

**İÇİNDEKİLER****❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu****TCMB Temmuz ayı toplantısında politika faiz oranını sabit bırakmıştır**

TCMB Temmuz ayının son haftasında politika faiz oranını %6.25 oranında sabit bıraktığı toplantısının ardından yayınladığı toplantı özetinde yurtdışı gelişmelere dikkat çekerken, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi durumunda genişletici politikaları uygulamaya koyabileceğini belirtmiştir. Bu raporumuzda TCMB'nin son kararlarının değerlendirilmesinin ardından, ikinci bölümde son haftalarda döviz ve faiz piyasalarında yaşanan gelişmeler ile birlikte USD/TL kuru ile gösterge tahvil getirisi arasındaki ilişkinin seyri ekonometrik olarak incelenecektir.

**Olumlu gelen enflasyon verisi ardından TCMB olağanüstü PPK toplantısında politika faiz oranını sürpriz bir şekilde 50 baz puan indirdi...**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Temmuz ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.41 oranında gerileyerek bizim ve piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerilemiştir. Açıklanan son enflasyon rakamlarının beklentilerden iyi gelmesi ardından TCMB geçtiğimiz hafta gerçekleştirdiği olağanüstü PPK toplantısında politika faiz oranını sürpriz bir şekilde 50 baz puan indirmiştir. Bu raporumuzda öncelikle açıklanan Temmuz ayı enflasyon rakamları ardından TCMB'nin son faiz kararı incelenecektir.

**Cari İşlemler Açığı artış hızının önümüzdeki dönemde hız kesmesini bekliyoruz...**

Açıklanan Haziran ayı rakamlarının ardından ilk 6 ayda cari işlemler açığı 45 milyar dolar olarak gerçekleşirken, bir önceki yılın aynı dönemine göre %122.3 oranında artarak sert bir yükseliş yaşamıştır. Bundan sonraki dönemde ise ekonominin kademeli olarak yavaşlayacağı beklentimiz altında, yılın ilk yarısında cari işlemler açığında yaşanan sert hareketin ikinci yarıda yavaşlayacağını düşünüyoruz. 2011 yılsonunda Türkiye ekonomisinin %6.1 oranında büyüyeceği beklentimiz ışığında 2011 yıl sonu cari işlemler açığı beklentimiz 72 milyar dolar ile TCMB'nin beklentilerine paralel bir görünüm çizmektedir.

**İşsizlik Oranındaki Gerilemenin Satır Aralarında Söyledikleri**

Son açıklanan Mayıs dönemi rakamlarına göre işsizlik oranı en son kriz öncesi Haziran 2008'de gördüğü %9.4 seviyesine kadar gerilemiştir. Dünya genelinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle yapılan karşılaştırmada Türkiye işsizlik oranı açısından güçlü bir görünüme sahiptir. Ancak, işsizlik oranı mevsimsellikten arındırıldığında Nisan döneminde gözlenen yükselişin Mayıs'ta da devam ettiği dikkat çekmektedir. Bu durum Türkiye ekonomisinde 2010 yılında ve 2011'in ilk çeyreğinde gözlenen hızlı performansın ikinci çeyrekte itibaren bir miktar hız kaybedeceği beklentisini desteklemektedir.

**❖ Uluslararası Ekonomi Raporu****Yunanistan İçin Açıklanan Son Yardım Paketi Euro Bölgesi İçin Çözüm Olacak mı?**

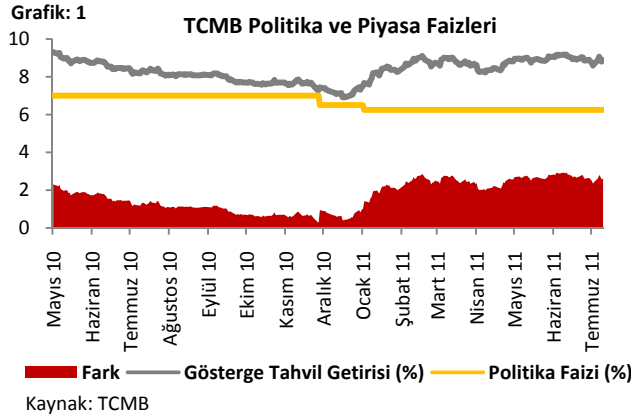
2007 yılının üçüncü çeyreğinde ABD'de konut piyasasında başlayan kriz, kamu ve merkez bankaları tarafından alınan önlemler nedeniyle sonraki yıllarda krizi özel sektörden kamu sektörüne kaydırırken, bu doğrultuda 2010 yılından itibaren ülkelerin borç ve bütçe problemleri ön plana çıkmaya başlamıştır. Böylece 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren Euro Bölgesi borç ve bankacılık endişelerine dönüşen bu kriz, açıklanan yardım paketleri ile kısmen hafifletilmeye çalışılsa da bu çabaların olumlu etkileri çok kısa sürmüş ve bu paketlerin varolan sorunları ötelemek dışında bir işe yaramadığı görülmüştür. Bu raporda Yunanistan için son açıklanan yardım paketinin işe yarayıp yaramayacağı, paketin etkileri ve Euro Bölgesi'ne ilişkin yapısal sorunlar ele alınırken, açıklanan yardım paketlerinin neden sonuç vermediği yapısal sorunlar çerçevesinde incelenmiştir.

**ABD'de Yürürlüğe Giren Borç Tavanı Yasa Tasarısının Ayrıntıları ve Ekonomik Etkileri**

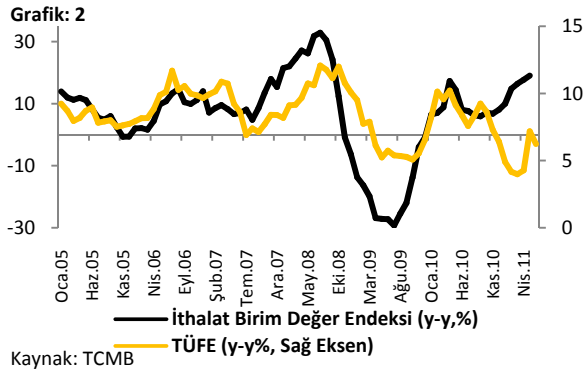
2007 yılının üçüncü çeyreğinde ABD'de konut piyasasında başlayan kriz, kısa sürede kredi ve likidite krizine dönüşerek ticaret ve finansal bağlantılar kanalıyla global ölçekte dünya ekonomisine büyük zarar vermiştir. 2010 yılının başlarından itibaren çevre Euro Bölgesi ülkelerinin (özellikle PIIGS ülkeleri) bütçe ve borçlanma problemleri piyasalarda endişe kaynağı olurken, 2011 yılının Mayıs ayında ABD'nin 14.3 milyar dolarlık borçlanma üst limitine ulaşılması ile son dönemde Euro Bölgesi ülkelerine ilişkin endişelere ABD'nin borçlanma problemine yönelik endişeler de eklenmiştir. Bu raporda, ABD'de artırılan borçlanma tavanının ayrıntıları ve ekonomik etkileri incelenmiştir.

## TCMB Temmuz ayı toplantısında politika faiz oranını sabit bırakmıştır

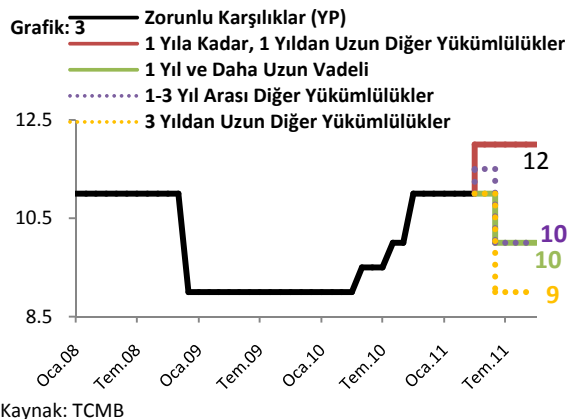
TCMB Temmuz ayının son haftasında politika faiz oranını %6.25 oranında sabit bıraktığı toplantısının ardından yayınladığı toplantı özetinde yurtdışı gelişmelere dikkat çekerken, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi durumunda genişletici politikaları uygulamaya koyabileceğini belirtmiştir. Bu raporumuzda TCMB'nin son kararlarının değerlendirilmesinin ardından, ikinci bölümde son haftalarda döviz ve faiz piyasalarında yaşanan gelişmeler ile birlikte USD/TL kuru ile gösterge tahvil getirisi arasındaki ilişkinin seyri ekonometrik olarak incelenecektir.



uygulamaya koyabileceğini belirtmesi dikkat çekmektedir. Bununla birlikte borç krizinin ve küresel büyüme endişelerinin risk iştahını olumsuz etkilemeye devam etmesi halinde faiz koridorunun kademeli olarak daraltılabileceği söylemi, borçlanma faiz oranının artırılabilirliği beklentilerinin oluşmasına neden olmuştur.



Diğer yandan TCMB kısa vadede çekirdek enflasyon göstergelerinin bir miktar daha yükseleceğini belirterek, iktisadi faaliyetteki yavaşlama nedeniyle artışların sınırlı olacağını altını çizmiştir. Ancak Ramazan ayı öncesi dikkatle takip edilen manşet enflasyona ilişkin bir değerlendirme yer almamıştır. Son dönemde artan USD/TL kurunun enflasyona gecikmeli olarak yansımaları enflasyon beklentileri üzerinde bir risk oluşturabilecektir. Yandaki grafik'te ithalat fiyatlarındaki değişimlerin 3-4 ay sonra TÜFE'ye yansıdığı görülmektedir. Ancak 2010 yılının Kasım ayından sonra yükselişe geçen ithalat birim değer endeksindeki artışların TÜFE'ye yansımalarının 2011 yılının ilk çeyreğindeki olumlu baz etkisi ile bir miktar ötelenildiği görülmüştür. Mayıs ayı ile birlikte enflasyonda yeniden yukarı yönlü hareketler görülmüştür. İthalat birim değer endeksinin yukarı yönlü hareketini devam ettirmesi, önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde risk oluşturmaktadır.



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) geçtiğimiz hafta yaptığı Temmuz ayı toplantısında politika faiz oranını genel beklentiler doğrultusunda %6.25 seviyesinde sabit bırakmıştır. Küresel ekonomilerdeki belirsizliklerin artarak devam etmesinin yanı sıra İktisadi faaliyetteki yavaşlama TCMB'nin bu kararında etkili olmuştur. Toplantı ardından yapılan açıklamada TCMB'nin söylemlerindeki bir takım değişiklikler dikkat çekmektedir. Gelişmiş ülke ekonomilerindeki risklere dikkat çeken PPK'nın sorunların daha da derinleşmesi durumunda genişletici politikaları

uygulamaya koyabileceğini belirtmesi dikkat çekmektedir. Bununla birlikte borç krizinin ve küresel büyüme endişelerinin risk iştahını olumsuz etkilemeye devam etmesi halinde faiz koridorunun kademeli olarak daraltılabileceği söylemi, borçlanma faiz oranının artırılabilirliği beklentilerinin oluşmasına neden olmuştur.

Diğer yandan TCMB kısa vadede çekirdek enflasyon göstergelerinin bir miktar daha yükseleceğini belirterek, iktisadi faaliyetteki yavaşlama nedeniyle artışların sınırlı olacağını altını çizmiştir. Ancak Ramazan ayı öncesi dikkatle takip edilen manşet enflasyona ilişkin bir değerlendirme yer almamıştır. Son dönemde artan USD/TL kurunun enflasyona gecikmeli olarak yansımaları enflasyon beklentileri üzerinde bir risk oluşturabilecektir. Yandaki grafik'te ithalat fiyatlarındaki değişimlerin 3-4 ay sonra TÜFE'ye yansıdığı görülmektedir. Ancak 2010 yılının Kasım ayından sonra yükselişe geçen ithalat birim değer endeksindeki artışların TÜFE'ye yansımalarının 2011 yılının ilk çeyreğindeki olumlu baz etkisi ile bir miktar ötelenildiği görülmüştür. Mayıs ayı ile birlikte enflasyonda yeniden yukarı yönlü hareketler görülmüştür. İthalat birim değer endeksinin yukarı yönlü hareketini devam ettirmesi, önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde risk oluşturmaktadır.

