

İÇİNDEKİLER

❖ Yurt İçi Ekonomi Raporu

2011 yılında Türkiye Ekonomisini neler bekliyor?

Yılsonuna yaklaşıırken, 2010 yılına ilişkin göstergelerin belirginleşmeye başlamasının ardından büyüme, enflasyon ve TCMB faiz kararı, cari açık, işsizlik oranı ve finansal piyasalara ilişkin tabloda 2011 yılının önem kazandığını düşünüyoruz. Bu çerçevede söz konusu değişkenlerin 2011 yılı trendini tahmin edebilmek amacıyla 5 aşamadan oluşan detaylı bir çalışma yapılmıştır. Ekim ayı sürecinde çalışmamızın ilk dört aşaması tamamlanmıştır.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Gelişmekte Olan Ülkeler ve "Relative Decoupling" (Nispi Ayrışma) Tezi

Resesyonun ardından Amerikan ekonomisinin toparlanma gücüne dair beklentilerin gözden geçirildiği son aylarda, gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) dünya ekonomisinin önümüzdeki dönem büyüme dinamiğinin temel kaynağı olarak gösterilmeye başlanmıştır. GOÜ'ler ile gelişmiş ülkelerin makroekonomik açıdan genel olarak farklı performans göstermeleri, nispeten sağlam duruşlarıyla GOÜ'lerin dünyanın geri kalanından ayrışmakta olduğu tezini yeniden gündeme getirmiştir. Bu çalışmada söz konusu görüşler, gelişmiş ekonomilerin yapısal ve konjonktürel farklılıkları dikkate alınarak incelenmektedir.

Euro/Dolar Paritesi'ndeki Yükselişi Destekleyen ve Sınırlayan Faktörler

ABD'de 2010'un üçüncü çeyreğinden itibaren fiyat baskılarının azalmasına ek olarak, ekonomik aktivitenin toparlanma hızının gerilemesi, Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) resesyondan yeni çıkan ve işsizliğin hala çok yüksek olduğu ekonomiyi canlandırma çabasının artacağı beklentisine neden olmuştur. FED'in bu kaygı ile para politikasını daha da gevşeteceği beklentisi Eylül ayında itibaren dolar'ın diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu çalışmada dolar'ın esas olarak euro karşısında değer kaybına yol açan faktörler incelenerek, mevcut konjonktürde euro/dolar paritesindeki yükselişi sınırlayıcı etkenler ortaya konulmaktadır.

ABD ve Çin Arasındaki Kur ve Ticaret Savaşının Olası Sonuçları

Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) 1990'larda atlattıkları ciddi krizlerin ardından, krizlere karşı koyabilmek ve dünya ekonomisinde daha fazla söz sahibi olabilmek amacıyla düşük değerli döviz kuru politikaları uygulamaya başlamışlardır. Bu politikalar ülkelerin yüksek cari fazla elde etmelerini sağlarken, ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerin iç talebe dayalı büyüme performansları yüksek cari açık ve kamu açığı vermelerine neden olmuştur. Global ekonomide önemli dengesizlikler oluşturan ve küresel krizle birlikte gelişmiş ülkelerin uğradığı şokun ardından sürdürülebilirliği daha da güçleşen bu durumun ortadan kaldırılması için gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin önlemler vermesi gerekmektedir. Bu çalışmada, son dönemde kur ve ticaret savaşları adı altında tekrar gündeme gelen bu tartışmalar ABD ve Çin örneğinde ekonomik etkileri bakımından incelenmektedir.

FED'in Niceliksel Genişleme Politikasının Olası Etkileri

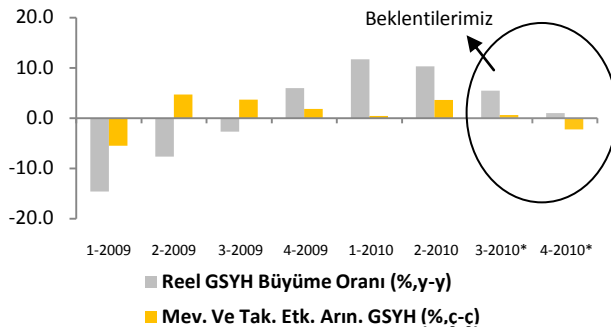
Amerikan Merkez Bankası FED'in küresel finans krizi nedeniyle aldığı parasal önlemler kapsamında uyguladığı niceliksel genişleme (Quantitative Easing) politikasında ikinci aşamaya (QE2) Kasım ayından itibaren geçeceği beklentisi giderek artmaktadır. Bu çalışmada, 27 Eylül 2010 tarihinde yayınladığımız raporumuzun devamı olarak, niceliksel genişleme politikasının ABD ekonomisini ve son dönemde artan fon akımları ile dikkat çeken Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) ekonomilerini ve piyasalarını ne şekilde etkileyeceği incelenmektedir.

2011 yılında Türkiye Ekonomisini neler bekliyor?

1-BÜYÜME

Yıl sonuna yaklaşılırken, 2010 yılına ilişkin göstergelerin belirginleşmeye başlamasının ardından büyüme, enflasyon ve TCMB faiz kararı, cari açık, işsizlik oranı ve finansal piyasalara ilişkin tabloda 2011 yılının önem kazandığını düşünüyoruz. Bu çerçevede söz konusu değişkenlerin 2011 yılı trendini tahmin edebilmek amacıyla önümüzdeki haftalarda 5 aşamadan oluşan detaylı bir çalışma yapılacaktır. Bankacılık sektörünün ve reel kesimin gelişimi, finansal piyasalarda yaşanacaklar (faiz ve kurdaki hareketler) ve en önemlisi TCMB para politikaları açısından 2010 yılı sonrası ilk olarak ekonomik büyüme trendini tahmin etmek önem kazanmıştır. Bu nedenle çalışmamızın bu haftaki bölümünde kurduğumuz ekonometrik model çerçevesinde 2011 yılı büyüme beklentileri incelenecek ve geçmiş kriz ve krizden çıkış dönemlerine dayanılarak trend analizi yapılacaktır. 2010 yılına ilişkin veriler tam netleşmemesine karşın, VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak güçlü baz etkisi ile büyüdüğümüz 2010 yılının ardından baz etkisinin de hafiflemesi ile 2011 yılına ilişkin büyüme beklentimizi belirlemek önümüzdeki yılı planlamak açısından kritik görünmektedir. 2010 yılına ilişkin 3. ve 4. çeyrek GSYİH büyüme rakamlarının beklentilerden önemli ölçüde sapması durumunda, 2011 yılı büyüme beklentilerimizi revize edebiliriz.

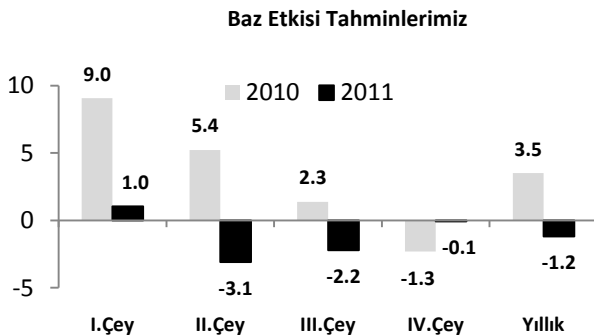
Grafik-1



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

2010 yılı 2.çeyreğine ilişkin hesaplanan Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) değerinin, %9.9 olan beklentimize paralel ve %8.5 olan piyasa beklentisinin üzerinde %10.3 olarak güçlü bir görünüm sergilemesinin ardından, piyasalarda pek çok finansal kuruluşun Türkiye ekonomisi yılsonu büyüme oranına ilişkin beklentisini %6.4-%8 aralığındaki oranlara revize ettiği dikkat çekmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH değerinin ikinci çeyrekte bir önceki döneme göre %3.7 artması oldukça olumlu bir görünüm sergilerken, yatırım harcamalarında izlenen performans önümüzdeki günlere ilişkin büyümede toparlanmanın devam edeceğine işaret ederek piyasalarda yükselen beklentilere paralel bir görünüm sergilemektedir. Fakat önümüzdeki dönemde, baz etkisinin desteğinin azalmasıyla yıllık büyüme hızlarında yavaşlama olacakken, GSYH'nin seyrine ilişkin olarak kullanmakta olduğumuz ekonometrik modellerimiz ışığında büyümenin üçüncü çeyrekte %5.5, dördüncü çeyrekte ise %1 oranında gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bu durumda 2010 yıl sonu GSYH büyüme oranı %6.8 oranında gerçekleşecektir. **Sonuç olarak açıklanan ikinci çeyrek büyüme rakamları sonrasında piyasa genel beklentilerinin bir miktar altında olsa da yılsonu büyüme tahminimiz %6.8 seviyesine işaret etmektedir.**

Grafik-2

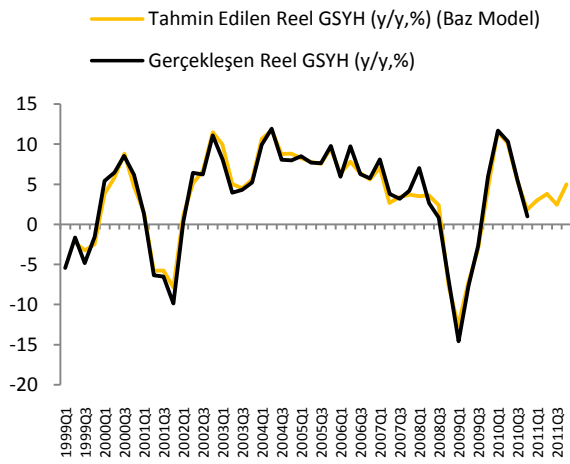


Kaynak: TÜİK, VakıfBank

2010 yılına ilişkin beklentilerimiz güçlü bir büyümeye işaret ederken, 2011 yılında tablonun nasıl olacağını tahmin edebilmek için öncelikle baz etkisinin nasıl olduğunu belirlemenin önemli olduğunu düşünüyoruz. 2009 yılında yaşanan sert daralma ardından Türkiye GSYİH büyüme oranı yılın ilk iki çeyreğinde olumlu baz etkisiyle çift haneli, güçlü bir büyüme performansı sergilemiştir. Gerçekleşen çift haneli büyüme hızları üzerinde büyük ölçüde olumlu bazın etkili

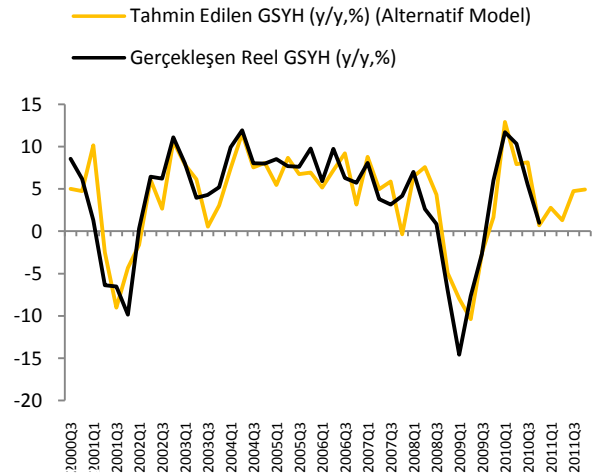
olduğu söylenebilecekken, söz konusu baz etkisinin yılın üçüncü çeyreğinde daha da yavaşlayacağını, yılın son çeyreğinde ise olumsuz bir etki yapabileceğini düşünüyoruz. Mevsimsel etkiler dışında GSYİH'nın hiç artış yaşamayacağı varsayımı altında hesapladığımız baz etkisi tahminlerimiz Grafik-2'de yer alırken, 2009 yılında yaşanan sert daralmanın ardından 2010 yılının tamamında sadece baz etkisiyle %3.50 oranında bir büyüme yakalanabileceğini tahmin ediyoruz. 2010 yılı büyüme beklentilerimiz çerçevesinde söz konusu olumlu bazın 2011 yılı genelinde ise, 1.2 puan ile GSYİH büyüme oranına negatif yönde bir katkı yapabileceğini düşünüyoruz. Söz konusu baz etkisi tahminleri GSYİH'nın 2010 yılının üçüncü çeyreğinde %5.5, son çeyreğinde ise %1 oranında büyüyeceği beklentisi altında hesaplanırken, büyüme beklentilerimizdeki yukarı yönlü riskler 2011 yılında olumsuz yönde etkili yapabileceğini düşündüğümüz baz etkisinin daha da güçlü olabileceğine işaret etmektedir.

Grafik-3



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

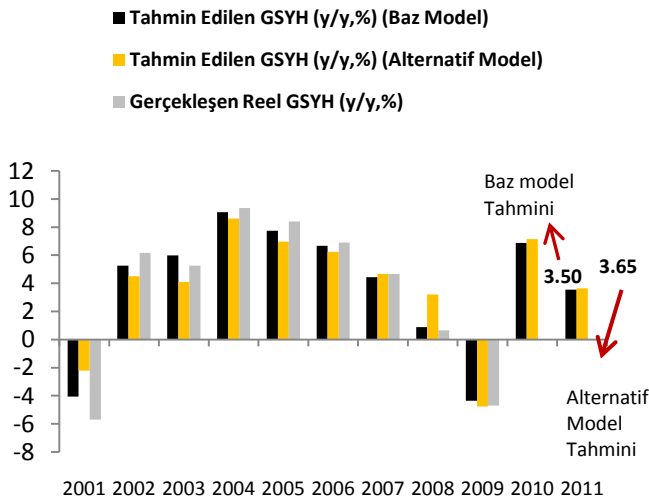
Grafik-4



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

2011 yılında GSYİH'nın trendini ortaya koymak amacıyla oluşturduğumuz ekonometrik modelin tahminleri Grafik-3'te yer almaktadır. 20-27 Eylül 2010 tarihli Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporu'muzda 2010 yılında reel büyüme oranına ilişkin beklentimizi %6.8'e revize etmiştik. 2011 yılı büyüme rakamları 2010 yılında reel olarak ekonominin %6.8 oranında büyüyeceği varsayımı altında tahmin edilmiştir. Geçmiş dönemler için tahmin edilen büyüme hızı ile gerçekleşen büyüme hızı arasındaki grafiksel uyum dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik-3). Model 2010 yılının ardından 2011 yılında büyüme trendinin bir miktar yavaşlayacağına işaret ederken, 2011 yılında ekonominin bir önceki yıla göre %3.5 oranında büyüyeceğini öngörmektedir. Yukarıda da değindiğimiz gibi 2010 yılının ardından güçlü baz etkisinin (2010 yılı: %3.5) ortadan kalkması ile birlikte 2011 yılında negatif olarak hesapladığımız baz etkisi ile büyümenin görece yavaşlaması beklenmektedir. 2011 yılı büyüme trendini ortaya koymak amacıyla baz modelimizde dışında alternatif modeller de denlenmiştir.

