

İÇİNDEKİLER

❖ Ekonomi Raporu

Ülkeler Bazında Büyüme ve Cari Açık İlişkisi

Son yıllarda global ekonomik krizlerin daha sık baş gösterdiği ve küreselleşmenin hız kazanmasıyla birlikte sermaye akımlarının daha önemli hale geldiği bir ortamda 'cari işlemler dengesi' de ön plana çıkmış ve bu durum reel milli gelirdeki artış oranı olarak da ifade edilen ekonomik büyüme oranı ile cari açık arasındaki ilişkinin önemine dikkat çekmiştir. Bu çalışmada cari işlemler dengesi ile büyüme oranı arasındaki ilişki ülkeler bazında incelenecektir.

Euro Bölgesi Krizine Genel Bakış

Küresel ekonomik krizin ardından 2010 yılının başında Yunanistan'da başlayan borç krizi zamanla kamu dengeleri bozuk diğer Euro Bölgesi ülkelerine de yayılmış, alınan tüm önlemler ve sorunlu ülkelere sağlanan desteğe rağmen Bölge'nin görece güçlü ekonomilerini de tehdit etmeye başlamıştır. Bu çalışmada, Euro Bölgesi'nde yaşanan krizin nedenleri ve şimdiye kadar alınan önlemler detaylı bir şekilde incelendikten sonra krizin önlenmesi için tartışılan çözüm yolları değerlendirilmiştir.

2012 Yılında Altın Fiyatları Yüksелеcek mi?

Yaşanan küresel kriz ve ardından Euro Bölgesi'nde ortaya çıkan borç kriziyle birlikte servet saklama aracı olma özelliğine de sahip olan bir emtia olarak altına olan talep artmış, küresel ekonomik görünümün henüz olumluya dönmemesi altına olan talebin devamını ve böylece altın fiyatlarının yükselmesini sağlamıştır. Bu çalışmada, altın fiyatlarının geçmiş dönemdeki seyri kısaca ele alındıktan sonra, önümüzdeki dönemde altın fiyatları üzerinde etkili olabilecek faktörler ve altının nasıl bir seyir izleyebileceği incelenmiştir.

Şubat ayında enflasyon geriledi

Şubat ayında TÜFE bir önceki aya göre %0.55 oranında artarken, TÜFE'nin yıllık artış hızı da %10.61'den %10.43'e gerilemiştir. Böylece 2011 yılının Eylül ayından beri yıllık bazda yükseliş trendinde olan TÜFE'de bu yukarı yönlü trendin Şubat ayında bozulduğu dikkat çekmektedir. Bu raporumuzda TÜFE'deki hareket ve nedenleri incelenmiş, önümüzdeki dönemde enflasyonun seyri üzerinde etkili olabilecek gıda ve petrol fiyatları ele alınmıştır.

Cari İşlemler Açığı, Finansman Yapısı ve Küresel Likidite Koşulları

Ocak ayında cari işlemler açığı 6 milyar dolar ile beklentilerimize paralel gerçekleşmiş ve 12 aylık toplamda 77.1 milyar dolar olmuştur. Kümülatif cari işlemler açığının yıllık değişimindeki düşüş trendi Ocak ayında da devam etmiştir. Bu raporumuzda son verilerin değerlendirilmesine ek olarak, cari işlemler açığı ile krediler ilişkisinin seyri ele alınmıştır. Finansman tarafında ise finansman kalitesine ilişkin göstergeler incelenmiştir. Son olarak ise küresel likidite koşulları gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları çerçevesinde analiz edilmiştir.

Şubat ayında bütçe açık verirken, faiz dışı fazla yükseldi...

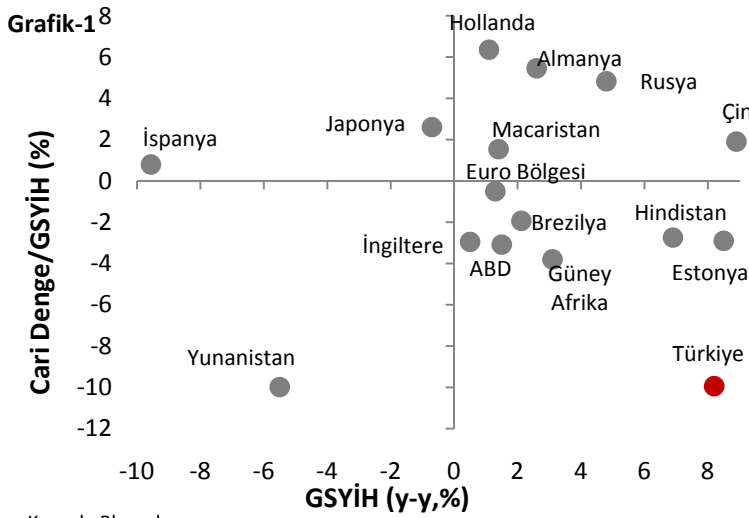
Yaşanan küresel krizin ardından özellikle gelişmiş ülkelerin uyguladıkları politikalar söz konusu ülkelere ciddi mali yükler getirmiş ve çıkış sürecinde bütçe sorunlarıyla karşılaşmalarına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde ise bütçe sorunları öncelikli sorun olarak ele alınmamaktadır. Türkiye ekonomisinde de krizin ardından bütçe açığında artış görülürken, izleyen yıllarda maliye politikalarında istikrar hızla sağlanmıştır. Bu raporumuzda 2011 yılı bütçe dengesi ve borç stokuna ilişkin gelişmeler incelendikten sonra 2012 yılı Şubat ayı gerçekleştirmeleri ele alınacak ve seçilmiş diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin mali dengeleri karşılaştırmalı olarak tartışılacaktır.

TCMB faiz oranlarını değiştirmede...

TCMB, Mart ayı toplantısında beklendiği gibi faiz oranlarını değiştirmezken, zorunlu karşılıklarla ilgili önemli değişikliklere gitmiştir. Bunun yanı sıra TCMB bir sonraki PPK toplantısına kadar miktar ihalesi açılacak normal günlerdeki fonlama tutarının 1-6 milyar TL arasında olmasını kararlaştırmış ve bir ay vadeli repo ihalelerinde üst sınırı 5 milyar TL'ye indirmiştir. Bu raporumuzda, TCMB'nin son toplantısında aldığı kararlar kur ve enflasyon gelişmeleri çerçevesinde incelenecektir.

Ülkeler Bazında Büyüme ve Cari Açık İlişkisi

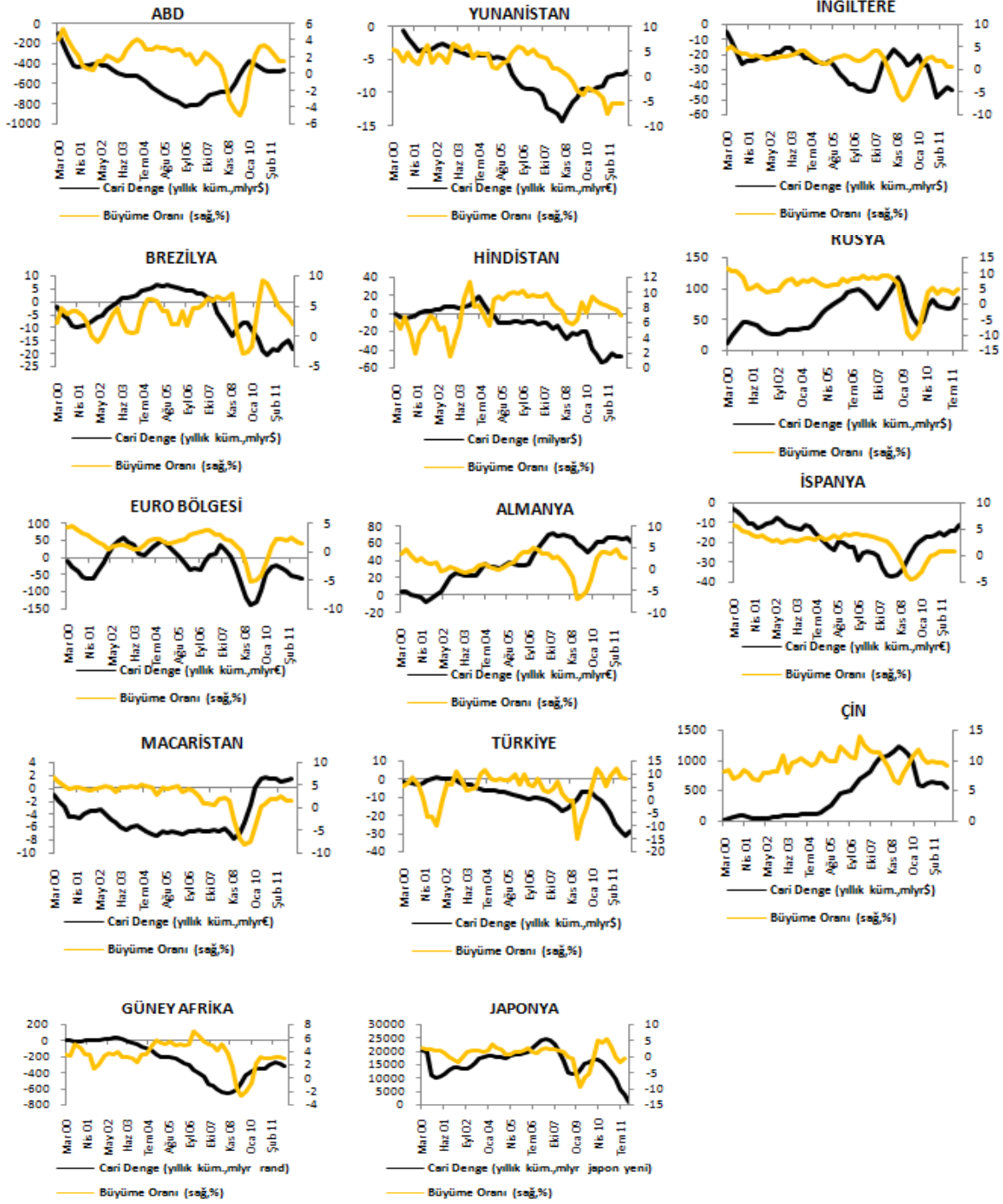
Son yıllarda global ekonomik krizlerin daha sık baş gösterdiği, finansal istikrarın korunmasının kritik hale geldiği ve küreselleşmenin hız kazanmasıyla birlikte sermaye akımlarının daha önemli hale geldiği bir ortamda 'cari işlemler dengesi' de ön plana çıkmış ve bu durum reel milli gelirdeki artış oranı olarak da ifade edilen ekonomik büyüme oranı ile cari açık arasındaki ilişkinin önemine dikkat çekmiştir. Bu konuda yapılan çeşitli çalışmalar sonucunda literatürde iki farklı yaklaşım ortaya çıktığı görülmüştür. Daha yaygın olarak kabul gören 'ilk yaklaşım'a göre büyüme oranındaki artışlar cari işlemler dengesi üzerinde bozulmalara neden olurken, bu ters yönlü ilişkiye özellikle Türkiye başta olmak üzere pek çok gelişmekte olan ülkede rastlandığı görülmüştür. 'ikinci yaklaşım'a göre ise yüksek büyüme oranı ile yüksek cari açık arasında ya oldukça zayıf ya da sistematik ya da herhangi bir nedensellik ilişkisinin bulunmadığı söylenmektedir. Bu çalışmada cari işlemler dengesi ile büyüme oranı arasındaki ilişki ülkeler bazında incelenerek hangi ülkelerin 'hangi' yaklaşımı 'neden' destekler nitelikte bir görünüm sergilediği incelenecektir.



2011 yılında hafif ivme kaybı yaşamalarına rağmen, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyüme oranları dünya sıralamasında ilk sıralarda yer almaktadır. Dünya sıralamasında Çin'den sonra en yüksek büyüme oranına sahip olan Türkiye'nin güçlü iç talebe bağlı olarak sergilediği bu yüksek büyüme oranı, cari açığa genişlemeyi de beraberinde getirmiştir.

Yukarıda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasından seçilmiş bazı ülkeler için Cari Denge/GSYİH oranlarına ait saçılım (scatter) grafiği verilmiştir. Grafik-1'de Türkiye'nin yüksek büyüme oranıyla birlikte yüksek cari açık veren ülkelerden biri olduğu dikkat çekerken, Estonya, Hindistan, Güney Afrika ve Brezilya gibi Türkiye'ye nazaran daha düşük büyüme performansı sergileyen gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ise daha düşük cari açık verdikleri görülmektedir. Diğer yandan İspanya, tsunami felaketinin ekonomisinde yol açtığı hasarın etkisinden tam olarak kurtulamayan Japonya ve borç darboğazında olan Yunanistan'ın seçilmiş diğer dünya ülkelerinden farklı bir görünüm sergilemeleri, cari açık ile büyüme arasındaki ilişkinin her ülke ekonomisinde farklı zamanlara ve farklı yapısal özelliklere bağlı olarak farklı olabileceğine işaret etmektedir.

Cari Denge- Büyüme Oranı ilişkisi...

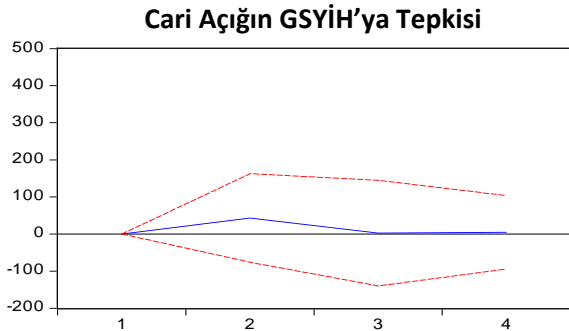


Kaynak: Bloomberg

Yukarıdaki cari denge-büyüme oranı grafikleri tarihsel olarak incelendiğinde, başta ABD olmak üzere, Euro Bölgesi, Almanya, Rusya, Brezilya, İspanya ve Türkiye'nin iki makro değişken arasındaki hareketinin uyumlu olduğu görülürken, bu durumu söz konusu ülkeler için hesaplanan yüksek yıllık korelasyonlar da desteklemiştir. Öte yandan Türkiye gibi olumlu büyüme oranıyla birlikte cari açık veren ülkeler arasında yer alan İngiltere ve Güney Afrika'da iki değişken arasında grafiksel uyum görünmesine karşın korelasyon analizi bu uyumu desteklememiştir. Çalışmamızın bundan sonraki bölümünde büyüme oranı ve cari işlemler dengesi arasındaki korelasyonun istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu seçilmiş gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için büyüme oranı ile cari işlemler dengesi arasında nedensellik olup olmadığı ve eğer nedensellik var ise bu nedenselliğin yönü Granger nedensellik analizi kullanılarak incelenmiştir. Ülkeler cari açık verenler ve cari fazla verenler şeklinde ayrı ayrı ele alınmıştır.

TÜRKİYE

Yüksek büyüme oranının yanında yüksek cari açık veren Türkiye'nin cari açık ile büyüme oranı arasındaki korelasyonunun güçlü negatif bir ilişkiye işaret ettiği görülmüştür. Granger nedensellik testinden elde edilen sonuçlara göre büyüme oranından cari işlemler dengesine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Analiz sonuçları, büyüme oranındaki bir artışın cari işlemler dengesinde bozulmalara neden olduğunu göstermektedir. Türkiye'nin üretimde daha çok ithal hammadde girdisi kullanmasının yanı sıra enerji ithalatı rakamlarının da oldukça yüksek olması ithalat rakamlarımızdaki artışın ana nedenleri olarak karşımıza çıkarken, bu durum yüksek büyüme performansının yaşandığı dönemlerde cari işlemler açığının da genişlemesine neden olmaktadır. Büyüme oranında meydana gelebilecek şoklara karşı cari işlemler açığının nasıl tepki vereceğini incelemek amacıyla etki tepki analizleri yapılmıştır.¹



Türkiye için yapılan etki-tepki analizi sonuçlarına göre, büyüme oranındaki 1 standart sapmalı şoka cari açığın tepkisinin ilk çeyreklik dönemin yarısından itibaren gecikmeli olarak başladığı ve 2. çeyreğin ortasında en yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir. En yüksek seviyeyi gördükten sonra ise cari açığın büyümedeki şoka tepkisinin zayıfladığı dikkat çekerken, 3. çeyreğin içinde tepki tamamen yok olmaktadır.