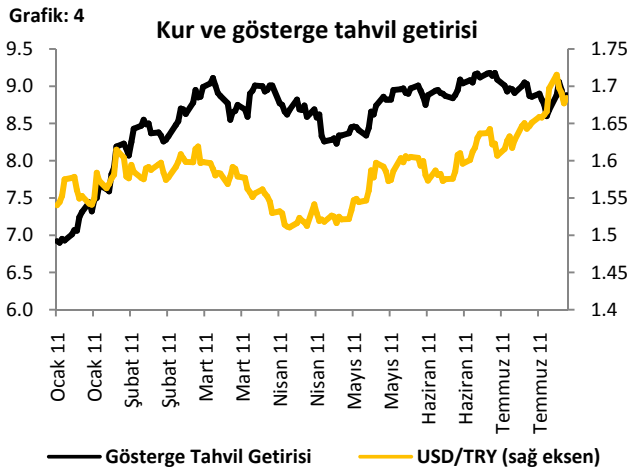
TCMB'nin Mayıs ve Haziran aylarının ardından Temmuz ayında da TL zorunlu karşılıklarda "bekle-gör" politikasına devam ettiği görülmektedir. BDDK'nın açıkladığı önlemlerin etkilerinin izlenmeye başlanması ile açıklanan haftalık kredi rakamlarında kredilerin artış hızının kademeli olarak yavaşladığı görülürken, toplantı özetinde iç talebin kontrol altına alındığı net bir şekilde ifade edilmiştir. Diğer yandan yılın son çeyreğinden itibaren cari dengede

iyileşmenin gözleneceği vurgusu Temmuz ayı toplantısında da teyit edilmiştir. Döviz piyasalarındaki yukarı yönlü hareketlerin sert bir şekilde devam etmesi ve USD/TL kurunun 1.73 ile Mart 2009'dan bu yana en yüksek değere ulaşması üzerine, TCMB, piyasa işlemlerinde bir takım önlemler almıştır. Merkez Bankası 25 Temmuz 2011 tarihli toplantı kararı sonucunda, daha önceden günlük 30 milyon dolara kadar indirilmiş olan döviz alım ihalelerine ara vermiş ve bankacılık sektöründe yükümlülüklerin vadesinin uzamasını teşvik amacıyla uzun vadeli YP zorunlu karşılık oranlarında sürpriz şekilde indirmeye gitmiştir. Böylece TCMB söz konusu düzenlemenin 5 Ağustos 2011 tarihinden itibaren yürürlüğe girmesiyle, mevcut verilere göre piyasaya yaklaşık 590 milyon dolar likidite sağlamayı amaçlamıştır.

Para politikasında herhangi bir değişime gidilmeyen Temmuz ayı toplantı raporunda yurtdışındaki gelişmelerin yurtiçinde bir durgunluğa yol açması durumunda para politikası enstrümanlarının genişletici yönde uygulanabileceği vurgulanmıştır. Yunanistan'ın ardından İtalya'nın da borç sorunlarına ilişkin endişelerin artması ve ABD'de borç limitinin yükseltilmesine yönelik olumlu bir adımın henüz atılmamış olması TCMB'nin dışarıda arttığını düşündüğü risk unsurlarına kaynaklık etmektedir. TCMB'nin son raporunda yer alan önemli vurgulardan bir diğeri ise yurtiçi talebin alınan önlemlerle yavaşlama işaretleri gösterdiği olmuştur. Bu bağlamda, dış talep koşullarının zayıf seyrini koruduğu bir ortamda TCMB ve BDDK tarafından alınan önlemlerin yansımalarının görülmeye başlamış olmasının yanında, zayıf dış talep koşullarının petrol ve gıda fiyatlarında gevşemeye yol açmasının enflasyon baskılarını azaltması TCMB'nin mevcut seyrini destekleyebilecek gelişmeler olacaktır.

Yukarıdaki açıklamalara karşı oluşabilecek riskleri iki şekilde sıralayabiliriz. İlk olarak, para politikası toplantı özetinde de vurgulanan, yurtdışında yaşanmakta olan ekonomik sorunların dünya ekonomilerini yeni bir resesyona sokması durumunda, TCMB'nin 2008 yılında olduğu gibi genişletici para politikaları izlemesi bir takım riskleri beraberinde getirebilecektir. Küresel durgunluk dönemlerinde ülkelerin uyguladıkları genişletici para politikalarının, ekonomilerin kalıcı canlanmasından daha çok, başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarının hızlı artmasına neden olurken, böyle bir durum, 1970'lerde de yaşanana göre daha hafif olsa da stagflasyon riskinin gözardı edilememesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bir diğer risk unsuru olarak ise yüksek cari açığın kur üzerinde yarattığı baskının devamı durumunda enflasyonun beklendiği kadar geri çekilmemesi olarak karşımıza çıkabilecektir.

Uygulanan güçlü maliye politikaları ve önümüzdeki dönemde yavaşlaması beklenen iç talebin, ciddi bir sorun olarak görülen cari açığı daraltması, yukarıda bahsettiğimiz risklerin görece düşük kalmasına yol açabilecektir. Bu bağlamda Vakıfbank olarak TCMB'nin yıl sonuna kadar politika faiz oranını %6.25 seviyesinde sabit tutmasını bekliyoruz. Çalışmamızın bundan sonraki bölümünde son dönemde artan USD/TL kuru ile söz konusu hareketlerin TL faizi üzerindeki etkileri karşılaştırmalı olarak incelenecektir.



Kaynak: Bloomberg

Son haftalarda döviz ve faiz piyasalarında yaşanan gelişmeler söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin seyrine ilişkin soru işaretlerini yeniden gündeme getirmiştir. Son dönemde yurtdışı piyasalarda ABD ve Euro Bölgesi kaynaklı kırılganlıkların artarak devam etmesi yatırımcıların risk algılamalarını artırırken döviz tarafında sert yukarı yönlü hareketlerin oluşmasına katkı sağlamıştır. Söz konusu dönemde Merkez Bankası'nın Para Politikası Kurulu toplantısında faizleri değiştirmeme yönünde aldığı karar ve ardından yaptığı açıklamalar ise gösterge tahvilin getirisinde aşağı

yönlü bir hareketin oluşmasına neden olmuştur.

Son dönemde kur ve faiz arasında görülen ters yönlü hareketlerin ardından söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin ekonometrik olarak ifade edilmesi amacıyla yaptığımız çalışmada USD/TL kuru ve gösterge tahvil getirisi arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çerçevede, öncelikle dönemsel karşılaştırmalı analizler yapılmış ve çıkan sonuçlara ilişkin temel benzerlik ve farklılıklar yorumlanmaya çalışılmıştır.

Analizimiz temel olarak 3 dönem itibarıyla yapılmıştır.

1. *Küresel Kriz Öncesi Dönem (02.01.2003-16.09.2008)*
2. *Küresel Kriz Dönemi (16.09.2008-01.06.2009):*
3. *Küresel Kriz Sonrası Dönem (02.06.2009-21.07.2011)*

Küresel kriz öncesi dönem için yapılan analizimizde USD/TL ile gösterge tahvil getirisi arasındaki korelasyon katsayısı çok güçlü olmamakla birlikte pozitif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. Değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünü belirlemek amacıyla yaptığımız Granger Nedensellik analizi değişkenler arasında iki yönlü bir ilişkinin varlığını göstermiştir. Etki-Tepki (impulse-response) analizi sonuçları ise TL'nin gösterge tahvil getirisi üzerinde daha güçlü bir etkiye sahip olduğuna işaret etmiştir. Kriz öncesi dönem için model sonuçlarına göre, USD/TRY'deki %1'lik bir artış, gösterge tahvilin getirisinde %0.94 oranında artışa neden olmaktadır.

Küresel Kriz Dönemi için yapılan analizimizde USD/TL ile gösterge tahvil getirisi arasındaki korelasyon katsayısı -0.51 seviyesinde bulunmuştur. Analizimizde diğer dönemlerden farklı olarak ilişkinin yönü negatif olarak saptanmıştır. Değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünü belirlemek amacıyla yaptığımız Granger Nedensellik analizinde TRY'den gösterge tahvil getirisine doğru bir ilişki bulunmuştur. Küresel krize ilişkin model sonuçlarına göre, USD/TRY'deki %1'lik bir artış, gösterge tahvilin getirisinde %0.61 oranında düşüşe neden olmaktadır.

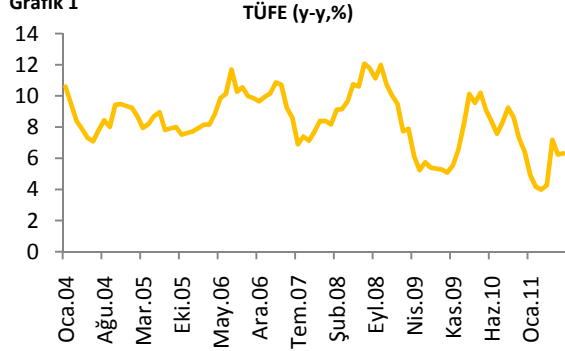
Küresel Kriz Sonrası Dönem için yapılan analizimizde USD/TL ile gösterge tahvil getirisi arasındaki korelasyon katsayısı 0.16 ile oldukça düşük bulunurken, iki değişken arasındaki ilişkinin yönü pozitif olarak saptanmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki düşük bulunmasına karşın nedenselliğin yönünü belirlemek amacıyla yaptığımız Granger Nedensellik analizinde TRY'den gösterge tahvil getirisine doğru bir ilişki bulunmuştur. Kriz sonrası döneme ait model sonuçlarına göre ise, USD/TRY'deki %1'lik bir artış, gösterge tahvilin getirisinde %0.39 oranında düşüşe neden olmaktadır.

Sonuç olarak, tüm dönemi içeren korelasyon analizi zayıf bir ilişkiye işaret ederken, kriz öncesi dönemde ilişkinin pozitif yönde görece güçlü olduğu görülmüştür. Ele alınan küresel kriz döneminde küresel boyutta yaşanan gelişmelerin değişkenler üzerinde yarattığı etkiler ilişkin negatif gerçekleşmesinde önemli rol oynarken, Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikasının ilişki üzerinde kritik öneme sahip olduğu görülmüştür. 2008 yılında ise küresel boyutta oluşabilecek bir durgunluğa ilişkin endişelerin güçlenmesi ile TCMB'nin de içinde bulunduğu merkez bankaları düşük faiz politikaları uygulamaya başlamıştır. Böylece kurlarda yükselişlerin görüldüğü bir ortamda, talep daralması ile enflasyon beklentilerinin hafiflemesi ve merkez bankalarının daha fazla faiz indireceği beklentileri ile faizler aşağı yönde hareket etmiştir. Bu dönemde kur ve faizde ters yönde hareketler görülmüştür. Kriz sonrası dönemde ise değişkenler arasındaki ilişkinin zayıfladığı görülürken, son dönemdeki hareketlerde ilişkinin ters yönlü olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum küresel krize benzer noktalar taşınmasına karşın, bir takım farklılıklar da bulunmaktadır. Özellikle Avrupa'da borç sorunu yaşayan ülkelere ilişkin endişelerin artarak devam etmesi ve ABD'de gerek borç görünümünün bozuk olması gerekse ekonomik toparlanmaya ilişkin konut ve işgücü piyasaları kaynaklı olumsuz verilerin gelmesi küresel boyutta durgunluk riskini arttırmıştır. Ancak, 2008 yılından farklı olarak merkez bankalarının faiz oranlarının hali hazırda düşük olması merkez bankalarının faiz aracını kullanımı konusunda farklılık sınırlandırabilecektir. Bu durum önümüzdeki dönemde de iki değişken arasındaki ilişkinin yönü üzerinde belirleyici olacaktır.

## Olumlu gelen enflasyon verisi ardından TCMB olağanüstü ara toplantısında politika faiz oranını sürpriz bir şekilde 50 baz puan indirdi

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Temmuz ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.41 oranında gerileyerek bizim ve piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerilemiştir. Açıklanan son enflasyon rakamlarının beklentilerden iyi gelmesi ardından TCMB geçtiğimiz hafta gerçekleştirdiği olağanüstü PPK toplantısında politika faiz oranını sürpriz bir şekilde 50 baz puan indirmiştir. Bu raporumuzda öncelikle açıklanan Temmuz ayı enflasyon rakamları ardından TCMB'nin son faiz kararı incelenecektir.

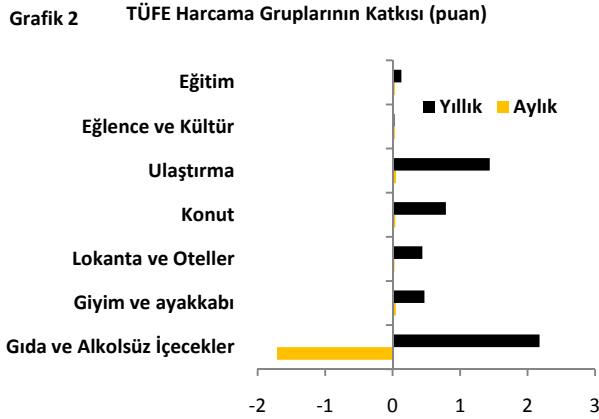
Grafik 1



Kaynak: TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Temmuz ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.41 oranında gerileyerek bizim ve piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerilemiştir. Yıllık bazda TÜFE ise, %6.24 seviyesinden Temmuz ayında %6.30 seviyesine yükselmiştir. Bizim ve piyasanın beklentilerindeki sapmanın nedeni şeker fiyatlarındaki %8'lik artışa karşın, gıda fiyatlarının Temmuz ayında mevsimsel olumlu etkilerle aylık bazda %1.18 oranında gerilemesidir.

