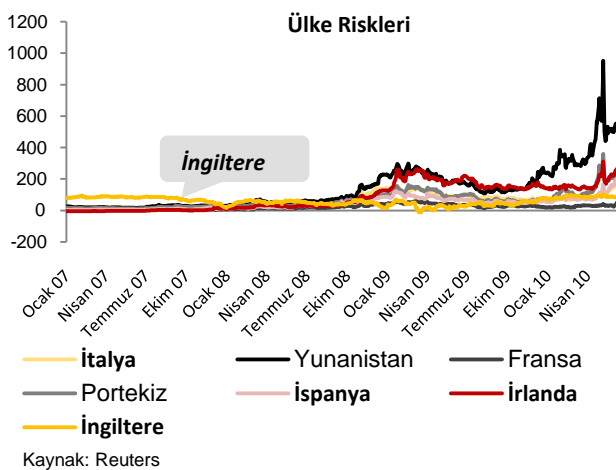
Kaynak: Bloomberg

Grafik 5'te İngiltere'nin 1956 yılından itibaren 10 yıllık yüzde değişim alınarak hesaplanan uzun dönem enflasyon oranları görülmektedir. Geçmiş dönemlerde volatilitesi oldukça yüksek olan enflasyon oranı 1990'lı yılların ortalarından itibaren istikrarlı bir hareket sergilemeye başlamış fakat, son aylarda tekrar bir dalgalanma yaşamıştır. Aylık bazdaki enflasyon verilerindeki sert hareketler de göz önüne alınarak incelendiğinde bu durumun İngiltere için fiyat istikrarı açısından pek de parlak olmadığı ve enflasyon, geçmiş dönemlerdeki hareketlerine benzer tepkiler vermeye devam ettiği takdirde ekonomideki toparlanma arttıkça enflasyonist baskıların giderek daha ciddi bir sorun haline geleceği düşünülmektedir. Bununla birlikte İngiltere Merkez Bankası ikinci çeyrekte daha ılımlı bir görünüm sergileyen enflasyonun, alınan kamu maliyesi tedbirleriyle birlikte gelecek beş yıl içerisinde %2 olan enflasyon hedefine yakınsayacağını öngörmektedir.

İngiliz hükümetinin aldığı kamu maliyesi önlemleri ekonomideki toparlanmayı aksatabilir mi?

Euro Bölgesi ülkelerinin kamu açıklarının dünya genelinde kaygı unsuru olduğu bir dönemde İngiltere'nin seçim sürecine girmesi, ülke risklerinin artmasına neden olan ve kredi notlarının düşürülmesi tehlikesini gündeme getiren borç krize karşı önlemlerin gecikmeli olarak gündeme gelmesine neden olmuş ve bu sırada ülke piyasaları dalgalanmalara maruz kalmıştır.

Grafik 1. Ülke Riskleri



Kaynak: Reuters

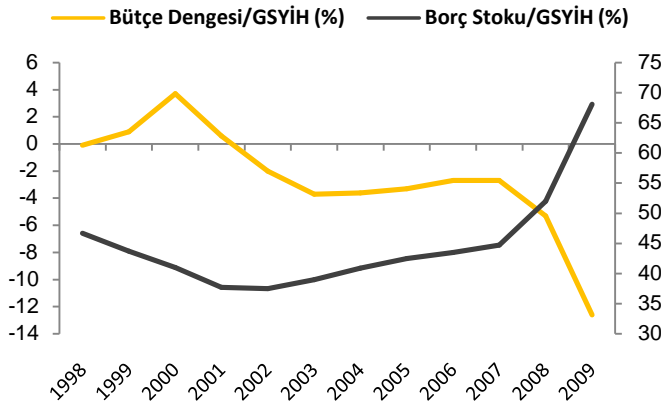
İngiltere'nin yakın dönemde kurulan, liberal ve muhafazakar partilerden oluşan koalisyon hükümeti, Yunanistanın kamu maliyesi sorunları ile tetiklenen Avrupa borç krizinin ardından ülkede benzer bir krize yol açmamak için bazı mali önlemler almak zorunda kalmıştır. Euro Bölgesi ülkelerine nazaran ülke riski daha düşük olan İngiltere, Avrupa'da yaşanan borç krizinin etkilerine maruz kalmamak için, katı bir bütçe disiplini sağlayarak zararını en aza indirmeyi planlamıştır.

İngiliz hükümetinin mali sıkılaştırma paketinde ülke tarihinde son 60 yılda gerçekleşen en sıkı tedbirler yer almaktadır. Vergi artışları ve kamu harcamalarını azaltarak gelecek beş yıl içerisinde bütçe açığını azaltmayı planlayan hükümet, mali kriz sırasında bankaları

kurtarmak ve ekonomiyi yeniden canlandırmak için alınan önlemlerle giderek artan kamu harcamalarının, ülke kredibilitesinde düşüşe yol açarak ekonomiyi yeni bir krize sürükleyeceği endişesini taşımaktadır.

Açıklanan kamu maliyesi tedbirleri Haziran ayında 86 milyar GBP tutarında gerçekleşen bütçe açığının, 2015-2016 dönemine kadar yaklaşık 52 milyar GBP kamu tasarrufu sağlanarak azaltılmasını öngörmektedir. Bu tutarın %85'inin harcama kesintileri, %15'inin ise vergi artışları ile sağlanması hedeflenmektedir. Toplam hasıla üzerinde uzun vadeli etkileri olmayacağı açıklanan

paketin kamu kesimi borçlanma gereğini 2014-2015 mali yılının sonuna kadar 155 milyar GBP'den 71 milyar GBP'ye düşürmesi öngörülmektedir. Buna göre, hükümet bütçe açığı/Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) oranını %5.9 azaltmayı hedeflemektedir. Hükümet programında en büyük harcama kesintisi kalemleri savunma ve eğitim (%10 kesinti) olarak dikkat çekmektedir. Öte yandan, bankalar ve şirketler için karlılık koşullarına bağlı olarak geçici vergi artışları öngörüldükçe, bunun IMF önerileri ile de uyumlu olduğu bildirilmiştir. Ayrıca, katma değer vergisi ve yüksek gelir dilimlerinden alınan vergiler 2012-2013 mali yılı sonuna kadar geçerli olacak şekilde artırılmıştır.



Kaynak: OECD

İngiltere'nin kamu maliyesi göstergeleri incelendiğinde, 2009 yılı itibarıyla borç stokunun GSYİH'ya oranının %68'e kadar yükseldiği ancak halen bu oranın 1855-2009 dönemi ortalaması olan %87'nin ve ABD ile Almanya ve Fransa'nın da aralarında bulunduğu pek çok Avrupa ülkesinin altında bulunduğu dikkat çekmektedir. Ancak, İngiltere'nin GSYİH'sının %12.6'sına ulaşan bütçe açığı açısından diğer Avrupa ülkelerine kıyasla daha büyük bir sorunla karşı karşıya olduğu görülmektedir. İngiltere, finansal piyasalarının sıkı bağlantılar içinde olması sebebiyle ABD'de başlayan finansal krizin yayıldığı ilk ülke olmuştur. Ayrıca, kriz öncesinde ABD'de olduğu gibi bir hayli canlı olan İngiliz emlak sektöründe de, krizle birlikte hızlı bir yavaşlama yaşanmış, bankalar kredi geri ödememe oranlarındaki

artışlar ve ABD piyasalarındaki riskli türev ürünleri yaptıkları yatırımlar nedeniyle ciddi zararlara maruz kalmışlardır. Bankaların iflas etmesini önlemek için sermaye yardımları yapan hükümet, kamu harcamalarını toplam talepteki daralmayı önlemek için daha da artırmıştır. Bütçe açığı 1990'ların ilk yarısında yaşanan resesyonda en fazla %8'e ulaşan İngiltere son resesyonda artan enflasyona karşın, yatırımların uzun süre toparlanamama ihtimalinden uzaklaşabilmek için kamu harcamalarını yüksek tutmak zorunda kalmıştır.

