

**Şu anda Fed hakkında yazmam için çok erken ve malumun ilanından öteye geçmez o yüzden unutulmuş ancak göz önünde bulundurulması gereken bir riske dikkat çekmek istedim**

#### **Ukrayna'daki Ciddi Ekonomik Kriz Riski**

Rusya-Ukrayna arasında yaşananlar sadece bürokratik-politik bir krizle kalmadı. Enerji krizine dönüşmesinin ardından şimdi de Ukrayna için ekonomik krizin çanlarını çalan gelişmeler görünüyor. Ukrayna bu sene, diplomatik krize yüzde 41 civarında bir kamu borcu oranı (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)'ya oranı) ile girdi. Bu borcun yarıya yakını yerli ve yabancı bonolar oluşturuyor (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın yüzde 23'ü). Bu sene içerisinde Haziran ve Eylül'de 2 önemli dış borç ödeme tarihi var. Haziran ayının dış borç ödemesi karşılandı. Eylül ayında yapılacak dış borç ödemesi ise daha önce kararlaştırılan IMF'den finansal destekle karşılanacak. Bunların haricinde, Ukrayna'nın 2015 yılına kadar ciddi bir dış borç ödemesi bulunmuyor. Tüm bunlar bir bakıma neden Ukrayna bono fiyatlarında son zamanlarda yükseliş gördüğümüzü açıklıyor. IMF'in en son Ukrayna için yaptığı borç sürdürülebilirliği analizine göre, Ukrayna kamu borcunun GSYİH'a oranı gelecek sene yüzde 63.6 olacak. IMF, bu yükselişin hem yaptığı finansal yardımdan hem de Ukrayna para birimi olan hryvnia'daki düşüşten kaynaklanacağını düşünüyor. Daha sonrası için ise ekonomik toparlanmayla beraber krizden çıkış öngörüyor.

Ancak ilerleyen senelerde Ukrayna'nın borç çevrimiyle ilgili problemler yaşanacak. Birkaç yıl içinde kamu borcunun GSYİH'a oranı IMF'in öngördüğünden çok daha fazla artabilir ve orta-vadede borcun sürdürülebilirliğine darbe vurur. Buna, vergilerin alınmasında doğacak zorluklar, plan-dışı harcamalar, ülkenin defakto olarak bölünüyor olması, hryvnia para birimindeki değer kaybı ve GSYİH büyüme oranındaki ciddi düşüş en önemli sebepler olacak.

Ukrayna'da faiz dışı açık 2000-2013 yılları arasında yüzde 1.9 seviyelerindeydi. IMF programı 2014 yılında yüzde 1.8 faiz dışı açık ve 2015 yılında yüzde 0.1 faiz dışı fazla öngörüyor. 2016-2019 yılları arasında ise yüzde 1.8 faiz dışı fazla öngörülüyor. Burada mali düzeltmenin bir seri harcama ve gelir düzenlemeleriyle kazanılacağı düşünülüyor. Vergilerin GSYİH'a oranının yüzde 40 olması bekleniyor. Ancak bu gerçekleşmesi zor bir olasılık. Geçmişte Rusya Ukrayna'ya sübvansiyon, kredi, hibe yollarıyla ciddi finansal destek veriyordu. Bundan sonra bu desteğin ne kadar geleceği de muamma.

#### **Ufukta plan-dışı harcamalar var**

Öte tarafta çıkan çatışmalardan ve banka yeniden yapılandırmasından dolayı potansiyel ek harcama kalemleri ortaya çıkabilir. IMF programı GSYİH'nin yüzde 1.5'ine kadar (yasal özkaynağın yüzde 9.5'i) bir ödeneğin Ukrayna bankalarının rekapitalizasyonu (yeniden sermayelendirmesi) için ayrılması gerektiğini belirtiyor. Son finansal çalkantılardan dolayı ve batık kredi oranındaki artıştan dolayı bu hedef gerçekleştirilebilir.

Ukrayna'da bankacılık sistemi yılın ilk iki ayında mevduatların yüzde 12'sini kaybetti. Bu mevduatların geri dönüşü için güvenin tesis edilmesi zaman alacaktır. IMF'in son hesaplamalarına göre ülkede batık kredi oranı yüzde 23; S&P'ye göre bu oran yüzde 20 iken Moody's in tahmini yüzde 35 düzeyinde. Ukrayna para birimi hryvnia'nın ABD doları karşısında yüzde 12.5 değer kaybetmesi halinde bankaların yeniden sermayelendirmesinin maliyeti IMF'in öngördüğünün çok üzerine, yüzde 5 seviyesine çıkabilir.