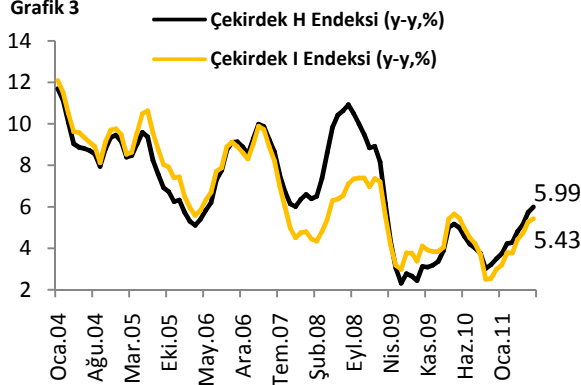
Grafik 2



Kaynak: TÜİK

Temmuz ayı enflasyon rakamları ana harcama grupları itibari ile değerlendirildiğinde, Temmuz ayında yeni sezon indirimlerinin girmesi ile birlikte giyim ana harcama grubu aylık bazda %4.84 oranında gerilerken, söz konusu grup enflasyona -0.35 ile en düşük katkıyı yapan grup olmuştur. Temmuz ayı rakamlarında gıda fiyatlarının hareketi önemli görünürken, söz konusu grup %1.18 (enflasyona katkısı:-0.31) ile genel trendinin üzerinde bir düşüş yaşamıştır. Bu durum Ramazan ayı öncesi gıda fiyatlarında yukarı yönlü baskıların sınırlı olduğuna da işaret etmektedir. Ulaştırma grubu ise bir önceki aya göre %0.78 oranında artarak 0.12 puan ile enflasyona en yüksek pozitif katkıyı yapan grup olmuştur. Temmuz ayında benzin fiyatlarında yaşanan artışa paralel olarak ulaştırma grubu genel trendinin üzerinde bir artış göstermiştir.

Grafik 3

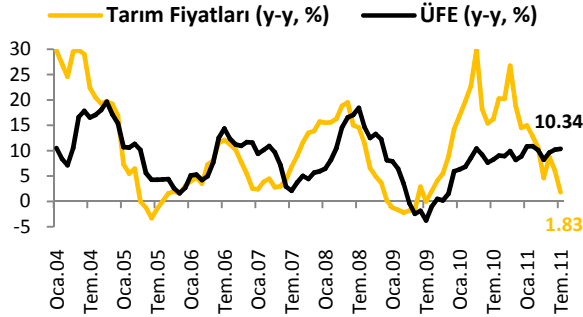


Kaynak: TÜİK

Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I Endeksi) aylık bazda %0.35 oranında azalırken, yıllık bazda %5.27 seviyesinden %5.43 seviyesine yükselmiştir. Manşet enflasyonda aylık bazdaki beklentilerin üzerindeki düşüşe rağmen çekirdek göstergelerdeki artışın devam ediyor olması dikkat çeken en önemli gelişmedir. Ekim ayından beri yükseliş trendinde olan çekirdek I endeksinin hareketi enflasyonist baskılara işaret ederken, TCMB'nin yayınlanan son Enflasyon Raporu'nda çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık

artış oranları yükselse de söz konusu göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış eğilimlerinde yavaşlama göstermesinin altını çizmesi TCMB'nin söz konusu enflasyonist baskıların hafif olduğunu düşündüğüne işaret etmektedir.

Grafik 4



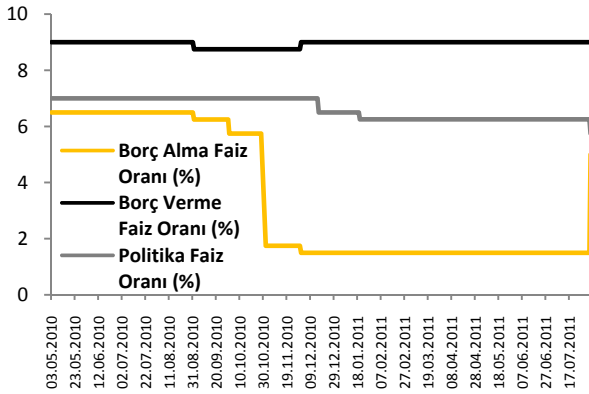
Kaynak: TÜİK

Üretici fiyatları endeksinde (ÜFE) ise Temmuz ayında aylık bazda %0.03 düşüş ile sınırlı bir değişiklik yaşanırken, ÜFE bir önceki yılın aynı ayına göre baz etkisi ile %10.34 oranında artmıştır. ÜFE'de iki aydır süren aylık bazdaki düşüş dikkat çekmektedir. Aylık değişimler sektörel bazda incelendiğinde, TÜFE'deki gıda fiyatlarında yaşanan mevsimsel harekete paralel olarak ÜFE'de tarım fiyatları aylık bazda %6.06 oranında gerilemiştir. Tarım fiyatlarında yaşanan düşüşün önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarına yansımaları durumunda TÜFE'de de düşüş devam edebilecektir. Sanayi sektöründe ise aylık bazda

%1.22 oranında artış yaşanmıştır.

Temmuz ayı rakamlarında gıda ve giyim grubunun enflasyona olumlu katkısı önemli görünürken, TCMB'nin dikkate aldığı çekirdek I endeksinde yıllık bazda yaşanan yükseliş dikkat çekmektedir. Temmuz ayında manşet enflasyon aylık bazda beklentilerden sert bir gerileme yaşamasına karşın, 2010 yılının Ekim ayından beri yıllık bazda yükseliş trendinde olmaya devam eden I endeksi yurtiçi talebin güçlü seyrinin devam ettiğine ve enflasyonist baskılara işaret etmektedir. Diğer yandan TCMB'nin yayınlanan son Enflasyon Raporu'nda çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranları yükselse de söz konusu göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış eğilimlerinde yavaşlama göstermesinin altını çizmesi TCMB'nin söz konusu enflasyonist baskıların hafif olduğunu düşündüğünü göstermektedir. Hatta, açıklanan son enflasyon rakamlarının beklentilerden iyi gelmesi ardından TCMB geçtiğimiz hafta gerçekleştirdiği ara PPK toplantısında politika faiz oranını sürpriz bir şekilde 50 baz puan indirmiştir.

Grafik 5



Kaynak: TCMB, Reuters

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) yaptığı olağanüstü toplantıda politika faiz oranını sürpriz bir şekilde %6.25 seviyesinden %5.75 seviyesine çekmiştir. TCMB'nin sürpriz kararının arkasında küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurtiçi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak yatmaktadır. Bununla birlikte gecelik borçlanma faiz oranını %1.5 seviyesinden %5 seviyesine yükselterek faiz koridorunu daraltmaya karar vermiştir. TCMB'nin politika faizini düşürürken, faiz koridorunu azaltma yönündeki kararı kısa vadeli faizlerde oluşabilecek aşağı yönlü oynaklığı azaltmaya yöneliktir. Yapılan

PPK toplantısında belirlenen strateji çerçevesinde, TCMB ayrıca 5 Ağustos 2011 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere gerek gördüğü günlerde döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlanmasına karar vermiştir. TCMB son dönemde kurda yaşanan yükselişlere karşı daha önce döviz alım ihalelerini sonlandırmıştı. TCMB'nin kararı ile faiz indiriminin döviz kurları üzerindeki baskısını hafifletmeye çalıştığı söylenebilir. Ayrıca TCMB 5 Ağustos'tan itibaren repo ihalelerinde her bir kuruluşun teklif tutarını, ihale tutarının en fazla %20'si ile sınırlandırılmasına karar vermiştir. Son olarak TCMB geçtiğimiz hafta yabancı para zorunlu karşılık oranları tüm vadeler için 0.5 puan azaltmıştır. Tüm bu kararlar ile TCMB, TL piyasalarındaki likidite yönetiminin etkinliğini artırmayı ve likiditenin sistem içinde daha dengeli dağılmasına katkıda bulunmayı amaçlamıştır.

Grafik 6



Kaynak: Bloomberg

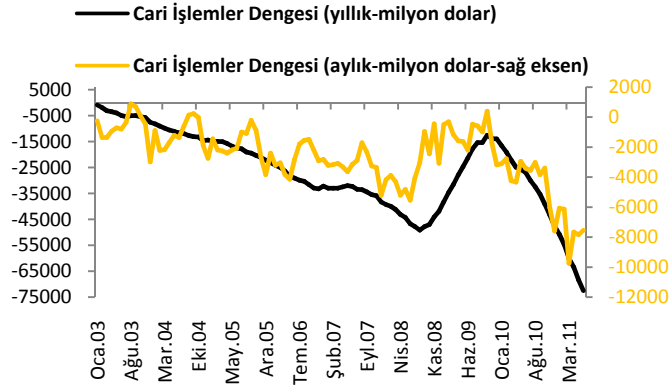
TCMB'nin sürpriz kararının ardından, piyasaların verdiği tepkiye bakıldığında gösterge faiz oranlarında sınırlı bir geri çekilme yaşanırken TL'nin gerek USD gerek Euro karşısında sert değer kaybettiğini görmekteyiz. Tahvil bono piyasasında sınırlı bir tepki yaşanması piyasanın TCMB'nin aldığı kararlara karşı olumlu olduğunu yansıtırken, para piyasalarındaki hareketin daha sert olmasında yurtdışına yönelik rikslerin artması rol oynamıştır.

Son dönemde hemen hemen tüm gelişmekte olan ülkelerde sıkı para politikaları uygulamaya konurken, TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası karışımlarıyla aldığı sıkılaştırıcı önlemlerin ardından geçtiğimiz hafta politika faiz oranını indirmesi son derece yerinde bir adımdır. 2008-2009 yıllarında global krizin en yoğun olduğu dönemde parasal gevşeme konusunda daha temkinli hareket eden TCMB, son dönemde global ekonomilerden gelen durgunluk belirtilerini ciddiye alıyor ve değişen global senaryolara uygun olarak para politikası karışımını en etkin biçimde kullanmaya çalışıyor. Önümüzdeki dönemde enflasyonda Merkez Bankası'nın son enflasyon raporuyla ortaya koyduğu tahminlere paralel olarak düşüş devam edecekken, cari açıktaysa, korkulanın aksine bankacılık sektöründe alınan kredi genişlemesine ilişkin sınırlamalar, değer kaybeden Türk Lirası ve yavaşlayan global ekonomik büyümeyle birlikte özellikle yılın son çeyreğinde önemli ölçüde rahatlatma yaşanabilecektir. Bu beklentiler çerçevesinde Merkez Bankası, uzunca bir süre gevşek para politikasıyla geleneksel olmayan politika araçlarını birleştiren karışımı kullanmaya devam edecektir.

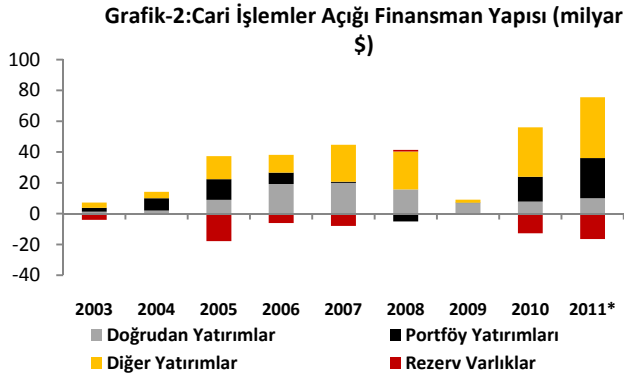
### ***Cari işlemler açığı artış hızının önümüzdeki dönemde hız kesmesini bekliyoruz***

Açıklanan Haziran ayı rakamlarının ardından ilk 6 ayda cari işlemler açığı 45 milyar dolar olarak gerçekleşirken, bir önceki yılın aynı dönemine göre %122.3 oranında artarak sert bir yükseliş yaşamıştır. Bundan sonraki dönemde ise ekonominin kademeli olarak yavaşlayacağı beklentimiz altında, yılın ilk yarısında cari işlemler açığında yaşanan sert hareketin ikinci yarıda yavaşlayacağını düşünüyoruz. 2011 yılsonunda Türkiye ekonomisinin %6.1 oranında büyüyeceği beklentimiz ışığında 2011 yıl sonu cari işlemler açığı beklentimiz 72 milyar dolar ile TCMB'nin beklentilerine paralel bir görünüm çizmektedir.