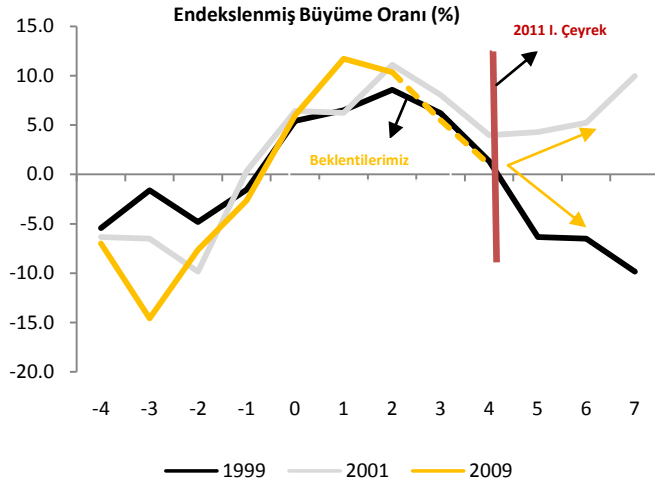
Grafik-5



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Alternatif modelin tahminlerinin de baz modelimizle uyumlu olduğu dikkat çekerken (Bkz.Grafik-4), alternatif model de 2011 yılını da %3.5 yönündeki büyüme beklentimizi desteklemektedir. IMF'nin dünya, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere ilişkin büyüme beklentileri sırası ile %4.34, %2.38, %6.47 seviyesindedir. Türkiye ekonomisi için büyüme beklentimiz, IMF'in dünya, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin 2011 yılı büyüme beklentileri karşılaştırıldığında, gelişmiş ülkelerin büyüme trendinin üzerinde ancak dünya ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme trendinin altında bir rakama işaret etmektedir.

Grafik-6



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Ekonometrik model ışığında 2011 yılına ilişkin reel GSYİH büyüme beklentimiz %3.5 seviyesine işaret ederken, beklentilerimiz üzerindeki risklerin geçmiş kriz ve krizden çıkış dönemleri karşılaştırılarak analiz edilmesinin gerekli olduğunu düşünüyoruz. Yandaki Grafik-6'da Türkiye'de daha önce yaşanan resesyon dönemlerini incelemek için GSYİH verileri krizden çıkış tarihleri t=0 olarak kabul edilerek endekse dönüştürülmüştür. Krizden çıkış zamanları eşitlenerek hazırlanan endekslenmiş büyüme oranlarındaki hareketi incelediğimizde 1999, 2001 ve 2009 yıllarında yaşanan krizlerde büyüme oranındaki hareketin birbirine oldukça benzediği

görülmektedir (2010 yılına ilişkin beklentilerimiz dahilinde), GSYİH'daki düşüşün ve toparlanmanın son krizde bir miktar daha sert olduğu dikkat çekmektedir. 2010 yılına ilişkin beklentilerimiz çerçevesinde söz konusu yıllarda kriz süreci ve ardından toparlanma dönemlerinin birbirine paralel bir görüntü çizdiği izlenirken, söz konusu paralel hareketin 1999 ve 2001 krizlerinde toparlanma ardından gelen dönemde birbirinden ayrıştığı görülmektedir. Bu durum 2011 yılına ilişkin ekonometrik modelimiz ışığında hesapladığımız beklentilerimiz üzerindeki aşağı ve yukarı yönlü risklere işaret etmektedir.

Tablo-1

Yurtiçi \ Yurtdışı	Olumlu	Olumsuz
Olumlu	4.7	Ekonomide daralma
Olumsuz	2.1	Ekonomide sert bir daralma

Kaynak: Vakıfbank

Geçmiş kriz dönemleri incelendiğinde, kriz ardından gelen güçlü büyüme verileri birbirine paralel bir görüntü çizmekle birlikte olumlu baz etkisinin sona ermesiyle sonraki dönemde 1999 krizi ardından 2001'de yeni bir kriz yaşandığı görülmektedir, 2001 krizi ardından ise baz etkisi sona ermesine rağmen büyümenin hızla devam ettiği görülmektedir. Kriz ardından toparlanma sürecinde büyüme rakamlarında izlenen trend

çerçevesinde, 2011 yılına ilişkin büyüme beklentilerimiz üzerinde olumlu ve olumsuz olmak üzere iki ayrı şekilde senaryo analizi yaptığımız takdirde, yurtdışı piyasalarda yeni bir kriz yaşanmaması durumunda olumsuz senaryo altında dahi 1999 yılı ardından izlenen trendin gerçekleşebileceğini düşünmüyoruz. Büyüme oranlarında yeniden eksi rakamları görmek için yurtdışı piyasalarda yeni bir güçlü resesyon yaşanması gerekiyorken, bu olasılık altında 1999 yılındaki trendi 2011 yılına yansıttığımızda 2011 yılsonu büyüme oranı sert bir daralma yaşanabileceğine işaret etmektedir. Bu senaryo dışında yurtdışı piyasalarda toparlanmanın devam ettiği varsayımı altında Türkiye için hazırladığımız olumsuz senaryo altında ise %2.1 oranında bir performans yaşanabileceğini düşünüyoruz. Olumsuz senaryoyu açıklamak gerekirse, kriz yılları dışında büyüme oranlarında yaşanan trendin en düşük seviyeleri 2011 yılına yansıtılmıştır. 2011 yılsonu büyüme oranınının 2001 yılındaki trendi izlemesi durumunda %4.7 oranında güçlü bir büyüme yakalanabileceken, bu oran %3.5 yönünde olan büyüme beklentimiz üzerinde kalan olumlu senaryo altında gerçekleşebilecektir. Dolayısıyla, 2011 yılına ilişkin

beklentimiz geçmiş krizler ardından büyüme performansında görülen sert yükseliş ya da sert bir düşüş şeklinde olan trende kıyasla yatay bir harekete işaret etmektedir.

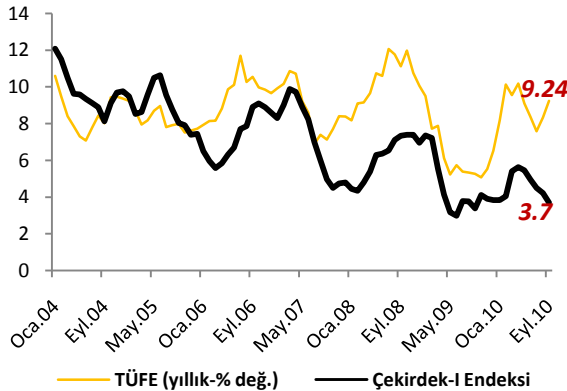
Sonuç olarak, 2010 yılında ekonominin %6.8 olan beklentimiz yönünde büyümesi durumunda oldukça güçlü bir büyüme yakalayacak olan Türkiye ekonomisinin 2011 yılında potansiyel büyümesinin ve son yıllardaki performans ortalamasının altında %3.5 oranında büyüyeceğini düşünüyoruz. Çalışmamızda yer alan baz model ve alternatif modelin tahminleri ile kriz dönemleri ve sonrasında değerlendirildiği trend analizimiz de birbirine paralel sonuçlar verirken, ekonominin 2011 yılında %3.5 büyüyeceği yönündeki beklentimizi desteklemektedir. Büyüme beklentimiz çerçevesinde enflasyon ve para politikasına ilişkin gelişmelerinde büyük önem kazanacağını düşünüyoruz.

2011 yılı Türkiye Ekonomisi

Bu çalışmamızda 2011 yılı trendini tahmin edebilmek amacıyla başladığımız 5 aşamalı çalışmamızın ikinci aşaması olan enflasyon beklentilerimiz yer alacaktır. Açıklanan Eylül ayı enflasyon verilerinin incelenmesi ardından kurduğumuz ekonometrik model çerçevesinde 2011 yılı enflasyon beklentileri değerlendirilecek ve geçmiş yıllardaki fiyat hareketleri göz önüne alınarak beklentilerimiz üzerindeki aşağı ve yukarı yönlü riskler belirlenecektir. 2010 yıl sonuna ilişkin enflasyon rakamlarının beklentilerden önemli ölçüde sapsması durumunda, 2011 yılı beklentilerimizi revize edebiliriz.

2-ENFLASYON

Grafik-1

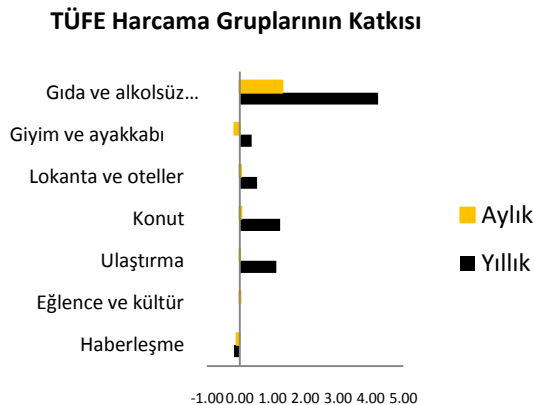


Kaynak: TÜFE, Vakıfbank

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Eylül ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %1.23 oranında artarak %0.80 olan piyasa beklentilerinin ve %0.90 olan bizim beklentimizin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Yıllık bazda TÜFE ise %8.33 seviyesinden %9.24 seviyesine yükselmiştir. TÜFE’de yaşanan artışta beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen gıda fiyatlarındaki aylık %4.72 oranındaki artış etkili olmuştur. TÜFE’de yaşanan artışa rağmen çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç “I Endeksi” ise aylık bazda %0.15 oranında gerileyerek yıllık çekirdek enflasyon %4.22

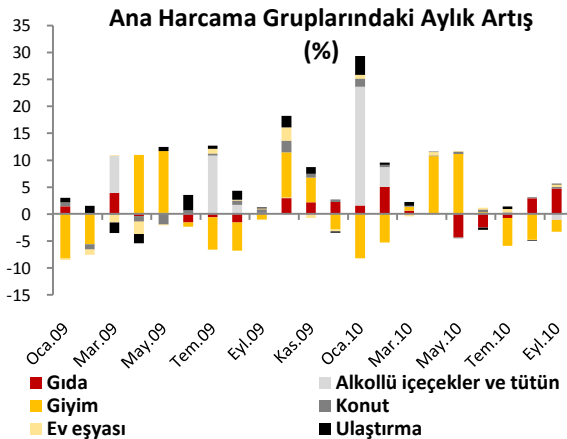
seviyesinden %3.70 seviyesine gerilemiştir. TÜFE’de yaşanan artışa rağmen çekirdek enflasyondaki düşüşün devam etmesi yaşanan artışın geçici etkilerden kaynaklandığını yansıtmaktadır.

Grafik-2



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

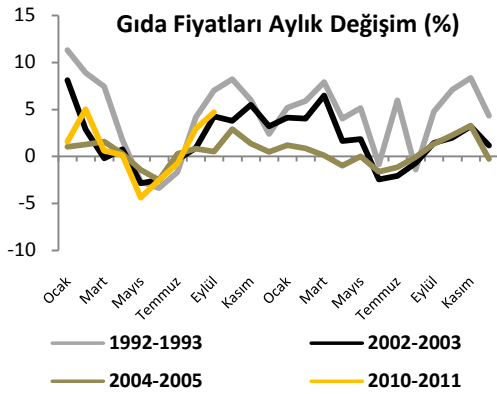
Grafik-



Kaynak: TÜİK

TÜFE'nin piyasa beklentilerinin üzerinde gelmesinde gıda fiyatlarında meydana gelen güçlü hareketlenme dikkat çekerken, gıda fiyatlarının 2010 yıl başından beri manşet enflasyonda temel belirleyici olduğu görülmektedir. Gıda fiyatlarında aylık bazda meydana gelen %4.27'lik artış, TÜFE'deki %1.23 oranındaki artışa 1.3 puanlık en yüksek katkıyı sağlamıştır (Bkz Grafik-2). Gıda fiyatlarında yaşanan artışta arz yönlü şokların etkili olduğu söylenebileceken, önümüzdeki dönemde özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında kış aylarına girilmesiyle yukarı yönlü hareketlerin devam etmesi beklenebilir (Bkz Grafik-3). Gıda grubunda yaşanan sert yükseliş yanında Eylül ayında giyim grubunun yeni sezon başlangıcı olmasına rağmen geçtiğimiz aya göre %2.21 düşüş göstermesi dikkat çekmektedir. Söz konusu harcama grubunun aylık enflasyona katkısı -0.16 puan olarak gerçekleşmiştir. Gıda grubundaki yüksek oranlı artış haricinde diğer alt gruplarda genel olarak olumlu bir eğilim gözlenmiştir. Eylül ayında bir önceki aya göre, okulların başlamasıyla eğitim ana grubunda yaşanan %1.16 artış beklentilerimize paralel bir görüntü sergilemektedir. Hizmet grubu alt sektörleri fiyat hareketlerinde Eylül ayında istikrarlı yavaşlama devam ederken, bu gelişmede, cep telefonu görüşme ücretlerindeki düşüşün etkisiyle aylık bazda %1.82 oranında gerileyen haberleşme fiyatları etkili olmuştur.

Grafik-4



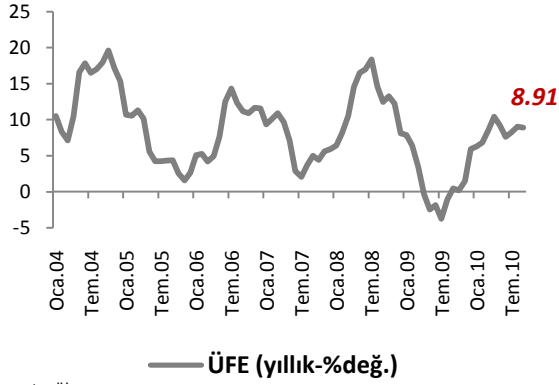
Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

2010 yılında gıda fiyatlarında son derece volatilitesi yüksek sert hareketler yaşanmıştır. Yıl başında aylık bazda %5 oranında artış yaşayan gıda ana harcama kalemi Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında toplamda %7.5 oranında düşmüştür. Yaşanan sert düşüşler ardından Ağustos ve Eylül aylarında gıda fiyatlarının %2.95 ve %4.72 oranları ile sert bir şekilde yükseldiği görülmektedir. Manşet enflasyonun hareketlerinde belirleyici olan gıda fiyatlarında önümüzdeki dönemdeki hareket, manşet enflasyonun seyrini belirlemek açısından son derece önemlidir. Gıda fiyatlarındaki seyri tahmin edebilmek için geçmiş dönemlerdeki gıda fiyatları incelendiğinde 1992, 2002 ve 2004

yıllarında gıda enflasyonunda 2010 yılına benzer volatilitesi yüksek yıllar yaşandığı görülmüştür¹. Yukarıdaki Grafik-4'te söz konusu yıllarda gıda fiyatlarındaki aylık değişimler incelendiğinde, geçmiş yıllarda yılın ilk aylarında yaşanan sert yükselişler ardından 2010 yılına benzer şekilde Mayıs, Haziran ve Temmuz ayları içinde gıda fiyatlarında sert düşüşler yaşandığı dikkat çekmektedir. Ağustos ayı ile birlikte yükselişe geçen gıda fiyatlarının Ekim Kasım aylarında en yüksek seviyeye ulaştığı, ardından gıda fiyatlarının aylık değişiminin düşüş trendine girdiği görülmektedir. 2010 yılında diğer yıllardan farklı olarak gıda fiyatlarındaki düşüşün daha sert olduğu görülürken, trendin 2004 yılına daha çok benzediği değerlendirildiğinde Eylül ayının ardından gıda fiyatlarındaki yükseliş trendinin bir miktar bozulmakla birlikte devam etmesi mümkün olabilir.