Halen İngiltere'nin karşısındaki en büyük riskler enflasyonist baskıların ve özel kesim tasarruflarının eş zamanlı olarak artmasına karşın, yatırım harcamalarında belirgin bir artış görülmemesidir. Bu durum, para politikasının enflasyondaki artışa rağmen gevşek tutulmasını gerektirmektedir. Döviz kurunun değersiz olması ve düşük faiz oranları ise toparlanmayı hızlandırabilecek önemli avantajlardır. Bu ortamda İngiliz hükümetinin Haziran ayında açıkladığı bütçe tedbirleri, henüz kendi başına toparlanma kabiliyeti olduğu kuşku olan yatırım harcamaları ve toplam talepteki sınırlı canlanmayı sektöre uğratabilecek olması açısından erken bir karar olarak nitelendirilmektedir. Ayrıca, hükümetin kredibilitate kaybına ilişkin endişelerinin de İngiltere'nin hem kısa hem de uzun vadeli tahvillerine olan talebin güçlü olması sebebiyle yersiz olduğu ileri sürülmektedir.

İmparatorluktan bu yana...

Dünya ekonomisinde %3.1'lik payı ile altıncı sırada yer alan İngiltere, veya diğer adıyla "Birleşik Krallık", dünyanın ilk büyük sanayileşmiş ekonomisidir. Dünyada yeni doğan demokrasinin gelişmesinde büyük payı olan sanayi devriminin, neden ilk olarak İngiltere'de ortaya çıktığı sorusuna verilecek cevaplar, ülke ekonomisinin hangi noktadan başlayarak bugünlere geldiğini de ortaya koymaktadır. Sanayi devriminin ilk olarak İngiltere'de ortaya çıkmasının nedenlerinin biri; 18. yy İngiltere'sinde bankacılık ve finans sektörlerinin diğer ülkelerden daha ileri olmasının, ülkeyi dönemin mali merkezi konumuna getirmesidir. Ülkede 11. yy'dan itibaren şekillenen bir anayasal monarşi düzeni bulunması ekonomik gücün de altyapısını oluşturmuştur. Buna ek olarak parlamentonun kapitalizm ilkeleri doğrultusunda iç piyasalarda özgür rekabeti önleyici bütün engelleri kaldırmış olması da önemli bir nedendir. İngiltere'nin söz konusu dönemde dünyanın en büyük sömürge imparatorluğu olması ülkeye geniş hammadde kaynağı ve üretilen mallar için pazar olanağı sağlamıştır. Ayrıca, İngiltere'nin bir ada ülkesi olması da Avrupa'daki derebeylik mücadelesi, savaşlar ve mezhep kavgalarından uzak kalmasına imkan vermiştir. Amerika'da yaşanan 1929 Büyük Buhranı'nın benzerini 1720'de yaşamış olan İngiltere, iç borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmiş ve 17. - 18. yy'larda 'merkantilizm' olarak bilinen; ulus çıkarlarını, birey ya da zümrelerin çıkarlarından üstün tutan teorisinin de merkezi olmuştur. Sanayi devrimi ile birlikte fabrika sisteminin yaratıcısı olan İngiltere 19. yy sonlarında, ABD piyasadaki yerini alana kadar dünya ticaretinin lideri olmuştur.

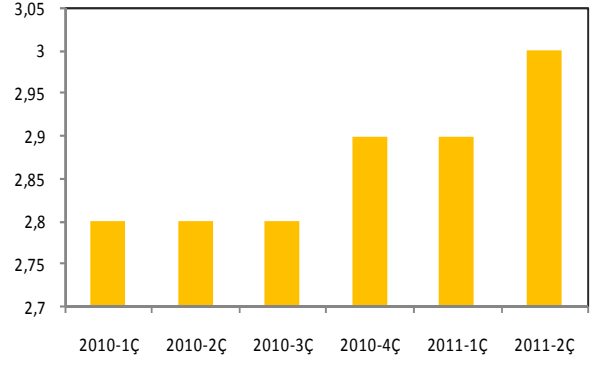
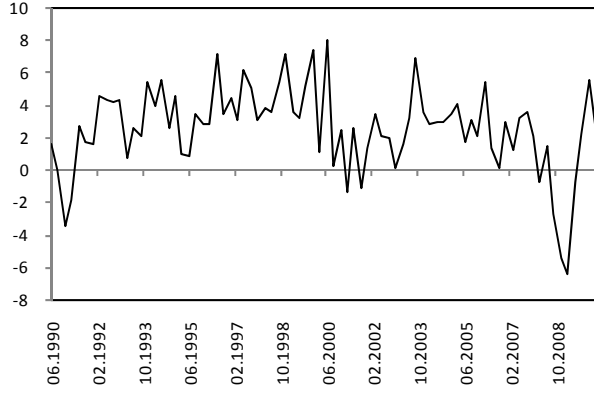
AÇIKLANACAK VERİLER (12 – 19 TEMMUZ 2010)

		Ekonomi Gündemi	Önceki	Beklenti
12.07.2010	Fransa	Cari İşlemler Dengesi (Mayıs)	-3.5 mlyr	--
	İngiltere	Büyüme Oranı	-%0.2	-%0.2
13.07.2010	ABD	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-40.29 mlyr	-39.5 mlyr
		Bütçe Dengesi	-94.33 mlyr	-85 mlyr
	Almanya	ZEW Endeksi (Temmuz)	28.7	25.0
	Fransa	TÜFE (Haziran)	%1.9	%1.9
	Japonya	Güven Endeksi	42.8	--
14.07.2010	ABD	Haftalık Mortgage Verileri	--	--
		Perakende Satışlar (Haziran, aylık)	-%1.2	%0.0
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi (Mayıs)	%9.5	%11.2
		TÜFE (Haziran)	%1.4	%1.4
	İngiltere	İşsizlik Oranı	%7.9	%7.9
	İtalya	TÜFE (Haziran)	%1.4	%1.4
15.07.2010	ABD	Haftalık İşsizlik Başvuruları	454.000	450.000
		NY FED İmalat endeksi	19.57	18.95
		ÜFE	-%0.3	%0.1
		Kapasite Kullanım Oranı	74.1	74.2
		Sanayi Üretimi	%1.3	%0.1
		Philadelphia FED Endeksi	8	11.5
	Japonya	BOJ Faiz Oranı	%0.1	%0.1
16.07.2010	ABD	TÜFE	-%0.2	%0
		Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	\$62.6 mlyr	--
		Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi	76	74
	Euro Bölgesi	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	€1.8 mlyr	€1.5 mlyr
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Mayıs)	-€0.83 mlyr	--