Grafik-1

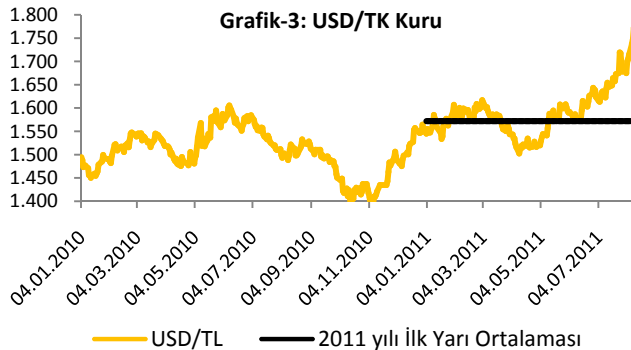


Aralık ayından beri yavaşlama trendine girmesine karşın, Mayıs ve Haziran aylarında bu trendin bozulduğu görülmüştür. Ancak önümüzdeki dönemde TCMB'nin ve BDDK'nın aldığı önlemlerin etkisinin daha belirgin bir şekilde görülmesi ile artış hızının yeniden yavaşlaması mümkün olabilir.



olmuştur. Yılın ilk altı aylık performansında ise yıllık portföy yatırımları 16.87 milyar dolara ulaşmıştır. Diğer yatırımlar kaleminde ise geçmiş aylarda net borç ödeyici konumunda olan kamu sektörünün Haziran ayında yurtdışından uzun vadeli kredi kullandığı görülmektedir. Reel sektörün ise söz konusu ayda 2.6 milyar dolar ile yüklü miktarda uzun vadeli kredi geri ödemesi gerçekleştirdiği dikkat çekmektedir. Rezerv varlıkların ise, Haziran ayındaki 1.58 milyar dolarlık artışla ilk altı aylık toplamda 9.8 milyar dolara ulaştığı görülmektedir.

Yılın ilk yarısında 45 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen cari işlemler açığının Merkez Bankası tarafından da ifade edildiği gibi yılın ikinci yarısında 27 milyar dolar seviyesine düşeceği vurgusu bizim de 72 milyar dolar seviyesinde bulunan 2011 yılı beklentimizle örtüşmektedir. Özellikle yılın son çeyreğinde bir düzelme beklediğimiz cari işlemler açığının söz konusu toparlanmasında, TL'deki değerlenme, petrol fiyatlarındaki düşüş ve en önemlisi yurtdışı taleple birlikte bir miktar yavaşlama beklediğimiz büyüme performansı etkili olacaktır.



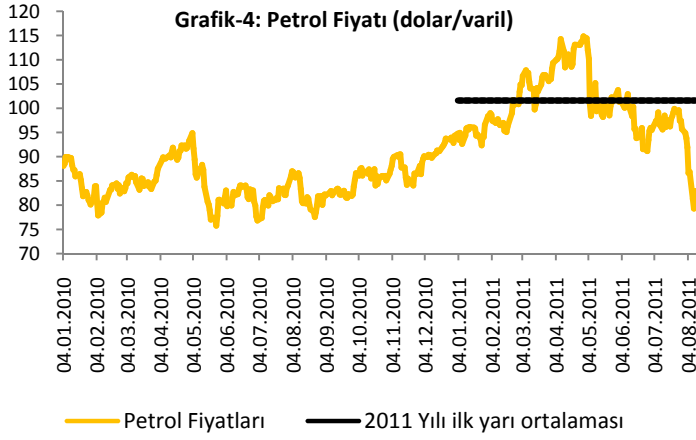
Merkez Bankası tarafından açıklanan verilere göre 2011 yılı Haziran ayında cari işlemler hesabı, 7.55 milyar dolar ile beklentimizin (7.3 milyar dolar) bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %121 oranında artan cari işlemler açığı son on iki aylık toplamda 72.5 milyar dolara ulaşmıştır. Yılın ilk yarısında 45 milyar dolar düzeyinde gerçekleşen cari işlemler açığı, 2011 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %122 oranında artmıştır. Son on iki aylık toplamda cari açığın artış hızı 2010 yılının

Cari işlemler açığındaki artışın devam ettiği bir ortamda finansman yapısı da önemli bir gündem maddesini oluşturmaktadır. Haziran ayında doğrudan yatırımların 561 milyon dolar olarak gerçekleştiği ve yılın ilk altı aylık toplamda 4.85 milyar dolara yükseldiği görülmüştür. Doğrudan yatırımlar dışında, geçtiğimiz ay gerileyen portföy yatırımlarının ise Haziran ayında 2.03 milyar dolar artış göstermesi dikkat çekmiştir. Yabancı yatırımcıların yurt içinde tahvil piyasasında alış gerçekleştirmeleri portföy yatırımlarının artmasında başlıca etken

Son dönemde yurtdışında endişelerin artması TL'nin değer kaybetmesine neden olmuştur. TL'deki söz konusu değer kaybı dış ticaret kanalı ile cari işlemler açığı üzerinde daraltıcı etkisi olacaktır. 2011 yılı ilk yarı ortalaması 1.57 seviyesinde bulunan USD/TL kuru 1.75 seviyesinin üzerinde işlem görmektedir. Yıl sonuna kadarki süreçte TL'de sepet bazında

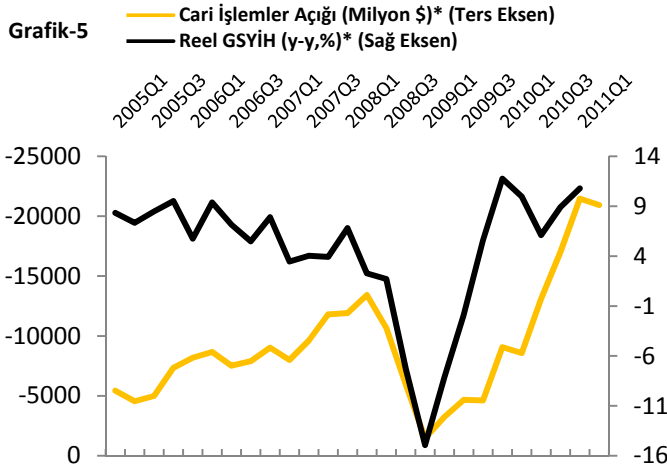


%5 düzeyinde bir değer kazancı olacağını düşünmemize karşın yılın ikinci yarısındaki ortalamanın ilk yarıya göre daha yüksek seviyede bulunacak olması cari işlemler açığının yılın ikinci yarısındaki düşüşünde etkili olacaktır.



Kaynak: Bloomberg

ABD’de son açıklanan büyüme verilerinin beklentilerin altında kalması ve Avrupa’da baş gösteren sıkıntıların devam etmesi küresel büyüme kaygılarını arttırmaktadır. Özellikle gelişmiş ülkelerin büyüme performanslarına ilişkin artan soru işaretleri petrol fiyatlarında aşağı yönlü bir trendin oluşmasına neden olmaktadır. Petrol fiyatlarının yılın geri kalan bölümünde yılın ilk yarısında göre daha düşük olan seyrini devam ettirmesi en önemli ithalat kaleminiz arasında yer alan petrolün faturasını azaltarak cari işlemler açığındaki düşüş beklentilerimizi destekler nitelikte olacaktır.



Kaynak: TCMB

\*: Mevsimsellikten Arındırılmıştır

Açıklanan ilk çeyrek reel GSYİH büyümesi ve ikinci çeyreğe ilişkin öncül veriler ışığında Türkiye ekonomisinin yılın ilk yarısında güçlü bir büyüme performansı sergilediğini söyleyebiliriz. Güçlü büyüme ile birlikte artan yurtdışı talebe bağlı olarak ilk 6 ayda cari işlemler açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre %122.3 oranında artarak 45 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bundan sonraki dönemde ekonominin kademeli olarak yavaşlayacağı beklentimiz altında, yılın ilk yarısında cari işlemler açığında yaşanan sert hareketin ikinci yarıda yavaşlayacağını düşünüyoruz. Yukarıda da değindiğimiz gibi son dönemdeki petrol fiyatlarında ve kurlarda

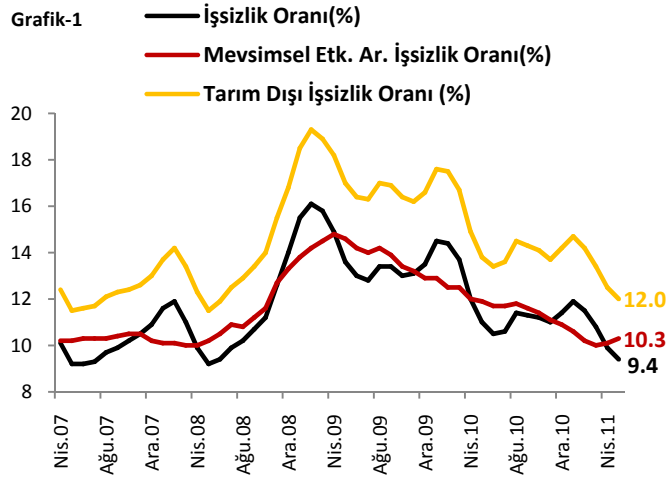
yaşanan hareketler bu beklentimizi desteklemektedir. Ayrıca TCMB’nin ve BDDK’nın aldığı önlemlerin ardından kredi rakamlarında izlenen dönüş artan iç talebe yönelik alınan önlemlerin etkilerinin görülmeye başladığına işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde bu hareketin, özellikle uluslararası ekonomide artan büyümeye yönelik riskler değerlendirildiğinde daha da belirginleşmesi mümkün olabilir. Cari işlemler açığı ve büyüme arasındaki ilişkinin güçlü olduğu değerlendirildiğinde (bkz. Grafik) ise yılın ilk yarısındaki güçlü büyüme performansı ile 45 milyar dolar olarak gerçekleşen cari işlemler açığının, yılın ikinci yarısında büyümenin de ivme kaybedeceği beklentisi ile yavaşlayacağını düşünüyoruz. 2011 yılsonunda Türkiye ekonomisinin %6.1 oranında büyümesini bekliyoruz. Bu beklentimiz ışığında 2011 yıl sonu cari işlemler açığı beklentimiz 72 milyar dolar ile TCMB’nin beklentilerine paralel bir görünüm çizmektedir.

Son dönemde küresel piyasalarda artan dalgalanmalar yeni bir resesyon döneminin ortaya çıkabileceği yönündeki endişeleri de arttırmaktadır. Gelişmiş ülkelerin karşıya kalabileceği “büyüme” sorunu beraberinde hem ABD hem de Avrupa’yı kapsayan yeni ve daha geniş likidite önlemlerini getirebilecektir. Küresel krizin ardından oluşacak yeni ortamda nisbi gücünü arttırarak çıkabilecek Türkiye ekonomisi likiditedeki artıştan önemli kazanımlar elde edebilecektir. Global likidite koşullarının, gevşek para politikaları nedeniyle son derece yüksek kalmaya devam etmesi, ülkemizin finansman maliyetlerinde son yıllarda sağlanmış olan tarihi düşük düzeylerin sürdürülmesine olumlu katkı sağlayacaktır.

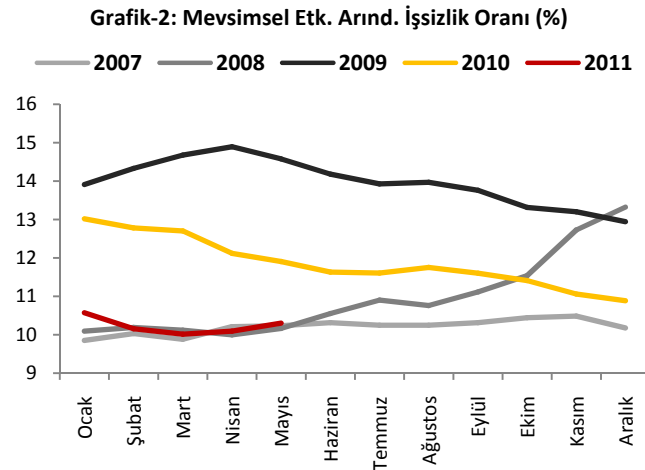
## İşsizlik Oranındaki Gerilemenin Satır Aralarında Söyledikleri

Son açıklanan Mayıs dönemi rakamlarına göre işsizlik oranı en son kriz öncesi Haziran 2008'de gördüğü %9.4 seviyesine kadar gerilemiştir. Dünya genelinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle yapılan karşılaştırmada Türkiye işsizlik oranı açısından güçlü bir görünüme sahiptir. Ancak, işsizlik oranı mevsimsellikten arındırıldığında Nisan döneminde gözlenen yükselişin Mayıs'ta da devam ettiği dikkat çekmektedir. Bu durum Türkiye ekonomisinde 2010 yılında ve 2011'in ilk çeyreğinde gözlenen hızlı performansın ikinci çeyrekte itibaren bir miktar hız kaybedeceği beklentisini desteklemektedir.

### İşsizlik oranı Haziran 2008'den beri en düşük seviyesine gerilese de mevsimsellikten arındırıldığında istihdamın azaldığına işaret ediyor...