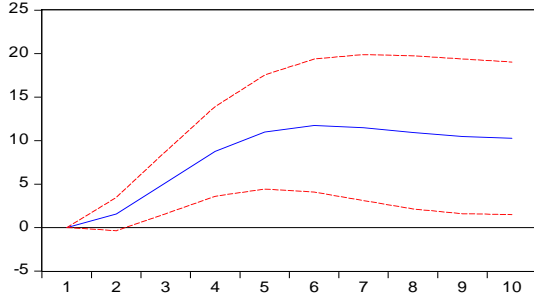
ABD

Olumlu büyüme rakamları sergilediği dönemlerde cari açık veren ABD'de ise 2008 krizi esnasında büyüme oranı ile cari açık arasındaki korelasyonun oldukça güçlü ve pozitif olduğu gözlenirken, kriz sonrası dönemden itibaren söz konusu korelasyonun negatife döndüğü görülmüştür. Nedensellik testi sonucunda yine büyüme oranından cari işlemler dengesine doğru tek yönlü ve negatif bir nedensellik bulunmuştur. ABD cari açığının petrol fiyatlarına duyarlılığının yüksek olması dünyanın en büyük ekonomisinin cari açığı üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır.

¹ VAR modelinde uygun gecikme değerinin bulunması için, LR (Sequential modified LR test statistic), FPE (Final Prediction error), AIC (Akaike Information Criterion), SC (Schwarz Information Criterion), HQ (Hannan-Queen Information Criterion) kriterleri kullanılmıştır. Gecikme değeri seçim kriterlerinin çoğunluğuna göre, uygun gecikme değeri olarak 2 bulunmuştur.

Cari Açığın GSYİH'ya Tepkisi

Accumulated Response of DABDCA to DABDGSYIH



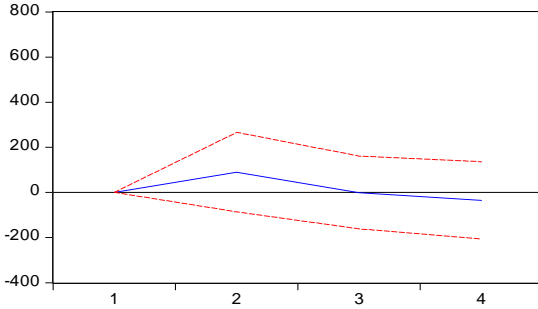
ABD için yapılan etki-tepki analizine göre, büyüme oranındaki 1 standart sapmalı şoka cari açığın tepkisinin ilk çeyreklik dönemin yarısından itibaren başladığı ve 6. çeyrekte en yüksek seviyeye ulaştığı görülmüştür. En yüksek seviyeyi gördükten sonra tepki bir miktar yavaşlamakta fakat pozitif seyretmeye devam etmektedir.

EURO BÖLGESİ

Olumlu büyüme rakamları sergilediği dönemlerde cari açık veren Euro Bölgesi'nde de büyüme oranı ile cari açık arasındaki yıllık korelasyon oldukça güçlü negatif bir ilişkiye işaret etmektedir. Uzun bir süredir üye ülkelerin borç geri ödemesinden kaynaklı olarak ekonomik sıkıntı içerisinde olan Euro Bölgesi'nde iki makro değişken arasındaki nedenselliğe bakıldığında büyüme oranından cari işlemler dengesine doğru negatif ve tek yönlü bir nedensellik bulunmuştur.

Cari Açığın GSYİH'ya Tepkisi

Accumulated Response of DABCA to DABGSYIH



Euro Bölgesi için yapılan etki-tepki analizi sonucunda büyüme oranında meydana gelen 1 standart sapmalı şoka cari açığın tepkisinin ilk çeyreklik dönemin yarısından itibaren pozitif başladığı ve 2. çeyrek dönemin ortasında en yüksek seviyeye ulaştığı görülmüştür. En yüksek seviyenin görülmesinin hemen ardından yavaşlayan tepkinin üçüncü çeyreğin ortasında sıfırlandığı ve hemen arkasından negatife döndüğü görülmüştür.

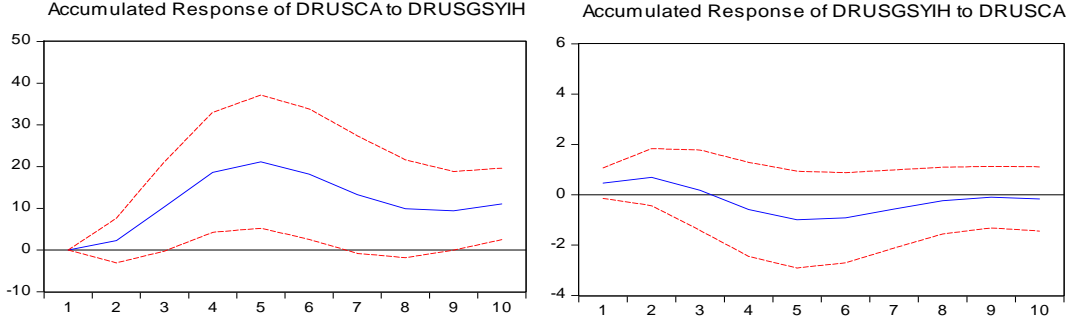
Yukarıdaki üç ülke gibi olumlu büyüme oranına karşın cari açık veren Güney Afrika, İngiltere, Brezilya gibi diğer ülkeler için de (Bkz.Grafik1) nedensellik testi yapılmış fakat istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunamamıştır. 2011 yılının Aralık ayında ilk kez cari fazla veren İspanya'da ise iki değişken arasındaki korelasyonun oldukça güçlü olduğu görülmüş fakat yapılan nedensellik testi sonucunda anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Olumlu büyüme rakamlarıyla birlikte 'cari fazla' veren, yüksek korelasyona sahip olan Rusya ve Almanya ise aşağıda incelenmiştir.

'Cari Fazla' veren RUSYA ve ALMANYA

Rusya'da cari fazla ve büyüme oranı arasındaki nedenselliğe bakıldığında, hem cari fazladan büyüme oranına hem de büyüme oranından cari fazlaya doğru çift yönlü ilişkiye rastlanmıştır. Yapılan etki-tepki analizi sonucuna göre, Rusya'da cari fazlanın büyüme oranındaki 1 standart sapmalı şoka tepkisinin ilk çeyreklik dönem ortasında başladığı ve 5.çeyreklik dönemin ortasında en yüksek seviyeye ulaştığı görülmüştür. Tepki daha sonra 9.çeyreklik dönemin başına kadar bir miktar yavaşlamış sonra yeniden yukarı yönlü harekete başlamıştır. Öte yandan cari fazlada meydana gelebilecek 1 standart sapmalı şoka büyüme oranının tepkisinin yine ilk çeyreğin yarısında pozitif başladığı fakat 3. çeyreklik dönemin sonunda tepkinin negatife döndüğü görülmüştür. Elde edilen sonuçlar Rusya ekonomisinin literatürde yaygın olarak rastlanan 'ilk yaklaşım'a uygun bir görünüm sergilemediğini göstermiştir.

Cari Fazla'nın GSYİH'ya Tepkisi

GSYİH'nın Cari Fazla'ya Tepkisi



Fakat, güçlü petrol ve doğalgaz ihracatıyla cari fazla veren Rusya'nın 500 milyar dolarlık uluslararası rezerve sahip olması, gerçekleşecek herhangi bir cari açığın ülke ekonomisinde ciddi bir sorun yaratmayabileceği beklentilerine yol açmaktadır.

Öte yandan, Avrupa'nın en büyük ekonomisine sahip olan Almanya, Euro Bölgesi ülkeleri arasında güçlü ihracatıyla ön plana çıkmakta ve cari fazla vermektedir. Olumlu büyüme rakamlarıyla birlikte cari fazla veren Almanya'da büyüme oranı ile cari fazla arasındaki yıllık korelasyon oldukça güçlü pozitif bir ilişkiye işaret etmektedir. Fakat yapılan istatistiksel analizler sonucunda söz konusu ülkenin cari fazla ve büyüme oranı arasında anlamlı bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

SONUÇ

Yapılan hesaplama ve analizler sonucunda büyüme oranı ve cari açık arasında yüksek korelasyona sahip ülkelerde genelde Granger nedensellik testi sonuç vermiş ve büyüme oranından cari işlemler dengesine doğru tek yönlü bir nedensellik bulunmuştur. Nedensellik bulunan ülkeler için yapılan etki-tepki analizi sonuçları da hesaplanan korelasyonlar ile sonuçlarla tutarlı bir görünüm çizmiştir.

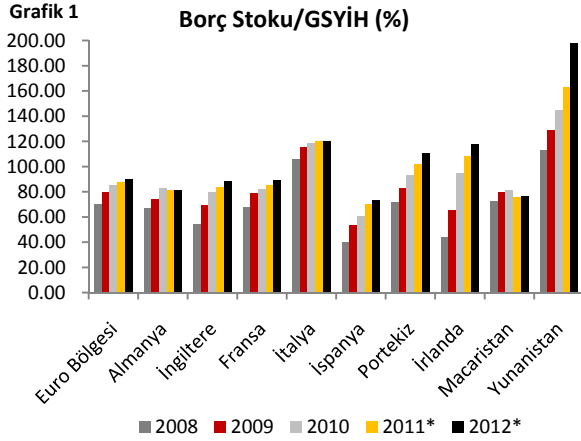
Yukarıda etki-tepki analiz sonuçları verilen pek çok ülkenin literatürde 'ilk yaklaşım' olarak yer alan, büyüme oranında meydana gelen artışın **cari işlemler dengesi** üzerinde bozulmalara neden olacağı görüşüne uygun bir görünüm sergiledikleri açıkça görülmektedir. İhracata dayalı büyüyen ekonomilerde yüksek ve pozitif yönlü bir korelasyona rastlanırken, Türkiye gibi üretimi ithalata dayalı olan ülkelerde korelasyonun yüksek ve negatif yönlü olduğu görülmüştür.

Güçlü bir sanayi üretimi büyümesine sahip olan Türkiye'nin üretimde daha çok ithal hammadde girdisi kullanmasının yanı sıra yatırımların yatırım malı ithalatına bağımlı olması ve enerji ithalatı rakamlarının da oldukça yüksek olması cari açığın genişlemesine neden olurken, ABD ve Euro Bölgesi gibi iki büyük ekonominin de Türkiye ekonomisine benzer olumlu büyüme rakamlarının sergilendiği dönemlerde cari açık vermeleri dikkat çekmiştir. Cari açıkta dünyada ilk sırada yer alan ABD'de yaşanan mortgage krizinin ardından cari açığının yavaşladığı, krizin etkilerinin daha da yavaşlamasıyla ise 2011 yılı boyunca yeniden arttığı görülmüştür. Ancak doların rezerv para olduğunu ve cari açığın GSYİH'ya oranının %3.1 ile oldukça düşük bir seviyede olduğunu unutmamak gerekir ki bu durum cari açığın yüksekliğinin ABD ekonomisi üzerinde olumsuz etkisinin oldukça sınırlı olduğunun bir kanıtı olarak gösterilebilmektedir. Öte yandan Yunanistan başta olmak üzere birçok üye ülkesi borç krizinde olan Euro Bölgesi'nin, üye ülkeleri arasında güçlü bir ekonomiye sahip olan ve cari fazla veren Almanya'nın bulunması Euro Bölgesi'nin cari açığının GSYİH'ya oranının %0.5 ile sınırlı kalmasına neden olmaktadır.

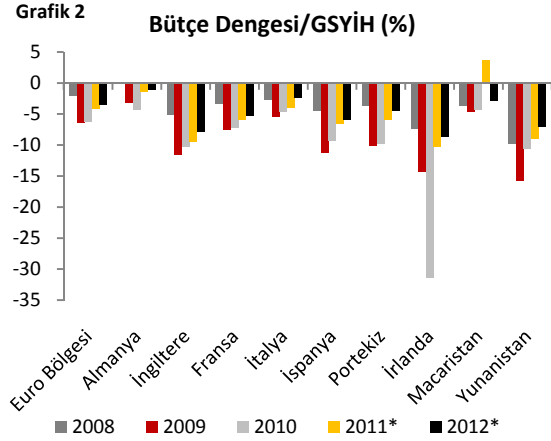
Euro Bölgesi Krizine Genel Bakış

Küresel ekonomik krizin ardından 2010 yılının başında Yunanistan'da başlayan borç krizi zamanla kamu dengeleri bozuk diğer Euro Bölgesi ülkelerine de yayılmış, alınan tüm önlemler ve sorunlu ülkelere sağlanan desteğe rağmen Bölge'nin görece güçlü ekonomilerini de tehdit etmeye başlamıştır. Bu çalışmada, Euro Bölgesi'nde yaşanan krizin nedenleri ve şimdiye kadar alınan önlemler detaylı bir şekilde incelendikten sonra krizin önlenmesi için tartışılan çözüm yolları değerlendirilmiştir.

Euro Bölgesi Borç Krizi



Kaynak: Bloomberg, Avrupa Komisyonu
* Avrupa Komisyonu Tahminleri

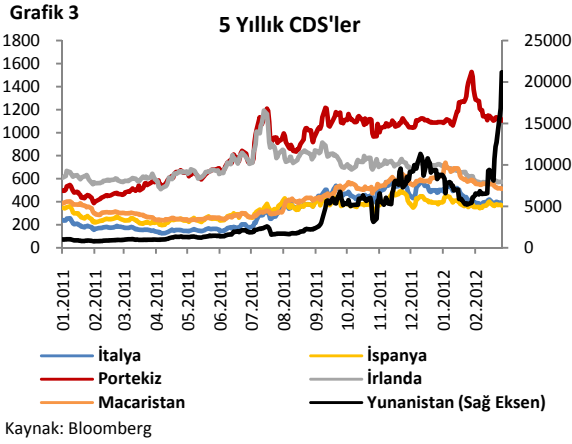


Kaynak: Bloomberg, Avrupa Komisyonu
* Avrupa Komisyonu Tahminleri

2008 yılında başlayan küresel krizin ardından, krizin ekonomiye olumsuz etkilerini önlemek amacıyla uygulamaya konulan genişletici politikalar sonucu ülkelerin kamu dengelerinde bozulma görülmüştür. Artan kamu harcamaları, borçlanma gereksinimini artırırken borç stokları da rekor seviyelere yükselmiştir. Bu süreçte Yunanistan'da, 2009 yılı sonunda göreve gelen yeni hükümetin yaklaşık %120 oranında olan toplam kamu borcunun milli gelire oranının yanında gerçek bütçe açığının milli gelire oranının bir önceki hükümetin açıkladığı oranın yaklaşık iki katı olduğunu açıklamasıyla bir mali kriz patlak vermiştir. Sonuçta, Yunanistan'ın Euro Bölgesi'ne üye olabilmek için AB makamlarına gerçek dışı rakamlar bildirdiğinin ortaya çıkmasıyla, Euro Bölgesi'nin itibarı önemli ölçüde sarsılmıştır. Bu dönemde Yunanistan'ın endişe konusu olmasının sebebi sürdürülebilirlikten uzak bütçe açığı olmuştur. Ortak para birimini kullanan, dolayısıyla ortak para politikası uygulamak zorunda olan Euro Bölgesi'nde, Yunanistan'da ortaya çıkan mali sorunların diğer bölge ekonomilerini de olumsuz yönde etkilememesi için, Yunanistan sıkılaştırıcı mali tedbirler alması için zorlanmış, ülkenin sadece uygulanan tedbirlerle bütçe açığı probleminin üstesinden gelemeyeceği anlaşıldığında ise Avrupa Birliği (AB) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) ortak çalışmasıyla kurtarma paketleri hazırlanmıştır. Hazırlanan kurtarma paketlerine üye her ülkenin katılımı zorunlu tutulurken, paketin üye devletlere getireceği yük, yüksek borç stoku ve bütçe açığına sahip Portekiz ve İrlanda gibi ülkelerin de Yunanistan'ı takip edeceği ve ileride bu ülkelerin de ek kurtarma paketlerine ihtiyacı olabileceği tartışmalarını da beraberinde getirmiştir.