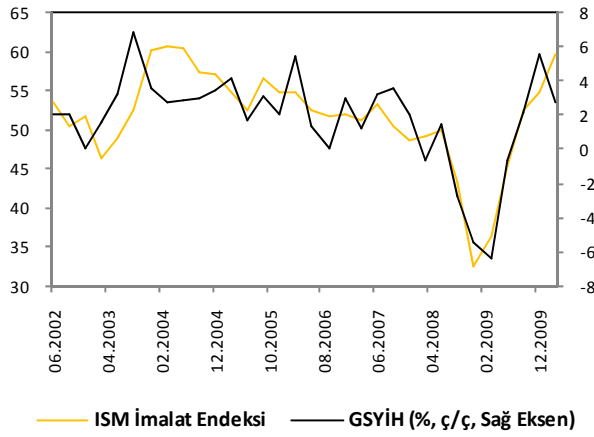
ABD EKONOMİK GÖSTERGELERİ

EKONOMİK AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

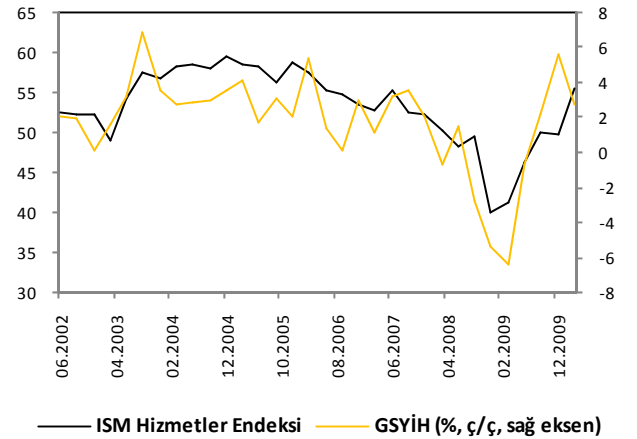
ABD Büyüme



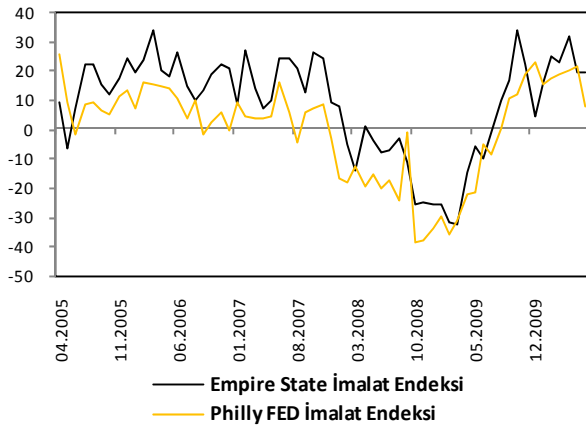
ISM İmalat ve ABD Büyüme



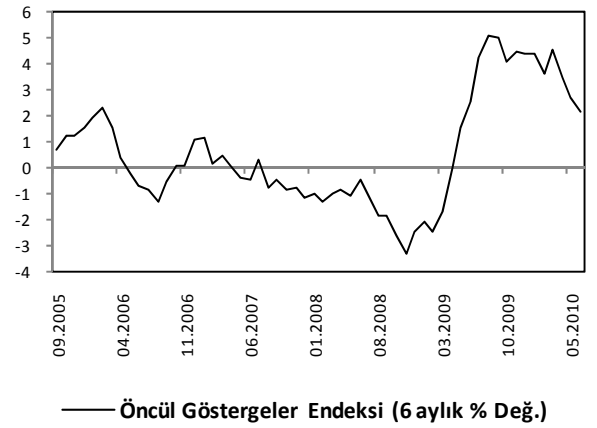
ISM Hizmetler ve ABD Büyüme



Empire State ve Philly FED Üretim Endeksleri

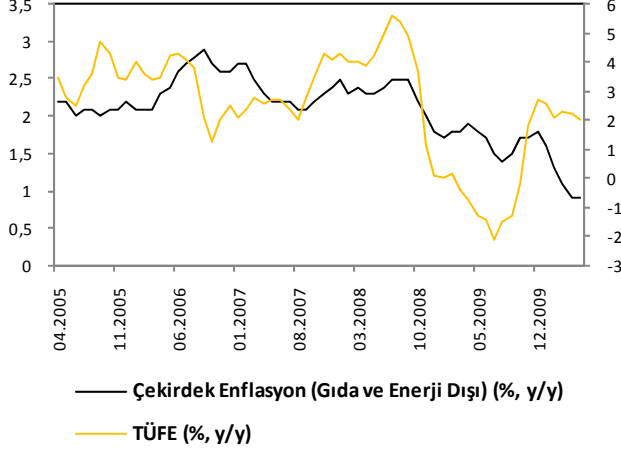


Öncül Göstergeler Endeksi

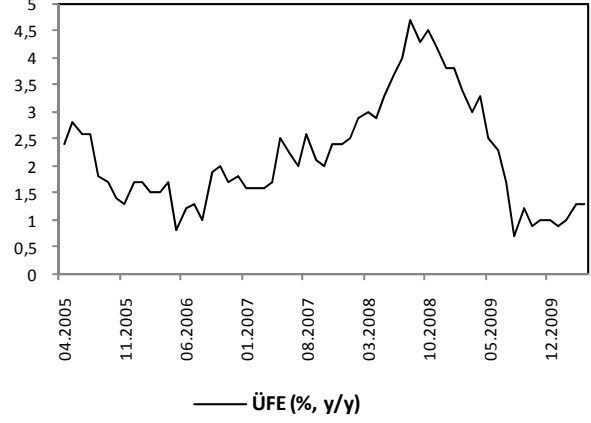


ENFLASYON GÖSTERGELERİ

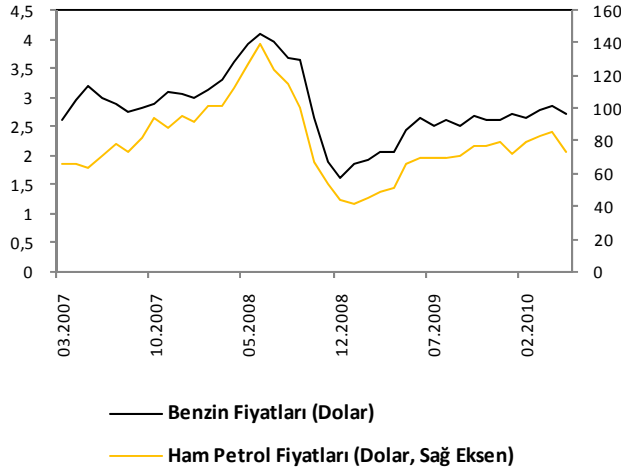
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