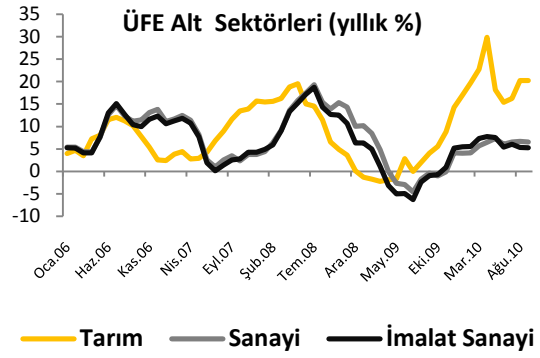
¹ Söz konusu yıllar içindeki enflasyon oranlarında baz yılı farklı olması nedeniyle bu yılları karşılaştırmak sayısal olarak yanıltıcı olmakla birlikte genel trendi yansıtmaktadır. Fakat baz yılı etkisinin getireceği sayısal farklılıkların göz ardı edilmemesi gerekmektedir.

Grafik-5



Kaynak: TÜİK

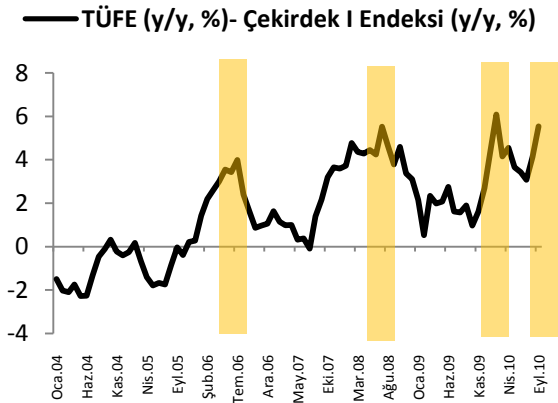
Grafik-6



Kaynak: TÜİK

Eylül ayında ÜFE aylık bazda %0.60 olan beklentilerimize paralel, %0.80 olan piyasa beklentilerin ise altında %0.55 olarak açıklanmıştır. Böylece yıllık bazda ÜFE'nin %9.03 seviyesinden %8.91 seviyesine gerilediği görülmüştür (Bkz Grafik-5). Yaşanan artışta ÜFE'nin alt kalemlerinden ana metal sanayi'ndeki %1.4 oranındaki güçlü artış dikkat çekerken, gıda imalatındaki %1.8'lik artış ÜFE'deki artışta etkili olmuştur. Ayrıca, yıllık bazda tarım sektöründe izlenen %20.25 oranındaki yükseliş, önümüzdeki dönemde söz konusu tarım grubunda yaşanan bu artışın tüketici enflasyonu içindeki gıda fiyatları üzerinde risk oluşturmasının mümkün olabileceği ihtimalini gündeme getirmiştir (Bkz Grafik-6). Böyle bir durumda önümüzdeki dönemde üreticilerin yükselen fiyatları tüketicilere yansıtması ihtimali, piyasalarda şu anda geçici olarak nitelendirilen gıda kaynaklı fiyat artışlarının devam edebileceğine işaret etmektedir. Global piyasalarda tarım emtialarının rekor seviyelere çıktığı bir ortamda ÜFE'nin yükselmeye devam etme riskinin son derece güçlü olduğu görülmektedir. ÜFE alt sektörlerinden imalat sanayisinin alt kalemi olan gıda imalatındaki bu güçlü görünümün de enflasyondaki arz yönlü baskıyı desteklediği söylenebilmektedir. Eylül ayında bir önceki aya göre %0.42 oranında artan ÜFE alt sektörlerinden bir diğer önemli grup olan Enerji fiyatlarında ise, yıllık bazda %10.56 oranında artış göstererek Temmuz ayında gösterdiği yıllık %14.7'lik performansının gerisinde kalmıştır. Fiyatlardaki artışta tüp gaz ve LPG fiyatlarındaki artışın ve uluslararası petrol fiyatlarındaki gelişmelerin etkili olduğu söylenebilmektedir.

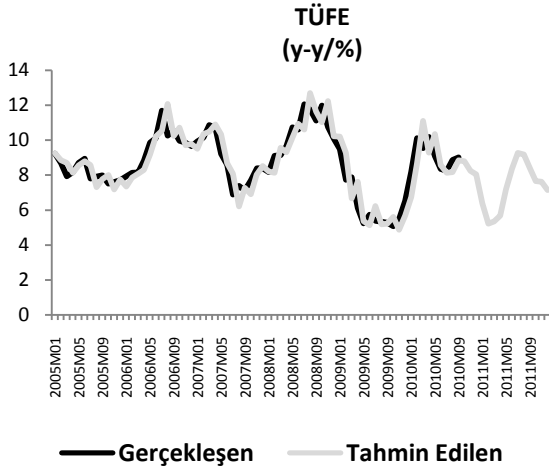
Grafik-7



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Yıllık bazda TÜFE'nin Eylül ayında sert bir yükseliş yaşadığı görülürken, çekirdek I endeksinin Eylül ayında da düşmeye devam ettiği izlenmektedir. TÜFE ile çekirdek I endeksinin yıllık değişimleri arasındaki fark incelendiğinde (Bkz. Grafik-7), farkın 2010 yılının Şubat ayından beri yaşanan en yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir. Aradaki farkın çok açıldığı önceki dönemler değerlendirildiğinde, farkın sert yükselişinin ardından dönüş yaşadığı dikkat çekmektedir. 15.03.2010 tarihinde yayınladığımız raporumuzda çekirdek I endeksi ile manşet enflasyonun öncüllüğü araştırılmış ve manşet enflasyonun daha öncü hareket ettiği bulunmuştur. Söz konusu değerlendirme altında manşet enflasyonda Temmuz ayından beri yaşanan yükselişlerin önümüzdeki dönemde çekirdek I endeksine de yansıtması mümkün görünmektedir. Bu çerçevede bundan sonraki dönemde aradaki farkın yeniden daralması mümkün olabilir. Nitekim Ekim ayında hem manşet enflasyonda hem de çekirdek I endeksinde yıllık bazda düşüş beklememize karşın manşet enflasyondaki düşüşün daha sert olacağı beklentimiz altında aradaki farkın daralmaya başlamasını bekliyoruz.

Grafik-8

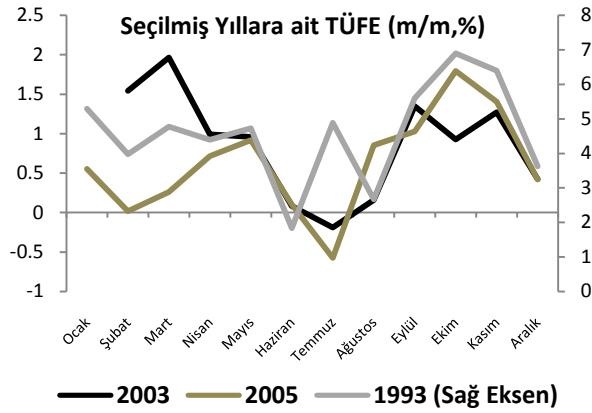


Kaynak: TÜİK, VakıfBank

gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. IMF'nin bu hafta içinde yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda Türkiye için 2011 enflasyon tahminini %5.7'ye indirdiği görülürken, bu beklentinin oldukça iyimser olduğunu düşünüyoruz. Ekonometrik model ışığında 2011 yılına ilişkin enflasyon beklentimiz %7.15 seviyesine işaret ederken, beklentilerimiz üzerindeki risklerin geçmiş dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmesinin gerekli olduğunu düşünüyoruz. Bu çerçevede aşağıda enflasyon beklentilerimiz üzerindeki aşağı ve yukarı yönlü riskler değerlendirilecektir.

Eylül ayında gıda fiyatlarında yaşanan yükselişler ardından 2010 yıl sonuna ilişkin piyasanın üzerinde %7.9 seviyesinde bulunan beklentimizi korumaya devam ediyoruz. 2010 yılına ilişkin enflasyonun beklentilerimizi paralel gerçekleşmesi durumunda 2011 yılında enflasyonunun trendini ortaya koymak amacıyla oluşturduğumuz ekonometrik modelin tahminleri Grafik-8'de yer almaktadır. Model 2010 yılının ardından 2011 yılının ilk çeyreğinde enflasyon trendinin aşağı yönlü hareket edeceğine işaret ederken, Mart ayından itibaren söz konusu aşağı yönlü trendin bozulacağını yılın son çeyreğinde ise yeniden aşağı yönlü hareket edeceğini öngörmektedir. Bu beklentiler çerçevesinde 2011 yılsonunda TÜFE'nin %7.15 seviyesinde

Grafik-9



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

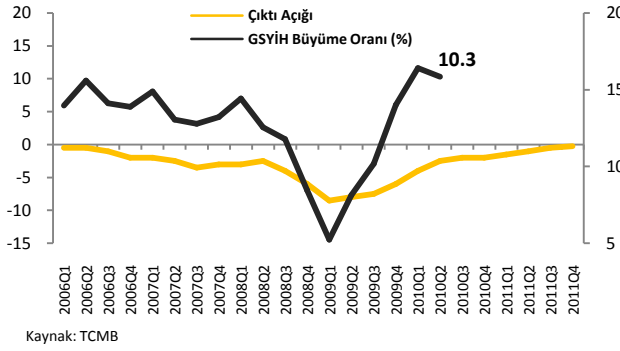
Grafik-9'da seçilmiş yıllara ait TÜFE'nin aylık değişim grafiği yer almaktadır. Gıda enflasyonunun 2010 yılına benzer volatilitede seyrettiği yılları yukarıda belirlemiştik. 2011 yılında manşet enflasyonun trendini belirlerken, gıda enflasyonunun volatiliteli bir seyir izlemesinin ardından gelen yıllar değerlendirmeye alınmıştır. 1993-2003 ve 2005 yıllarının trendi değerlendirmeye alınarak 2011 yılı enflasyon rakamları için bir aralık belirlenmeye çalışılmıştır. 1993 yılında enflasyonun aylık rakamlarının oldukça yüksek olduğu değerlendirildiğinde, 1993 rakamlarını 2011 yılına yansıtma yanıltıcı olacağından, 1993 yılı analizimizden çıkarılmıştır. TÜFE'nin seyrinde söz konusu yıllara ait olumlu trendi ortaya koymak amacıyla, 2003-2005 yıllarındaki enflasyon ortalamasının altında bir enflasyon 2011 yılına yansıtıldığında 2011 yılında enflasyonun %5.5 olarak gerçekleşeceği bulunmuştur. Böylece olumlu senaryo altında TCMB'nin 2011 yılı hedefi olan %5.5'in yakalanabileceğini düşünüyoruz. Geçtiğimiz haftaki analizimizde büyüme için olumlu senaryoda 2001 yılında yaşanan krizin ardından güçlü büyüme performansını 2011 yılına yansıtmıştık. Bu analize paralel olarak enflasyon rakamları için yukarı yönlü riskleri ortaya koymak amacıyla söz konusu dönemdeki ortalama enflasyonun üzerinde bir enflasyon baz alınarak 2011 yılına yansıtılmıştır. Olumsuz senaryoda enflasyonun 2011 yılı sonunda %9.4 olacağı

Tablo-1

TÜFE (y/y,%)	Olumlu senaryo	Olumsuz senaryo
Beklentilerimiz	%5.5	%9.4
Kaynak: VakıfBank		

bulunurken, önümüzdeki yıl hava şartları nedeniyle gıda fiyatlarında görülebilecek yukarı yönlü hareketler ve seçim yılı olması bu senaryonun önemini artırmaktadır. Diğer yandan emtia fiyatları ve kurdaki hareketler de enflasyon rakamları üzerinde etkili olacakken, kur için beklentimiz yatay bir görünümdeyken, emtia fiyatları kaynaklı enflasyonist baskıların global piyasalarda toparlanmanın gücü paralelinde artması beklenebilir. Bu durum %7.15 seviyesinde olan 2011 yılsonu enflasyon beklentimiz üzerinde etkili olmuştur.

Grafik-10

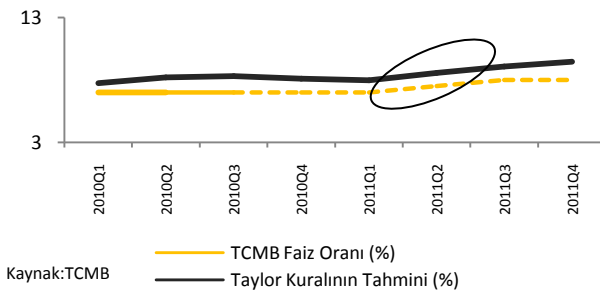


Geçtiğimiz hafta 2011 yılına ilişkin değerlendirdiğimiz büyüme beklentileri ile yukarıda incelediğimiz enflasyon göstergeleri ardından 2011 yılına ilişkin TCMB'nin para politikasındaki duruşunun nasıl olacağı sorusuna cevap vermek için çıktı açığını ve ardından Taylor Kuralı'nı incelemekte fayda olduğunu düşünüyoruz. Yandaki Grafik-10 incelendiğinde, yaşanan küresel krizin etkisi ile büyümede yaşanan sert yavaşlamaya bağlı olarak çıktı

açığının sert şekilde genişlediği görülmektedir. 2009 yılının ilk yarısında yaşanan krizde dibin görülmesinin ardından çıktı açığında da toparlanma yaşanmaya başlamıştır. Son açıklanan rakamlar değerlendirildiğinde, çıktı açığındaki daralmanın son dönemdeki toparlanma hızına paralel bir görünüm çizdiği görülürken, çıktı açığının kriz öncesi seviyelere yaklaştığı dikkat çekmektedir. TCMB yayınladığı III. Enflasyon Raporu'nda çıktı açığındaki daralmanın beklendiği kadar hızlı olmayacağına vurgu yaparak, bu durumu yılsonu enflasyon tahminlerini aşağı çekmesindeki gerekçelerden biri olarak göstermiştir. Ancak son açıklanan büyüme rakamları çıktı açığındaki daralmanın beklenenden daha hızlı olabileceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte 26 Temmuz'da yayınladığımız Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporu'muzda alternatif bir çıktı açığı senaryosuna değinmiştik. Söz konusu senaryo, çıktı açığının toparlanma hızının TCMB beklentilerinin de üzerinde yavaşlayacağına işaret ederken, son açıklanan olumlu rakamlarla şimdilik bu senaryonun gerçekleşmesinin uzak görüldüğü söylenebilecektir. Ancak şu an için üçüncü çeyrek büyüme rakamlarını beklemek daha net bir yorumda bulunmak açısından önemli olacağını düşünüyoruz. Fakat açıklanan ikinci çeyrek verileri ardından çıktı açığındaki daralmanın yavaş olacağı risklerinin zayıfladığı söylenebilecekken, bu durum Türkiye ekonomisinin potansiyel seviyesinde üretime yaklaştığına işaret etmektedir. Bu durum ekonomideki talep yönlü enflasyonist baskının yükselebileceğine dair riskleri gündeme getirebilecektir.