Tüm bu tartışmalar devam ederken, 2010 yılında AB ve IMF'nin ortak katılımıyla Yunanistan için 110 milyar euroluk ilk yardım paketi oluşturulmuştur. İrlanda ve Portekiz için de Kasım 2010 ve Mayıs 2011'de yardım paketleri çıkartılmış, bu arada acil yardım gerektiren durumlarda kullanılmak üzere Avrupa Finansal İstikrar Fonu (EFSF) oluşturulmuştur. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası (ECB) da 2011 yılı Ağustos ayında gerekli olduğu durumlarda hükümet tahvillerini alacağını duyurmuş, Aralık ayında ise düzenlediği ilk uzun vadeli refinansman operasyonu (LTRO) Bölge bankalarına düşük maliyetle üç yıl vadeli 489 milyar euro likidite sağlamıştır. Bunun ardından Şubat ayının sonunda ikinci uzun vadeli refinansman operasyonunu düzenleyen ECB, 800 bankanın katılımıyla piyasaya yine üç yıl vadeli 529.5 milyar euro ek likidite sağlamıştır. ECB Başkanı Draghi'nin bunun düzenlenen son ihale olabileceğini söylemesine rağmen ECB'nin bu ihalelere devam edip etmeyeceği henüz kesinleşmiş değildir. Son olarak ise Şubat ayında Yunanistan için 130 milyar euroluk ikinci yardım paketi

çıkartılmış ve Yunanistan'ın yardım paketini alabilmek için yeni mali tedbirler uygulaması istenmiştir. Ancak şimdiye kadar alınan tedbirler, krize karşı kısa vadeli bir çözüm sağlamıştır.

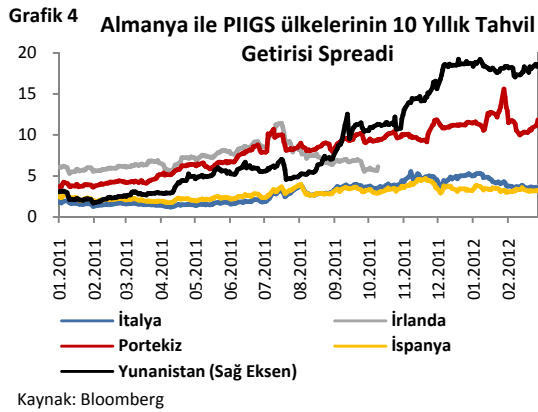


Yunanistan'ın gerçek mali denge rakamlarını gizlediğinin ortaya çıkmasıyla Euro Bölgesi'ne duyulan güven azalırken, euro dolar karşısında değer kaybetmiş, ülkelerin risk primleri artarken, mevcut borçlarını ödemek için daha fazla borçlanmak zorunda olan ülkelerin borçlanma maliyetleri yükselmiş, ülkelerde uygulanan sıkı maliye politikaları sosyal protestolara yol açmış, yatırımcılar tarafından asla iflas etmeyeceği düşünülen Euro Bölgesi ülkelerinin iflası ve Euro Bölgesi'nin dağılabileceği ihtimalleri ortaya çıkmıştır. Alınan önlemlere rağmen, sorunlu ülkelerin sayıca artması ve Yunanistan ile Portekiz

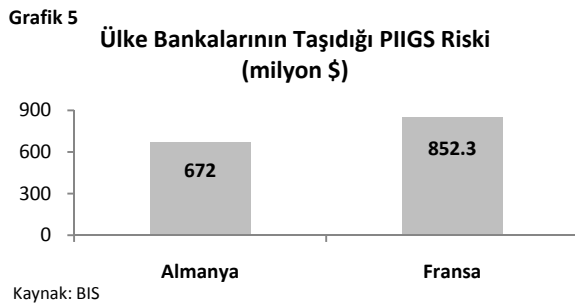
gibi Bölge GSYİH'ındaki payı küçük olan ülkelere, İtalya gibi merkez ülkelerin de katılması Bölge'nin geleceği açısından endişeleri artırmıştır.

Borç Krizinin Çözümüne Dair Tartışmalar

Euro Bölgesi'nde yaşanan borç krizi, Yunanistan, İrlanda, Portekiz gibi gelirlerinden fazla harcama yapan ülkelerin kamu dengelerindeki bozulmadan kaynaklanmış olsa da, krizin devamı Euro Bölgesi'nin yapısal sorunlarıyla yakından ilgilidir. Birbirinden farklı ekonomik yapıya ve refah seviyesine sahip ülkelerin ortak para politikası uygulamak zorunda olmaları, politika kararlarının ortak alınmak zorunda olması ve ülkelerin kendi maliye politikalarını uygulayabiliyor olmalarına karşın, AB karar mekanizmaları tarafından maliye politikalarında da baskıyla karşılaşmaları, sorunların çözümünde zorluklarla karşılaşılmasına sebep olmaktadır.

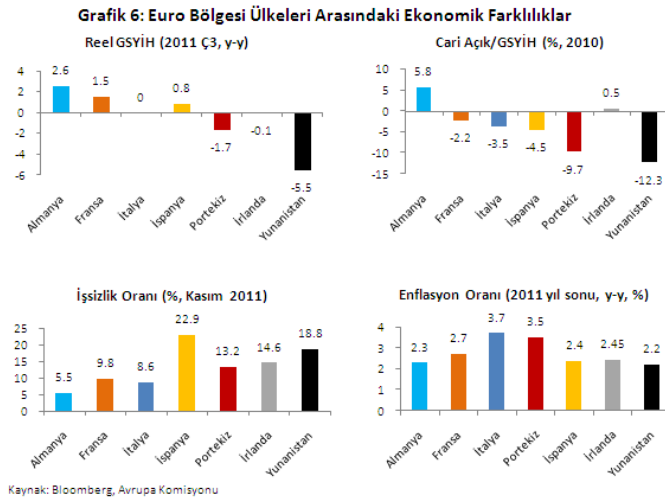


Krizin çözümüne dair şimdiye kadar AB-IMF ortak yardım paketleri ve tahvil alımları gibi alınan önlemler, kısa vadeli olmuş, ülkelerin borçlarının kısa bir süre için daha sürdürülebilirliğini sağlamış, uzun vadeli çözüm gereksinimini ertelemiştir. Ancak getirilen her yeni önlemlerle birlikte piyasalar bir süreliğine sakinleşse de, Euro Bölgesi'nin krizin üstesinden gelebileceğine yönelik güven giderek azalmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından Bölge ülkelerinin notları indirilirken, risk primini gösteren CDS'ler artmış, borçlanma maliyetleri rekor seviyelere yükselmiştir.



Krizin giderek diğer Bölge ekonomilerine de yayılmasını önlemek için borçlarını ödeyemeyen ülkelerin temerrüdüne izin verilmesi bir seçenek olarak görülse de, Yunanistan'da borç krizinin ortaya çıktığı günden beri asıl endişe konusu olan krizin "bulaşma" ihtimalini arttıracığından dolayı uygulanabilir bir çözüm değildir. Sorunlu ülkelerin tahvillerini ellerinde bulunduran birçok Avrupa bankası bulunması ve bu bankaların ellerinde yüksek oranda tahvil bulunması, ülke borç krizi olarak başlayan krizin bankacılık krizine dönüşme riskini ortaya çıkarmaktadır. Uzun süren müzakerelerin ardından 20 Şubat

günü, Euro Bölgesi Maliye Bakanları 2014 yılına kadar Yunanistan'a 130 milyar euro verilmesini içeren ikinci bir yardım paketi verilmesini kararlaştırmışlardır. Ancak şimdiye kadar verdiği taahhütlerin pek çoğunu yerine getiremeyen Yunanistan'dan bu sefer daha sıkı tasarruf tedbirleri alması istenmiş, Yunan Parlamentosu ve bakanlar kurulu tarafından alınan ek tasarruf tedbirlerinin tamamıyla uygulamaya konduktan sonra pakete onay verileceği bildirilmiştir. Bununla birlikte Yunanistan'ın halihazırda %160'ın üzerinde bulunan borç stoku/GSYİH oranını 2020 yılında %120.5'e indirmesi gerekmektedir. Ayrıca ikinci paket özel sektör katılımını da içermektedir. Buna göre özel sektör tarafından Yunanistan'ın borçlarının nominal %53.5'i silinecek ve çıkarılacak yeni tahvillerin kupon faiz oranları 2014'e kadar %2, 2014-2020 arasında %3, 2020'den sonra ise %4.3 olacaktır. Böylece Yunanistan'ın 20 Mart'taki 14.5 milyar dolarlık borç geri ödemesini temerrüde düşmeden ödemesi sağlanacaktır. Yunanistan'ın şimdiye kadarki yükümlülüklerinin pek çoğunu yerine getirememesine rağmen, daha ağır şartlarla da olsa yeni yardım paketini alabilmiş olması, Bölge ülkelerinin borçlarının bir kısmının silinmesi gibi yollarla iflaslarına izin verilmeyeceğini göstermektedir.



Krizin kontrol altına alınabilmesi için sorunlu ülkelerin kendi para birimlerine dönerek euro kullanımını sona erdirmeleri diğer bir seçenek olarak görülmektedir. Bölge'de tek tip para politikasının uygulanıyor olması, ekonomik gelişmişlik düzeyi birbirinden farklı olan ülkelerde ihtiyaca göre para politikasının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Ayrıca ulusal ekonomi politikaları da birliğin ekonomi politikası ile tam bir uyum içinde çalışmamaktadır. Bu nedenle sorunlu ülkelerin euro yerine kendi para birimlerini kullanmaya başlamaları, bu ülkelere kendi Merkez Bankaları nezdinde

bağımsız para ve kur politikası uygulama şansı taniyacaktır. Ancak bu ülkelere karşı yatırımcıların güveninin tamamen kaybolduğu bir ortamda, ülkelerin borçlanma imkanları birlik içinde olduğundan daha kısıtlı olacaktır. Ayrıca ülkelerin kendi para birimleri euro karşısında çok daha düşük değerli olacak, enflasyon yükselecektir. Bu da reformlara devam etmek zorunda olan ülkeleri daha zor durumda bırakabilir. Bununla birlikte para birimlerinin değerinin düşmesi, ülkelere dış ticaret alanında bir rekabet avantajı sağlayabilecektir. Bu da söz konusu ülkelere ihracat yapanları zor durumda bırakabilir.

Tablo 1: 2012 Yılı Tahminleri

	Borç Stoku/GSYİH (%)	Bütçe Açığı/GSYİH (%)
Yunanistan	198.3	7.0
İrlanda	117.5	8.6
Portekiz	111	4.5
İtalya	120.5	2.3
İspanya	73.8	5.9

Kaynak: Avrupa Komisyonu

Sonuç olarak, Euro Bölgesi'nin bazı ülkelerinde görülen yüksek kamu açıkları, rekabet gücü eksikliği, yapısal sorunlar ile Bölge bankalarının ülke borçlarından kaynaklanan risklere maruz olmaları, Bölge'deki krizi derinleştirmektedir. Bölgenin sorunlu ülkelerinden Yunanistan, İtalya, İrlanda ve Portekiz'de borç stokunun milli gelire oranının 2012 yılında da %100'ün üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilirken, bu

ülkelerin mali açıklarının sürdürülebilirliğinin olmaması kemer sıkma programlarının uygulanmasını zorunlu kılmaktadır. Ancak kemer sıkma programlarının çok sıkı şekilde uygulanması halihazırda negatif büyüme ve yüksek işsizlik oranlarına sahip bu ülkelerde ve Euro Bölgesi'nde resesyon riskini arttırabilecektir. Ayrıca uzun vadede, Bölge'nin yapısal sorunlarının çözümüne yönelik olarak hem ulusal hem de Bölge genelinde mali, yapısal ve kurumsal reformlar gerçekleştirilmelidir. Bunların yanı sıra Bölge ülkeleri arasındaki ekonomik, siyasi ve kurumsal farklılıklar, Bölge genelinde ortak bir politika uygulama imkanını kısıtlarken, uygulanan ortak politikaların sonuçlarının da ülkeler arasında farklılık göstermesine neden olmaktadır. Bu nedenle mali birliğin sağlanması Euro Bölgesi'nde hem bu krizin çözümü hem de ileride karşılaşılabilecek diğer sorunların aşılması için önemli bir adım olabilecektir.

2012 Yılında Altın Fiyatları Yüksелеcek mi?

Yaşanan küresel kriz ve ardından Euro Bölgesi'nde ortaya çıkan borç kriziyle birlikte servet saklama aracı olma özelliğine de sahip olan bir emtia olarak altına olan talep artmış, küresel ekonomik görünümün henüz olumluya dönmemesi altına olan talebin devamını ve böylece altın fiyatlarının yükselmesini sağlamıştır. 2011 yılının Eylül ayında 1,898 dolar/ons seviyesine kadar yükselen altın fiyatlarında daha sonra aşağı yönlü bir hareket görülmüştür. Son zamanlarda altının yeniden yükselip yükselmeyeceği piyasalarda en çok tartışılan konulardan biri haline gelmiştir. Bu çalışmada, altın fiyatlarının geçmiş dönemdeki seyri kısaca ele alındıktan sonra, önümüzdeki dönemde altın fiyatları üzerinde etkili olabilecek faktörler ve altının nasıl bir seyir izleyebileceği incelenmiştir.



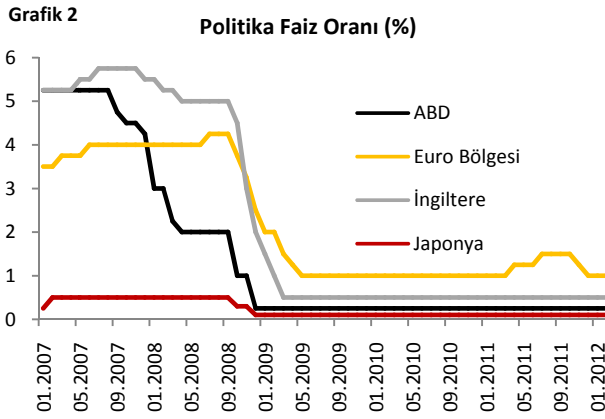
Son 10 yıldır kazandıran bir yatırım aracı olan altının fiyatı, özellikle 2010 yılında ortaya çıkan borç kriziyle birlikte sert şekilde artmış, 2011 yılında ise rekor seviyelere yükselmiştir. Küresel krizle birlikte artan işsizlik, bütçe açıkları ve finans sektöründe ortaya çıkan sorunların üstesinden gelmeye çalışan ülkeler, alınan para politikası önlemlerine ek olarak, parasal genişleme paketleriyle ekonomiye destek olmaya çalışmışlardır. Bu süreçte artan likidite, enflasyon endişeleriyle altına olan talebi artırmıştır. Örneğin küresel krizin başladığı Aralık 2007 tarihinden QE1'in başladığı Kasım 2008'e kadar altın fiyatlarında %3 oranında artış yaşanmıştır. QE1'in başladığı tarihten QE1'in bittiği tarih olan Mart 2010'a kadar ise altın fiyatları %27 oranında yükselmiştir. Küresel krizin ardından, gelişmiş ülkelerde ekonomik sorunlar devam ederken, Euro Bölgesi'nde yeni bir kriz patlak vermiş, krizin bankacılık sektörüne de yayılabileceği endişeleri ortaya çıkmıştır. AB ve IMF tarafından alınan önlemler ve yardım paketlerine rağmen, krizin diğer Euro Bölgesi ülkelerine de yayılması engellenememiş, krizin önlenebileceğine dair piyasa güveni azalırken, piyasadaki belirsizlik de artmış ve bu dönemde altın fiyatlarında rekor yükselişler yaşanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları, mali dengelerindeki kırılganlıkları sebep göstererek Euro Bölgesi ülkelerinin notunu indirmişler, Senato'da borç limitinin artırılmaması nedeniyle sorun yaşayan ABD'nin de notu tarihinde ilk kez indirilmiştir. Bunu izleyen süreçte, altın fiyatı 1,898 dolar/ons seviyesine kadar yükselmiştir. Bu seviyeden sonra düzeltme hareketinin görüldüğü altın fiyatlarında, kısa süreli bir düşüş görülmüştür. Bu dönemde, küresel ekonomiye ilişkin artan endişeler, yatırımcıların ellerinde likit bulundurma isteğini artırırken, altından çıkışı da desteklemiştir. Gördüğü tarihi yüksek seviyenin ardından dalgalı bir seyir izleyen altın fiyatları yine de yüksek seyrini sürdürmektedir. Altındaki bu yüksek seyrin devam edip etmeyeceğini belirleyebilmek için önümüzdeki dönemde altının seyrinde etkili olabilecek faktörlerin incelenmesi önemli görünmektedir.