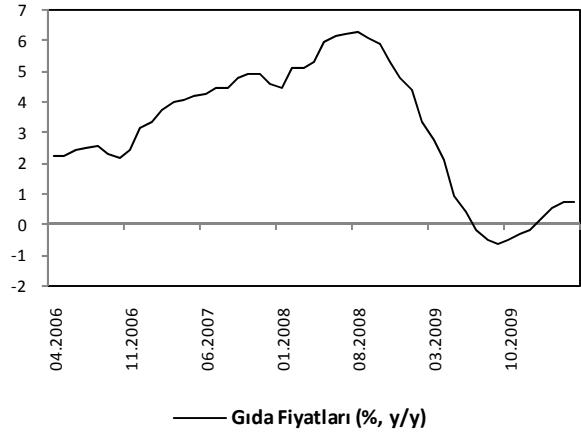
ÜFE



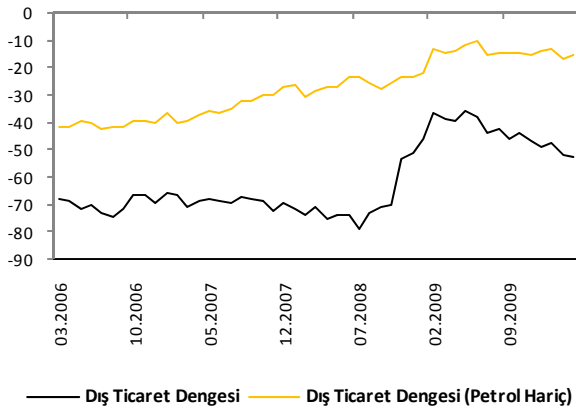
Petrol ve Petrol Ürünleri Enflasyonu



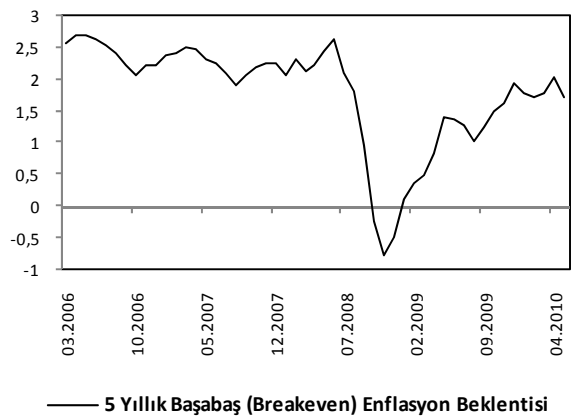
Gıda Enflasyonu



Michigan Enflasyon Beklentisi

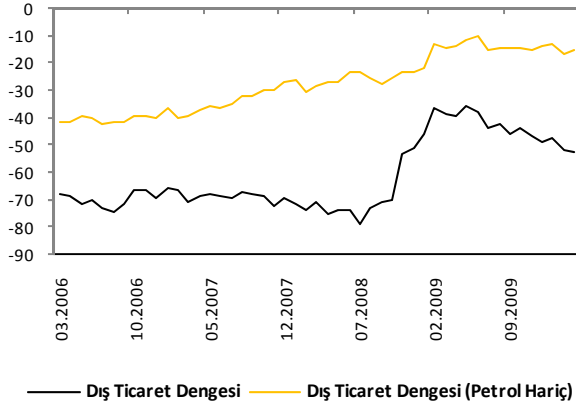


Piyasa Enflasyon Beklentisi

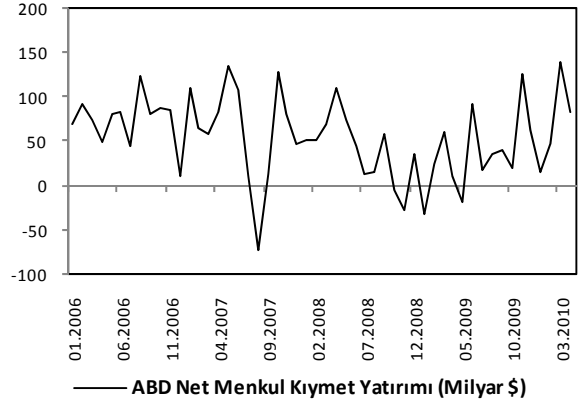


DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

ABD Dış Ticaret Dengesi

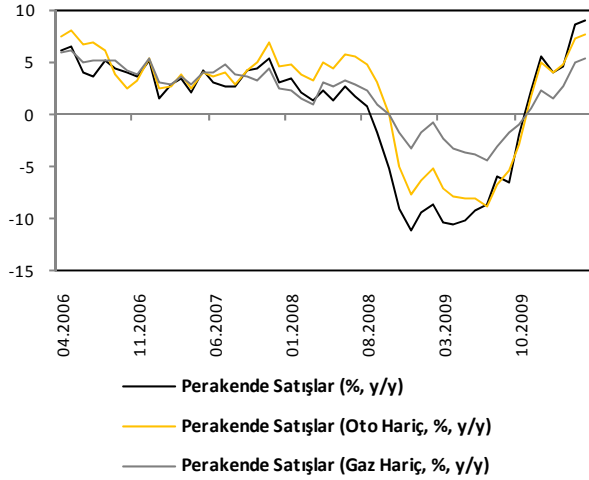


ABD Menkul Kıymetlerine Net Yabancı Yatırımı

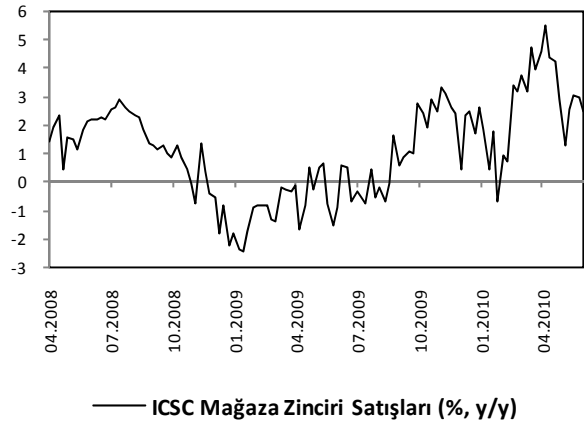


TÜKETİM GÖSTERGELERİ

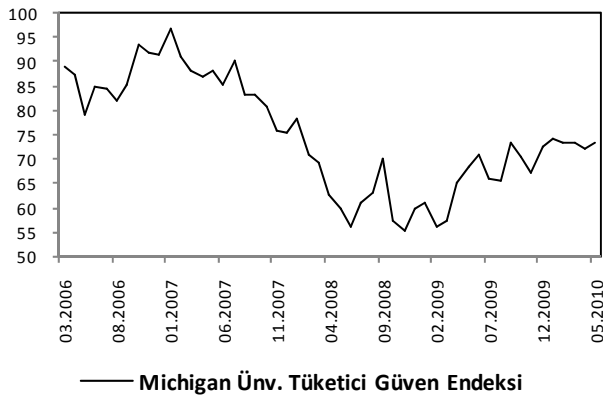
Perakende Satışlar



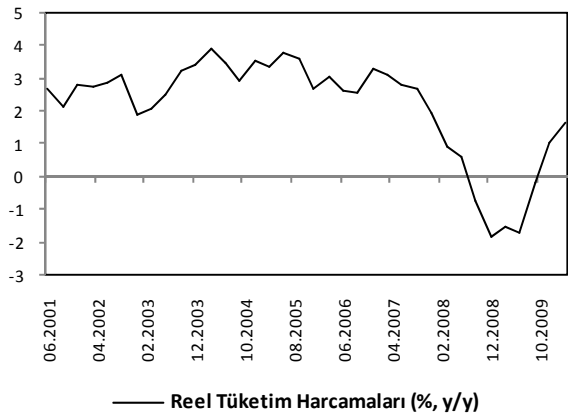
Haftalık Perakende Satış Verileri