Kaynak: TÜİK



Kaynak: TÜİK

görülen sıkışmanın büyük ölçüde mevsimsel olduğu ve izleyen dönemlerde yavaşlayabileceğine işaret etmektedir.

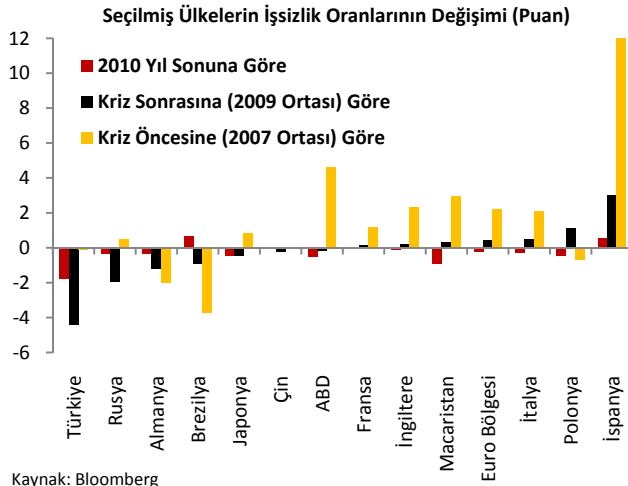
İstihdamın sektörel dağılımı da işsizlik oranındaki gerilemenin daha çok mevsimsel olduğunu yansıtmaktadır. Mayıs 2011 döneminde istihdamın bir önceki döneme göre en çok arttığı sektörler, mevsimsel etkilerin en belirgin olduğu inşaat ve tarım sektörleri olmuştur. İstihdam inşaat sektöründe bir önceki döneme göre %9.8, tarımda ise %4 artmıştır. Ancak, her iki sektörde de Nisan 2011 dönemine göre artış hızının bir miktar azaldığı

Mart – Nisan – Mayıs 2011 döneminde %9.9 olarak gerçekleşerek en son kriz öncesi Temmuz 2008'de gördüğü tek haneli seviyelere inen işsizlik oranı Nisan – Mayıs – Haziran döneminde sert bir düşüşle %9.4 seviyesine gerilemiştir. Tarım dışı işsizlik oranı da Mayıs 2011 döneminde işsizlik oranına benzer bir trend sergilemiştir. Buna göre tarım dışı işsizlik Mayıs döneminde bir önceki döneme göre 0.5 puan azalarak %12 oranına gerilemiştir. Bu durum, mevsimsel faktörlerin belirleyici olduğu tarım sektörü dışarıda bırakıldığında, işsizlik oranındaki gerilemenin geçici olmadığı şeklinde yorumlanabilir. Ancak, işsizlik oranının mevsimsellikten arındırılmış serisi incelendiğinde Mayıs döneminde bir önceki döneme göre 0.2 puan artışla %10.3'e yükseldiği görülmektedir. Böylece, Mart döneminde Nisan 2008'den beri gördüğü en düşük seviyesi olan %10'un üzerindeki hareketini sürdürmüştür.

Mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik verileri yıllar itibarıyla karşılaştırıldığında (Bkz. Grafik-2) 2010 yılının Mayıs döneminde belirgin bir düşüş trendi sergileyen işsizlik oranının Mayıs 2011 döneminde Nisan dönemindeki hafif yükselişine devam ettiği gözlenirken, 2008 yılındakine benzer bir trend izlemeye başladığı dikkat çekmektedir. Bu tablo, istihdam piyasasında

dikkat çekmektedir. Öte yandan, hizmet sektörü istihdamının bir önceki döneme göre artış oranı yavaşlarken, sanayi sektörü %1.1 gerilemiştir. Yıllık bazda artış rakamlarını incelediğimizde, inşaat ve tarım sektörlerinde istihdam artışının güçlü olduğu, hizmet sektöründe önceki dönemlerdeki yıllık artışlarla karşılaştırıldığında ılımlı olduğunu görmekteyiz. Sanayi sektörü yıllık istihdam artışı ise %6.9 ile bu yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Bu veriler ışığında, Mayıs dönemi işsizlik verilerinin, 2011 yıl sonu işsizlik oranı beklentimizle uyumlu olduğunu ve son açıklanan sanayi üretimi ve kapasite kullanımı verilerine paralel olarak büyümenin 2011'in ilk çeyreğinden sonra kademeli olarak yavaşlayacağı beklentimizi desteklediği söylenebilir.

### **Türkiye diğer ülkelerle karşılaştırıldığında işsizlikteki düşüş açısından önemli bir avantaja sahip...**



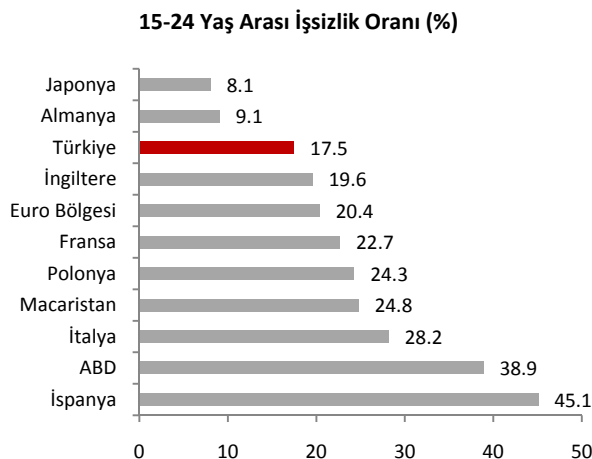
Kaynak: Bloomberg

Türkiye dışındaki ülkelerde 2011 yılı 2. çeyrek rakamları, Türkiye'de 2011 yılı Mayıs dönemi rakamları kullanılmıştır.

İstihdam piyasasında yaşanan toparlanmanın boyutlarını karşılaştırmalı olarak göstermek amacıyla bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler seçilmiş ve kriz öncesine, kriz sonrasına ve 2010 yıl sonuna göre işsizlik oranlarının değişimi hesaplanmıştır. Açıklanan son rakamlar ışığında kriz öncesine göre gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranlarının gerilediği, başta ABD ve Euro Bölgesi ülkeleri olmak üzere gelişmiş ülkelerde ise halihazırda işsizlik oranlarının, kriz öncesi seviyelerin oldukça üzerinde seyrettiği görülmektedir. Kriz sonrası dönem değerlendirildiğinde ise Türkiye, kriz sonrasına göre 4.4 puanlık bir gerileme kaydeden işsizlik oranı ile seçilmiş ülkeler arasında işsizlik oranı en hızlı iyileşen ülke olmuştur. Buna karşın, İspanya

ve Polonya'nın işsizlik oranlarında sırası ile 3.0 ve 1.1 puanlık artışlar yaşanmıştır. Son dönemde yüksek kamu borcu ve bütçe açığı ile mücadele eden gelişmiş ülkelere ilişkin risklerin derinleşmesi ve sorunların çözümüne ilişkin önerilerin yatırımcıların endişelerini hafifletecek boyuta ulaşamaması önümüzdeki dönem için belirsizliğin artmasına neden olurken, gerek açıklanan büyüme rakamları gerekse öncül veriler küresel boyutta iktisadi faaliyetlerin yavaşlamaya başladığına işaret etmektedir. Bu durum halihazırda kırılgan olan istihdam piyasaları açısından da risk oluşturmaktadır. Bu amaçla 2010 yılsonuna göre işsizlik oranındaki değişimler incelendiğinde, yine en hızlı iyileşmenin -1.8 puan ile Türkiye'nin işsizlik oranında yaşandığı görülmektedir. Diğer yandan İspanya ve Brezilya'da işsizlik oranı 2010 yıl sonuna göre 0.56 ve 0.63 puan yükselmiştir. Özetle, gelişmiş ülkelerin işsizlik oranlarındaki iyileşmenin gelişmekte olan ülkelere göre daha sınırlı olduğu da dikkat çekmektedir.

### **Türkiye'de genç nüfusun işsizlik oranı giderek azalmaktadır...**

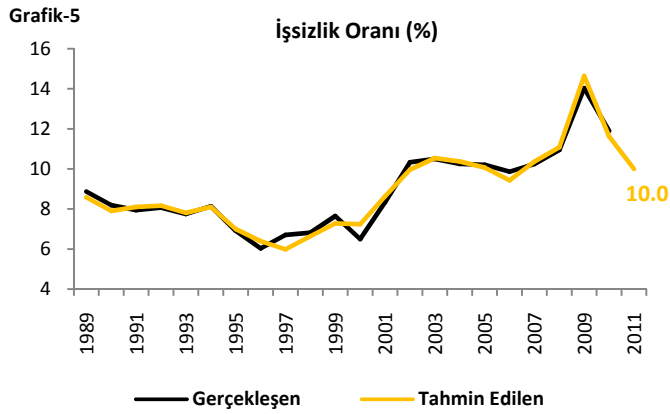


Kaynak: Bloomberg

Genç nüfusta işsizlik oranı, özellikle kriz sonrası dönemde dünya genelinde en çok tartışılan konulardan biri olmuştur. Çünkü genç nüfusta işsizlik oranı kriz öncesi döneme göre oldukça yüksek seyretmektedir. 2007 yılında dünya genelinde genç işsiz sayısı 73.5 milyon iken, 2010 yılında ise 78 milyona ulaşmıştır. Küresel genç nüfusta işsizlik oranı ise yetişkin nüfusta işsizlik oranının çok üzerinde kalarak %12.6'ya yükselmiştir. Bu durum yaşanan ekonomik krizlerden genç nüfusun yetişkin nüfusa göre daha

çok etkilendiğini gösterirken, genç nüfusta işsizlik oranının yüksek olması, önemli bir insan gücü potansiyelinin atıl kalması ve uzun vadede ciddi sosyal sorunlara yol açabilecek olması bakımından da önemli görünmektedir. Türkiye’de 2011 yılının Ocak ayından beri azalmakta olan 15-24 yaş arasında işsizlik oranı Mayıs ayında da bir önceki aya göre azalarak %17.5 oranında gerçekleşmiştir. Aynı zamanda Mayıs ayında genç nüfusun işgücüne katılım oranı da artış göstermiş ve %38.9 seviyesine yükselmiştir. Türkiye’de genç nüfusta işsizlik oranı pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye göre düşük seviyede bulunsa da, Birleşmiş Milletler tarafından 2010 yılı için %12.6 olarak açıklanan küresel genç işsizlik oranına göre yüksek kalmaktadır. Ancak bu yaş grubunda işsizlik oranının, görece düşük seyretmesi ve düşme trendinde olması önümüzdeki dönem için olumlu görünmektedir.

### ***İşsizlik Oranının 2011 yılında %10.0 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz...***



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

2011 yılının Mayıs ayında %9.4 ile tek haneli seviyelerdeki seyrini sürdüren işsizlik oranının önümüzdeki aylarda da mevsimsel etkilerle gerilemeye devam etmesi beklenirken, 2011 yılının geneli için ise işsizlik oranındaki düşüşün 2010 yılına oranla bir miktar yavaşlaması mümkün görünmektedir. 2011 yıl sonuna ilişkin büyüme beklentimiz %6.1 seviyesindeyken, 2011 yılı işsizlik oranını tahmin etmek için oluşturduğumuz ekonometrik modelimiz, 2010 yılında %11.9 olarak açıklanan işsizlik oranının 2011 yılında %10.0’a gerileyeceğine işaret etmektedir. Yaz aylarında tarım ve turizmin işgücüne olumlu

katkısı ile birlikte tek haneli rakamlara gerileyen işsizlik oranının kış aylarına girilmesi ile birlikte sınırlı bir şekilde yükselmesi mümkün görünmektedir. Bunun yanında Eylül ayı ile birlikte kamu memur alımlarının artacağı yönündeki beklentimiz işsizlik oranı beklentimizi desteklemektedir. 2011 yılı işsizlik oranı beklentimiz yıl içinde kriz öncesi seviyelere gerileyen işsizlik oranının yıllık olarak da kriz öncesi seviyeleri yakalayacağına işaret etmektedir. Diğer makroekonomik verilerde krizin ardından iyileşmenin daha hızlı gerçekleştiği görülürken, işsizlik oranının kriz öncesi seviyeleri yakalaması zaman almıştır. Bu durum aslında diğer makro ekonomik verilerden farklı olarak işsizlik oranında yapısal olarak izlenen katılığın bir sonucu olarak sürpriz bir gelişme olarak değerlendirilmemelidir. 2011 yılına ilişkin işsizlik oranı beklentimiz, işsizlik oranında 2010 yılında izlenen hızlı düşüşün bir miktar ivme kaybedeceğine işaret etmesine karşın, işsizlik oranındaki toparlanmanın güçlü olduğunu yansıtmaktadır.