1. Ekonomik iyileşmenin henüz istenilen düzeye ulaşmaması

2007 yılının sonunda başlayan küresel kriz, resmi olarak 2009 yılının Haziran ayında sona ermiş olsa da, kriz sonrası dönemde gelişmiş ülkelerde ekonomik iyileşme henüz istenilen düzeye ulaşmamıştır. ABD'de yavaşlayan ekonomiye destek olmak için alınan önlemler, zaten yüksek olan bütçe açığının daha da yükselmesine neden olurken, kriz öncesinde %1.3 seviyesinde olan bütçe açığının GSYİH'ya oranı, 2011 yılında %8'in üzerine yükselmiştir. ABD'de işsizlik sorunu da devam etmektedir. Ülkede işsizlik kriz dönemine göre

düşüş gösterse de, kriz öncesine göre yüksek seyretmektedir. Euro Bölgesi'nde ise küresel kriz sonrasında ortaya çıkan borç krizi, alınan tüm önlemlere rağmen, Bölge'nin mali dengeleri zayıf diğer ülkelere de bulaşmış ve henüz kontrol altına alınamamıştır. Bu durum Avrupa'da iflas etmeyeceği düşünülen ülkelerin iflas etme ihtimalini ortaya çıkarırken, birliğe olan güven azalmış ve birliğin dağılma ihtimali sık sık tartışılan bir konu haline gelmiştir. Kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ülkeler (GOÜ), yüksek büyüme oranlarıyla gelişmiş ülkelere ayrılmıştır. Ancak ekonomik entegrasyonun yüksek olduğu günümüzde, gelişmiş ülkelerde yaşanan sorunların GOÜ'leri de olumsuz etkileme riski artmıştır. Olumlu ekonomik performansıyla, gelişmiş ülkelerdeki yavaşlamayı telafi edebileceği düşünülen Çin'in makro ekonomik göstergelerindeki bozulma son dönemde dikkat çekmektedir. Küresel ekonomiye ilişkin bu olumsuz görünüm ve risklerin derinleşebilecek olması, altına olan güvenli liman alımlarının süreceği ihtimalini kuvvetlendirmektedir.

2. Global Likidite Artışı

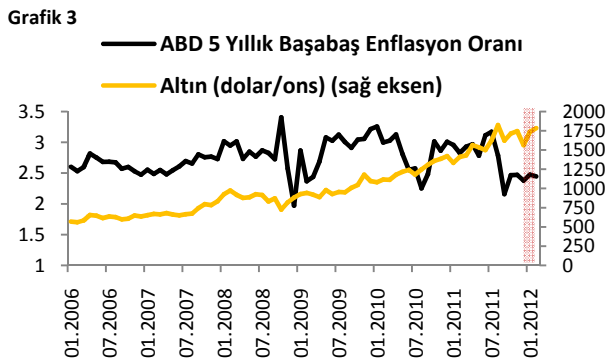


Kaynak: Bloomberg

2008 yılında yaşanan küresel krizle birlikte yavaşlayan ekonomiye destek olmak için özellikle gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan düşük faiz ve ardından uygulamaya konulan niceliksel genişleme (QE) politikaları piyasadaki likiditenin artmasına neden olmuştur. Bu dönemde riskli yatırım araçlarından kaçan yatırımcılar altına yönelmiş ve altın fiyatlarında yukarı yönlü bir seyir görülmüştür. Ekonomik iyileşmenin henüz istenilen düzeye ulaşmaması nedeniyle, genişletici politikaların devam ettiği görülmektedir. Euro Bölgesi'nde borç sorunları devam ederken, Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2011 yılının Kasım ve Aralık aylarında politika faiz oranını 25'er baz puan indirerek %1'e çekmiştir.

ECB ayrıca uzun vadeli refinansman operasyonlarıyla Euro Bölgesi bankalarına likidite sağlamaya devam etmektedir. Amerika Merkez Bankası (Fed) ise Ocak ayı toplantısında faiz oranlarını 2014 yılının sonuna kadar artırmama kararı alırken, gerekmesi halinde ekonomiye destek olacağını da belirtmiştir. Fed tarafından ekonomiye destek olunabileceğinin uzun zamandır tekrarlanıyor olması, 2012 yılında QE3'ün uygulanmaya başlanabileceği beklentilerini kuvvetlendirmektedir. İngiltere Merkez Bankası (BOE) da son toplantısında faiz oranlarını yine değiştirmeyerek %0.50 oranında sabit bırakırken, varlık alım programını ise 50 milyar sterlin artırmıştır. 2011 yılının başında meydana gelen deprem felaketinin ardından, ekonomiye destek olmak için parasal gevşeme uygulayan Japonya Merkez Bankası ise son toplantısında politika faiz oranını %0.1 olarak sabit bırakırken, varlık alım programını ise 55 milyar yenden 65 milyar yene çıkarmıştır. Kriz sonrası olumlu büyüme performansları ile gelişmiş ülkelere ayrılan GOÜ merkez bankaları 2010 ve 2011 yıllarında hem artan sermaye akımlarını engellemek hem de enflasyonist baskıları hafifletmek için faiz artırımına gitmişlerdi. Ancak 2011 yılının sonunda pek çok GOÜ merkez bankası, Euro Bölgesi'nde derinleşen borç krizinin bu ülkeleri de olumsuz etkilemesi riskiyle faiz indirimlerine gitmeye başlamışlardır. Önümüzdeki dönemde gerek gelişmiş gerekse GOÜ merkez bankalarının genişletici politikaları altına olan talebin artmasına neden olabilecektir.

3. Enflasyon Beklentileri

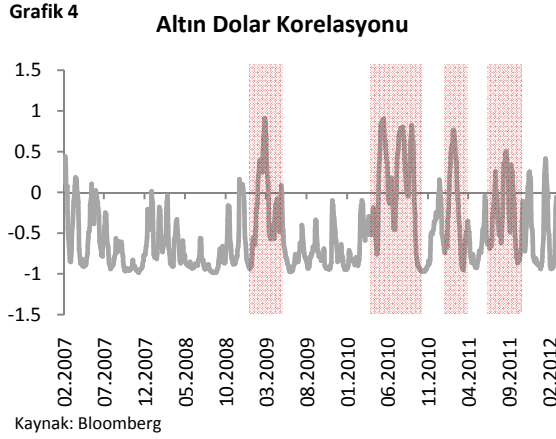


Kaynak: Bloomberg

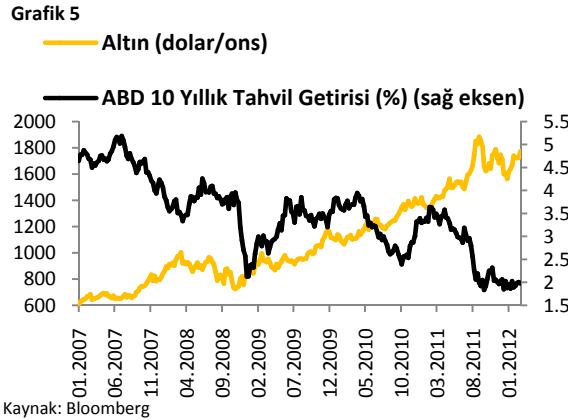
Altının kıymetli bir maden olarak, servet saklama özelliğine sahip olması, bir yatırım aracı olarak altına olan talebi enflasyonist baskıların yüksek olduğu dönemlerde artırmaktadır. Piyasalarda gelecek dönem enflasyonuna dair bir gösterge olarak kabul edilen ABD'nin 5 yıllık başa baş enflasyonu ile altının hareketi Grafik 3'te incelenmiştir. Grafikte, gelecek döneme dair enflasyon beklentilerinin arttığı görülmektedir. Merkez bankaları tarafından uygulanan genişletici politikaların, önümüzdeki dönemde enflasyonist

baskı yaratma ihtimali bulunurken, bu durum yatırımlarını enflasyonist etkilerden korumak isteyen yatırımcılar tarafından altına olan talebi yükseltebilecektir.

4. Altın ve Diğer Güvenli Yatırım Araçları

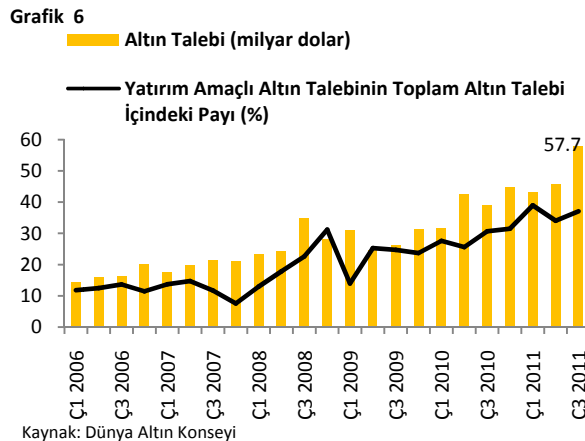


dolar karşısında değer kaybetmesine neden olurken, doların değer kazanması, altın fiyatlarındaki yükselişi sınırlayabilecektir.



Yunanistan'da başlayan ve zamanla Euro Bölgesi'nin diğer ülkelerine de yayılan borç krizi, piyasada risk algılamalarının artmasına neden olmuştur. Piyasada risk algılamalarının arttığı dönemlerde yatırımcıların riskli varlıklardan uzaklaşması, daha güvenli bir yatırım aracı olan ABD 10 yıllık tahviline ve servet saklama özelliğine sahip olan altına olan talebi ise artırmaktadır. Artan talep, ABD tahvil getirisinin aşağı yönlü hareket etmesine neden olurken, altın fiyatlarının ise yükselmesine neden olmaktadır. Derinleşen Euro Bölgesi borç krizi diğer dünya ekonomilerini de olumsuz yönde etkilerken, yatırımcıların etkili

5. Altın Talebindeki Artış

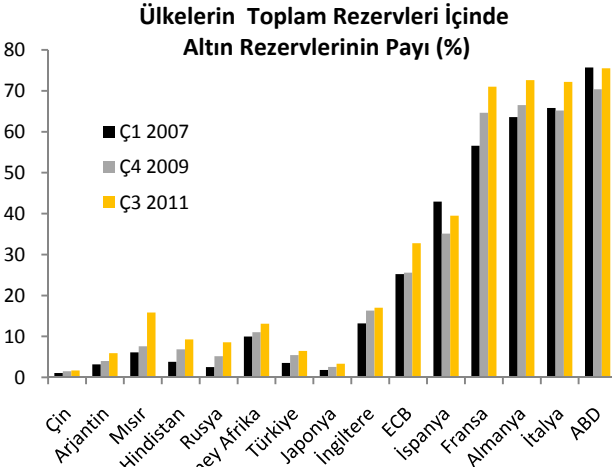


Altın, gerek kıymetli maden özelliğiyle mücevherat sektöründe gerekse hammadde olarak teknolojide kullanılmakta, ayrıca bir servet saklama aracı olarak da yatırım amaçlı talep görmektedir. Özellikle piyasada risk iştahının düşük olduğu dönemlerde altına yatırım amaçlı talep artmaktadır. Artan talep ise, altın fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır. Dünya Altın Konseyi'nin verilerine göre 2011 yılının üçüncü çeyreğinde küresel altın talebi bir önceki yılın aynı

dönemine göre %6 oranında artarak 57.7 milyar dolar ile tarihi yüksek seviyesine ulaşmıştır. Aynı dönemde yatırım amaçlı altın talebi ise %33 oranında artış gösterirken, altın arzında ise sadece %2 oranında artış yaşanmıştır. Çeşitli nedenlerle altın talebi yükselirken, çıkarılması zor bir maden olan altının arzının sınırlı kalması, altın fiyatlarını yukarı yönlü etkilemektedir.

6. Ülkelerin Altın Rezervlerinin Artması

Grafik 7

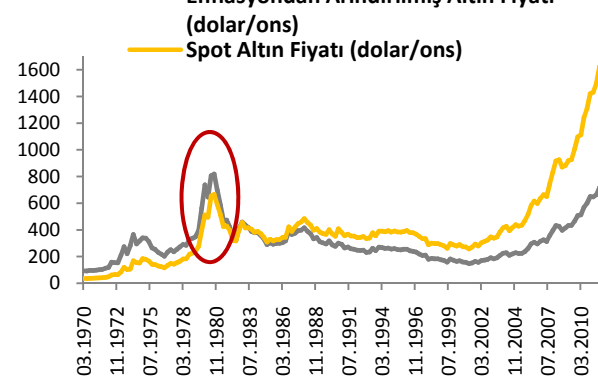


Kaynak: Dünya Altın Konseyi

Yaşanan krizlerle birlikte para birimlerinin değer kaybetmesi sonucu hem gelişmiş ülkelerin hem de GOÜ'lerin altın rezervlerini artırdığı görülmektedir. Kriz öncesi dönemle karşılaştırıldığında pek çok ülkenin toplam rezervleri içinde altın rezervlerinin payı artmıştır. Özellikle GOÜ'lerde kriz döneminde de altının payı artarken, ABD gibi bazı gelişmiş ülkelerde ise kriz döneminde altın rezervlerinin payı, kriz öncesi döneme göre azalmıştır. Dünya Altın Konseyi'nin Ocak ayı verilerine göre 8133.5 ton ile ABD en çok altın rezervi bulunduran ülkeyken, ABD'yi 3396.3 ton ile Almanya izlemektedir. Merkez bankalarının altın rezervlerini artırmaları, piyasalara olan güvensizliklerini gösterirken, piyasadaki belirsizliklerin devamı halinde, ülkelerin altın rezervleri artmaya devam edecektir. Bu da önümüzdeki dönemde altın fiyatlarını yukarı yönlü destekleyecektir.

Altın Fiyatlarının Yükselmesi Bekleniyor...

Grafik 8



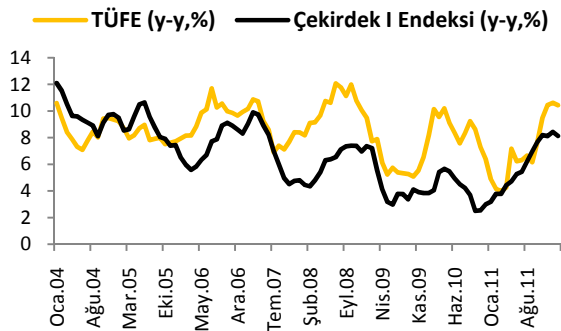
Kaynak: Bloomberg

Grafik 8'de ABD enflasyon oranından arındırılmış altın fiyatları gösterilmektedir. 1980 yılında 851 dolar/ons ile tarihinin en yüksek seviyesini gören enflasyondan arındırılmış altın fiyatları, 2011 yılının enflasyon oranına göre yeniden hesaplandığında 2,323 dolara karşılık gelmektedir. Yani enflasyona göre düzeltmeye tabi tutulduğunda altın fiyatları en yüksek seviyesine 2,323 dolar ile 1980 yılında ulaşmıştır. En son 1,728 dolar/ons seviyesine kadar yükselen spot altın fiyatları, bu seviyeden yaklaşık %25 daha düşük seyretmektedir. Bu durum altın fiyatlarının artmaya devam edebileceğine işaret etmektedir.

Sonuç olarak, 2012 yılında altın fiyatlarındaki yükselişin devam etmesini destekleyecek pek çok faktör bulunmaktadır. Özellikle küresel ekonomik görünüme ilişkin riskler, bununla birlikte merkez bankalarının genişletici politikaları ve risk algılamaları, bu faktörler arasında öne çıkmaktadır. ABD ve Euro Bölgesi'nde devam eden ekonomik sorunlara karşın henüz efektif çözümlerin üretilmemiş olması, bu ülkelerin para birimlerine olan güveni de azaltmaktadır. Bu durum yatırımcıların, daha güvenli yatırım araçlarına yönelmesine neden olurken, altın da buna bağlı yüksek seyrini sürdürmektedir. Piyasalardaki belirsizliğin devam etmesi merkez bankalarının altın rezervlerini artırmalarına neden olurken, nispeten daha olumlu bir ekonomik görünüme sahip GOÜ'lerden altına gelen fiziki talep de 2008 yılından beri artış göstermekte ancak altın üretimi talebi karşılayacak kadar hızlı artmamaktadır. Ayrıca tarihsel analizler de altının yukarı yönlü hareketinin devam edebileceğine işaret etmektedir.