Michigan Üniversitesi Güven Endeksi

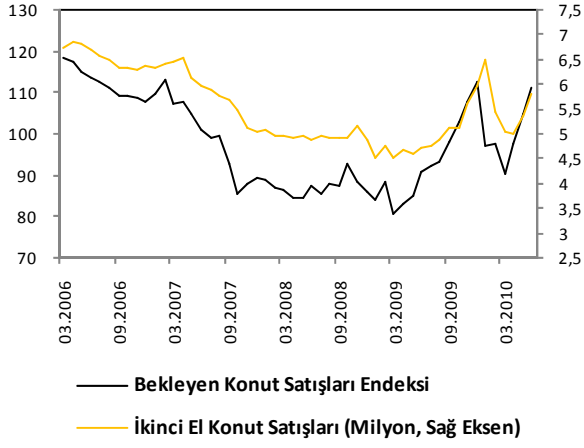


Tüketim Harcamaları

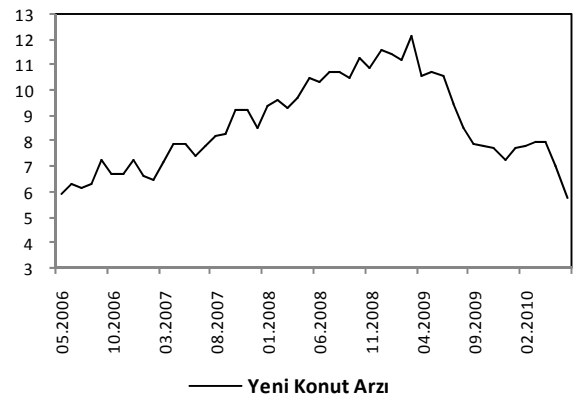


KONUT PİYASASI GÖSTERGELERİ

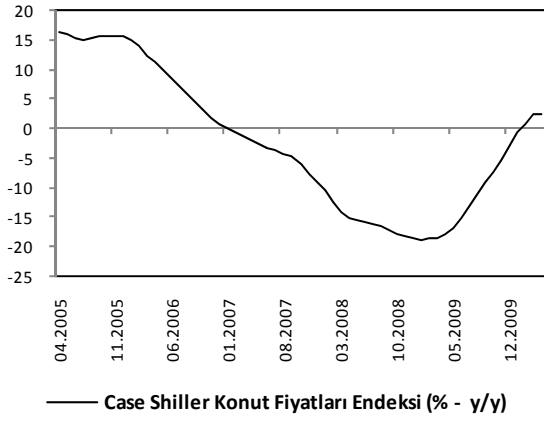
Konut Satışları



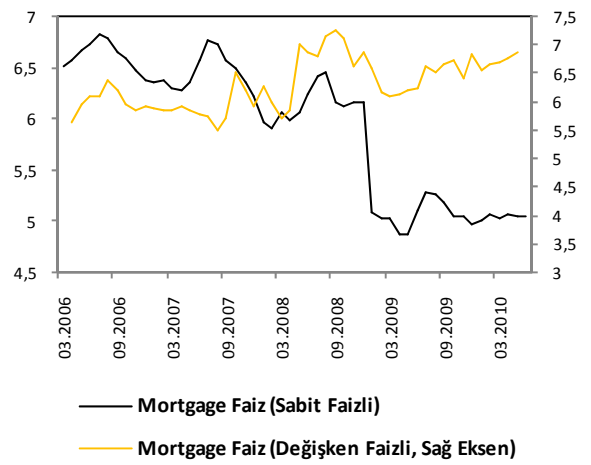
Haftalık Perakende Satış Verileri



Case Shiller Konut Fiyat Endeksi

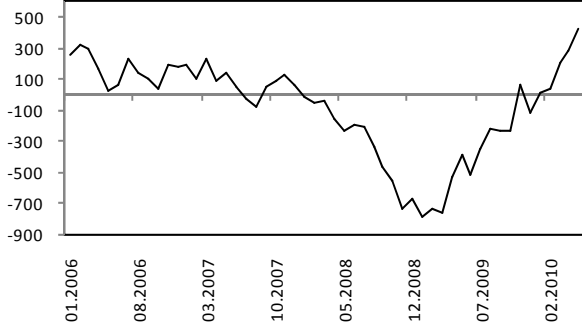


İpotekli Menkul Kıymet Faiz Oranı



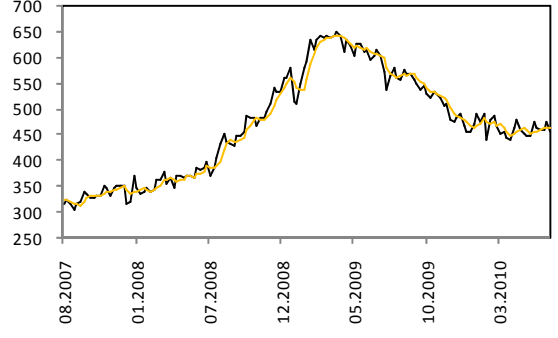
İŞGÜCÜ PİYASASI GÖSTERGELERİ

Tarım Dışı İstihdam



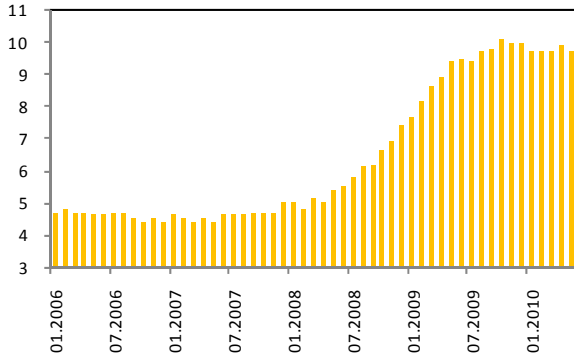
— Tarım Dışı İstihdam Aylık Değişim (Bin Kişi)

Haftalık İşsizlik Başvuruları



— Haftalık İşsizlik Başvuruları (Bin)
— Haftalık İşsizlik Başvuruları (4 Haf. H.O.)