Grafik-11

Taylor Kuralı²



Çıktı açığındaki toparlanma ile enflasyon beklentilerimiz altında 2011 yılında faiz kararına ilişkin yönü belirlemek için Taylor Kuralı ile hazırladığımız modelin tahminleri Grafik-11'de yer almaktadır. 2011 yılının ilk çeyreğinde 2010 yılında işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış ve vergi ayarlamalarıyla oluşan olumlu baz etkisiyle enflasyon rakamlarında düşüşün devam edeceği

beklentimiz altında TCMB'nin faizleri 2011 yılının ilk çeyreğinde sabit tutmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Son dönemde global piyasalarda yaşanan sorunların derinleşmediği bir durumda, TCMB'nin 2011 yılının ikinci

² Taylor Kuralı nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenen sapması ($\pi - \pi^*$) ve çıktı açığının ($y - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlanan çıktı açığı ve enflasyonun hedefinden sapmasına değişik ağırlıklar vererek faiz oranının belirlenmesinde kullanılan bir kuraldır.

çeyreğinde enflasyondaki olumlu bazın tersine dönmesiyle artan enflasyonist baskılarla faiz artırımına başlamasının mümkün olabileceğini düşünüyoruz. Toplamda yıl içinde TCMB'nin 100 baz puanlık bir faiz artırımına gitmesini bekliyoruz. Fakat son dönemde global piyasalarda artan belirsizlikler değerlendirildiğinde TCMB'nin faiz artırımını ötelemesi mümkün olabilir. Özellikle açıklanan çekirdek enflasyon göstergelerindeki düşüş ardından gıda fiyatlarındaki artışa rağmen çekirdek göstergelerindeki yatay seyrin 2011 yılında devam etme olasılığı TCMB'nin para politikası duruşunda büyüme yönlü kaygılarla faiz artırımlarını ertelemesine neden olabilir. Şu an için beklentimiz TCMB'nin 2011 yılının ikinci çeyreği sonunda faiz artırımına gideceği yönündedir.

3-2011 YILI TÜRKİYE EKONOMİSİ-Cari İşlemler Dengesi

Bu çalışmamızda 2011 yılı trendini tahmin edebilmek amacıyla başladığımız 5 aşamalı çalışmamızın üçüncü aşaması olan dış ticaret ve cari işlemler dengesine yönelik beklentilerimiz yer alacaktır. Açıklanan Ağustos ayı cari işlemler dengesine ait verilerinin incelenmesi ardından kurduğumuz ekonometrik model çerçevesinde 2011 yılı dış ticaret ve cari işlemler dengesi beklentileri değerlendirilecek ve kur, petrol ve iç ile dış talebe yönelik hazırladığımız değişik senaryolar altında beklentilerimiz incelenecektir.

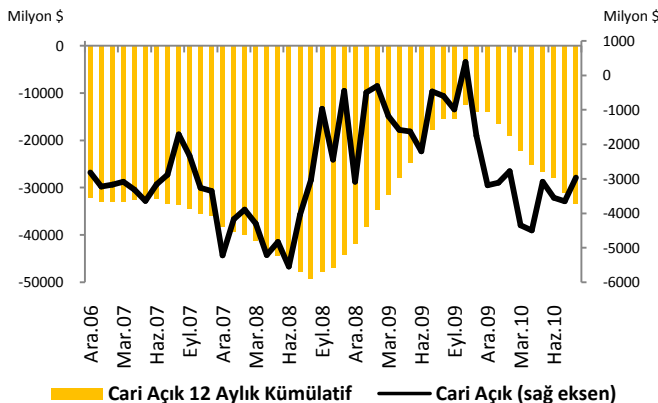
Tablo-1

Ödemeler Dengesi

(Milyar dolar)	Ağustos			Ocak-Ağustos		
	2009	2010	Değ. (%)	2009	2010	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-0.609	-2.966	387.0	8.735	27.978	220.3
Dış Ticaret Dengesi	-3.876	-5.735	48.0	-14.737	-32.037	117.4
İthalat	-11.825	-15.437	30.5	-82.563	-107.317	30.0
İhracat	8.419	8.833	4.9	65.370	75.362	15.3
Hizmetler Dengesi	3.658	2.965	-18.9	10.365	8.223	-20.7
Gelir Dengesi	-0.555	-0.316	-43.1	-5.585	-4.938	-11.6
Cari Transferler	0.164	0.120	-26.8	1.222	0.774	-36.7
Finans Hesabı	1.180	1.801	52.6	3.025	26.826	786.8
Doğrudan Yatırımlar	0.866	0.771	-11.0	5.336	4.148	-22.3
Portföy Yatırımları	0.725	3.010	315.2	1.598	13.805	763.9
Diğer Yatırımlar	2.330	1.372	-41.1	-4.547	18.906	-515.8
Net Hata Noksan	-0.571	1.165	-304.0	5.710	1.152	-79.8
Rezerv Varlıklar	-2.741	-3.352	22.3	0.638	-10.033	-1672.6

Kaynak: TCMB

Grafik-1

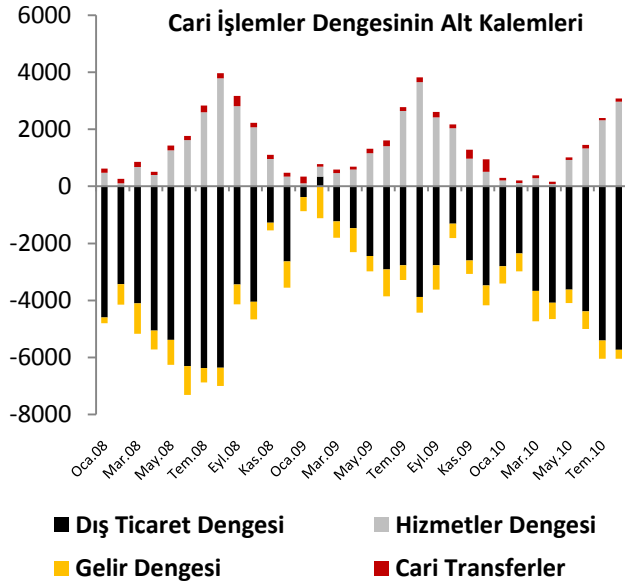


Kaynak:TCMB

Cari işlemler açığı Ağustos ayında 2.400 milyar dolar olan piyasa beklentisinin üzerinde 2.966 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Bizim beklentimiz: 2.700 milyar dolar). Böylece bir önceki yılın ilk sekiz aylık döneminde 8.735 milyar dolar açık veren cari işlemler dengesi, bu yılın aynı döneminde %220 oranında bir artışla 27.978 milyar dolar tutarında açık vermiştir (Bkz. Grafik-1). 12 aylık kümülatif cari

işlemler açığı ise genişlemeye devam ederek Ağustos ayında 33.5 milyar dolara ulaşmıştır.

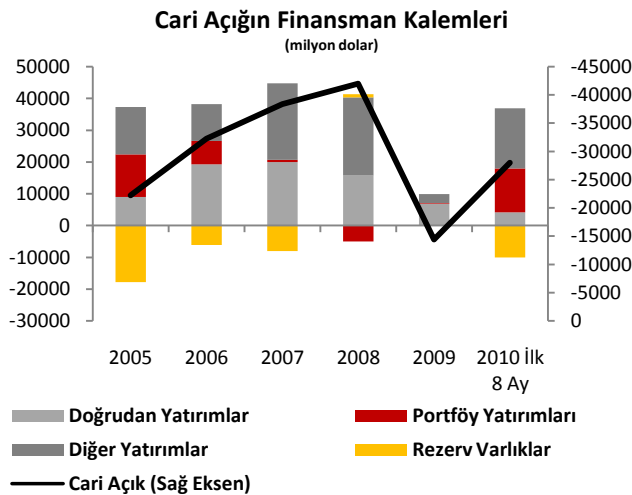
Grafik-2



Kaynak:TCMB

sağlanan net gelirlerin %164 oranında azalması hizmetler dengesinin bir önceki yılın aynı dönemine göre daralmasına neden olmuştur. Gelir dengesindeki açığın ise, yılın ilk sekiz ayında geçen yılın aynı dönemine göre daraldığı dikkati çekmektedir. Gelir dengesi 2009 yılının Ocak-Ağustos dönemine göre %11.6 azalarak 2010 yılının aynı döneminde 4.938 milyar dolar net çıkış kaydetmiştir. Son olarak cari transferler kaleminin yılın ilk sekiz ayında bir önceki yıla göre %37 oranında gerilemesinin de yine cari açıktaki artışta rol oynadığı görülmektedir. Cari işlemler açığının 2010 yılının sonunda 38.5 milyar dolara ulaşması ve böylece cari açığın GSYİH içindeki payının -%5.3 olması beklenmektedir.

Grafik-3



Kaynak: TCMB

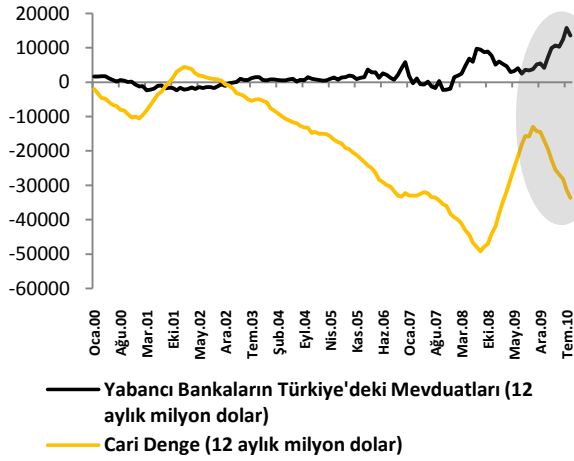
yurtiçinde yaptıkları net doğrudan yatırımlar kaleminde ise 2010 yılının Ocak-Ağustos döneminde gerçekleşen net sermaye girişi, 2009 yılının aynı dönemine oranla %16.1 oranında azalarak 4.148 milyar dolar olmuştur. Öte yandan, 2009 yılının Ocak-Ağustos döneminde 1.598 milyar dolar net sermaye girişi olan portföy yatırımlarında,

Ağustos ayında cari işlemler açığında yaşanan artışta, dış ticaret açığının bir önceki yılın Ağustos ayına göre %48 oranında artarak 5.735 milyar dolara ulaşması etkili olmuştur. Dış ticaret açığındaki yükselişte ise ithalatın oransal olarak ihracattan daha sert bir şekilde artması rol oynamıştır. Dış ticaret açığındaki yükseliş yanında hizmetler dengesi kaleminden kaynaklanan net gelirlerin %18.9 oranında azalarak 2.965 milyar dolara gerilemesi de cari işlemler açığındaki yükselişte etkili olmuştur. 2009 yılının Ocak-Ağustos döneminde toplam 10.365 milyar dolar fazla veren hizmetler dengesi kalemi, 2010 yılının aynı döneminde %20.7 azalışla 8.223 milyar dolar fazla vermiştir. Ağustos ayı yaz sezonu olmasıyla turizm gelirleri bir önceki seneye göre değişmezken, taşımacılıktan

Ödemeler dengesinin ikinci ana hesabı olan Sermaye ve Finans Hesabının detayları incelendiğinde ise; finans hesabında, bir önceki yılın Ocak-Ağustos döneminde 3.025 milyar dolar net sermaye girişi gerçekleşirken, 2010 yılının aynı döneminde toplam net sermaye girişi 26.826 milyar dolar tutarında gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımlar kalemi altında, Türkiye'deki yabancı sermayeli şirketlerin yurtdışındaki ortaklarından kullandıkları kredileri ve yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'de gerçekleştirdikleri gayrimenkul alımlarını da içeren, yurtdışında yerleşik kişilerin

2010 yılının aynı döneminde 13.805 milyar dolar tutarı net giriş gerçekleşmesi dikkat çekmiştir. Portföy yatırımlarında yaşanan bu artışın büyük bir kısmının yurtiçi tahvil alımlarından kaynaklandığı gözlenmiştir. Son dönemde Türk tahvillerine olan ilgini devam etmesi nedeniyle tahvil alımlarındaki artışın önümüzdeki dönemlerde devam etmesi mümkün görülmektedir. Ağustos ayı cari işlemler hesabı verileri, ekonomik toparlanmaya paralel bir görünüm çizmesine karşın, Türkiye ekonomisinin kırılganlığı da göz önüne alındığında, cari açığın finansmanında hala portföy yatırımlarının yüksek tutarlarda olması ekonomide bir risk unsuru olarak karşılanmaktadır.

Grafik-4



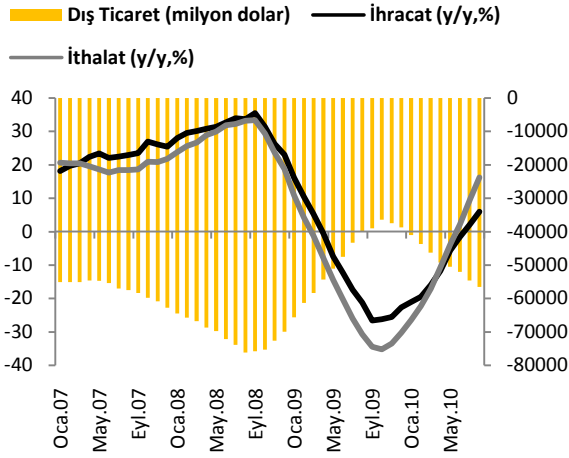
Kaynak: TCMB, Vakıfbank

Sermaye ve Finans hesabı alt kalemlerinin detayları incelendiğinde ise, yabancı bankaların Türkiye'deki mevduattan aylık bazda 1.8 milyar dolarlık çıkış yaptığı izlenirken, yılın ilk sekiz ayında cari işlemler hesabının finansmanında banka mevduatlarının %40 oranında bir paya sahip olması dikkat çekmektedir. Cari açık ve banka mevduatlarının 12 aylık kümülatif toplamları incelendiğinde, Ağustos ayında aralarındaki spreadin açıldığı gözlenmiştir. Finansmanda yüksek paya sahip olan yabancı bankaların Türkiye'deki mevduatlarının, kalıcı bir finansman kaynağı olmadığı göz önüne alındığında, bu durum gelecek dönemler için ödemeler dengesinde bir risk unsuru oluşturduğu söylenebilir. Rezervlerdeki iyileşmeye rağmen cari açığın ilk sekiz ayındaki finansmanı geçmiş yılların aynı dönemine

göre kıyaslandığında, dış açığın finansman kalitesinde bozulmalar olduğu gözlenmiştir. Finansmandaki bozuklukların giderilmesi için ise doğrudan yabancı yatırımların payının artırılması gerektiği söylenebilir.