Şubat ayında enflasyon geriledi

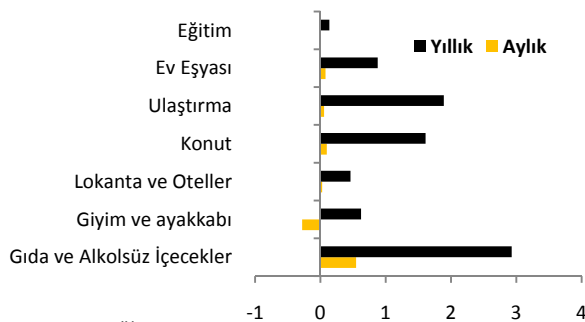
Grafik-1



Kaynak: TCMB

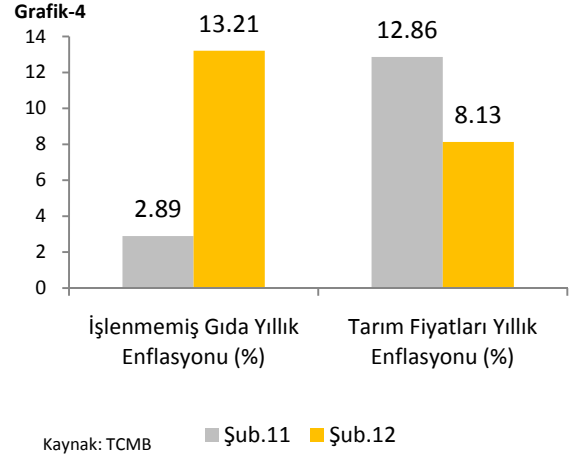
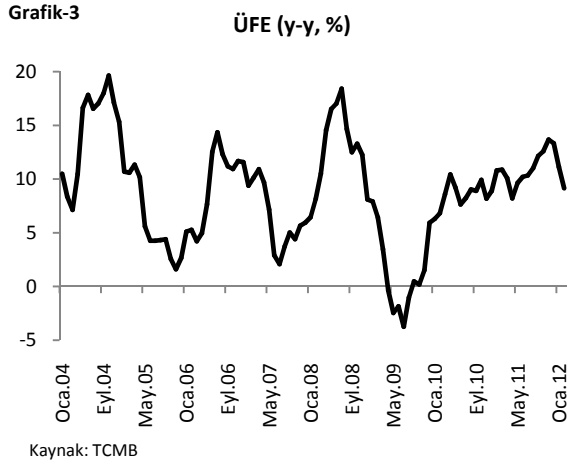
2012 yılının Şubat ayında TÜFE bir önceki aya göre %0.56 oranında artarak %0.55 artış yönünde olan beklentilerimize paralel gerçekleşmiştir (piyasa beklentisi: %0.6). Şubat ayında TÜFE'nin yıllık artışı %10.61 seviyesinden %10.43 seviyesine gerilemiştir. Böylece 2011 yılının Eylül ayından beri yıllık bazda yükseliş trendinde olan TÜFE'de bu yukarı yönlü trendin Şubat ayında bozulduğu dikkat çekmektedir. Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I Endeksi) Şubat ayında bir önceki aya göre %0.18 gerilerken, yıllık bazda da %8.42 seviyesinden %8.12 seviyesine düşmüştür. Böylece Ocak ayında yıllık bazda yükselen çekirdek enflasyon Şubat ayında yeniden gerilemiştir. Yıllık bazda çekirdek enflasyondaki düşüşün 2010 yılının Ekim ayından sonra ilk kez bu kadar belirginleştiği dikkat çekmektedir. 2011 yılının ikinci yarısında TL'de görülen değer kayıplarının çekirdek enflasyon göstergelerinde bozulmayı tetiklediği görülürken, Ocak-Şubat aylarında TL'de görülen değer kazançlarının çekirdek enflasyona olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. TÜFE ile çekirdek TÜFE arasındaki makasın da 2011 yılının Ekim ayından sonra yeniden açılmaya başladığı görülürken, söz konusu harekette olumsuz gıda fiyatlarının temel belirleyici olduğu söylenebilir. Bu nedenle analizimizde gıda fiyatlarına ilişkin tablonun detaylı bir şekilde incelenmesinin enflasyon gelişmeleri bakımından faydalı olacağını düşünüyoruz.

Grafik-2 TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı (puan)

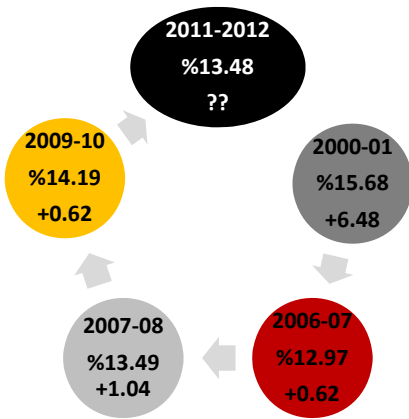


Kaynak: TÜİK

Şubat ayı rakamlarında yine gıda grubu fiyatlarının temel belirleyici olduğu görülmektedir. Bir önceki aya göre %2.1 oranında artan gıda fiyatlarının 0.55 puan ile enflasyona en yüksek katkısı yapan grup olduğu dikkat çekmektedir. Gıda fiyatlarının bu hareketinde olumsuz mevsimsel koşullara bağlı olarak sebze ve meyve fiyatlarındaki artışların temel rol oynadığı görülmektedir. Gıda fiyatları aylık bazda yüksek bir artış yaşamasına karşın, yıllık bazda %11.17 seviyesine gerilemiştir. Son dönemde artan petrol fiyatlarına bağlı olarak en çok merak edilen grup olan ulaştırma grubu enflasyonu aylık bazda %0.33 ile sınırlı bir artış yaşamıştır (enflasyona katkısı: 0.06 puan). Yıllık bazda ise gerilemesine karşın %11.3 ile çift haneli seviyelerini koruyan ulaştırma grubu enflasyonu, yıllık enflasyona en yüksek katkısı yapan ikinci grup olmuştur. Konut fiyatlarının ise Ocak ayında %1.3 ile yüksek bir artış yaşamasının ardından Şubat ayında da %0.6 artış kaydetmesi fiyat gelişmeleri bakımından önemli görünmektedir. Sezon indirimlerinin devam etmesi nedeniyle giyim grubu fiyatlarında aylık bazda %4.1 oranında düşüş yaşanırken, bu grup enflasyona 0.28 puan düşüş yönünde katkı yapmıştır. Özellikle tekstil sektöründeki maliyet baskısı, giyim grubu enflasyonunda yaşanan düşüşleri sınırlamaktadır.



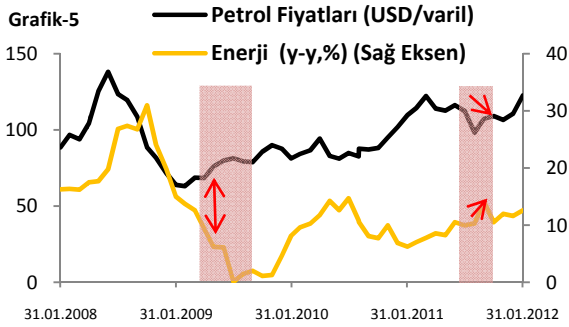
Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) Şubat ayında bir önceki aya göre %0.09 düşmüştür. Böylece ÜFE' de aylık bazda yükseliş trendi sona ererken, yıllık bazda 2011 yılının Aralık ayından beri görülen düşüş devam etmiştir. Ocak ayında %11.33 olan yıllık ÜFE Şubat ayında %9.15 seviyesine gerilemiştir. Şubat ayında ÜFE' nin aylık bazda düşüşünde sanayi sektöründe fiyatların %0.5 gerilemesi etkili olmuştur. Şubat ayında sanayi sektöründe fiyatlar düşerken, tarım sektöründe ise fiyatlardaki yükseliş devam etmiş ve tarım fiyatları bir önceki aya göre %1.85 yükselmiştir. Ancak tarım fiyatlarının yıllık artış hızı Ocak ayındaki %8.44 seviyesinden Şubat ayında %8.13 seviyesine gerilemiştir. 2011 yılının Şubat ayında ise tarım fiyatlarının yıllık artış hızının %12.86 olduğu değerlendirildiğinde, geçen yıla göre tarım grubundaki enflasyonist baskıların bir miktar hafiflediği söylenebilir. Tarım fiyatlarının söz konusu hareketi gıda fiyatları açısından önemli görünmektedir. Tüketici fiyatlarının altında değerlendirilen işlenmemiş gıda fiyatlarında ise yıllık enflasyonun 2011 yılının Şubat ayında %2.89 seviyesinden, 2012 yılının Şubat ayında %13.21'e yükseldiği görülmektedir. Tarım fiyatları ile işlenmemiş gıda fiyatlarındaki bu ayrışma aracılık faaliyetlerinin maliyetleri yükseltmesinden kaynaklanmaktadır. Bu aracılık faaliyetlerine standart getirilmesi konusunda devam eden çalışmaların gıda fiyatları açısından önemli olacağını düşünüyoruz. Ayrıca işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükselişe rağmen tarım fiyatlarındaki düşüşün önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz.



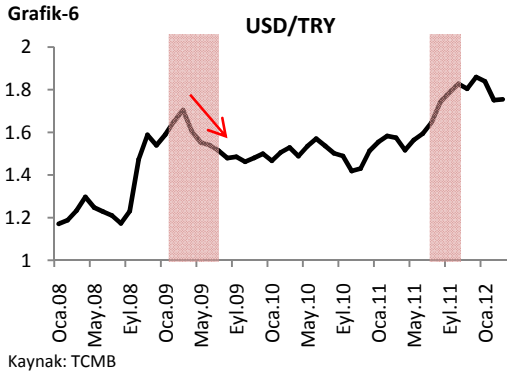
Tüketici fiyatlarındaki artışa en yüksek katkısı yapan gıda ve alkolsüz içecekler grubunda 2011 yılının Ağustos ayından bu yana aylık artışların pozitif gerçekleştiği dikkat çekmektedir. 2011 yılının Temmuz ayından beri gıda fiyatlarının toplamda %15.8 arttığı görülmüştür. Bu denli yüksek artışın ardından gıda fiyatlarının nasıl bir seyir izleyeceğini belirlemek amacıyla gıda grubunun 1988'den bu yana gerçekleşen rakamları incelenmiştir. Söz konusu yıllarda gıda fiyatlarında gerçekleşen aylık değişimlere bakıldığında, 2011 yılı Ağustos ayında başlayan artış trendine benzer bir hareket bulunamamıştır. Fakat Ağustos ayı dışlanarak Eylül

ayından bir sonraki yılın Şubat ayına kadar geçen sürede gıda fiyatlarının 2011 yılına benzer şekilde hareket ettiği yıllar saptanmıştır. 2011 yılının Eylül ayından 2012 yılının Şubat ayına kadar aylık artışların toplamı %13.48 olarak gerçekleşmiştir. Benzer yıllar değerlendirildiğinde, özellikle 2007-2008 yıllarının söz konusu aylarında yaşanan %13.49'luk artış 2011-2012 yılları ile uyumlu bir tablo çizmektedir. Diğer yandan 2009-2010 ile 2000-2001 yıllarında aylık artışlar toplamı 2011-2012 yıllarının üzerinde bir rakama işaret etmektedir. 2006-2007 yıllarında ise aylık artış toplamının 2011-2012 yıllarının altında kaldığı görülmektedir. Gıda fiyatlarının geçmiş

yıllar için Mart ayı gerçekleştirmeleri incelendiğinde ise, en yüksek artışın yine kriz dönemi olan 2000-2001 döneminde yaşandığı görülmüştür. Bu dönemdeki sert gıda fiyatları artışı göz ardı edildiğinde, diğer benzer yılların genel trendine bakılarak Mart ayında gıda fiyatları artış hızının yavaşlayacağı beklenmektedir.



Kaynak: TCMB, Bloomberg



belirleyici olduğunu düşünüyoruz. Türkiye'nin ithalatında ara malı payının yüksek olması sebebiyle, emtia ve ithal malların fiyatlarındaki hareketler enflasyon üzerinde etkili olabilecekken, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki artışların yanında kurdaki hareketlerin de takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Petrol fiyatları artmasına karşın, TL'nin değer kazanması durumunda enerji grubunda enflasyonist baskıların beklendiği kadar yüksek olmayabileceğini tahmin ediyoruz.

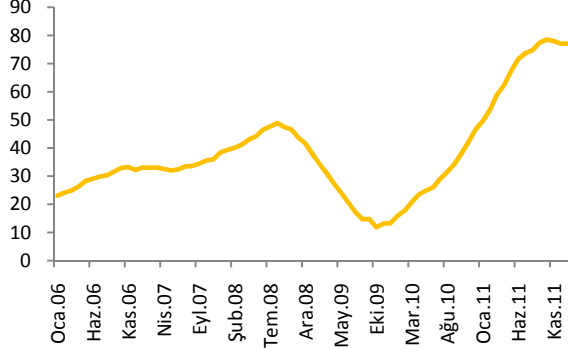
Sonuç olarak beklentilerimize paralel açıklanan Şubat ayı enflasyon rakamlarında, gıda fiyatlarının temel belirleyici olmaya devam ettiği görülmüştür. Son dönemde artan petrol fiyatlarında yaşanan artışa karşın, ulaştırma grubunda sınırlı yükselişler kaydetmiştir. Yıllık TÜFE' de ise Eylül ayından beri yaşanan yükselişin Şubat ayında terse dönmesinin önemli olduğunu düşünüyoruz. Manşet enflasyonun yanı sıra TCMB'nin önemle takip ettiği çekirdek enflasyonda ise maliyet koşullarının da olumluya dönmesi ile yıllık bazda belirgin bir düşüş yaşanmıştır. Son dönemde yaşanan olumsuz mevsimsel koşullar gıda fiyatları üzerinde baskı oluşturmaya devam ederken, arz yönlü nedenlerle artan petrol fiyatları önümüzdeki dönemde enflasyon açısından en önemli risk unsuru olarak dikkat çekmektedir. Ancak kurdaki hareketlerin petrol fiyatlarının enflasyona etkisinin büyüklüğü bakımından önemli olacağını düşünüyoruz.

Önümüzdeki dönemde enflasyon gelişmeleri açısından gıda fiyatlarının yanı sıra petrol fiyatlarındaki hareketin de önemli olacağını düşünüyoruz. Bu nedenle petrol fiyatları ile enerji fiyatlarının birlikte değerlendirilmesi faydalı görülmektedir. Grafik 5'ten de görüldüğü üzere, petrol fiyatları ile enerji enflasyonu arasındaki ilişki zaman zaman güçlenmekte zaman zaman ise zayıflamaktadır. Küresel krizin ardından toparlanmanın başladığı 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareketler yaşanmasına karşın, aynı dönemde enerji enflasyonunun gerilemeye devam ettiği görülmüştür. 2011 yılının ikinci çeyreğinde petrol fiyatlarında görülen düşüşe karşın, enerji enflasyonunun yükselmeye devam etmesi, bu dönemde ilişkinin 2009 yılına benzer şekilde ters yönlü olduğunu göstermektedir. Son dönemde ise artan petrol fiyatları ile birlikte enerji enflasyonunun da arttığı dikkat çekerken, söz konusu değişkenler arasındaki pozitif korelasyonun yeniden sağlandığı söylenebilir. Petrol fiyatları ile enerji enflasyonu arasındaki ilişkinin zaman zaman bozulmasında kurda yaşanan hareketlerin temel

Cari İşlemler Açığı, Finansman Yapısı ve Küresel Likidite Koşulları

Cari işlemler açığı yılın ilk ayında 6 milyar dolar ile beklentilerimize paralel gerçekleşmiştir...