İşsizlik Oranı



■ İşsizlik Oranı (%)

Ortalama Saatlik Ücret

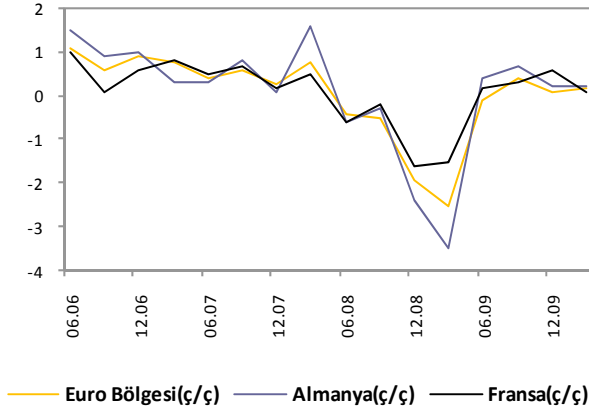


— Ortalama Saatlik Ücret (% y/y)

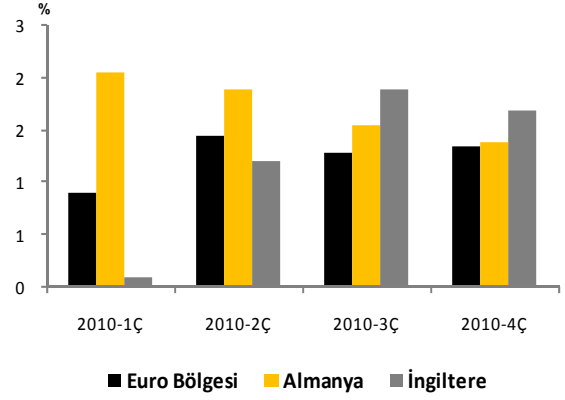
EURO BÖLGESİ

AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

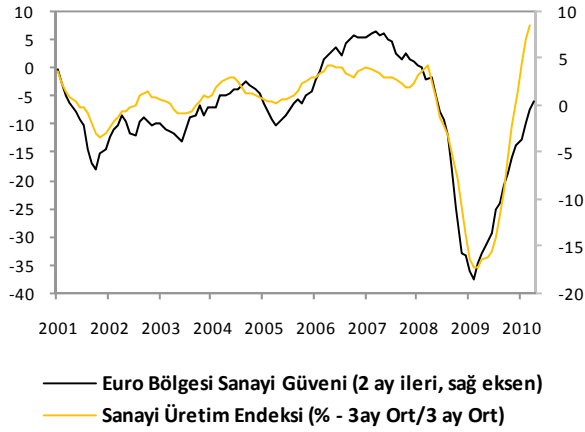
Büyüme (Çeyreklik)