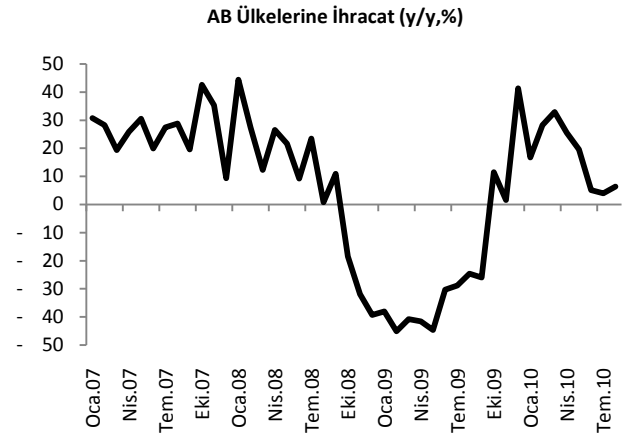
Net hata noksan kalemi ise, Haziran ayında yaşanan düşüşün ardından yükselmeye başlamış, açıklanan Ağustos ayı rakamında da bu trendi koruduğu gözlenmiş ve 1.2 milyar dolarlık kayıt dışı sermaye girişi yaşanmıştır. Net hata noksan kaleminde yaşanan pozitif bakiyenin özel sektörün yurtdışında tuttuğu yabancı varlıkları, ekonomide görülen toparlanma ve buna paralel olarak artan güven neticesinde yurtiçine getirmesi sonucu olduğu söylenebilir. Ödemeler dengesinde teoride olması gereken; cari işlemler hesabı ile rezerv varlıklar dahil sermaye ve finans hesapları toplamının 'sıfır' olmasıdır. Ancak Ağustos ayında net hata noksan kaleminin cari açığı %40 oranında finansa ettiği dikkat çekmektedir.

Grafik-5



Kaynak: TCMB

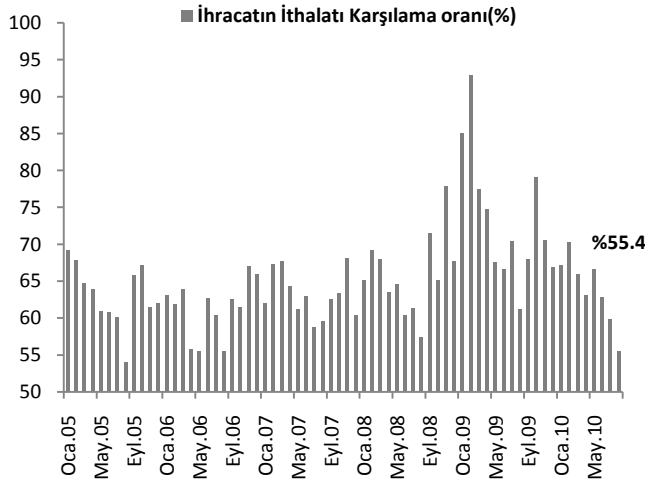
Grafik-6



Kaynak: TÜİK

TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret rakamları ile cari işlemler hesabının altında yer alan dış ticaret rakamları kapsam bakımından farklılık göstermelerine karşın, TÜİK'in açıkladığı dış ticaret rakamları ile cari işlemler açığının yüksek korelasyona sahip olduğu değerlendirildiğinde, açıklanan Ağustos ayı cari işlemlerde dengesi yanında TÜİK'in açıkladığı dış ticaret rakamlarını da incelemenin faydalı olacağını düşünüyoruz. Geçen yılın ilk 8 ayında 23.425 milyar dolar açık veren dış ticaret dengesi bu yılın ilk 8 ayında %78.9 artışla 41.817 milyar dolar açık verdi. Dış ticaret açığının geçen yıla göre sert şekilde açılması iç talebin dış talebe göre daha güçlü bir görünüm çizdiğine işaret etmektedir. İhracatımız içinde ortalama %50 ile en yüksek paya sahip olan Euro Bölgesi'nde 2010 yılının başından itibaren borç krizinin sertleşmesi 2010 yılında ihracatta beklenen artışı sınırlandırdı. Grafik-6'den de görüldüğü gibi 2010 yılında Euro Bölgesi'ne yapılan ihracatın artış hızı yavaşlama eğilimine girmiştir.

Grafik-8

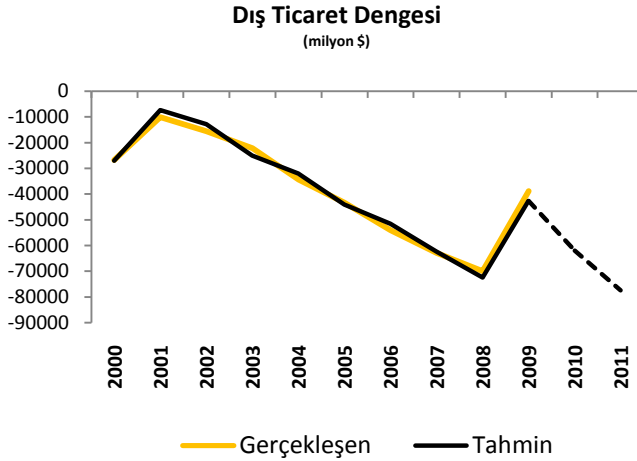


Kaynak: TCMB

2010 yılının ilk 8 ayında ithalatın ihracattan daha hızlı arttığı görülürken, ihracatın ithalatı karşılama oranı %55.4 ile son 5 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Euro Bölgesi ekonomilerindeki talep belirsizliğinin devam etmesi önümüzdeki dönemde de ihracatımız için risklerin sürebileceğini yansıtırken, söz konusu rasyonun önümüzdeki dönemde daha da gerilemesi mümkün görülmektedir. Bununla birlikte ithalatın ihracattan daha hızlı artıyor olması cari açığın daha da artması açısından önemli bir risk unsuru olarak dikkat çekmektedir. Yukarıda yer alan değerlendirmeler ışığında 2010 yılı dış ticaret açığı tahminimiz 62 milyar dolar yönündedir.

Böylece dış ticaret açığının GSYİH içindeki payının %8.6 olması beklenmektedir. 2011 yılına ilişkin dış ticaret açığı beklentileri cari işlemler açığı beklentileri ile birlikte bir sonraki bölümde değerlendirilecektir.

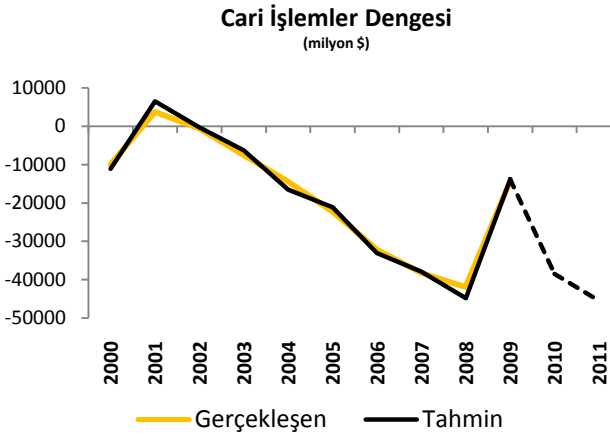
Grafik-9



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

işaret etmesi ile önümüzdeki yıl daha da genişlemesi mümkün görünmektedir. Oluşturduğumuz ekonometrik model de dış ticaret açığının 2011 yılında genişlemeye devam edeceği yönündeki görüşümüzü desteklerken, 4-11 Ekim 2010 tarihli raporumuzda yer alan büyüme analizimizdeki rakamlara paralel olarak 2011 yılında dış ticaretin 77.5 milyar dolar açık vermesini bekliyoruz. Böylece dış ticaret açığının GSYİH içindeki payının -%6.7 olması öngörülmektedir.

Grafik-10



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

yılında Bu beklentimiz baz senaryo altında tahmin edilirken, gerek dış ticaret açığı gerekse cari işlemler açığı tahminlerimizde kur ve petrol fiyatlarının seyrindeki değişmelerin ve Türkiye ekonomisi ile dış ticaretimizde önemli bir paya sahip olan Euro Bölgesi ekonomisinin büyümesine ilişkin risklerin beraber değerlendirilmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz.

Cari işlemler dengesinin 2011 yılındaki seyrini tahmin edebilmek için öncelikle cari denge ile yüksek korelasyonsa sahip dış ticaret dengesini tahmin edebilmenin önemli görünmektedir. Bu çerçevede, 2011 yılında dış ticaret açığının seyrini öngörebilmek için oluşturduğumuz model kapsamında iç ve dış talep göstergeleri ile kur ve petrol fiyatlarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Yılın ilk 8 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre sert şekilde %78.9 oranında genişleyen dış ticaret açığının, iç talebin dış talebe göre daha olumlu bir görünüm sergilemesi ve beklentilerin de dış talebe ilişkin kırılmalıkların devam edeceğine

Cari işlemler hesabında önemli bir paya sahip olan dış ticaret tahminleri ışığında cari işlemler açığı tahmin edilmiştir. Oluşturduğumuz ekonometrik modelimizde gerçekleşen cari işlemler açığı ile tahmin edilen cari işlemler açığı arasındaki uyum dikkat çekerken, 2011 yılında cari işlemler açığındaki genişleme trendinin devam etmekle birlikte bir miktar hız kesmesi mümkün görünmektedir (Bkz. Grafik-10). 2011 yılında dış ticaret açığının 77.5 milyar dolar olacağı beklentisi altında cari işlemler dengesinin 45.5 milyar dolar açık vermesi ve böylece cari işlemler açığının GSYİH içindeki payının -%5.6 olması beklenmektedir. 2011

Tablo-2

2011 yılına ilişkin Beklentiler	Kur	Petrol	Türkiye Büyüme	Euro Bölgesi Reel Büyüme(%yoy)	Dış Ticaret Dengesi Model	Cari İşlemler Dengesi Model
Baz Senaryo	1.50	85	3.5	1.4	-77.5 milyar \$	-45.5 milyar \$
Senaryo-1	1.40	90	4.7	2.2	-81.9 milyar \$	-48.9 milyar \$
Senaryo-2	1.55	80	2.1	1.0	-73.3 milyar \$	-42.3 milyar \$

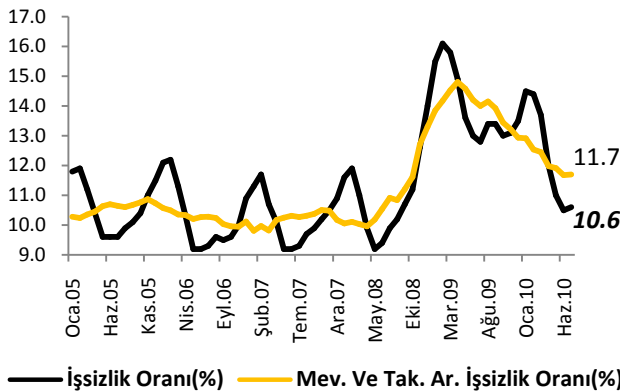
Kaynak: Vakıfbank

Bu çerçevede, hazırladığımız değişik senaryolar altında dış ticaret ve cari açığı ilişkin beklentilerimiz Tablo-2’de yer almaktadır. Baz senaryoda 2011 yılında büyüme beklentimiz %3.5 yönündeyken, 2011 yılı Euro Bölgesi büyümesi için ortalama piyasa beklentisi analize dahil edilmiştir. Finansal piyasalar ilişkin olarak 2011 yılında 1.50 olan kur beklentimizin yanı sıra petrol fiyatlarında TCMB’nin yıl sonu beklentisi baz alınmıştır. Bu beklentiler ışığında dış ticaret açığı ve cari işlemler açığına ilişkin beklentilerimizi yukarıda belirtmiştik. Finansal verilerdeki değişkenlikler beraberinde büyüme yönlü riskler alternatif 2. senaryo altında incelenmiştir. İlk senaryo analizi, USD/TL kurunun beklentimizin altında kalacağı, diğer bir ifade ile TL’nin USD karşısındaki değerlenmesinin devam edeceği ve gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında daha güçlü bir büyüme performansının yakalanacağı varsayımı altında ele alınmıştır. 4-11 Ekim 2010 tarihli haftalık analizimizde olumlu senaryo ile 2011 yılında Türkiye ekonomisinin %4.7 oranında büyüyeceği yönünde olan beklentimizin yanı sıra piyasa beklentilerinde olumlu performansı yansıtan Euro Bölgesi büyümesi baz alınmıştır. Söz konusu senaryo altında dış ticaret açığının 81.9 milyar dolara ulaşacağı beklenirken, cari işlemler açığının 48.9 milyar dolar olacağı tahmin edilmektedir. Diğer yandan USD/TL kurunun beklentilerin üzerinde yükseleceği, petrol fiyatlarının ise beklentilerin altında kalacağı senaryo altında hem yurtiçi hem de Euro Bölgesi büyümesinin görece daha olumsuz bir performans yaşayacağı dikkate alınmıştır. Bu senaryo altında ise dış ticaret ve cari işlemler açığının artış hızının yavaşlayacağı beklenirken, dış ticaret açığının 73.3 milyar dolar, cari işlemler açığının ise 42.3 milyar dolar olması mümkün olabilir.

4-2011 YILI TÜRKİYE EKONOMİSİ-İŞSİZLİK ORANI

Bu çalışmamızda 2011 yılı trendini tahmin edebilmek amacıyla başladığımız 5 aşamalı çalışmamızın dördüncü aşaması olan işsizlik oranına yönelik beklentilerimiz yer alacaktır. Açıklanan Temmuz ayı işgücü istatistiklerine ait verilerinin incelenmesi ardından kurduğumuz ekonometrik model çerçevesinde 2011 yılı işsizlik oranı beklentileri değerlendirilecek ve büyüme, enflasyona yönelik hazırladığımız değişik senaryolar altında 2011 yılı işsizlik oranı beklentilerimiz incelenecektir.

Grafik-1

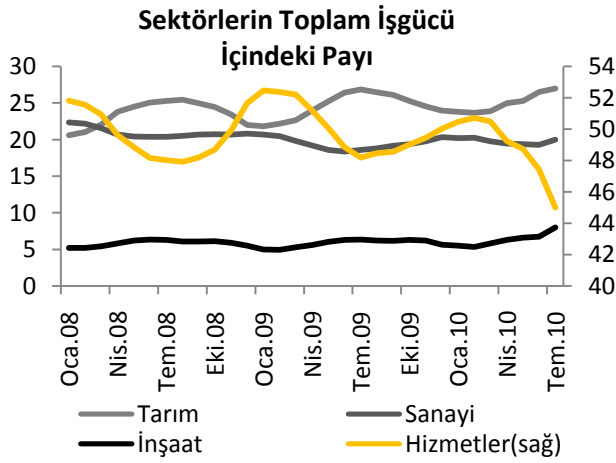


2009 yılının Haziran-Temmuz-Ağustos döneminde %12.8 olan işsizlik oranı, bu yılın aynı döneminde 2.2 baz puan gerileyerek %10.3 olan beklentimizin (piyasa beklentisi: %10.3) üzerinde %10.6 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılı Temmuz ayında mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılma oranı ise bir önceki döneme göre 0.2 puanlık azalışla %48.7 oranında gerçekleşirken, işsizlik oranı aylık bazda değişmeyerek %11.7 seviyesinde

gerçekleşmiştir. 2010 yılı Temmuz ayında tarımdışı istihdam edilenlerin sayısının bir önceki yılın aynı dönemine göre 1.3 milyon kişi artarak 23.5 milyon kişiye ulaşmasıyla, 2009 yılı Temmuz ayında %16.3 seviyesinde olan tarım dışı işsizlik oranı, 2010 yılının aynı döneminde 2.7 puanlık düşüşle %13.6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Son beş aydır düşüş trendinde olan işsizlik oranının, açıklanan son rakamla bir önceki aya göre 0.1 puan artış göstermesi piyasa beklentilerinden aksi bir seyre işaret etmiştir. Diğer yandan işsizlik oranının bir önceki yıla göre düşüşünü devam ettirmesi önemli görünürken, Temmuz ayında bir önceki aya göre 2010 yılı içinde ilk defa artış kaydetmesi, istihdam koşullarındaki toparlanma üzerinde olumsuz bir görünüm sergilemiş ve yılsonu işsizlik oranı beklentimiz açısından risk oluşturmuştur.