### **Ülkenin defakto olarak bölünmesi**

Ukrayna, Kırım'ın ayrılmasıyla, GSYİH'sının yüzde 3.7'sini kaybetti. Donetsk ve Lugansk bölgeleri de ayrılırsa Ukrayna GSYİH'sının yüzde 15'ini kaybeder. Yine, şu anda yüzde 57.5 seviyelerinde olan Ukrayna kamu borcunun GSYİH'ya oranı Donetsk ve Lugansk kaybedilirse yüzde 67'ye yükselecek.

### **Parasal sıkılaştırma, düşük büyüme, yüksek borç çıkmazı**

Ukrayna'nın ticaret partnerleri ortalamada yüzde 8 değer kaybederken hryvnia bu sene şimdiye kadar yüzde 31 değer kaybetti. Buna mukabil, Ukrayna Merkez Bankası şimdiye kadar bir seri parasal sıkılaştırma kararı aldı ve faizi sene başındaki yüzde 15.75 seviyesinden yüzde 19'a yükseltti. Senenin devamında daha fazla sıkılaştırıcı adım gelmesini bekliyoruz.

IMF yeni programla beraber Ukrayna için dalgalı kur rejimi ve enflasyon hedeflemesine geçiş öngörüyor. IMF'in bu yeni programına göre bu yıl Ukrayna'nın büyümesinde yüzde 5 düşüş bekleniyor ancak Donetsk, Kırım ve Lugansk bölgelerinin Ukrayna'nın yüzde 20'sini oluşturduğunu dikkate alırsak Ukrayna'da büyüme oranı yüzde 5'den daha fazla düşüş gösterebilir. Donetsk ve Lugansk'ın Ukrayna'nın ciddi endüstriyel kapasitesi olan bölgeleri olduğu ve 2009 resesyonunda Ukrayna GSYİH'sının yüzde 15 düşüş gösterdiği unutulmamalı.

Ukrayna para birimi olan hryvnia'da ve büyümedeki düşüş devam ederse Ukrayna borcunun GSYİH'ya oranı beklentilerin çok daha üzerinde yükselecek. Burada kritik olan IMF'in verdiği yüzde 70'e ulaşılması. Borcun GSYİH'ya oranı yüzde 70 seviyelerine gelirse zaten IMF'in borcun sürdürülebilirliği için verdiği alarm çanları çalmaya başlayacak.

### **Ekinci Ekonomik Danışmanlık Bilgilendirme Yazısı**

Ekinci Ekonomik Danışmanlık (EEC) tarafından hazırlanan bu rapordaki analizler ve haberler sadece Ekinci Ekonomik Danışmanlık şirketinin abonesinin dikkatine sunulmaktadır. Bu rapor herhangi bir şekilde hisse senetleri veya diğer finansal enstrümanlar için al, tut, sat önerisi olarak kullanılmamalı ve değerlendirilmemelidir, herhangi bir yatırım tavsiyesi ve önerisi içermemektedir.

Bu rapordaki bilgiler EEC tarafından güvenilirliğine inandığımız birçok kamu ve endüstri kurumundan derlenerek hazırlanmıştır. Herhangi bir şekilde beyan ve garanti verilmemiştir. EEC bu bilgilerin kullanımından doğabilecek sonuçlardan sorumlu değildir. Bu tür bilgiler daha geniş bir yatırım analizin bir parçası olarak okunmalıdır. Bu raporda ifade edilen görüşler işbu tarih itibarıyla verilmiştir ve önceden bildirilmeksizin değiştirilebilir.

Bu rapor satış yapmanız için ya da herhangi bir menkul kıymet satın almanız için herhangi bir teklif vermemektedir. Edindiğiniz kazançlardan ve ya kayıplardan EEC fayda sağlamaz.

Her ne kadar müdürleri, memurları, çalışanları veya danışmanları kendi adlarına menkul yatırımları yapsa da EEC, şirket olarak herhangi bir menkul kıymete yatırım yapmaz.

Bu rapordaki metin ve grafikler de dâhil olmak üzere Rapor telif hakkı korumasına tabidir. Bu rapordaki mevcut içeriğin ve ya materyallerin hiçbiri EEC'den önceden yazılı izin alınmadıkça çoğaltılamaz, lisanslanamaz, EEC dışında satılamaz, modifiye edilemez, iletilemez, yayınlanamaz, alenen gösterilemez, uyarlanamaz. Tüm hakları saklıdır.