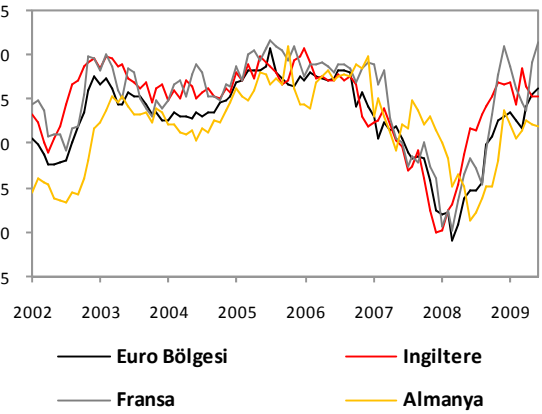
Büyüme Tahminleri



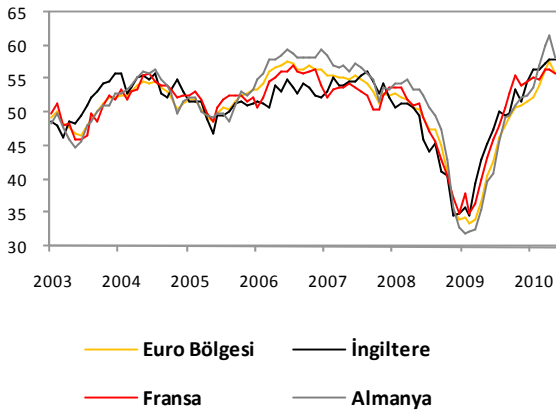
Sanayi Üretimi ve Güven Endeksi



Hizmetler PMI

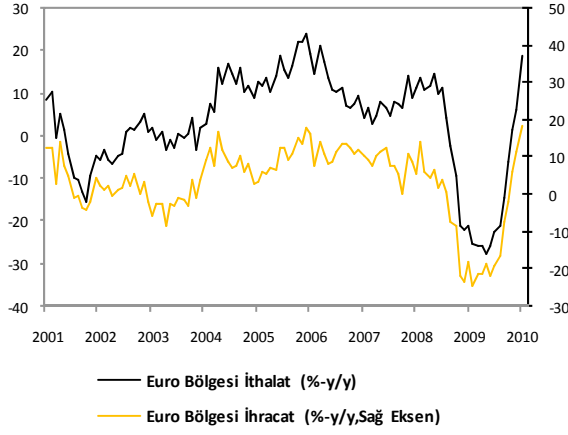


İmalat Sanayi PMI

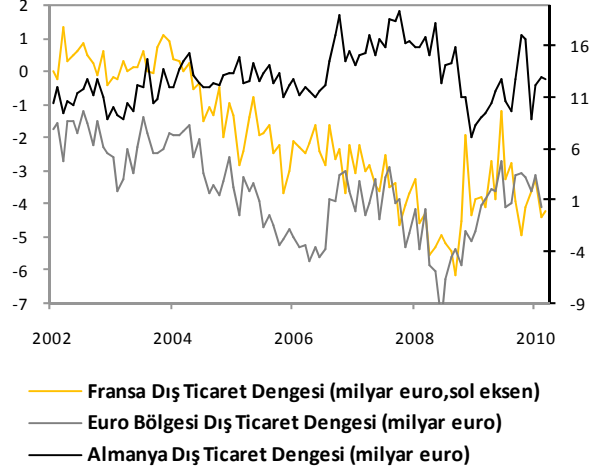


DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

İthalat-İhracat

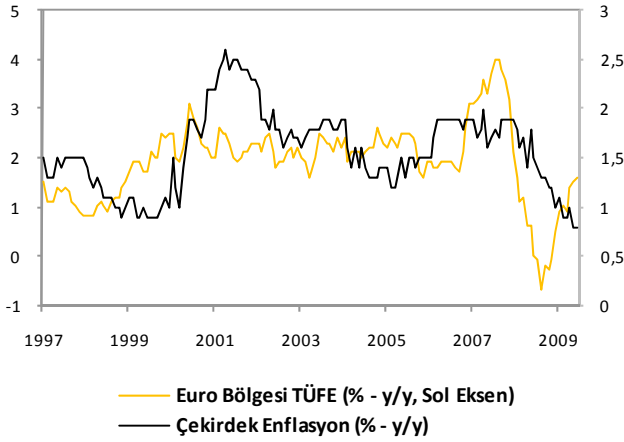


Dış Ticaret Dengesi

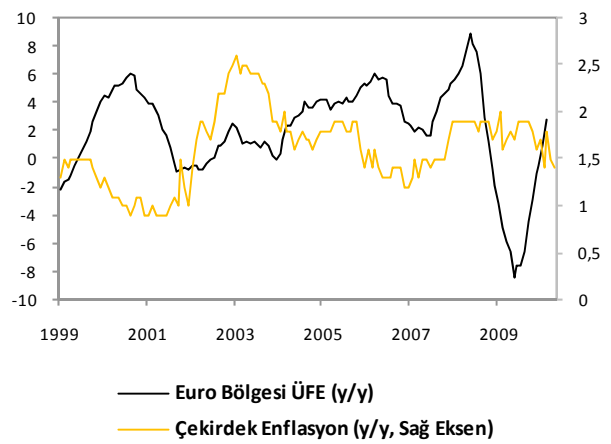


ENFLASYON GÖSTERGELERİ

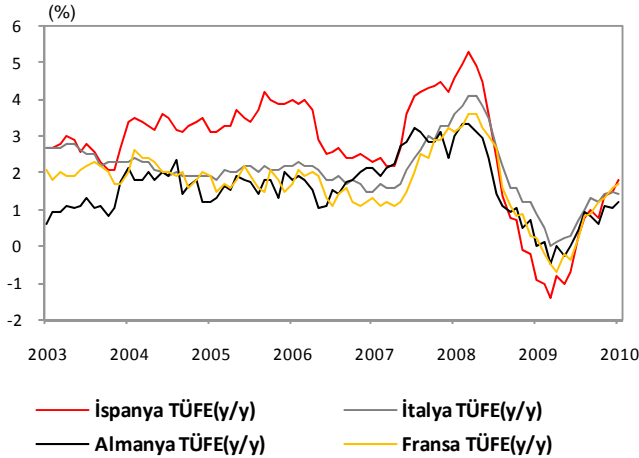
TÜFE ve Çekirdek Enflasyonu



ÜFE ve Çekirdek Enflasyonu

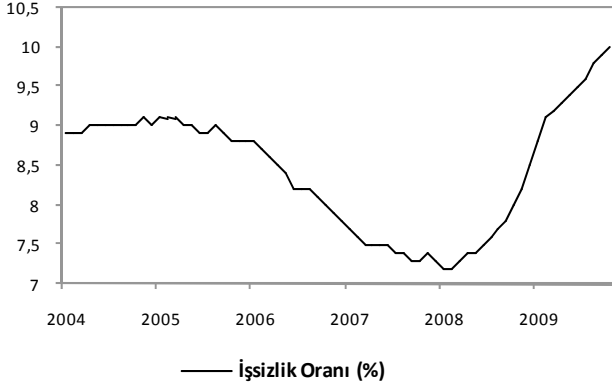


Ülkeler Bazında TÜFE

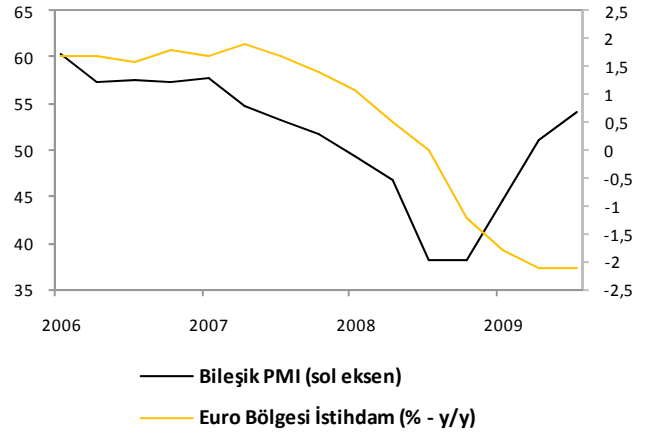


İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı

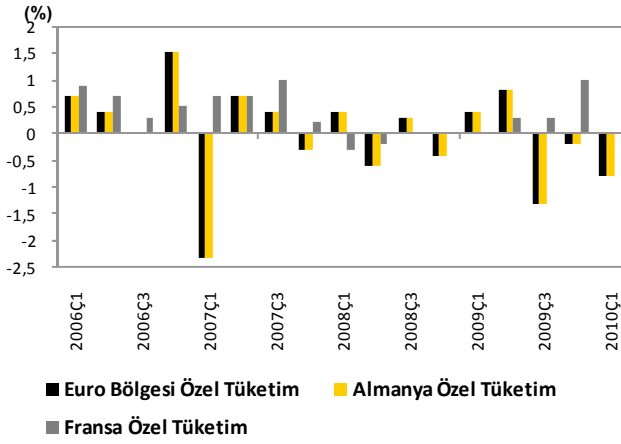


İstihdam ve PMI

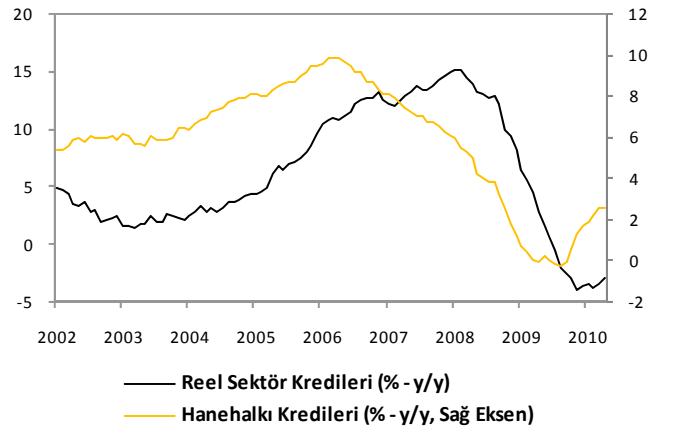


TÜKETİM GÖSTERGELERİ

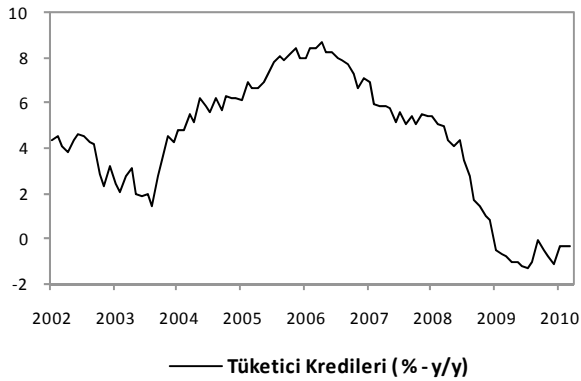
Özel Tüketim



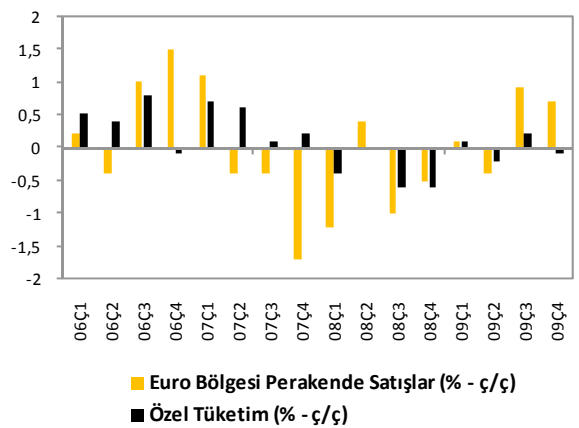
Krediler



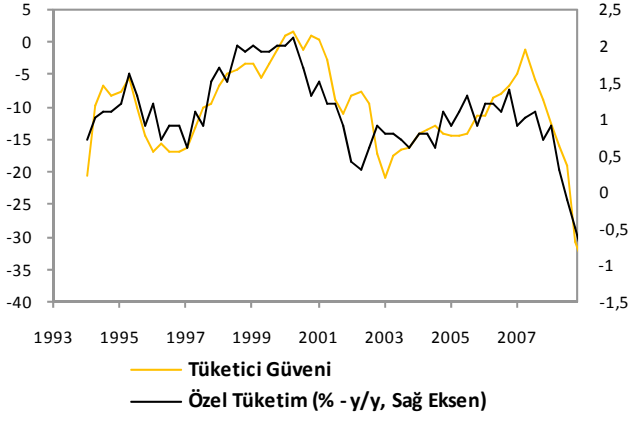
Tüketici Kredileri



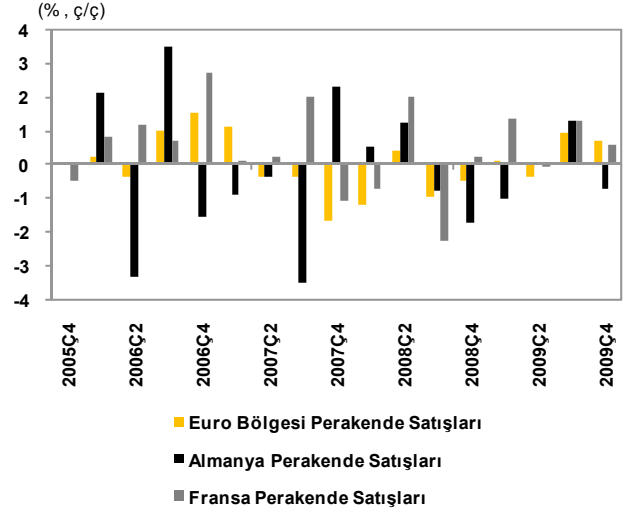