Temmuz ayında işsiz sayısı, bir önceki yılın aynı dönemine göre 485 bin kişi azalışla 2.8 milyon kişiye inerken, bir önceki aya göre ise 31 bin kişilik artış görülmüştür. Türkiye genelinde işgücüne katılım oranı ise, bir önceki yılın aynı dönemine göre 0.7 puanlık artışla %50.0 olarak gerçekleşirken, yaşanan bu artışta genç nüfusun işgücüne katılım oranında yaşanan yükseliş rol oynamıştır. Ayrıca, söz konusu dönemde kentsel bölgelerde bir önceki yılın aynı dönemine göre %13.2 oranında gerçekleşen işsizlik oranı, kırsal alanda %5.5 olarak gerçekleşirken, genç nüfusta meydana gelen %19.5 oranındaki işsizlik oranı dikkat çekmiştir.

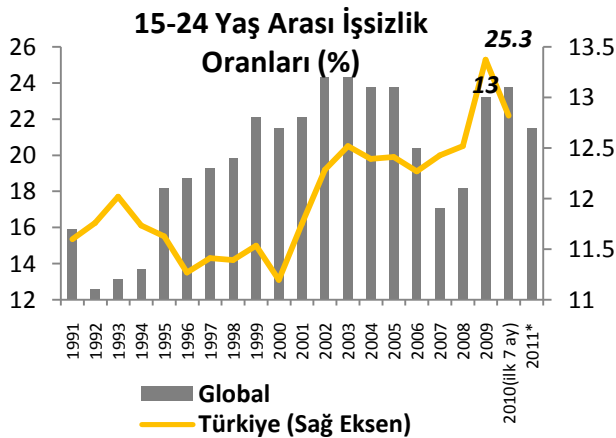
Grafik-2



Kaynak: TÜİK

ulaşmıştır.

Grafik-3



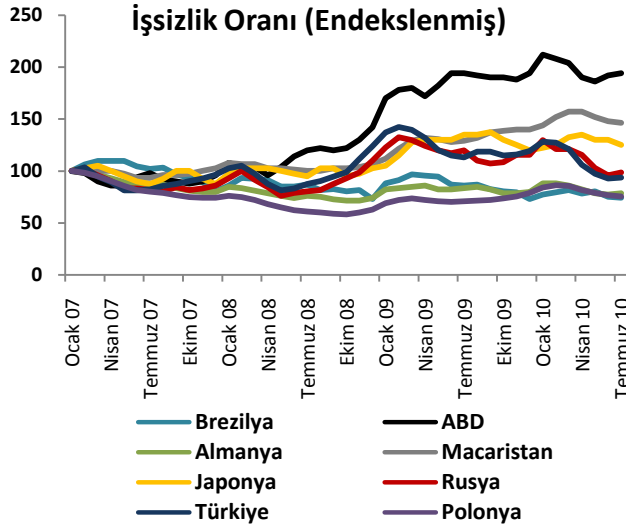
Kaynak:
TÜİK, ILO*2011
beklentidir.

Sektörlerin toplam işgücü içindeki payı incelendiğinde, Temmuz ayında tarım sektörünün toplam işgücü içindeki payının 0.2 puan, sanayi sektörünün 1.2 puan ve inşaat sektörünün payının 0.4 puan arttığı gözlemlenirken, hizmet sektörünün genel trendinde toplam işgücü içinde en yüksek paya sahip olmasına karşın 1.6 puan azaldığı gözlenmiştir (Bkz. Grafik-2). Yaz aylarında tarım ve sanayi işgücünün toplam işgücünden aldığı pay genelde yükselirken, Temmuz ayında diğer aylardan farklı olarak inşaat sektörünün toplam işgücü içindeki payı artmıştır. İnşaat sektörünün toplam işgücü içindeki payı %8 ile 2005 yılının başından beri en yüksek seviyeye

Dünya istihdam piyasasında, son zamanlarda en çok tartışılan konu olan 15-24 yaş arası genç nüfusun istihdamı, Uluslararası Çalışma Örgütü (ILO) tarafından hazırlanan son çalışmayla yeniden gündeme gelmiş ve global bir tanımlama yapılarak, söz konusu nüfus 'kayıp nesil' olarak adlandırılmıştır. Açıklanan rakamlar doğrultusunda, yaşanan ekonomik krizden genç nüfusun yetişkinlerden daha çok etkilendiği söylenebileceken, dünyadaki genç nüfusun yaklaşık %90'ının gelişmekte olan ülkelerde yaşıyor olması, şu an var olan istihdam yetersizliğinin gelecek dönemlerde genç nesillere de yansımaları endişelerini doğurmuştur. 2009 yıl sonu itibarıyla dünyada genç nüfusta %13 düzeyinde olmasına

rağmen endişelere yol açan işsizlik oranı, aynı dönemde ülkemizde %25.3 olarak gerçekleşmiştir. ILO istatistiklerine göre, 2009 yılsonu itibarıyla 15-24 yaş grubunda çalışabilecek 620 milyon gencin 81 milyonu işsiz olarak açıklanırken, 2007 yılında %11.9 olan genç nüfusun işsizlik oranı 2009 yılsonunda %13'e yükselmiştir. Türkiye'de ise, 2010 yılının Temmuz ayında geçen yılın aynı dönemine göre 3.7 puanlık azalışla %19.2'ye gerileyen genç nüfusun işsizlik oranı yıl sonu rakamları açısından umut verici olurken, yılın ilk yedi aylık döneminde ortalama %22.2 olarak belirlenmiştir.

Grafik-4

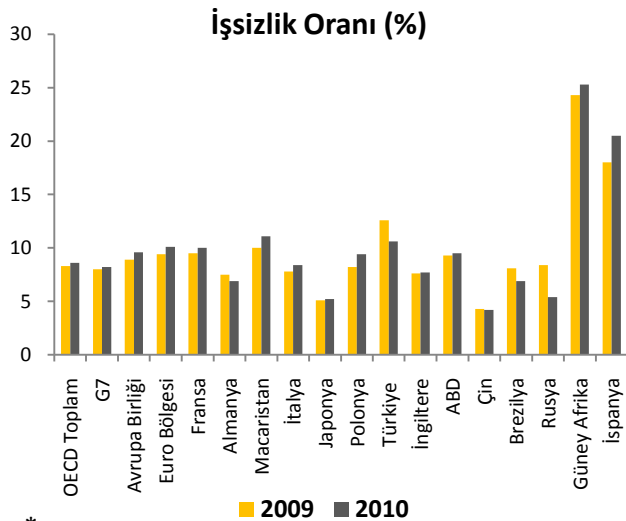


*2007 yılının Ocak ayı baz alınarak çizilmiştir.
Kaynak: Bloomberg

İşsizlik oranının kriz süresince ve sonrasında hareketini ortaya koymak ve Türkiye ile diğer ülkeleri karşılaştırmalı bir analiz yapabilmek amacıyla yandaki Grafik-4'te yer alan ülkelerin işsizlik oranı 2007 yılı Ocak ayı 100'e endekslenerek incelenmiştir. ABD'de işsizlik oranının sınırlı bir düşüş ardından yükselmeye devam ettiği görülürken, bu durum ABD'de yaşanan toparlanmanın tahmin edilenden daha yavaş olabileceğine işaret etmektedir. Diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ABD ile karşılaştırıldığında da ABD'nin işsizlik oranının grafikte yer alan diğer ülkelerin işsizlik oranlarından çok daha hızlı bir şekilde arttığı dikkat çekmektedir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu diğer ülkelerde işsizlik oranı azalma eğilimindeyken ABD'de belirgin bir şekilde yükselme trendine döndüğü görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler ile Türkiye'yi kıyasladığımızda ise 2009 yılında Rusya ile birlikte görece daha sert yükselen işsizlik oranının, 2010 yılında diğer ülkelerin işsizlik oranından daha hızlı bir şekilde gerilediği gözlemlenmektedir. Bu durum Türkiye'de iç talebin daha hızlı toparlandığına ve yapılan yatırımların istihdam yarattığına işaret etmektedir.

Grafik-5

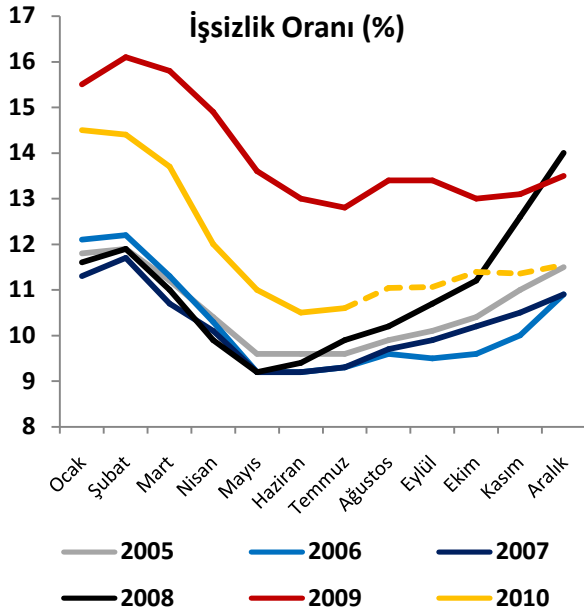


*2010 yılı verileri Temmuz ayına aittir.
Kaynak: OECD

İşsizlik oranının kriz süresince izlediği hareketin incelenmesinin ardından, 2010 yılında açıklanan rakamlar çerçevesinde karşılaştırmalı bir analiz yapmak faydalı olacaktır. 2010 yılı Ağustos ayında Euro Bölgesi işsizlik oranı 2009 yılına göre 0.7 puan yükselerek %10'a ulaşmıştır. Avrupa'nın en büyük ekonomisi olan Almanya'da işsizlik oranı Euro Bölgesi'nden ayrılarak 2009 yılına göre 0.6 puanlık düşüşle %6.9 seviyesine gerilemiştir. Avrupa Birliği'nin yeni üyelerinden Çek Cumhuriyeti, Polonya ve Macaristan gibi ülkelerde de 2010 yılı işsizlik oranları 2009 yılına göre ciddi artışlar göstermiştir. Gelişmekte olan diğer ülkelere baktığımızda ise Çin, Rusya, Brezilya ve Türkiye'nin işsizlik oranlarında sert düşüşler görülürken, Türkiye'nin Çin'in ardından en hızlı düşüşü kaydettiği söylenebilir.

İşsizlik oranının düşüş trendini yakaladığı ülkelere sermaye girişlerinin 2010 yılında hızlandığı görülmüştür. Gelişmekte olan ülkeler arasında bulunan Güney Afrika'da halihazırda çok yüksek olan işsizlik oranı 1 puan daha yükselerek 2010 yılında da olumsuz performansını devam ettirmektedir. Diğer yandan Euro Bölgesi borç krizinde sorunlu ülkeler arasında olan İspanya'nın işsizlik oranının 2010 yılında en sert yükselişi yaşadığı görülmektedir.

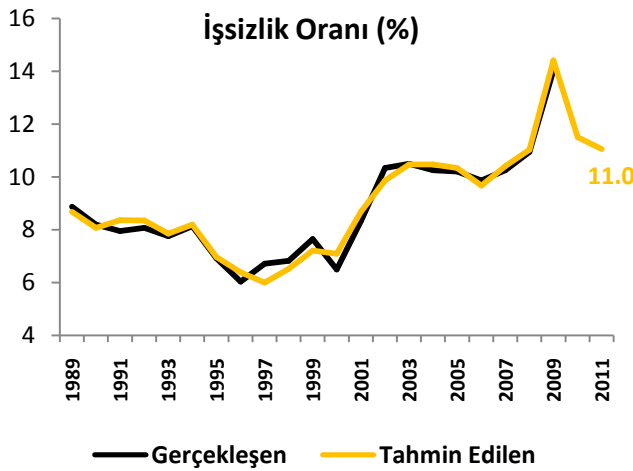
Grafik-6



Kaynak: TÜİK

olabilir. Sanayi üretimi ve enflasyon oranı beklentilerimiz çerçevesinde 2010 yıl sonu işsizlik oranına ilişkin %11.2 seviyesinde olan beklentimiz üzerinde %11.5 seviyesine işaret eden yukarı yönlü risklerin güçlendiğini düşünüyoruz.

Grafik-7



Tablo-1

2011 yılına ilişkin Beklentiler	Reel Büyüme	Enflasyon	İşsizlik Oranı
Baz Senaryo	3.5	7.15	11.0
Senaryo-1	4.7	9.4	10.0
Senaryo-2	2.1	5.5	12.3

2011 yılı işsizlik oranını tahmin edebilmek için büyüme ve enflasyon verileri kullanarak oluşturduğumuz ekonometrik modelimizde gerçekleşen işsizlik oranı ile tahmin edilen arasındaki uyum dikkat çekmektedir. Model tahminleri çerçevesinde 2011 yılında işsizlik oranındaki düşüşün devam etmesi mümkün olabileceken,

yaşanan düşüşün 2010 yılına kıyasla hız kesmesi beklenmektedir(Bkz. Grafik-7). Baz senaryo altında 2011 yılında büyüme ve enflasyona ilişkin beklentilerimiz sırasıyla %3.5 ile %7.15 seviyelerine işaret ederken, bu beklentiler ışığında 2011 yılına ilişkin işsizlik oranı beklentimiz %11.0 seviyesindedir. Diğer yandan geçtiğimiz haftalarda yayınladığımız raporlarda belirttiğimiz birinci senaryo altında yani 2001 yılında yaşanan kriz ardından izlenen güçlü büyüme performansının 2011 yılına yansıtılması ile hesaplanan enflasyon ve büyüme oranları baz alınarak işsizlik oranını tahmin ettiğimiz de ise 2011 yılında işsizlik oranının %10.0 seviyesine gerileyebileceğini düşünüyoruz. İkinci senaryoda ise enflasyonun 2011 yılı sonunda %5.5 olacağı tahmin edilirken, %2.1 ile büyüme performansı açısından olumsuz beklentiler değerlendirildiğinde işsizlik oranının 2011 yılında %12.3 seviyesine yükseleceği tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, 2011 yılına ilişkin işsizlik oranı beklentimiz 2010 yılında izlenen hızlı düşüşe kıyasla daha yatay bir harekete işaret ederken, ekonomide yaşanacak toparlanmanın gücüne bağlı olarak beklentimiz üzerinde aşağı ve yukarı yönlü risklerin varlığı dikkat çekmektedir. Ayrıca işsizlik oranındaki yatay hareket beklentimiz 2011 yılında Türkiye'nin kriz öncesi seviyelere kıyasla hala yüksek bir işsizlik oranına sahip olacağına işaret etmektedir. Bu durum aslında diğer makro ekonomik verilerden farklı olarak işsizlik oranında yapısal olarak izlenen katılığın bir sonucu olarak sürpriz bir gelişme olarak değerlendirilmemelidir.