## Yunanistan İçin Açıklanan Son Yardım Paketi Euro Bölgesi İçin Çözüm Olacak mı?

2007 yılının üçüncü çeyreğinde ABD'de konut piyasasında başlayan kriz, kamu ve merkez bankaları tarafından alınan önlemler nedeniyle sonraki yıllarda krizi özel sektörden kamu sektörüne kaydırırken, bu doğrultuda 2010 yılından itibaren ülkelerin borç ve bütçe problemleri ön plana çıkmaya başlamıştır. Böylece 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren Euro Bölgesi borç ve bankacılık endişelerine dönüşen bu kriz, açıklanan yardım paketleri ile kısmen hafifletilmeye çalışılsa da bu çabaların olumlu etkileri çok kısa sürmüş ve bu paketlerin varolan sorunları ötelemek dışında bir işe yaramadığı görülmüştür. Bu raporda Yunanistan için son açıklanan yardım paketinin işe yarayıp yaramayacağı, paketin etkileri ve Euro Bölgesi'ne ilişkin yapısal sorunlar ele alınırken, açıklanan yardım paketlerinin neden sonuç vermediği yapısal sorunlar çerçevesinde incelenmiştir.

Tablo-1

	Euro Bölgesi Toplam GSYİH içindeki Pay (%)	Brüt Borç Stoku/GSYH (%)	Bütçe Dengesi/GSYH (%)
Fransa	21	84.3	-7.7
Almanya	26.9	80	-3.3
<b>Yunanistan</b>	<b>2.4</b>	<b>142</b>	<b>-9.6</b>
İrlanda	1.6	96.1	-32.2
İtalya	16.1	119	-4.6
Portekiz	1.8	83.3	-7.3
İspanya	11.5	60.1	-9.2
Diğer Ülk.	18.7		
Euro Bölgesi	100		

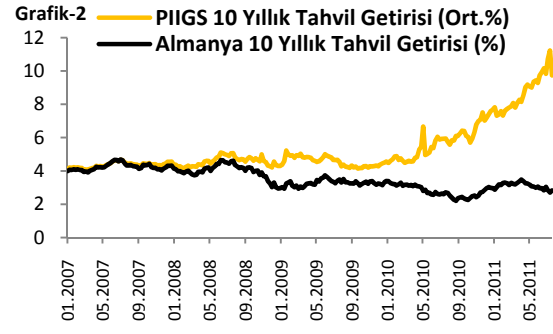
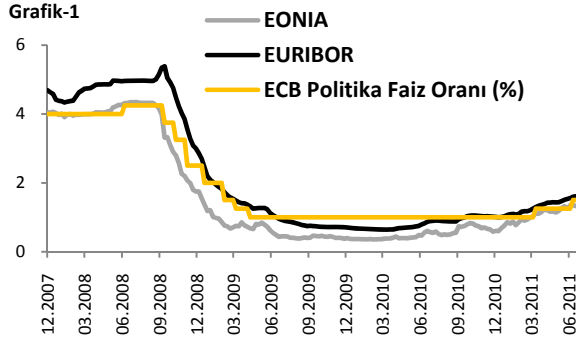
Kaynak: Bloomberg

Yunanistan'ın yanı sıra yüksek borçluluk oranına sahip İtalya, İspanya, Portekiz ve İrlanda gibi ülkeler 2010 yılından itibaren piyasalar üzerinde baskı oluşturmaya devam ederken, ülkelerin zayıf büyüme performansı, olumsuz bütçe dengesi ülkelerin politika alanını daraltmaktadır. Tüm bu olumsuz görünüm ise ülkelere ilişkin endişeleri artırırken, açıklanan yardım paketlerine rağmen Euro ve bölge ekonomilerine yönelik orta ve uzun vadede endişeler devam etmektedir. Problemlili ülkelerin Euro Bölgesi toplam GSYH içindeki payının %33.4 civarında olduğu ve İtalya'nın sadece bu oranın %16.1'ini oluşturduğu dikkate alındığında problemin büyüklüğü daha fazla ortaya çıkmaktadır.

### Yunanistan için açıklanan ikinci yardım paketinin ayrıntıları:

Daha önce açıklanan yardım paketlerinin gerek Yunanistan ekonomisi gerekse Euro Bölgesi'ne yönelik borç ve bankacılık endişelerini azaltma yönünde istenilen etkiyi yaratamaması üzerine AB liderleri 109 milyar euroluk yeni bir yardım paketi açıklamak zorunda kalmıştır. Yeni yardım paketi, 2014 yılına kadar özel sektör ve devletin tahvil geri alımları aracılığıyla Yunanistan'ın finansman ihtiyacının karşılanmasını amaçlamaktadır. Bu yardım paketiyle birlikte ilk defa özel sektörün borç refinansmanına katılımı sağlanmıştır. Ayrıca borç krizinin diğer ülkelere yayılmasını engellemek adına tüm ülkeler için, EFSF'nin (Avrupa İstikrar Fonu) vermiş olduğu kredilerin vadesi 7.5 yıldan 15 yıla en fazla 30 yıla çıkarılmış, %4.5 seviyesine çıkan kredi faizleri %3.5'e çekilmiştir. Yeni yardım paketi çerçevesinde, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB), Yunanistan'ın uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarını dikkate almadan Yunan devlet tahvillerini teminat olarak kabul edebilmesi için EFSF'nin ülkeye 35 milyar euroluk refinansman garantisi sağlaması kararlaştırılmıştır. Ayrıca EFSF'ye ikincil piyasadan devlet tahvillerini alabilmesi, bankalara kredi verebilmesi ve gerektiğinde zor durumdaki ülkelere kredi açabilmesi gibi yetkiler verilmiştir.

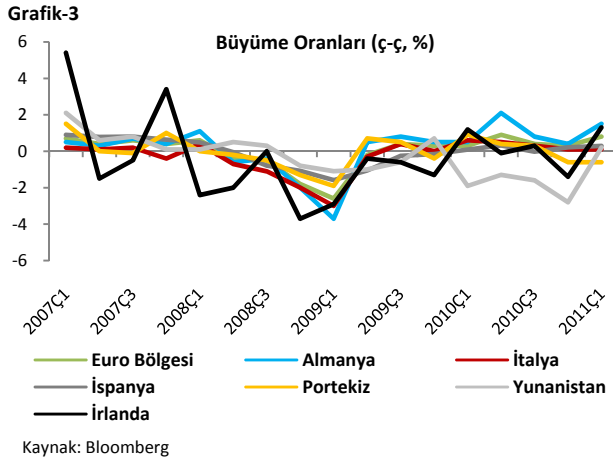
Yunanistan'ın yüksek bütçe açığına sahip olmasının yanısıra GSYH'sinin %142'sine ulaşan rekor borç yüküne sahip olması nedeniyle AB ülkeleri Yunanistan'ın borcunu iki yolla azaltmayı planlamaktadır. Bunlardan birincisi, özel sektörün 37 milyar eurosu gönüllü destek, 12.6 milyar eurosu borç geri alım programı olmak üzere toplamda 50 milyar euro kredi sağlamasıdır. 2011-2019 yılları arasında özel sektörün tahvil geri alımlarına 106 milyar euroluk katkı sağlaması durumunda ise Yunanistan'ın borcunun 25 milyar euro azalacağı hesaplanmaktadır. Hükümetin tahvil geri alım programları ile ülke borcunun azalmasına önemli bir katkı sağlaması da ikinci yol olarak dikkati çekmektedir.



Ancak, ECB politika faiz oranı ile piyasa faiz oranları incelendiğinde, Yunanistan için açıklanan son yardım paketine rağmen piyasa faiz oranlarının yüksek seviyelerini koruduğu dikkati çekmektedir. Ayrıca yine açıklanan yardım paketinin ardından PIIGS ülkelerinin 10 yıllık ortalama tahvil getirileri ve Almanya 10 Yıllık tahvil getirisi ile aralarındaki spread'de aşağı yönlü bir hareket görülmekle birlikte, aşağı yönlü bu hareketin piyasaları tatmin edecek düzeyde olmadığı ve hala yüksek seviyelerini koruduğu dikkati çekmektedir. Tüm bu gelişmeler açıklanan paketin çevre Euro Bölgesi ülkelerine ilişkin endişeleri yatıştırmaya yetmediğini gösterirken, bu çerçevede Euro Bölgesi ülkelerinin yapısal farklılıkları önemli bir sorun olarak ön plana çıkmaktadır.

## Euro Bölgesi'ndeki Yapısal Farklılıklar

### 1- Ülke ekonomilerinin ekonomik görünümündeki farklılıklar:

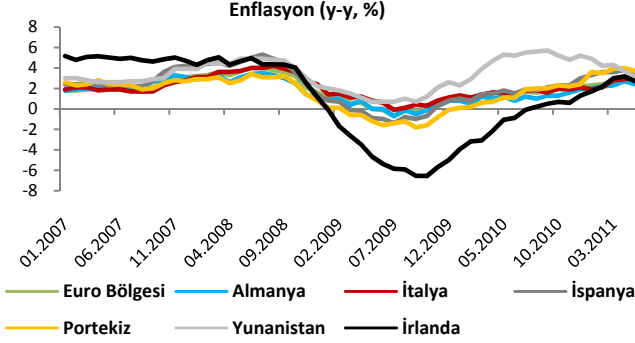


2011 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0.8 büyüyen Euro Bölgesi'nin, bu oranı yakalamasında, temel olarak Almanya ve İrlanda'da yaşanan %1 düzeylerinin üstünde gerçekleşen büyüme oranları etkili olmuştur. Son dönemde sıradaki ülke tartışmaları süren İtalya ve Portekiz gibi ülkelere dair oluşan belirsizlikler ve artan kamu kaynaklı dengesizlikler ise büyümenin artış trendini kısıtlayan faktörler olarak dikkat çekmektedir. Son dönemde Euro Bölgesi'nin sorunlu ülkeleri olarak kabul edilen PIIGS (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya) ülkelerinde ise büyümenin sürdürülebilirliği tartışmalıdır. Bunun başlıca nedeni olarak, bu ülkelerde büyümenin tüketim kaynaklı olması

gösterilebilirken, borç sorunuyla karşı karşıya olan bu ülkelerde, sorunların çözümü için uygulanan sıkı maliye politikaları tüketim kaynaklı büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilecektir. Bu ülkelerin aksine, Euro Bölgesi'nin güçlü ekonomisi olarak kabul edilen Almanya'da ise büyüme net ihracata dayalı olarak gerçekleşmektedir. Bu durum büyüme oranlarının da farklılaşmasına sebep olurken, yatırımcıların da Euro Bölgesi'ne dair endişelerinin sürmesine neden olmaktadır. Ancak son dönemde Euro Bölgesi'ne ilişkin büyümenin öncü göstergelerinden olan PMI imalat endeksleri ile ZEW endeksinin gerilemesi Euro Bölgesi'nin lokomotifini Almanya'da da önümüzdeki dönemde büyümenin yavaşlayacağını sinyallerini verirken, bu durum halihazırda zayıf büyüme performansı sergileyen sorunlu ülkeler için de negatif bir unsur olacaktır.

## 2- Enflasyon oranlarındaki ve ekonomik görünümündeki farklılıklara rağmen ortak para politikası:

Grafik-4



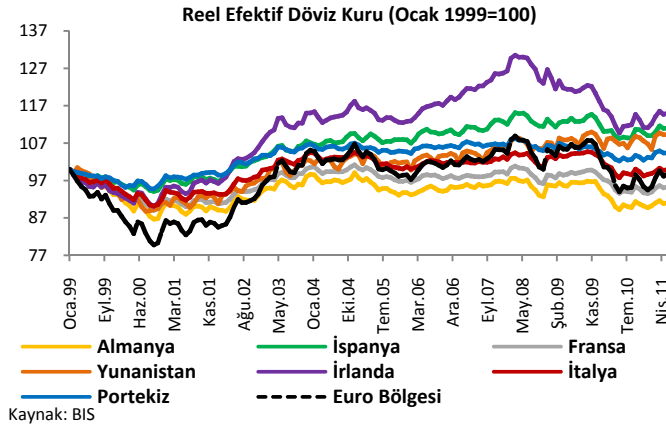
Kaynak: Bloomberg

yukarı yönlü etkilemesi Euro Bölgesi enflasyon oranları üzerinde etkili olmuştur. Yukarı yönlü hareket eden enflasyon oranları, Avrupa Merkez Bankası'nın politika faiz oranı kararları üzerinde etkili olmaktadır. Artan enflasyon nedeniyle faiz oranını artırmaya başlayan ECB'nin bu kararının ise hala zor durumda bulunan çevre ülkelerin büyüme performansları üzerinde olumsuz bir etki yaratması söz konusu olabilecektir. Sonuç olarak farklı ekonomik sorunlara sahip, farklı maliye politikaları uygulayan Euro Bölgesi ülkelerinin ortak bir para politikası uygulamak zorunda olmaları, ülkelerin sorunlara çözüm arayışlarını sınırlamakta, kimi zaman uyguladıkları maliye politikalarıyla da çakışmaktadır. Bu durum, ülke bazında alınan önlemlerin yetersiz kalacağı endişelerini desteklemekte, yaşanan sorunların bölge geneline yayılabileceği endişelerini ise artırmaktadır.