Perakende Satışlar ve Özel Tüketim



Tüketici Güven Endeksi ve Özel Tüketim

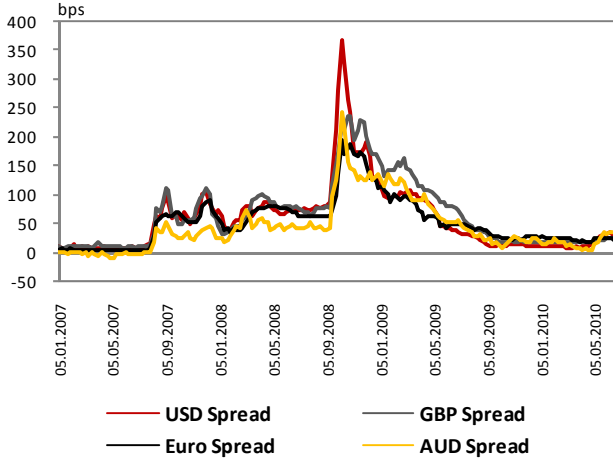


Perakende Satışlar

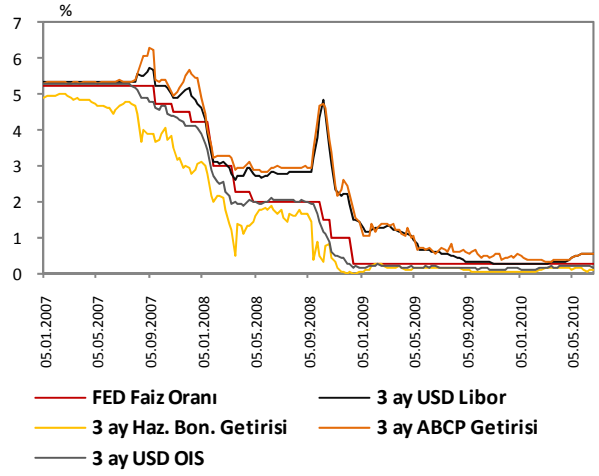


LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

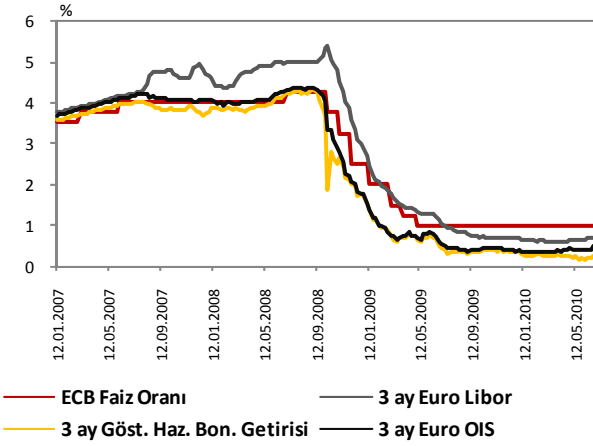
LIBOR ve OIS Spreadleri



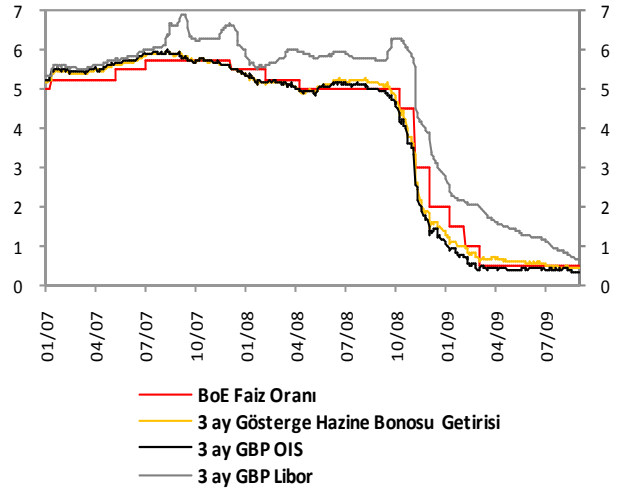
ABD Kısa Vadeli Faiz Oranları



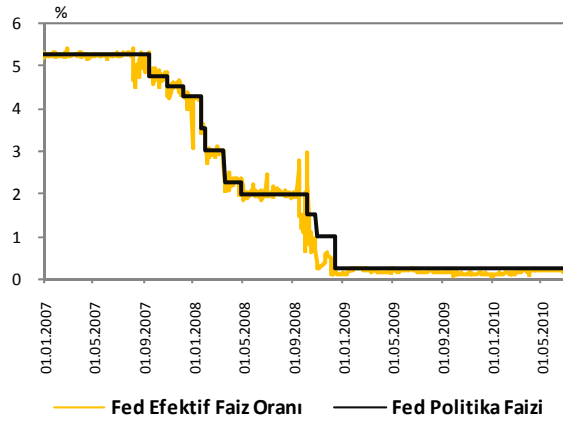
Euro Bölgesi Kısa Vadeli Faiz Oranları



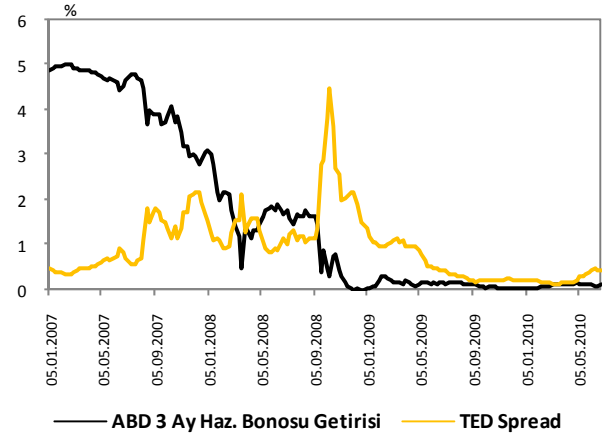
İngiltere Kısa Vadeli Faiz Oranları



FED Politika Faizleri



TED Spread-3 aylık ABD Hazine Bonusu



Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Eroğlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312-455 84 89
Bilge Özalp Türkarşlan	Ekonomist	bilge.ozalpturkars@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Araştırmacı	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Naime Doğan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hişbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.