Gelişmekte Olan Ülkeler ve “Relative Decoupling” (Nispi Ayrışma) Tezi

Resesyonun ardından Amerikan ekonomisinin toparlanma gücüne dair beklentilerin gözden geçirildiği son aylarda, gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) dünya ekonomisinin önümüzdeki dönem büyüme dinamiğinin temel kaynağı olarak gösterilmeye başlanmıştır. GOÜ’ler ile gelişmiş ülkelerin makroekonomik açıdan genel olarak farklı performans göstermeleri, nispeten sağlam duruşlarıyla GOÜ’lerin dünyanın geri kalanından ayrışmakta olduğu tezini yeniden gündeme getirmiştir. Bu çalışmada söz konusu görüşler, gelişmiş ekonomilerin yapısal ve konjonktürel farklılıkları dikkate alınarak incelenmektedir.

Lehman Brothers’ın iflasıyla birlikte gelişmekte olan piyasalardaki ayrışma hareketinin (decoupling) azaldığı görülsede son dönemde başta Çin ve Hindistan olmak üzere GOÜ’lerin gelişmiş ülkelere çeşitli yönlerden ayrıştığı görülmektedir. Özellikle Çin, Hindistan ve Latin Amerika’da bulunan GOÜ’ler ABD ve Almanya gibi gelişmiş ülkelere göre düşük kişi başına gelire, göreceli olarak daha fazla ve vasıfsız işgücüne, düşük iç talebe sahiptir. Bu olumsuz sosyo-ekonomik koşullara karşın, GOÜ’lerin 1990’lardan itibaren giderek artan büyüme performanslarının yanında son dönemde küresel kriz sonrasında toparlanma aşamasında gelişmiş ülkelere bağımsız hareket ettikleri çeşitli gözlemlerle desteklenmektedir.

ABD’de azalan enflasyonist baskılar ve zayıflayan büyüme sinyalleri deflasyon endişesini gündemde tutarken, Avrupa ülkelerinin yüksek kamu açıkları ile birlikte banka bilançolarının riskli görünümü gelişmiş ülkeleri resesyon sonrası kırılganlıklarla karşı karşıya bırakmaktadır. Buna karşın, GOÜ’leri resesyonun ardından gelişmiş ülkelere nazaran farklı biçimde güçlü kılan özellikleri, önümüzdeki yıllarda dünya ekonomisinin sürükleyici gücü olacakları düşüncesini desteklemektedir. Gelişmiş ülkelerin dünya ekonomisindeki söz haklarını paylaşmak zorunda bırakacağı öngörülen bu özellikler beş ana başlık altında toplanabilir. GOÜ’lerin bu güçlü yönlerinin, mevcut zayıflıkları ile birlikte değerlendirilmesi, neden bu kadar dikkat çektiklerini ve gerçekten de dünya ekonomisindeki dengelerin değişip değişmeyeceğini ortaya koymakta yararlı olacaktır.

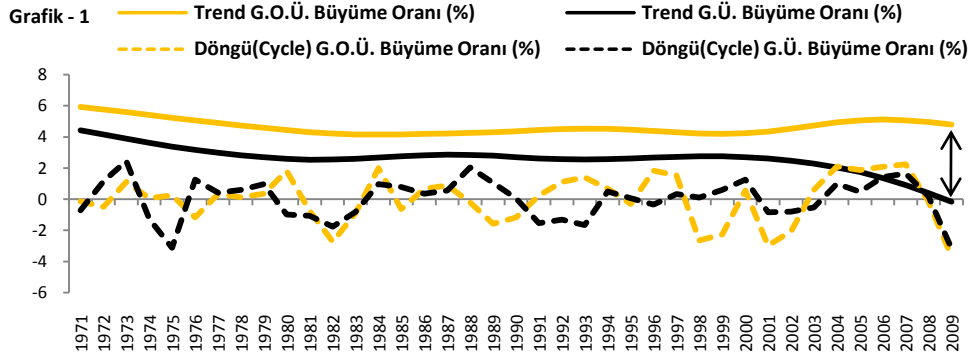
Şekil 1. GOÜ’lerin güçlü ve zayıf yönleri

GOÜ’lerin Güçlü Yönleri	GOÜ’lerin Zayıf Yönleri
<ul style="list-style-type: none">Hızlı büyüme tempolarıKendi aralarındaki dış ticaret ilişkilerinin giderek artmasıÜretim yöntemlerinin esnekliğiİhraç ettikleri ürünlerin çeşitliliğiYüksek döviz rezervleri	<ul style="list-style-type: none">İç tüketimin nispeten zayıf olmasıBüyüme performansındaki artışın enflasyonist baskıları tetikleme ihtimaliKüresel kriz dolayısıyla artan kamu harcamaları ve genişleyen para arzıFaiz oranlarındaki düşüşün varlık balonları oluşmasına uygun ortam hazırlaması

GOÜ’lerin Güçlü Yönleri

GOÜ’ler hızlı büyüme temposuna sahiptir: Küresel krize bağlı olarak dünya ekonomisindeki yavaşlama GOÜ’lerin hızlı büyüme tempolarını da düşürmüştür. Aralarında Türkiye’nin de bulunduğu Merkezi ve Orta Avrupa ülkeleri resesyona girerken, Çin ve Hindistan’ın başında geldiği Asya ve Latin Amerika’da bulunan bazı GOÜ’ler uzun dönemli hızlı büyüme tempolarından ödün verseler de resesyona girmemişlerdir. 2009’un ikinci yarısından itibaren dünya genelinde büyüme oranlarının pozitif dönmeye başlamasıyla birlikte GOÜ’ler de büyüme tempolarını artırmaya başlamışlardır. 2010’un ortalarına doğru ise, ABD kaynaklı büyüme kaygıları artarken, GOÜ’lerin öncül göstergelerinin istenen büyüme hızının biraz gerisinde kaldığı gözlemlense de, korkulan karamsar tablo, daha sonra açıklanan üretim göstergelerindeki artışlarla birlikte nispeten aydınlanmıştır.

Mevcut durumda GOÜ'lerin son on yıldaki hızlı büyüme performanslarını, gelişmiş ülkelerin üretim faaliyetlerinin yavaş seyrine bağlı olarak önümüzdeki yıllarda da devam ettirecekleri beklentisi artmıştır.



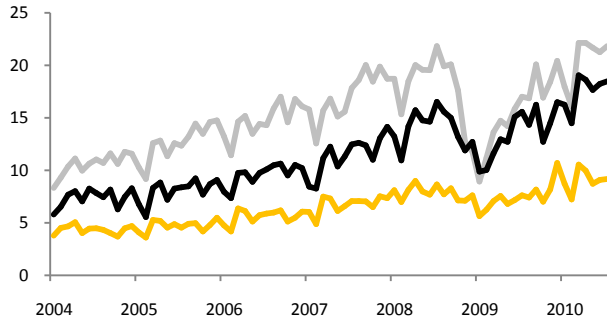
Kaynak: Dünya Bankası, Vakıfbank

GOÜ'lerin mevcut büyüme dinamikleri, iktisadi döngüler ve büyüme trendleri gelişmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında daha net anlaşılabilir. Grafik 1'de³ görüldüğü gibi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler bazında makroekonomik büyüme döngülerine (cycle) bakıldığında her iki ülke grubunun iktisadi döngülerinin çoğunlukla birlikte hareket ettiği görülmekte ve bu konuda herhangi bir ayırışmadan söz edilememektedir. Örneğin, GOÜ'lerin 2009 yılında gelişmiş ülkelere olan ihracatlarının azalmasıyla, özel sermaye akımlarındaki keskin düşüş ve global piyasalardaki dalgalanmanın etkisiyle yaşanan finansal durgunluğa bağlı olarak büyüme oranlarının gerilediği görülmektedir. Diğer yandan, yıllık büyüme oranlarının trend kısmına bakıldığında 2000'li yılların başından itibaren GOÜ'ler ve gelişmiş ülkeler arasında bir ayırışmadan söz edilebilmektedir. 1990'lardan önce gelişmekte olan ülkelerin trend büyümesinin gelişmekte olan ülkelerin trend büyümelerine yakın olduğu görülürken son yıllarda ayırışma yaşandığı göze çarpmaktadır.

Kendi aralarındaki dış ticaret ilişkilerinin giderek artması: GOÜ'leri güçlü kılan göstergelerden biri de kendi aralarındaki ticaretin geçtiğimiz yıllara göre oldukça büyük artış göstermesidir. Gelişmekte olan ülkelerin üretilen ürünlerde uzmanlaşmaları ile birlikte birbirleriyle olan ithalat ihracat miktarları da artış göstermektedir. Örneğin, Çin'in, Güney Kore ve Tayvan'dan, nihai ürün elde edilmek üzere yüksek miktarda ara malı ithalatı yaptığı ve Çin'in sadece Güney Kore ve Tayvan'dan yaptığı ithalat miktarının Avrupa ülkeleri toplamı ve Amerika ile yapılan ithalat miktarından daha fazla olduğu dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik - 2)

Grafik-2

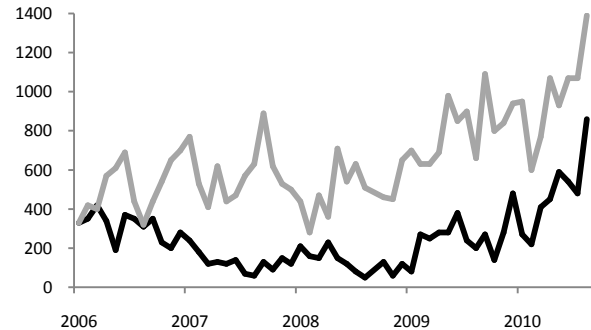
- Çin Gelişmekte Olan Ülkeler (Tayvan, Güney Kore) İthalat (Milyar Yuan)
- Çin Avrupa İthalat (Milyar Yuan)
- Çin Kuzey Amerika İthalat (Milyar Yuan)



Kaynak: Bloomberg

Grafik - 3

- Çin'in Brezilya'dan Emtia İthalatı (Milyon Ton)
- Çin'in Rusya'dan Enerji İthalatı (Milyon ton)

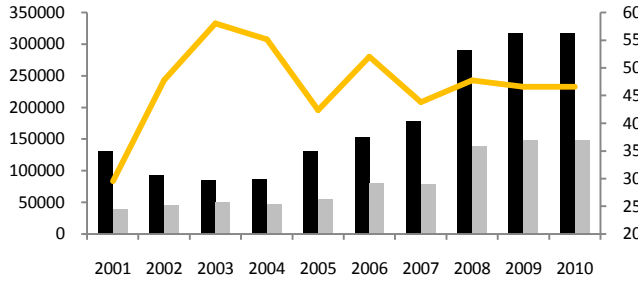


Kaynak: Bloomberg

³ G.O. ve G.O.Ü. ortalamaları kullanılarak hesaplanan büyüme oranları HP filtreleme yöntemi kullanılarak trend ve döngü (cycle) elementlerine ayrıştırılmıştır. Teknik olarak, HP (Hodrick-Prescott) filtrelemesi serinin düzleştirilmiş seri s 'nin çevresindeki varyansını minimize ederek y serisinin düzleştirilmiş bir seri olan s serisine ulaşmasıdır. HP filtrelemesi $\sum_{t=2}^{T-1} (y_t - s_t) + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} ((s_{t+1} - s_t) - (s_t - s_{t-1}))^2$ değerini minimize eden s değerini bulur.

Özellikle Çin gibi gelişmekte olan Asya ülkelerinin, Brezilya, Şili gibi Güney Amerika ülkelerinin ürettiği emtialara talebi ise gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülke dinamiklerinden bağımsız hale geldiği savını desteklemektedir. Çin'in Brezilya'dan yaptığı emtia ithalatı son yıllarda artış gösterirken diğer bir gelişmekte olan piyasa olarak değerlendirilen Rusya'dan gerçekleştirdiği enerji ithalatındaki artış da dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik - 3).

Grafik - 4 ■ Toplam Asya Yabancı Doğrudan Yatırımlar (Milyon Dolar)
■ Çin'e Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyon Dolar)
— Çin'in Asya Ülkeleri İçerisindeki Payı (%)



Kaynak: Bloomberg

*Toplam Asya Ülkeleri: Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur.

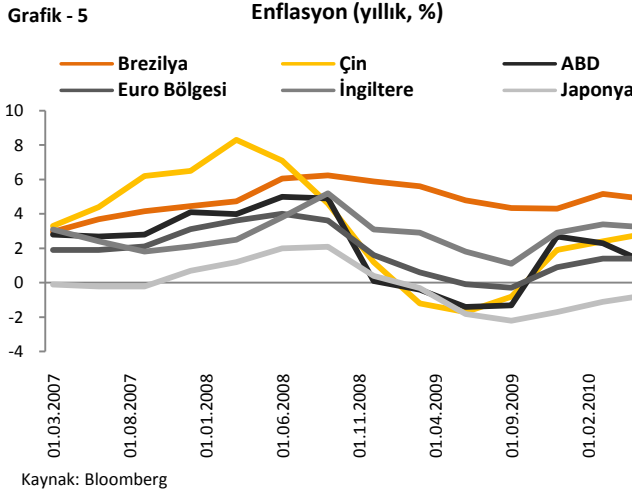
Son dönemde dış ticaret ilişkilerinin güçlenmesinin de bir sonucu olarak GOÜ'ler arasındaki finansal fon akımlarının da arttığı görülmektedir. Gelişmekte olan Asya ülkelerinin yaptığı doğrudan yabancı yatırımlara bakıldığında Çin'in bu yatırımların %50'si civarındaki kısmını kapsadığı görülmektedir (Bkz. Grafik - 4). Çin'in etkin bir şekilde dünya üretiminde önemli bir yer tutması ile ülkede artan yabancı yatırımlar sonucu Çin'in büyümesi yatırımlara oldukça duyarlı hale gelmiştir.