Grafik-1 Cari İşlemler Açığı (yıllık, milyar \$)

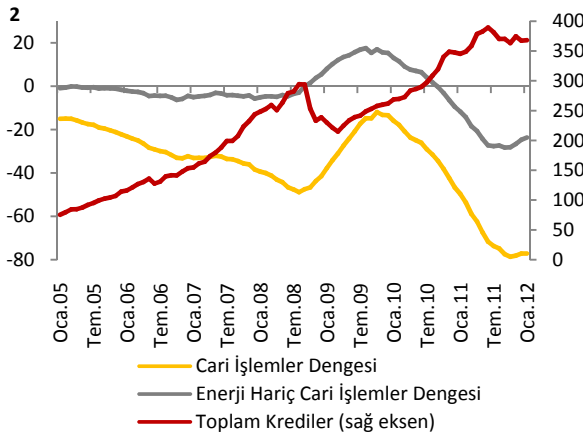


Kaynak: TCMB

Merkez Bankası tarafından açıklanan verilere göre 2012 yılı Ocak ayında cari işlemler açığı, 6 milyar dolar ile beklentilerimize paralel gerçekleşmiştir. Ocak ayında cari işlemler açığı bir önceki yılın aynı ayına göre 25 milyon dolarlık sınırlı bir düşüş göstermiştir. Ocak ayı verisi ile birlikte, 2011 yılı Ekim ayından bu yana düşüş trendinde olan 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı, Ocak ayında bir önceki aya göre değişmemiştir. Ancak kümülatif açığın yıllık artışındaki yavaşlama devam etmiş ve Aralık ayındaki %65 seviyesinden %55'e gerilemiştir.

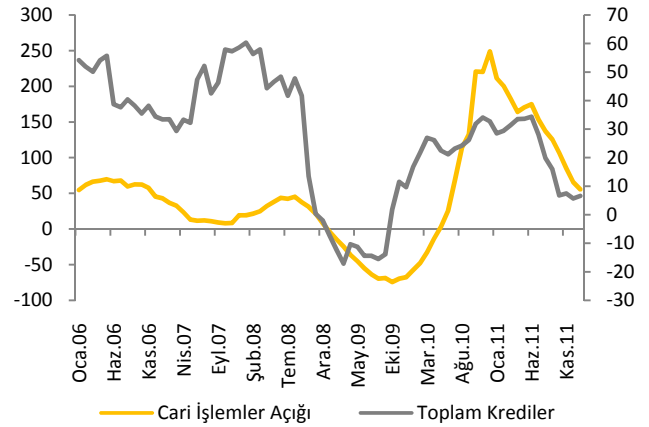
Krediler ve cari işlemler açığı...

Grafik-2 Krediler ve Cari İşlemler Açığı (milyar \$)



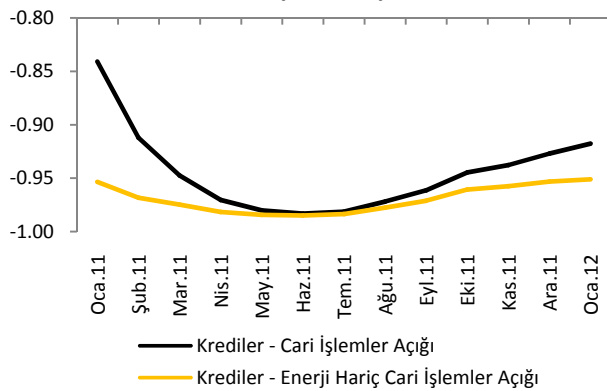
Kaynak: TCMB, BDDK

Grafik-3 Toplam Krediler (milyon \$, yıllık % değ.)



Kaynak: TCMB, BDDK

Grafik-4 Korelasyon Katsayıları

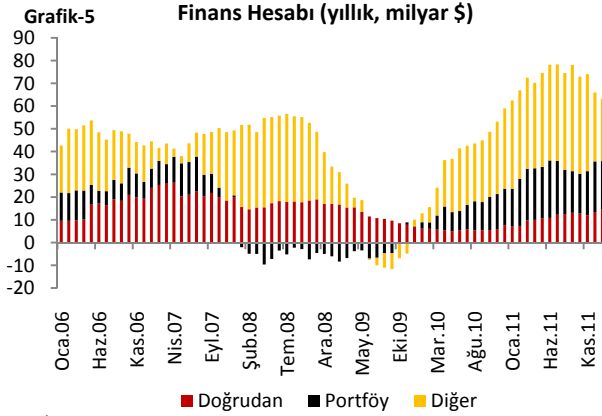


Kaynak: TCMB, Hazine, Vakıfbank

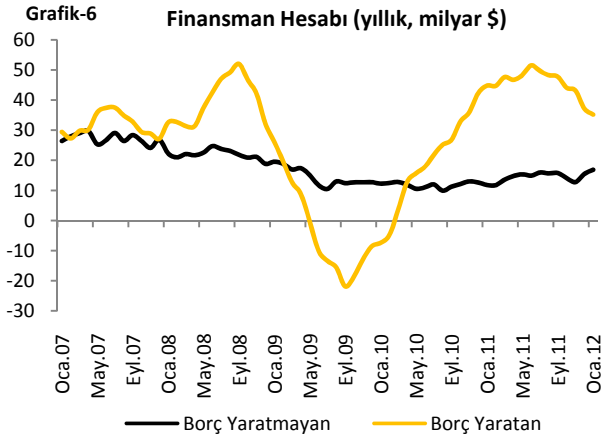
Merkez Bankası Kasım 2010 – Ekim 2011 tarihleri arasında finansal istikrarın bozulmasını önlemek amacıyla kredi büyümesinin sınırlandırılmasına ilişkin önlemler almıştır. Haziran 2011'de BDDK'nın yaptığı düzenlemelerin de katkısıyla kredi artış hızındaki yavaşlama artmıştır. Son dönemde cari işlemler açığındaki yavaşlamanın belirginleşmesi ile birlikte söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin seyrini incelemek politika adımlarının sonuçlarına ilişkin çıkarımlar yapmak açısından faydalı görünmektedir. Cari işlemler açığı bu inceleme kapsamında gerek ham haliyle gerekse dışsal faktörler tarafından belirlenen enerji ithalatından arındırılmış haliyle ele alınmıştır. Enerji hariç cari işlemler açığındaki yavaşlama 2011 yılının son çeyreğinden itibaren net bir şekilde görülmektedir. Dolar bazında kredilerin seyri de 2011 yılının ikinci yarısından itibaren önemli bir ivme kaybına işaret etmektedir. Krediler ile korelasyon katsayılarının seyri incelendiğinde ise gerek cari işlemler açığı gerekse

enerji hariç cari işlemler açığı ile korelasyon katsayısının yüksek olduğu görülmesine karşın, beklentilerimiz dahilinde enerji hariç cari açık ile korelasyonun daha yüksek olduğu dikkat çekmektedir. Dolayısıyla kredi genişlemesinin yavaşlatılması bağlamında atılan adımların petrol fiyatı gibi dışsal etkenlere bağımlılığı düşük olan enerji hariç cari işlemler açığı üzerinde etkili olduğu söylenebilmektedir. Cari işlemler açığının önümüzdeki ayki verilerinde petrol fiyatlarındaki artıştan kaynaklanan bir bozulma görülebilecek olmasına karşın, enerji hariç bölümün kredilerdeki daralmanın devam etmesine paralel olarak sürmesi mümkün görünmektedir.

Cari açığın finansman kalitesi yükseliyor...



kredi ödeyici konumda oldukları görülürken, bankaların da net olarak sınırlı bir borçlanma yaptıkları dikkat çekmektedir.



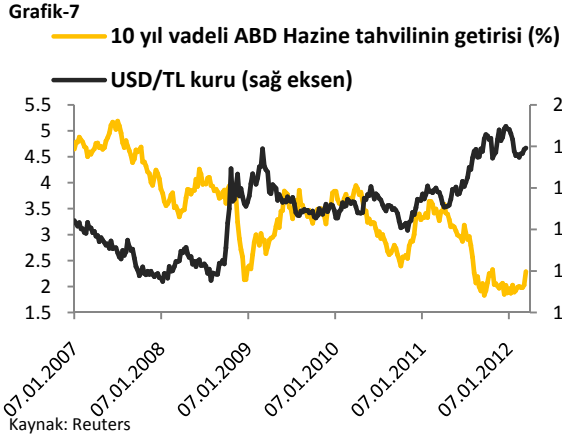
Ocak ayı finans hesabı gelişmelerine bakıldığında, kümülatif olarak doğrudan yatırımlarda artış portföy ve diğer yatırımlar kalemlerinde ise düşüş görülmüştür. Yılın ilk ayındaki 827 milyon dolarlık net doğrudan yatırım girişi ile 12 aylık kümülatif giriş 14.4 milyar dolar olmuştur. Portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasalarında net alıcı oldukları dikkat çekmektedir. DİBS piyasasında ise 1 milyar dolarlık satışla karşılaşmıştır. Hazine yurtdışı piyasalardan 1.5 milyar dolar borçlanma gerçekleştirirken, 1 milyar dolarlık da geri ödeme yapmıştır. Diğer yatırımlar hesabında reel sektör firmalarının net

Cari işlemler hesabının finansman kalitesinin arttığı borç yaratan ve borç yaratmayan kalemlerin seyrine bakıldığında da net olarak görülmektedir. Son dönemde doğrudan yatırımlardaki artış borç yaratmayan finansman kalemlerinin yükselmesine neden olarak 2012 yılı Ocak ayı itibariyle yıllık 16.8 milyar dolara ulaşmasını sağlamıştır. Borç yaratan finansman kalemlerinde ise 2011 yılı Haziran ayından bu yana aşağı yönlü bir trend izlenmektedir. Haziran ayında 51.5 milyar dolara kadar ulaşan yıllık borç yaratan finansman 2012 yılı Ocak ayı itibariyle 35.8 milyar dolara kadar gerilemiştir.

Küresel likidite koşullarındaki olası bir değişimin cari işlemler açığına etkileri...

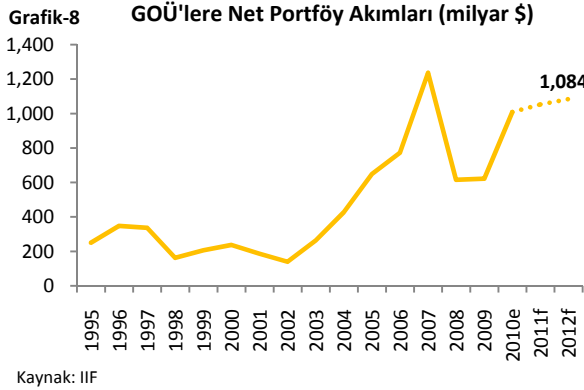
ABD’de açıklanan ekonomik verilerden geçtiğimiz yılın son çeyreğinde alınmaya başlanan olumlu sinyaller son dönemde açıklanan Ocak ve Şubat ayı verilerinde de gözlenmektedir. Bu olumlu görünüm diğer verilerin ötesinde istihdam verilerine de yansımaktadır. ABD işsizlik oranı Eylül 2011’deki %9 seviyesinden Şubat ayı itibariyle %8.3’e kadar gerilemiştir. Öncül ekonomik aktivite göstergelerinin genel eğilimi ve tüketici güveni gibi veriler de ekonomideki iyileşme eğilimini teyit etmektedir. Bu durum, bu hafta Mart ayı toplantısını yapan ABD Merkez Bankası FED’in değerlendirmelerine de yansımıştır. Bu yılın ikinci yarısında para politikasında yeni bir genişletici hamle daha yaparak üçüncü niceliksel genişleme (QE3) adımını atması beklenen FED, bu

toplantısında ekonomik görünümüne dair önceki toplantılara göre daha olumlu bir bakış açısı sergilemiştir. Ekonomideki toparlanmayı “ılımlı” olarak nitelendiren FED, işsizlik oranının daha da gerilemesi gerektiğini de vurgulamıştır.



Tüm bu gelişmeler piyasalarda FED’in üçüncü niceliksel genişlemeye gerek duymayabileceği düşüncesinin öne çıkmasına yol açarken, yatırımcıları küresel likidite koşullarını ve eğilimini önemli ölçüde değiştirecek bu gelişmeye karşı yeni stratejiler belirlemeye sevk etmiştir. Piyasalardaki bu yeni denge arayışı yatırımcıları öncelikle risksiz varlıklardan çıkışa yöneltmiştir. Bu gelişmenin ikinci yansıması ise gelişmekte olan ülke tahvillerinde de satışlar yaşanması olmuştur. Risk algılamasını artıran bir gelişme olmadığı için hisse senedi piyasalarında belirgin satışlar görülmezken, gelişmekte olan ülkelerden ani ve yüksek montanlı kesintisiz çıkışlar

da söz konusu değildir. Bu ortamda Türkiye’de döviz kuru da yükseliş eğilimine girmiştir. USD ve EUR’dan oluşan eşit ağırlıklı döviz sepeti bu hafta ortasında 26 Ocak 2012’den beri en yüksek seviyesine çıkmıştır. Gösterge tahvil bileşik faizinde de gözlenen yükseliş, Türkiye’ye yabancı sermaye girişlerinin seyrine dair ihtimallerin de gözden geçirilmesini gerekli kılmaktadır.



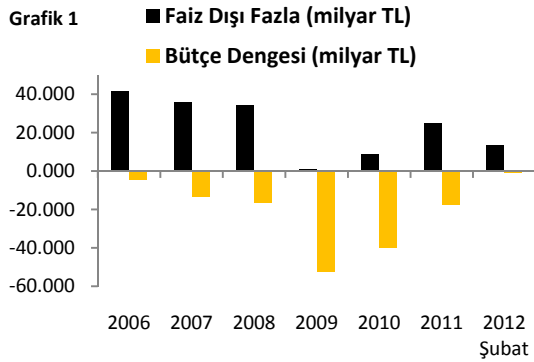
Uluslararası Finans Enstitüsü (International Finance Institute – IIF) tahminlerine göre gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) net portföy akımları 2010 yılında bir önceki yıla göre %62 artarak 1 trilyon doların üzerine çıkmıştır. Bu rakamın 2011 yılında yıllık bazda %4.4, 2012’de ise %2.9 oranında artacağı tahmin edilmektedir. Diğer bir deyişle 2010 yılında gelişmiş ülkelerin beklenenin altındaki ekonomik performansı nedeniyle GOÜ'lere fon girişlerindeki hızlı artışın 2011 yılında belirgin biçimde tersine dönmediği görülürken, bu seyrin 2012 yılında da devam edeceği

öngörülmektedir. Bu beklentiler ışığında Türkiye’ye yabancı sermaye girişlerinde 2012 yılında ani bir duruş ve tersine dönüş yaşanmayacağı söylenebilir. Diğer bir deyişle cari işlemler açığının finansmanının çok güç hale gelmesi veya yurt içi kredi koşullarının ani şekilde daralması olasılıklarının yüksek olmadığı söylenebilir.

Öte yandan, piyasalarda mevcut likiditenin nispeten azalacağı da bir gerçektir. Avrupa Merkez Bankası’nın (ECB) da son toplantısında enflasyon vurguları yapması, Euro Bölgesi’nde beklenen yavaşlamaya rağmen likidite koşullarında aşırı esneklik beklemenin çok da doğru olmayabileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, ABD ekonomisindeki iyileşme ve dengelenmenin devam etmesi halinde diğer GOÜ’ler gibi Türkiye’ye de ilave sermaye girişi beklemek güçleşecektir. Fakat, ABD’de istihdam artışı ve hanehalkı borçluluğunun yeni bir dengeye oturma sürecinin 2012 yılında tamamlanamayacak orta vadeli bir gelişme olduğu da dikkate alınmalıdır. Ayrıca GOÜ'lere yönelik risk algılamasının artmasını gerektirecek bir tablo da şu an için söz konusu değildir. Dolayısıyla, Türkiye’de büyüme temposunda veya enflasyonda beklenmedik bir yükseliş yaşanmadığı veya ekonomide beklenmedik bir yavaşlama oluşmadığı sürece cari işlemler açığının finansmanında büyük bir sıkıntı yaşanmayacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede, cari işlemler açığının 2012 yıl sonu itibarıyla 62.1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceği yönündeki tahminimizi koruyoruz.

Şubat ayında bütçe açık verirken, faiz dışı fazla yükseldi

Yaşanan küresel krizin ardından özellikle gelişmiş ülkelerin uyguladıkları politikalar söz konusu ülkelere ciddi mali yükler getirmiş ve çıkış sürecinde bütçe sorunlarıyla karşılaşmalarına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde ise bütçe sorunları öncelikli sorun olarak ele alınmamaktadır. Türkiye ekonomisinde de krizin ardından bütçe açığında artış görülürken, izleyen yıllarda maliye politikalarında istikrar hızla sağlanmıştır. Bu raporumuzda 2011 yılı bütçe dengesi ve borç stokuna ilişkin gelişmeler incelendikten sonra 2012 yılı Şubat ayı gerçekleştirmeleri ele alınacaktır. Raporumuzun son bölümünde ise, seçilmiş diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin mali dengeleri karşılaştırmalı olarak tartışılacaktır.