Kriz dönemi sonrasında gerilemiş olan enflasyon oranlarının 2010 yılı itibarıyla artmaya başladığı gözlemlenmiş olup, son dönemde çevre ve merkez ülkelerin enflasyon oranları arasındaki marjın gittikçe kapandığı dikkat çekmektedir. ECB'nin hedefi olan %2'lik enflasyon oranının Euro Bölgesi'nde 2010 yılının sonundan itibaren aşıldığı dikkati çekerken, bunun nedenini merkez ülkelerde sağlanan yüksek büyüme ile ısınan ekonomi ve artan girdi fiyatları ile açıklamak mümkündür. Ortadoğu'da yaşanan siyasi karmaşalar sonucu petrol fiyatlarının yükselmesi ve olumsuz hava koşullarının gıda fiyatlarını

## 3- Reel efektif döviz kurları ve rekabet güçlerindeki farklılıklar:

Grafik-5



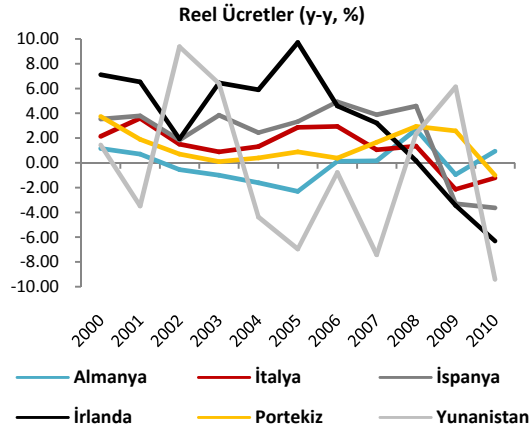
Kaynak: BIS

temelini oluştururken, bu nedenle ortak uygulanan politikalar her ülke için istenilen sonucu verememektedir.

Reel efektif döviz kurları tarihsel olarak incelendiğinde, özellikle çevre ülkelerin parasal birliğe geçmesiyle birlikte kur esnekliğini ve rekabet güçlerini kaybettiği dikkati çekmektedir. Enflasyon oranlarının da etkilediği reel efektif döviz kurları Ocak 1999=100 olacak şekilde endekslenmiştir. Endekslenmiş rakamlar incelendiğinde seçilmiş ülkeler arasında Almanya ve Fransa'nın en yüksek rekabet gücüne sahip olduğu görülürken, İtalya, İrlanda, Portekiz ve Yunanistan'ın rekabet açısından en zayıf görüme sahip ülkeler olduğu dikkati çekmektedir. Bu durum ise ülkelerin ekonomik görünümündeki farklılığın

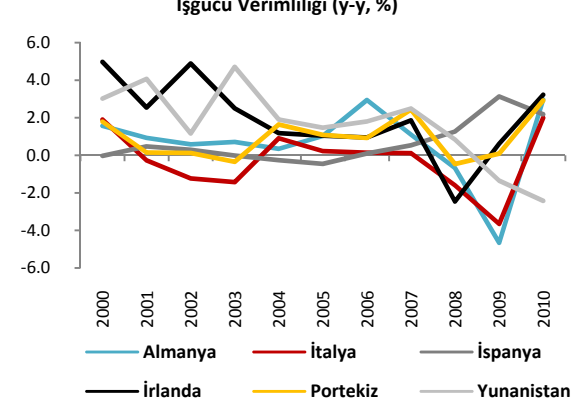
## 4- İstihdam Piyasasındaki Farklılıklar:

Grafik-6



Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

Grafik-7



Kaynak: OECD

Grafiklerden de görülebileceği gibi, ülkelerin istihdam piyasaları arasında dikkat çekici farklılıklar bulunmaktadır. 2010 yılında derinleşen borç kriziyle başa çıkmaya çalışan Yunanistan'da işgücü verimliliği düşerken, reel ücretlerde de sert gerileme yaşanmıştır. Öte yandan, 2010 yılında patlak veren bankacılık kriziyle mücadele eden İrlanda ve Euro Bölgesi'nin üçüncü en sorunlu ülkesi olan Portekiz'de de reel ücretlerde sert gerileme görülmektedir. Euro Bölgesi işsizlik oranı ortalamasının üzerinde işsizlik oranlarına sahip olan bu ülkelerde, yaşadıkları krizlerle mücadele etmek amacıyla aldıkları sıkılaştırıcı mali tedbirlerin de etkisiyle önümüzdeki dönemde reel ücretlerde daha sert düşüşler görülebilecektir. Bunun yanı sıra Euro Bölgesi'nde en yüksek işsizlik oranına sahip ülke olan İspanya'da işgücü verimliliği düşerken, reel ücretlerde ise artış görülmektedir. Ancak verimlilikteki bu düşüş önümüzdeki dönemde reel ücretlere de düşüş şeklinde yansiyabilecektir. Bölgenin en güçlü ekonomisi olan Almanya'da ise verimlilik sert şekilde yükselmekte, verimlilikteki yükselişe karşın reel ücretlerin aynı oranda yükselmemesi Almanya'nın rekabet avantajını artırırken, enflasyon oranını da kontrol altında tutma konusunda ülkeye büyük avantaj sağlamaktadır. Bu nedenle PIIGS benzeri sorunlara sahip olmayan Almanya gibi merkez ülkelerde ücretlerdeki değişiklikleri kontrol altında tutabilmek için ekonomide alan olmasına rağmen, PIIGS ülkelerinin nispeten böyle bir şanslarının olmaması ülkeler arasındaki farklılıkları belirginleştirmektedir.

### **Sonuç:**

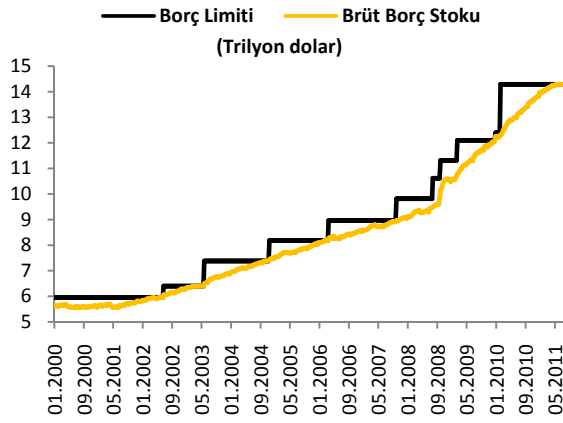
Euro Bölgesi'nin ikinci kurtarma paketine rağmen Moody's'in son not indirimiyle, 2008 yılında en yüksek not olan 'A' notuna sahip olan Yunanistan'ın, 'Ca' notu ile dünyanın en düşük notuna sahip ülkesi konumuna gelmesi, piyasalarda yardım paketine yönelik soru işaretleri olduğunu ortaya koymaktadır. Yeni yardım paketi ile birlikte Euro Bölgesi ülkelerinin krizin çözümü konusunda kararlı ve ortak bir tutum sergilemeleri bunun yanı sıra Yunanistan, İrlanda ve Portekiz gibi ülkeler için resmi kredi kullandırım şartlarının belirlenmesi olumlu algılanmaktadır. Diğer taraftan özel sektörün sağlayacağı desteğin özel sektörde büyük ölçüde ekonomik kayıplara yol açabileceği endişeleri yeni paketin olumsuz taraflarından biri olarak dikkati çekerken, özel sektörün ve devletin tahvil geri alımına katılım şartlarının açıkça belirtilmemesi ve fonlamanın ne kadar süre devam edeceğinin net olmaması paketin bir diğer olumsuz tarafı olarak görülmektedir. Öte yandan EFSF'nin yapısındaki değişikliklerin gerçekleşmesinin zaman alacağı kesindir. Tüm bu değerlendirmeler altında, yeni yardım paketinin Yunanistan'ın yüksek ve sürdürülemez borcu için kısa vadeli fonlama ihtiyacını karşılasa da, borcun azaltılması konusunda düşük katkısı olacağı ve paketin asıl sonucunun borcun diğer Euro Bölgesi ülkelerine yeniden dağıtılması olacağı anlaşılmaktadır. Bu çerçevede ikinci yardım paketi ile Yunanistan'da ekonominin toparlanması ve aynı zamanda krizin diğer ülkelere sıçramasının önlenmesi amaçlansa da bunun çok kolay olmayacağı düşünülmektedir.

Sonuç olarak paketin Yunanistan'ın borçlarını ötelemek dışında Euro Bölgesi'nin asıl sorunu olarak ön plana çıkan yapısal sorunlara çözüm olmayacağı görülmektedir. Böyle bir ortamda aynı para politikasına karşın farklı maliye politikası uygulayan söz konusu sorunlu bu ülkelerin krizden çıkmak için sert önlemler alması gerekmektedir. Bu durum ise sorunlu ülke ekonomilerinin işgücü piyasalarının daha fazla sekteye uğramasına neden olabilecektir. Bu nedenle aynı para politikası uygulayan ülkelerin uyguladıkları maliye politikalarında da bir uyum sağlanması gerekirken, Euro Bölgesi'nin ortak eurobonoya geçene kadar varolan sorunlarının bitmeyeceği düşünülmektedir. Bir diğer önemli sorun ise EFSF'nin kaynağının Yunanistan, Portekiz ve İrlanda için yeterli olacağı düşünülse bile İtalya ve İspanya'nın da bu kurtarma paketine ihtiyaç duyması halinde EFSF'nin kaynağının yetmeyeceği düşünülmektedir. Zaten Yunanistan için açıklanan ikinci kurtarma paketinin ardından söz konusu bu ülkelerin spreadlerinin gerilemesine karşın İtalya ve Portekiz'in spreadlerindeki yükseliş piyasalardaki bu endişeleri yansıtmaktadır.

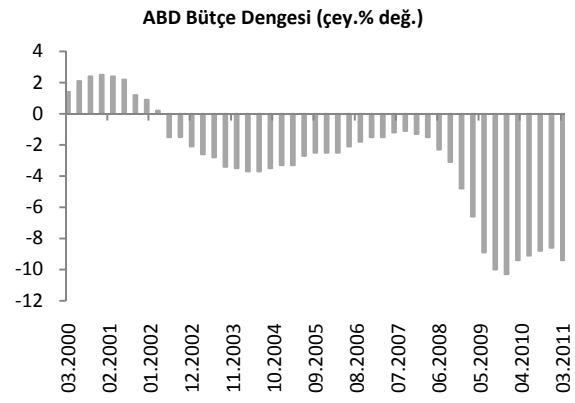


## ABD'de Yürürlüğe Giren Borç Tavanı Yasa Tasarısının Ayrıntıları ve Ekonomik Etkileri

2007 yılının üçüncü çeyreğinde ABD'de konut piyasasında başlayan kriz, kısa sürede kredi ve likidite krizine dönüşerek ticaret ve finansal bağlantılar kanalıyla global ölçekte dünya ekonomisine büyük zarar vermiştir. Kriz döneminde kamu ve merkez bankaları tarafından alınan önlemler ve krizin etkilerini hafifletmek için yapılan harcamalar sonraki yıllarda krizi özel sektörden kamu sektörüne kaydırırken, bu doğrultuda 2010 yılından itibaren ülkelerin bütçe ve borç problemleri ön plana çıkmıştır. Bu doğrultuda 2010 yılının başlarından itibaren çevre Euro Bölgesi ülkelerinin (özellikle PIIGS ülkeleri) bütçe ve borçlanma problemleri piyasalarda endişe kaynağı olurken, 2011 yılının Mayıs ayında ABD'nin 14.3 milyar dolarlık borçlanma üst limitine ulaşılması ile son dönemde Euro Bölgesi ülkelerine ilişkin endişelere ABD'nin borçlanma problemine yönelik endişeler de eklenmiştir. Borçlanma tavanının yükseltilmesi Amerikan tarihinde politik anlaşmazlıklar nedeniyle bugüne kadar hiç olmadığı kadar pazarlık konusu yapılırken, ABD ve dünya için yeni bir ekonomik krizin başlamasına çok az kala borçlanma tavanının yükseltilmesi görüşmeleri son tarih olan 2 Ağustos'un hemen öncesinde anlaşmayla sonuçlanmıştır. Bu raporda, artırılan borçlanma tavanının ayrıntıları ve ekonomik etkileri incelenmiştir.