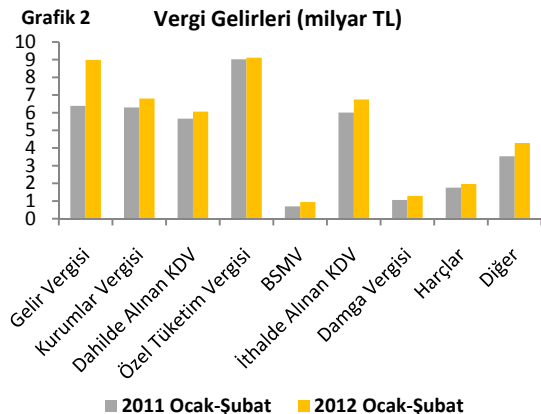
Kaynak: TCMB

Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri (Ocak-Şubat)

Milyar TL	2011	2012	Değişim Oranı (%)	Reel Değişim Oranı (%)
Bütçe Giderleri	46.062	56.506	22.7	11.1
Faiz Hariç Gid.	36.087	42.502	17.8	6.7
Faiz Giderleri	9.974	14.004	40.4	27.1
Bütçe Gelirleri	48.055	55.606	15.7	4.8
Vergi Gelirleri	40.858	46.198	13.1	2.4
Bütçe Dengesi	1.993	-0.9	-145.2	-140.9
Faiz Dışı Fazla	11.968	13.104	9.5	-0.8

Kaynak: Maliye Bakanlığı, VakıfBank

2012 yılının ilk iki ayında gerçekleşen bütçe rakamları bir önceki yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında bütçenin geçen yıl 1.99 milyar TL fazla verirken, 2012 yılında 900 milyon TL açık verdiği görülmektedir. Aynı dönemde faiz dışı fazla ise yıllık bazda %9.5 oranında artarak 13.1 milyar TL olmuş ve yüksek seyrini sürdürmüştür. Ocak-Şubat döneminde bütçe giderleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %22.7 oranında artarak 56.5 milyar TL'ye yükselirken, bütçe gelirleri de %15.7 oranında artarak 55.6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu dönemde faiz giderleri %40 oranında artarken, vergi gelirleri de %13.1 oranında artış göstermiştir. 2011 yılında aylık ortalama 2.7 milyar TL olan faiz ödemelerinin Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla 4.3 milyar TL ve 7.7 milyar TL olarak gerçekleşmesi faiz giderlerinde yaşanan söz konusu sert artışta temel rol oynamıştır. Gerçekleşen bütçe rakamlarını enflasyondan arındırarak reel artışlarını incelediğimizde, bütçe giderleri %11, bütçe gelirleri ise %4 oranında artış göstermiştir. Faiz giderlerinin artış oranı %27 olurken, faiz dışı fazla ise %0.8 oranında azalış göstermiştir.



Kaynak: Maliye Bakanlığı

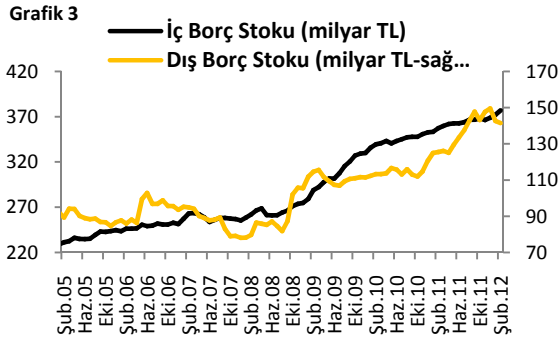
Merkezi yönetim bütçesi 2011 yılı boyunca oldukça olumlu bir performans sergilemiştir. Küresel krizin hakim olduğu 2009 ve 2010 yıllarında bütçe açığı sırasıyla 52 ve 39.6 milyar TL düzeyindeyken, 2011 yılında 17.4 milyar TL'ye gerilemiştir. Böylece 2011 yılı bütçesi 2011 yılına ait OVP'de (Orta Vadeli Program) yer alan 33.5 milyar TL bütçe açığı hedefinin oldukça altında gerçekleşerek kamu maliyesinde olumlu bir görünüme işaret etmiştir. Ayrıca krizin etkileri ile 2009 yılında 986 milyon TL'ye kadar gerileyen faiz dışı fazla, 2011 yılında ise 24.8 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir.

2012 yılının ilk iki ayında gerçekleşen bütçe rakamları bir önceki yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında bütçenin geçen yıl 1.99 milyar TL fazla verirken, 2012 yılında 900 milyon TL açık verdiği görülmektedir. Aynı dönemde faiz dışı fazla ise yıllık bazda %9.5 oranında artarak 13.1 milyar TL olmuş ve yüksek seyrini sürdürmüştür. Ocak-Şubat döneminde bütçe giderleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %22.7 oranında artarak 56.5 milyar TL'ye yükselirken, bütçe gelirleri de %15.7 oranında artarak 55.6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu dönemde faiz giderleri %40 oranında artarken, vergi gelirleri de %13.1 oranında artış göstermiştir. 2011 yılında aylık ortalama 2.7 milyar TL olan faiz ödemelerinin Ocak ve Şubat aylarında

sırasıyla 4.3 milyar TL ve 7.7 milyar TL olarak gerçekleşmesi faiz giderlerinde yaşanan söz konusu sert artışta temel rol oynamıştır. Gerçekleşen bütçe rakamlarını enflasyondan arındırarak reel artışlarını incelediğimizde, bütçe giderleri %11, bütçe gelirleri ise %4 oranında artış göstermiştir. Faiz giderlerinin artış oranı %27 olurken, faiz dışı fazla ise %0.8 oranında azalış göstermiştir.

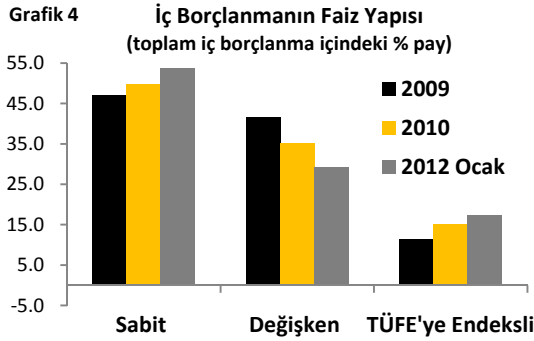
Ocak-Şubat döneminde bütçe gelirleri yıllık bazda %15.7 oranında artış göstermiş ve gelirlerin %83.1'i vergi gelirlerinden sağlanmıştır. Tüm vergi kalemlerinin arttığı Ocak-Şubat döneminde, vergi gelirleri yıllık bazda %13.1 oranında artış göstermiştir. Bu dönemde faiz hariç bütçe giderlerinin %17.8 ile vergi gelirlerinden daha hızlı artmış olmasının etkisiyle, vergi gelirlerinin faiz hariç bütçe giderlerini karşılama oranı 2011 yılındaki %113 seviyesinden %108.7 seviyesine gerilemiştir. Vergi

gelirlerine en çok katkısı sağlayan kalem özel tüketim vergisi olurken, yıllık bazda en çok artışın %35.7 ile banka ve sigorta muameleleri vergisinde (BSMV), en az artışın ise %1.1 ile özel tüketim vergisinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum yurtiçi tüketimdeki yavaşlamayı yansıtan önemli bir göstergedir.



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Merkezi Yönetim Borç Stoku verileri incelendiğinde, 2010 yılsonunda 473.6 milyar TL olan borç stokunun 2011 yıl sonu itibariyle %9.4'lük artışla 518.3 milyar TL'ye yükseldiği görülmüştür. Borç stokundaki yükselişte yıllık bazda %23.9 oranında sert bir artış sergileyen dış borç stokunun etkisi büyük olmuştur. 2011 yılsonunda 368.8 milyar TL olarak gerçekleşen iç borç stokunun ise 2009 yılında %20.1 seviyesinde olan yıllık artış hızının 2011 yılsonunda %4.5 seviyesine kadar gerilemiş olması dikkat çekmiştir. Öte yandan 2008 yılında %35 olan ve 2010'da %8.3 seviyesine kadar gerileyen dış borç stoku yıllık artış hızının 2011 yılında %23.9'a yükselerek yeniden yukarı yönlü bir trend sergilemesi dikkat çekerken, dış borç stokunun 2011 yılsonunda 149.6 milyar TL seviyesine ulaştığı görülmüştür.



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

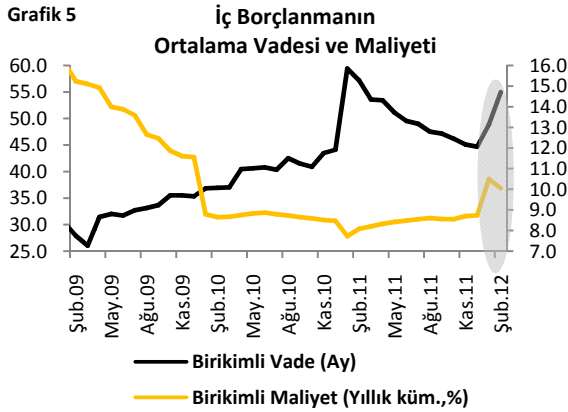
İç borç stoku verisinin ayrıntılarına bakıldığında, 2008 yılında 21.7 milyar TL olan TÜFE'ye endekli faiz oranıyla iç borçlanmanın 2011 yılsonunda 64 milyar TL'ye ulaştığı dikkat çekerken, söz konusu borçlanmanın yıllık artış hızında ciddi bir yavaşlama görülmesine karşın 2009 ve 2010 yıllarına göre toplam iç borç stoku içindeki payının arttığı görülmüştür. Ayrıca, iç borçlanmanın Kasım ayından bu yana tamamen hazine bonusu aracılığıyla gerçekleştiği dikkat çekerken, dış borç stokundaki gerilemenin kredi aracılığıyla gerçekleşen dış borçlanmadaki gerilemeden kaynaklandığı görülmüştür.

dış borç stokunun ayrıntılarına bakıldığında ise, hem uluslararası tahvil hem de kredi yoluyla dış borçlanmaların yıllık artış hızlarındaki artış dikkat çekerken, uluslararası tahvil yoluyla borçlanmaların dış borçlanmadaki yıllık artıştaki katkısının daha yüksek olduğu görülmüştür.

Merkezi yönetim borç stokunun 2012 yılı performansı incelendiğinde ise, Ocak ayında bir miktar gerileyen borç stokunun Şubat ayında aylık bazda %0.71, yıllık bazda ise %7.3 artışla 514.8 milyar TL olduğu görülmüştür. Şubat 2012'de borç stokunun 377 milyar TL tutarındaki kısmı Türk Lirası, 141.5 milyar TL tutarındaki kısmı döviz cinsi borçlardan oluşmuştur. Ayrıca merkezi yönetim brüt borç stokunun 141.5 milyar TL ile %27.3'lük kısmı dış borç, 377 milyar TL ile %72.7'lik kısmı ise iç borç stokundan oluşurken, iç borç stokundaki aylık artışa karşın dış borç stokunun bir önceki aya göre %0.79 oranında düştüğü ve yıllık artış hızının Kasım 2011'den bu yana hızla gerilediği dikkat çekmiştir.

2011 yılında finansman programı çerçevesinde Hazine'nin toplamda 135 milyar TL iç borç geri ödemesi yapacak olması ve bunu finanse etmek için 119.1 milyar TL iç borçlanma gerçekleştirecek olması beklentisi doğrultusunda, 2011 yılında %88 olarak öngörülen iç borç çevirme rasyosu, 2011 yılsonunda 132.1 milyar TL iç borç geri ödemesi ve 111.6 milyar TL iç borçlanma ile öngörülenin altında %84.5 olarak gerçekleşmiştir. İç borç çevirme rasyosunun beklentilerin altında gelmesinde 2010 yılındaki güçlü bütçe performansının 2011 yılında da devam etmesi ve borçlanma dışı kaynakların artması etkili olmuştur.

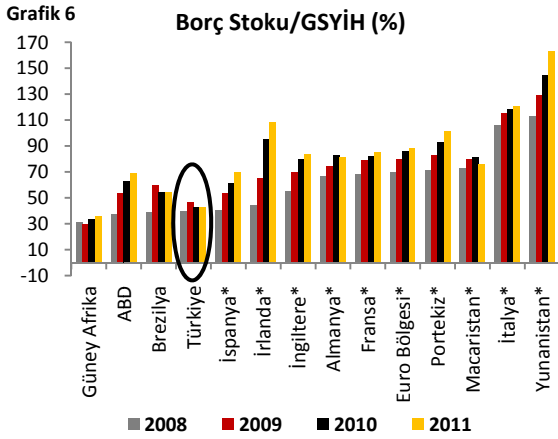
Gerçekleşen iç borç stokunun yanı sıra, iç borç stokunun ortalama vadesi de borç stokunun sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. İç borçlanmanın ortalama vadesi gerek ABD ekonomisine ilişkin olumsuz veriler gerekse Avrupa'da yaşanan sorunların etkisiyle 2011 yılı boyunca düşüş göstermiştir. 2012 yılında ise yurtdışındaki olumsuz havanın dağılmaya başlamasıyla yatırımcıların risk algılamalarındaki düzelme ortalama



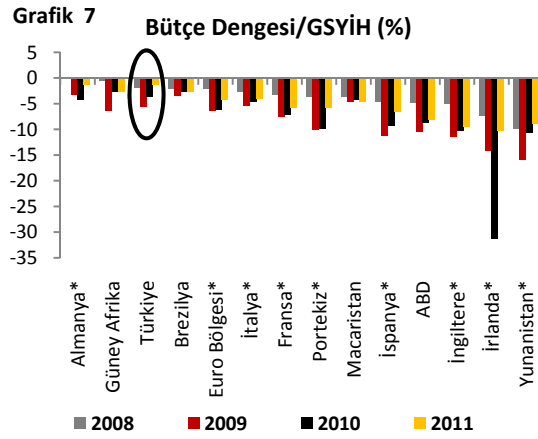
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

vadenin artmasında etkili olmuştur. ABD ekonomisine ilişkin düzelmelerin piyasalarda daha belirgin hissedilmeye başlanması ve Euro Bölgesi'ne dair endişelerin bir miktar azalması vadelerde artışın devam edebileceğine işaret etmektedir. Aralık ayında %8.7 olan birikimli iç borçlanma maliyetinin Ocak ayında %10.5 seviyesine yükselmesinin ardından Şubat ayında yeniden gerileme gösterdiği ve %10 olduğu görülmüştür. İç borçlanma maliyetlerindeki düşüşle birlikte vadelerin uzaması iç borç stokun önümüzdeki dönem performansı açısından olumlu bir görünüm sergilemektedir.