Kaynak: IMF, Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

Hükümetin borçlanabileceği miktara sınır getiren borç limiti, ABD'de borç yönetiminden sorumlu kurum olan Hazine'nin Kongre'den yasal olarak onay çıkmadıkça yeniden borçlanmasını engellemeyi amaçlamaktadır. İlk kez 1917 yılında kullanılmaya başlanan borç limitinin ABD kongresinin kararıyla sık sık artırıldığı görülmüştür. 1962 yılından sonra borç limitinde 74 defa artışa gidilirken, en son artırım 14 Şubat 2010'da yapılmış ve borç limiti 14.294 trilyon dolara çıkarılmıştır. Geçmiş yıllarda borç limitinde nispeten kademeli bir artış olduğu görülürken, 2010 yılında tek seferde 1.9 trilyon dolarlık bir artış yapıldığı da dikkat çekmektedir. 2002 yılından itibaren yıllık bazda ortalama 400-500 milyar dolar civarında olan ABD borç stoku artışının, 2007 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren ekonomiyi canlandırmak adına yapılan harcamaların artması nedeniyle 2007 yılından itibaren yıllık bazda ortalama 1.5 - 2 trilyon dolar seviyesine yükselmesi borç limitinde yapılan bu sert artışın nedenini açıklamaktadır. Böylece ABD'de harcamaların artmasına bağlı olarak kriz öncesi %1.3 seviyelerinde olan bütçe açığının GSYH'ya oranı 2010 yıl sonu itibarıyla %8.6 seviyelerine yükselirken, %62.1 seviyelerinde olan brüt borç stokunun GSYH içindeki payı %92.7 seviyesine yükselmiştir.

### **Borç tavanı yasa tasarısı imzalanarak yürürlüğe girdi. Paket neler içeriyor?**

ABD'de haftalar süren borç limitinin artırılması hususu, uzun süren muhalefet-iktidar partisi tartışmalarının ardından sonuçlanarak, hem ABD'nin temerrüde düşeceği endişelerini gidermiş hem de global piyasadaki artan kriz endişelerinin yerini piyasalarda hafif bir gevşemeye bırakmasını sağlamıştır. ABD yönetiminin gelecek 10 yılda harcamalarda 2.1 trilyon dolarlık kesinti yapılmasını öngören planı dört ana kalemden oluşmaktadır.

### 1. Borçlanma limitinin artırılması

ABD yönetimi 14.294 trilyon dolar olan borçlanma limitinin, 2.1 ile 2.4 trilyon dolar arasında artırılmasına karar vermiştir. Söz konusu artırımların üç kademe uygulanacağına karar verilmiştir:

- İlk aşamada 400 milyar dolarlık bir artış yapılmış ve 14.294 olan borçlanma limiti 01.08.2011 tarihinden itibaren 14.694 trilyon dolar seviyesine yükseltilmiştir.
- İkinci aşamada, kongreden geçmezse veya Başkan veto ederse 500 milyar dolarlık bir ek artırıma daha gidilmesi öngörülmüştür.
- Son olarak ise borçlanma otoritesinin yeniden 1.2 trilyon dolarlık ek bir artırıma gidebileceği, bu artırımın maksimum 1.5 trilyon dolara çıkabileceği öngörülmüş, fakat söz konusu artırımların yapılabilmesi için bu kararın yeniden bir kanun haline getirilmesi gerektiği belirtilmiştir.

### 2. Harcama tavanı

Mevzuatta önümüzdeki on yıl için harcamalarda toplamda 756 milyar dolarlık bir indirime gidilmesi öngörüldükçe, faiz gideri ile ilgili olan tasarrufların ve bazı diğer küçük politika değişikliklerinin etkisiyle söz konusu tasarrufun toplamda 917 milyar dolar seviyesine kadar ulaşabileceği tahmin edilmektedir.

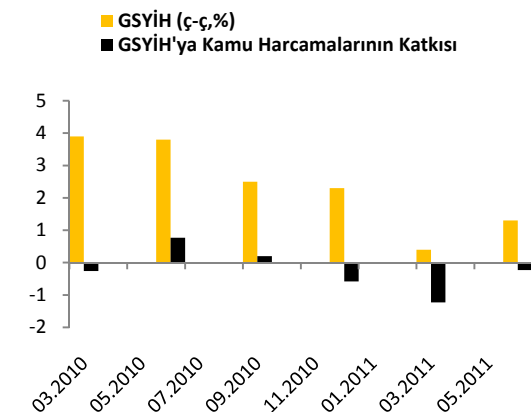
### 3. Açığın azaltılması için komite oluşturulması

Borçlanma limitinin artırılmasına dair yapılan anlaşma, borçlanma tavanının 2012 yılı sonuna kadar yükseltilmesine, harcamaların 10 yılda 1.5 trilyon dolardan fazla azaltılmasına ve bütçe açığının ek olarak 1 trilyon dolardan fazla azaltılmasını tavsiye etmek için Kongre'de yeni bir "Borçlanma Komitesi" kurulmasına olanak sağlamıştır. Buna göre 14 Ekim'de Kongre'nin potansiyel reformlar konusunda yeni kurulan Komite'ye tavsiyelerde bulunması, 23 Kasım'da Komite'nin önerilere cevap vermesi, 23 Aralık'ta meclisin bu konuda oylama yapması ve 15 Ocak 2012 tarihine kadar Başkan Obama'nın mevzuatı imzalaması öngörülmüştür.

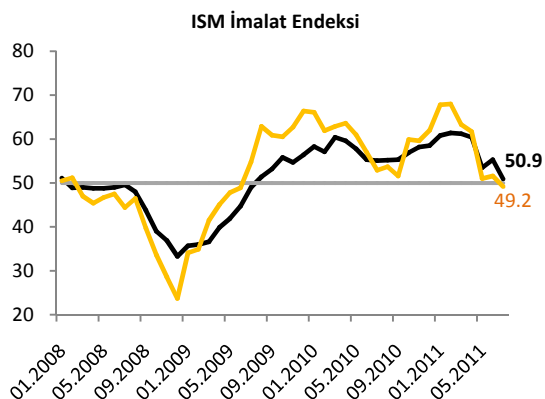
### 4. Harcama kısma mekanizması

Borçlanma Komitesi'nin, tasarruf hedefine ulaştığından emin olması için bir zorlama mekanizması kullanması öngörülmüştür. Bu mekanizma, Komite'nin eğer hedeflediği tasarruf miktarında başarısız olursa, Komite'nin harcamalarda kısıntı yapmasını sağlamaktadır. Yapılacak olan otomatik kesintiler savunma ve sivil savunma harcamaları arasında eşit olarak paylaşılacaktır. Bu yeterli gelmez ise diğer kesintiler sosyal güvenlik, yoksullar için sağlık yardımı, düşük gelirliyle ilgili programlar, gaziler için uygulanan programlar, finansal istikrar programları ve net faiz hariç bazı yardım programlarının yanı sıra, yerel harcamalar arasında yapılacaktır. Son olarak ise, komite herhangi bir anlaşmaya varamazsa, 109 milyar dolarlık kesintinin 2013 finansal yılında uygulamaya konulabileceği belirtilmiştir.

### Büyüme yönlü kaygılar artıyor



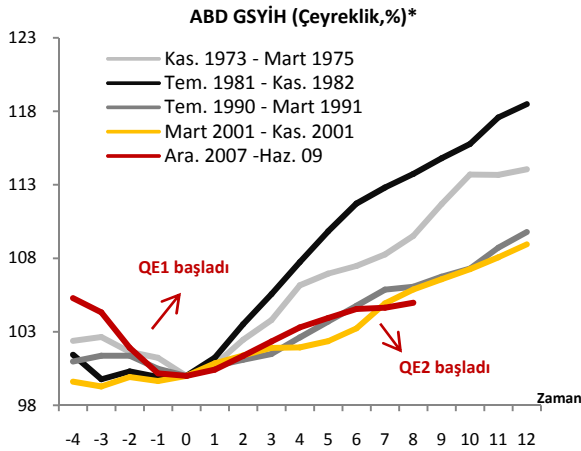
Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

ABD ekonomisinin 2011 yılının ilk yarısında %1 oranının da altında büyümesi zayıf bir büyüme performansına işaret ederken, bu durum hali hazırda kriz öncesi seviyelerin çok üzerinde olan işsizlik oranı açısından da risk oluşturmaktadır. 2009 ve 2010 yıllarında krizin etkilerini hafifletmek amacıyla verilen mali desteklere son verilmesi ile mali desteklerin büyüme üzerindeki olumlu etkilerinin zamanla azaldığı görülürken, özellikle son 3 çeyrekte kamunun büyümeye katkısının negatife döndüğü dikkat çekmektedir. Bu bağlamda son dönemde getirilen planda yer alan harcama kısıntılarının büyüme üzerindeki riskleri artırabileceği endişeleri de artmıştır. Büyüme için öncül olarak kabul edilen ISM verisi incelendiğinde, Temmuz ayında ISM imalat endeksinin 50.9 ile beklentilerin altında açıklandığı görülürken, endeksin bileşenlerinden yeni siparişler endeksinin ise 49.2'ye gerileyerek resesyondan bu yana ilk kez yeniden 50 seviyesinin altına gerilediği görülmektedir. Şubat ayından sonra gerileme trendinde olan endeksin Haziran ayında yukarı döndüğü görülürken, Temmuz ayında endeksin aşağı yönlü hareketini devam ettirmesi, önümüzdeki dönem büyüme performansı açısından olumsuz bir görünüme işaret etmektedir. Bununla birlikte orta vadeli büyüme beklentilerinin de bozulduğu bir ortamda çift dip söylemlerinin yeniden alevlendiği görülmektedir.

ABD'de borçlanma limitinin artırılması konusunda uzlaşma sağlanması orta vadede risklerin yatışmış görünmesine neden olmasına karşın, uzun vadede ABD'nin yüksek kamu borcu ve bütçe açığı risk oluşturmaya devam etmektedir. Bununla birlikte ABD'de büyüme yönlü risklerin realize olması, not indiriminin de gündeme gelmesine neden olmuştur. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu S&P, ABD'nin son 70 yıldır AAA seviyesinde bulunan uzun vadeli ülke kredi notunu bir kademe indirerek AA+'ya düşürmüştür. Önümüzdeki 10 yıl için 2.1 ile 2.4 trilyon dolar arasında tasarruf yapmayı öngören ABD Kongresi'nin bu tutarı 4 trilyon olarak belirlemesi gerektiğini savunarak alınan önlemleri yetersiz bulan S&P, ABD'nin görünümünü negatif olarak belirleyerek iki yıl içinde yeni bir indirim gelebileceği sinyalini de vermiştir.



Yeni plana duyulan güvensizliğin yanı sıra krizin başlamasına neden olarak gösterilen konut sektörüne ve büyümeye yönelik öncül verilerin de olumsuz bir gidişata işaret etmesi, ABD'nin 3. niceliksel genişlemeyi (QE) uygulamaya koyabileceği yönündeki beklentileri yeniden gündeme getirmiştir. ABD'de büyüme verilerini resesyondan ardından incelemek amacıyla resesyondan bitiş tarihleri sıfır alınarak bir endeks oluşturulmuş, bitiş tarihinden 4 çeyrek öncesi ve 12 çeyrek sonrasındaki ABD büyüme performansı incelenmiştir. Buna göre 2008 yılında yaşanan son krizin ardından toparlanmanın önceki krizlerden ayrıştığı görülürken, özellikle 2011 yılında büyümenin yatay hareketi dikkat çekmektedir. Alınan önlemlere karşın ABD'de

büyümenin beklentilerin altında kaldığının görülmesine karşın, ekonomide yaşanan toparlanmada FED'in uyguladığı QE politikalarının etkisi göz ardı edilmemelidir. Son dönemde artan kırılmalıklar değerlendirildiğinde FED'in önümüzdeki dönemde 3. niceliksel genişlemeyi uygulamaya koyması yönünde sinyaller artmış durumdadır.

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	<a href="mailto:serkan.ozcan@vakifbank.com.tr">serkan.ozcan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	<a href="mailto:cem.eroglu@vakifbank.com.tr">cem.eroglu@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Ekonomist	<a href="mailto:nazan.kilic@vakifbank.com.tr">nazan.kilic@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 89
Bilge Özalp Türkarşlan	Ekonomist	<a href="mailto:bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr">bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 88
Ümit Ünsal	Ekonomist	<a href="mailto:umit.unsal@vakifbank.com.tr">umit.unsal@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 18
Seda Meyveci Dođanay	Ekonomist	<a href="mailto:sedameyveci.doganay@vakifbank.com.tr">sedameyveci.doganay@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	<a href="mailto:emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr">emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 87
Naime Dođan	Araştırmacı	<a href="mailto:naime.dogan@vakifbank.com.tr">naime.dogan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	<a href="mailto:fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr">fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	<a href="mailto:elif.artman@vakifbank.com.tr">elif.artman@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 90
İbrahim Taha Durmaz	Araştırmacı	<a href="mailto:ibrahimtaha.durmaz@vakifbank.com.tr">ibrahimtaha.durmaz@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 93

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.