Küresel Mali Görünüm



Kaynak: Bloomberg, Avrupa Komisyonu
* Avrupa Komisyonu Tahminleri



Kaynak: Bloomberg, Avrupa Komisyonu
* Avrupa Komisyonu Tahminleri

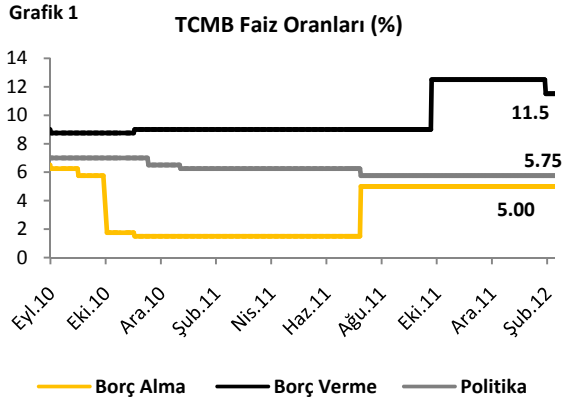
Türkiye'de 2003 yılından beri uygulanan sıkı maliye politikası ile bütçe açığında istenen gerileme sağlanmış ve kamunun borçlanma ihtiyacı düşürülerek faiz harcamaları üzerindeki baskı hafifletilmeye çalışılmıştır. Uygulanan sıkı maliye politikaları ile sağlanan güçlü kamu dengeleri ve sürdürülebilir borç görünümü kriz ve ardından yaşanan süreçte Türkiye'ye önemli bir politika esnekliği kazandırmıştır. Bu durum ayrıca kriz sonrası hızlı toparlanmanın da en önemli etkenlerinden biri olmuştur. Türkiye'deki bu görünüme karşın, diğer ülkeler değerlendirildiğinde, alınan para politikası önlemlerine ek olarak yardım paketleri ile ekonomiyi desteklemeye çalışan başta gelişmiş ülkeler olmak üzere pek çok ülkede bütçe açıkları ciddi boyutlara ulaşarak küresel kriz sonrası dönemde bu ülkelerin yeni bir borç krizi ile karşı karşıya kalmalarını tetiklemiştir. Bu süreçte kamu dengelerindeki bozulmaların süreklilik kazanması söz konusu ülkelerin borç dinamiklerini de olumsuz etkileyerek sorunların derinleşmesine neden olmuştur. Yunanistan ile başlayan borç sorunlarının diğer Avrupa ülkelerine de yayılması 2010 ve 2011 yıllarında küresel ölçekte risk oluşturarak tüm dünyayı tehdit eder hale gelmiştir. Avrupa'da 2011 yılı içinde alınan sıkı maliye politikası önlemlerine ve birliğin diğer kuruluşlar ve Yunanistan ile borç ilişkisi içinde bulunan kreditorler ile yaptığı anlaşmaya karşın, kamu dengeleri bakımından karanlık tablonun Avrupa'da aydınlatılmasının uzun süre alacağı düşünülmektedir. Avrupa'nın yanı sıra ABD de görece yüksek kamu borç stoku ve bütçe açığı ile dikkat çekerken, özellikle borçlanma limitine ilişkin endişelerin ABD'nin mali yapısı bakımından olumsuz bir görünüme işaret ettiği söylenebilir. Gelişmiş ülkelerdeki bozuk mali görünüme karşın, gelişmekte olan ülkelerin gerek kriz sürecinde gerekse kriz sonrası dönemde mali disiplin bakımından daha parlak bir performans sergilediği görülmektedir. Türkiye'nin bütçe açığı/GSYİH oranının krizin

olumsuz etkilerinin hızlanması ile 2009 yılında %5.5 seviyelerine dek yükseldiği dikkat çekerken, kriz sonrası süreçte Türkiye önce yerel ardından genel seçim dönemleri atlattığına karşın bütçe disiplinden taviz vermemiştir. Nitekim 2010 ve 2011 yıllarında küresel piyasalarda etkili olan risklere karşın bütçe açığının GSYİH'ye oranı kademeli bir şekilde geri çekilmiştir. OVP çerçevesinde 2012 yılında bütçe açığının/GSYİH oranının %1.6 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Sonuç olarak, Türkiye ekonomisi 2011 yılında diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre daha olumlu bir mali görünüm sergilemiştir. 2012 yılının ilk iki ayında ise faiz harcamalarındaki artışın yanı sıra yurtiçi tüketimle birlikte vergi gelirlerindeki ivme kaybına bağlı olarak olumlu bütçe performansının bir miktar yavaşladığı görülmektedir. Faiz harcamalarındaki bu artışların geçici olduğu düşünülürken, faiz dışı fazlada görülen yükselişin kamu dengeleri açısından olumlu bir tablo çizdiği görülmektedir. Yılın devamında ise mali görünümdeki bu geçici bozulmanın yerini daha olumlu rakamlara bırakması beklenmektedir. Kamu dengelerinin bu güçlü görünümün sürmesi ile yurtiçi talepte beklentilerin üzerindeki bir daralma maliye politikası araçlarıyla kompanse edilebilecektir. Bu çerçevede hükümet inşaat sektöründe KDV iadesi ve istisnası gibi teşvik sistemleri üzerinde çalışmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise bütçe ve borç sorunlarının bir süre daha risk unsuru oluşturmaya devam edeceği düşünülmektedir.

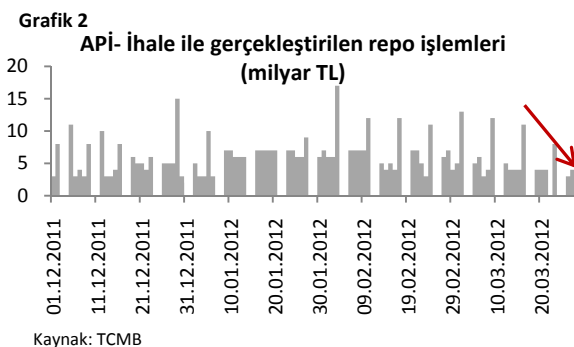
TCMB faiz oranlarını değiştirmede

TCMB, Mart ayı toplantısında beklendiği gibi faiz oranlarını değiştirmeyen, zorunlu karşılıklarla ilgili önemli değişikliklere gitmiştir. Bunun yanı sıra TCMB bir sonraki PPK toplantısına kadar miktar ihalesi açılacak normal günlerdeki fonlama tutarının 1-6 milyar TL arasında olmasını kararlaştırmış ve bir ay vadeli repo ihalelerinde üst sınırı 5 milyar TL'ye indirmiştir. Bu raporumuzda, TCMB'nin son toplantısında aldığı kararlar kur ve enflasyon gelişmeleri çerçevesinde incelenecektir.



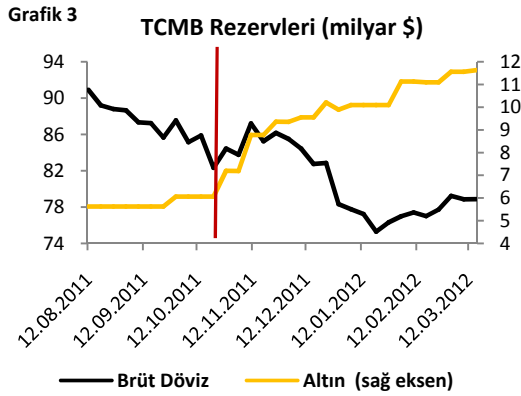
Kaynak: TCMB

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Mart ayı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında politika faiz oranını beklentilere paralel olarak %5.75 seviyesinde sabit bırakmıştır. TCMB %5 olan gecelik borç alma faiz oranında ve Şubat ayında %11.5 seviyesine çektiği borç verme faiz oranında da değişikliğe gitmemiş, ayrıca Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, bankalararası Para Piyasası'nda gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borç verme faiz oranını %14.5'te sabit tutmuştur. Merkez Bankası'nın toplantıya ilişkin yayımladığı kararda yakın vadede maliyet unsurlarında gözlenen gelişmelerin beklentiler üzerindeki etkisini önlemek amacıyla, sıkılaştırma kararları alındığı vurgulanırken, söz konusu önlemlerin önümüzdeki dönemde tekrarlanabileceği belirtilmiştir.



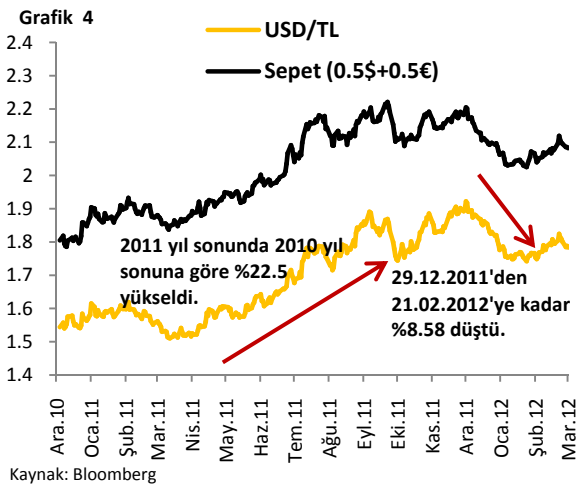
TCMB, Mart ayı toplantısında faiz oranlarını sabit bırakırken, bir sonraki PPK toplantısının yapılacağı 18 Nisan 2012 tarihine kadar miktar ihalesi açılacak normal günlerdeki fonlama tutarının 1 milyar TL ile 6 milyar TL arasında olmasını kararlaştırmıştır. Son iki haftadır yapılan ihalelerde fonlama tutarı 3 ila 7 milyar TL arasındaydı. Ayrıca, 30 Mart – 19 Nisan

2012 döneminde açılacak her bir ay vadeli repo ihalesi için ihale miktarına ilişkin üst sınır 6 milyar TL'den 5 milyar TL'ye düşürülmüştür. Bununla birlikte TCMB, likidite koşullarında öngörüler dışında önemli bir değişiklik olması durumunda planlanan limitlerin dışında fonlama yapılabileceğini de belirtmiştir. Böylece piyasadaki TL likiditesini sıkılaştırmayı amaçlayan TCMB'nin kararlarında enflasyonda son dönemde görülen yukarı yönlü hareketlerin etkili olduğu söylenebilir. TCMB Başkanı Erdem Başçı, geçtiğimiz hafta yaptığı açıklamalarda, TCMB'nin enflasyonu %5 olan hedefe indirene kadar kontrollü parasal sıkılaştırmaya devam edeceğini söylemiştir. Açıklamaları takip eden günde TCMB miktar yöntemiyle repo ihalesi açmayarak o günü istisnai gün ilan etmiştir. Ancak TCMB, geleneksel yöntemle piyasayı fonlamaya devam etmektedir. 21 Mart tarihinden beri miktar yöntemiyle repo ihalesi açmayan TCMB, son toplantıda aldığı kararlarla da piyasadaki TL likiditesini kontrol altında tutmaya devam edeceğini göstermiştir.



Kaynak: TCMB

rezervleri yaklaşık 1.3 milyar dolar yükselecektir. TL zorunlu karşılıklar için altın tesis imkanının tamamının kullanılması durumunda ise altın rezervi yaklaşık 2.2 milyar dolar artacaktır. Böylelikle piyasaya yaklaşık 6.1 milyar TL likidite kalıcı olarak sağlanacaktır. Bu durum piyasanın fonlama ihtiyacını azaltabilecektir. Zorunlu karşılıkların bir kısmının standart altın cinsinden tutulabilme imkanı 2011 yılının Ekim ayında başlamış ve bu tarihten sonra TCMB'nin altın rezervlerinde sert artış görülmüştür. Son değişiklikle birlikte altın rezervlerinin artmaya devam etmesi beklenirken, yabancı para yükümlülükler için bu imkanın kaldırılması sonucu TCMB'nin döviz rezervleri de kuvvetlenecektir.



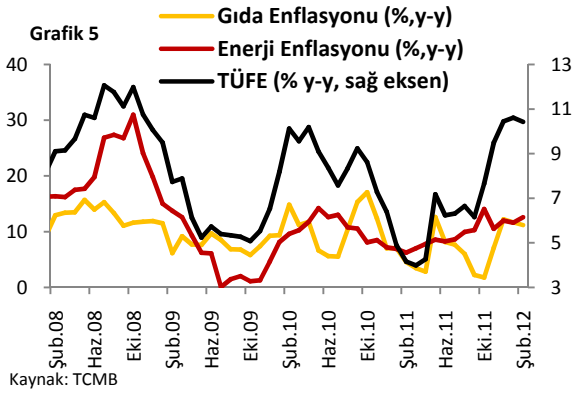
Kaynak: Bloomberg

Ayrıca TCMB son toplantısında, geçtiğimiz haftalarda da sinyalini verdiği gibi altın rezervlerinin güçlendirilmesi ve bankacılık sektörünün maliyetlerinin kısılması amacıyla altın cinsi tutulabilecek zorunlu karşılıklara ilişkin değişiklikler yapmıştır. Bu çerçevede, TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilecek kısmı %10'dan %20'ye yükseltilirken, kıymetli maden hariç yabancı para yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilecek kısmı %10'dan %0'a indirilmiştir. Yapılan düzenleme ile bankaların döviz cinsinden tutmaları gereken zorunlu karşılık tutarı ve TCMB döviz

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin etkisiyle 2011 yılı boyunca yukarı yönlü hareket eden Dolar/TL kurunda 2011 yılsonunda bir önceki yılsonuna göre %22.5 oranında sert bir yükseliş görülmüştür. Hatırlanacağı gibi TCMB 2011 yılsonunda, döviz kuru hareketlerinin fiyatlar üzerindeki birikimli etkileri ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumsuz gelişmeler nedeniyle enflasyonun yüksek seyretmesini muhtemel görerek, yüksek miktarda doğrudan müdahalede bulunmuştur. Uygulanan doğrudan döviz müdahalesinin yanı sıra para politikasındaki sıkılaştırmayla döviz piyasasındaki hareket ters dönmüş ve Dolar/TL kurundaki gerileme 21 Şubat'a dek sürmüştür. 21 Şubat'ta yapılan PPK toplantısında

TCMB'nin borç verme faiz oranını indirmek suretiyle faiz koridorunu daraltmasının ardından ise kurda son dönemde yeniden yukarı yönlü hareketler görülmeye başlanmıştır. Söz konusu artışlar, TCMB'nin maliyet enflasyonuna yeniden odaklanmasına neden olurken, TCMB enflasyon beklentilerinin bozulmasına izin

vermeyecek şekilde parasal sıkılaştırmaya gitmiş ve bundan sonraki süreçte enflasyon gelişmelerine bağlı olarak ek parasal sıkılaştırmalara gidilebileceği sinyallerini vermiştir.



2012 yılının Şubat ayında enflasyonun çift haneli seyrini devam ettirmesinde ana belirleyici gıda fiyatlarındaki artış olmuştur. Gıda fiyatlarının hareketine baktığımızda ise işlenmemiş gıda fiyatlarındaki %13.21'lik sert artış dikkat çekmiştir. Artan petrol fiyatlarının etkisiyle sert şekilde artması beklenen ulaştırma grubundaki yıllık artış ise daha sınırlı kalmıştır. Ancak Mart ayında artan petrol fiyatlarının benzin fiyatlarına yansımış olduğunu göz önüne aldığımızda, ulaştırma grubundaki yukarı yönlü riskin devam ettiğini düşünüyoruz. Ayrıca yapılan son PPK toplantısında, TCMB son dönemde açıklanan

verilerin ekonomide ılımlı bir toparlanmaya işaret ettiğini belirterek, artan petrol fiyatlarına rağmen cari açığın kademeli olarak azalmaya devam edeceğini öngörmüştür. Diğer yandan sanayi üretim endeksinin yılın ilk ayında yıllık bazda %1.5 ile sınırlı bir artış sergilemesi 2012 yılında büyüme performansına ilişkin soru işaretlerini artırmıştır. İlk çeyreğe ilişkin olarak beklentiler ekonomideki yavaşlamanın belirginleşeceği yönünde olmasına karşın, ikinci çeyrek itibariyle ekonominin yeniden toparlanmaya geçmesi beklenmektedir. Diğer yandan petrol fiyatlarının son dönemdeki hareketine karşın, cari işlemler açığının kademeli yavaşlamanın devam etmesi beklenmektedir.

Sonuç olarak, TCMB Mart ayı toplantısında faiz oranlarını beklentilere paralel olarak değiştirmezken, zorunlu karşılık oranlarına ilişkin kararların öne çıktığı görülmüştür. TCMB, YP cinsi zorunlu karşılık oranlarının altın şeklinde tutulabilecek miktarını sıfırlamış ve böylece USD rezervlerinin güçlendirilmesine yönelik kararlar almıştır. TL likiditesine ilişkin olarak ise kurlarda görülen yukarı yönlü hareketleri de dikkate alan TCMB, geçtiğimiz haftadan itibaren miktar yöntemi ile repo ihalelerine çıkmazken, ek sıkılaştırmaya giderek enflasyon beklentilerindeki bozulmanın önüne geçmeye çalışmıştır. Bu gelişmeler değerlendirildiğinde, enflasyonda yavaşlama veya küresel risk iştahında bir artış görülmediği müddetçe TCMB'nin faiz oranlarında değişikliğe gitmesini beklemiyoruz.

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0212-398 18 98
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0212-398 19 02
Ümit Ünsal	Ekonomist	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0212-398 18 99
Emine Özgü Özen	Ekonomist	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0212-398 18 90
Naime Dođan Eriř	Araştırmacı	naimedogan.eris@vakifbank.com.tr	0212-398 18 92
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0212-398 18 91

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, hiçbir 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.