Üretim yöntemlerinin esnekliği - İhraç ettikleri ürünlerin çeşitliliği: Özellikle Güneydoğu Asya ülkelerinin teknoloji transferini kolaylıkla gerçekleştirmeleri sayesinde esnek üretim yöntemlerine sahip olmaları, işgücü gereksinimini azaltarak teknoloji yoğun sektörlerde üretime ağırlık vermelerini sağlamaktadır. Ayrıca, pek çok GOÜ'de birden fazla üründe uzmanlaşma sağlanmış olması da esnek üretim yöntemleri ile birlikte dış talepteki dalgalanmalara karşı direnç kazandırmaktadır. Emtia ihracatı yapan GOÜ'lerin elde ettikleri emtiaları hammadde olmaları yanında mamul veya yarı mamul hale getirerek ihraç etmeye başlamaları da ek bir rekabet avantajı sağlamaktadır.

Yüksek döviz rezervleri: GOÜ'lerin krizler karşısında dayanıklılığını artıran bir diğer faktör de yüksek döviz rezervlerine sahip olmalarıdır. Asya ülkelerinin 1997 Asya krizinden, Latin Amerika ülkelerinin ise 1990'ların başlarından 2000'li yılların başlarına kadar pek çok kez yaşadıkları kriz tecrübeleri, yüksek getiri imkanları nedeniyle portföy akımlarına çok açık olmalarının bir sonucu olarak kısa vadeli bu fonların ani çıkışına karşı hazırlıklı olmaları konusunda gereken dersleri vermiştir. GOÜ merkez bankaları gelişmiş ülke para birimlerini biriktirmeye son yaşanan küresel resesyon sürecinde de ara vermemiştir.

GOÜ'lerin Zayıf Yönleri

İç tüketimin nispeten zayıf olması: GOÜ'ler her ne kadar birbirleri ile dış ticaret ilişkilerini sıkılaştırarak gelişmiş ülkelerin yavaş büyüme performanslarından kaynaklanan dış talep azalışına karşı bir ölçüde koruma sağlamış olsalar da, hanehalkı tüketiminin dış talepteki azalışı telafi edemeyecek düzeylerde olması nedeniyle belli ölçüde riske maruzdur. Aslında özellikle ABD'li tüketicilerin ölçsüz talebinin GOÜ'lerin büyüme performansının artmasında önemli payı olduğu bir gerçektir. Amerikan hanehalkının yüksek borçluluk oranları ve Avrupa ile diğer gelişmiş ülkelerde büyümenin yavaşlaması finansal kriz sonrasında GOÜ'leri pazar kaybına uğrattırırken, GOÜ'lerin azalan ihracat pazarlarını telafi edecek düzeyde iç tüketime sahip olmamaları büyüme hızlarını beklendiği kadar artırmalarına engel olabilecek bir faktördür.

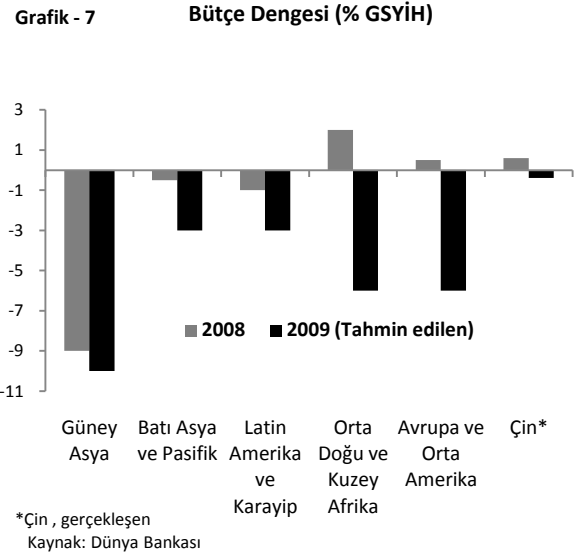
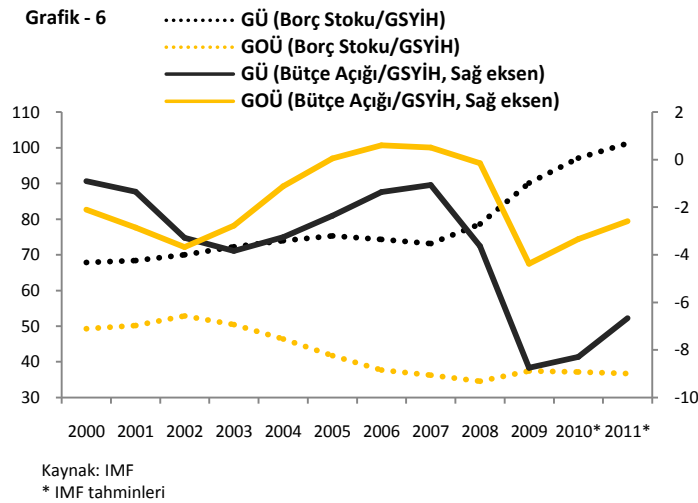


Büyüme performansındaki artışın enflasyonist baskıları tetikleme ihtimali:

Halen ABD’de deflasyon riski gündemde olmasına karşın, GOÜ’lerin aslında beklendiği şekilde büyüme hızlarını artırabilmeleri halinde enflasyonist baskılarla karşılaşma ihtimali daha yüksektir. GOÜ’ler ile gelişmiş ülkeler (GÜ) tüketici enflasyonu açısından karşılaştırıldıklarında bu ihtimal son aylarda yayınlanan enflasyon verileriyle de desteklenmektedir (Bkz. Grafik-5).

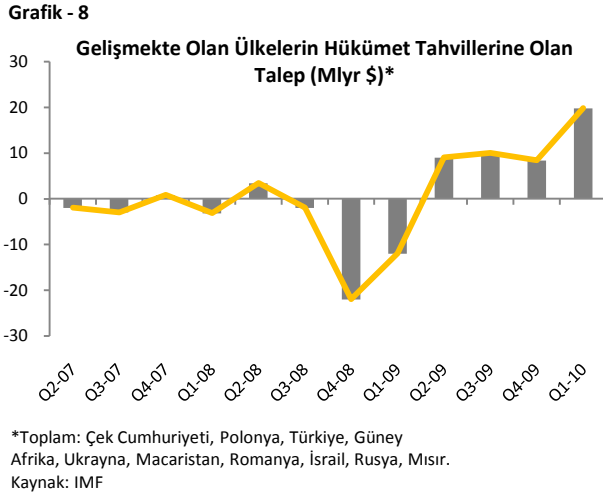
Küresel kriz dolayısıyla artan kamu harcamaları ve genişleyen para arzı: Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi GOÜ’ler de küresel resesyondan kaynaklanan olumsuzlukları azaltabilmek için kamu harcamalarına öncelik vermişlerdir. Ayrıca, büyümeyi desteklemek için genişletici parasal tedbirleri almaktan da çekinmemişlerdir. Kamu açıkları ile borç stoklarında belirgin artışlara yol açan, ve para arzının önemli ölçüde artması ile aynı zamanda faizlerin tarihi düşük seviyelere gerilemesi sonucunu doğuran bu durumun GOÜ’ler için yarattığı en büyük tehlike enflasyonist baskıların artması riskidir.

Öte yandan, GOÜ’lerin kamu harcamaları açısından gelişmiş ülkelerden farklı özellikler arz ettiklerini de dikkate almak gerekir. Gelişmiş ülkelerin GOÜ’lere nazaran ekonomilerinin reel sektörden ziyade, finans sektörüne dayandığı göz önünde bulundurulduğunda, gelişmiş ülkeler bir finans krizi olan son ekonomik krizden GOÜ’lere göre daha çok etkilenmişlerdir. Bunun sonucunda son küresel kriz gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler için farklı ekonomik politika gereklilikleri doğurmuştur.



Gelişmiş ülkeler kriz esnasında ve sonrasında ekonomilerinin dayandığı finans sektörünü kurtarmak amacıyla bütçelerinden büyük paylar ayırıp bütçe açıklarını artırırken, GOÜ'ler bütçe gelirlerini tamamen ekonomik büyümeye katkı sağlayacak alanlarda değerlendirmişlerdir.

Bu dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin harcama yaptıkları bütçe kalemleri de farklılık göstermiştir. Gelişmiş ülkeler, ekonomilerinin krizden çıkışını kolaylaştırmak için finans sektörüne destek sağlayacak harcamaları arttırırken aynı zamanda sosyal harcamalarını da arttırmışlardır. Gelişmekte olan ekonomilerin bütçe harcamaları ise çoğunlukla sosyal alana yönelik olmuştur.



Faiz oranlarındaki düşüşün varlık balonları oluşmasına uygun ortam hazırlaması:

Gelişmiş ülkelerin ekonomik istikrarına dair kuşkular nedeniyle son aylarda GOÜ'lere sermaye akımlarında artış gözlenmektedir. Bu ülkelerde global ölçekte faiz oranlarındaki gerilemeye paralel olarak faizlerin rekor düşük seviyelere gerilemesi varlık balonları oluşması için uygun bir ortam hazırlamaktadır. Avrupa ve Amerika'ya kıyasla bütçe açıklarının daha sürdürülebilir olması ve cari fazla vermeye devam etmeleri GOÜ'lerde kamu kesimine daha istikrarlı bir görünüm kazandırırken, şirket bilançolarının yapısının güçlü olması da özel kesimin global

ekonomide daha güçlü durmasını sağlamaktadır. Bu durum, gelişmiş ülkelerde krizin etkisiyle artan tasarrufların GOÜ'lere yönelmesi için sağlam bir zemin oluştururken, sermaye akımlarının daha çok reel ekonominin finansmanına yöneleceği ve GOÜ'lerde doğrudan yatırımların artacağı düşünülmektedir.

Öte yandan, GOÜ'ler yetersiz iç talep ve ihracata dayalı ekonomileri (özellikle Asya ülkeleri) ile global piyasalarda yüksek risk primli (yüksek betaya sahip) ülkeler olarak nitelendirilmektedirler. Bu yüzden, olası bir resesyonda global tasarruf dengesinin bozulması ile diğer gelişmiş ülkelere çok daha kötü finansal ve ekonomik bir karışıklığa maruz kalabilirler.

Sonuç olarak...

GOÜ'lerin yeni bir kriz ihtimaline karşı, güçlü büyüme dinamikleri yeni dış ticaret ilişkileri, üretim yöntemleri ve yüksek döviz rezervleri ile dirençli olmalarını sağlayan faktörlere rağmen, zayıf iç tüketim, kamu açıklarının artmış olması, faiz oranlarının rekor düzeylere gerilemesi gibi unsurlar nedeniyle, kırılganlıklara sahip oldukları görülmektedir. Bu nedenle global ekonomik ve finansal risklerden uzak ayrı bir dünya oluşturdukları söylenemez. Ancak, 2007 küresel krizi öncesinde gelişmiş ülkelere yakınsamaları (convergence) ve gelişmişlik açısından onları yakalamaları (catch up) konusunda pek çok tartışma bulunan GOÜ'lerin, gelişmiş ülkelerin ekonomik performansının önümüzdeki on yıllık süreçte yavaş seyredeceği beklentisi ışığında artık daha güçlü bir görünüme sahip oldukları ortadadır. Yine de, GOÜ'ler toparlanma dönemlerinde güçlü duruşları ile dünyanın geri kalanından ayrışıyor gibi görünseler de, finansal dalgalanmalar söz konusu olduğunda aynı havuzda yer aldıkları da bir gerçektir. GOÜ'lerin ekonomik performanslarındaki bu nispi gelişme (outperformance) ve gelişmiş ülkelerin performans azalışı (underperformance) devam ettiği takdirde, GOÜ'lerin nispeten negatif bir decoupling yaşayacağı da öngörülmektedir.

Euro/Dolar Paritesi'ndeki Yükselişi Destekleyen ve Sınırlayan Faktörler

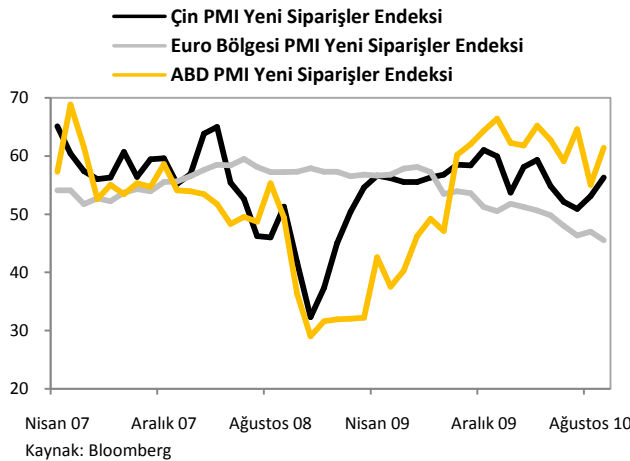
ABD'de 2010'un üçüncü çeyreğinden itibaren fiyat baskılarının azalmasına ek olarak, ekonomik aktivitenin toparlanma hızının gerilemesi, Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) resesyondan yeni çıkan ve işsizliğin hala çok yüksek olduğu ekonomiyi canlandırma çabasının artacağı beklentisine neden olmuştur. FED'in bu kaygı ile para politikasını daha da gevşeteceği beklentisi Eylül ayından itibaren dolar'ın diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu çalışmada dolar'ın esas olarak euro karşısında değer kaybına yol açan faktörler incelenerek, mevcut konjonktürde euro/dolar paritesindeki yükselişi sınırlayıcı etkenler ortaya konulmaktadır.

EUR/USD Paritesinin Yükselmeye Neden Olan Faktörler

Amerikan Merkez Bankası (FED) 21 Eylül'de gerçekleştirdiği son toplantısının ardından yaptığı açıklamada ikinci kez niceliksel genişlemeye (QE2) gidebileceğine dair açık bir ifade kullanmasa da, ekonomiye dair yaptığı değerlendirmeler ve kullandığı üslup ile bu yönde sinyaller vermiştir. FED toplantısı öncesinde oluşan beklentiler giderek artarak EUR/USD paritesinin Eylül ayından itibaren belirgin bir yükseliş trendine girmesine yol açmıştır. 1.26 seviyelerinden yükselişine başlayan parite Ekim ayının ilk haftasında 1.40 seviyesine yaklaşmıştır. Paritenin yükselişi temel olarak, ABD ve Euro Bölgesi arasındaki faiz farklarının önümüzdeki dönemde artabilecek olması ile açıklanabilir. Söz konusu farkın artması ise esasında her iki ekonominin mevcut görünümünü ile ilgili değerlendirmelere bağlı görünmektedir.

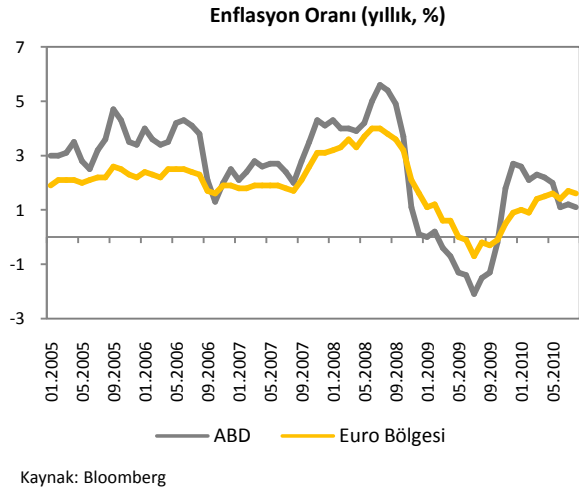
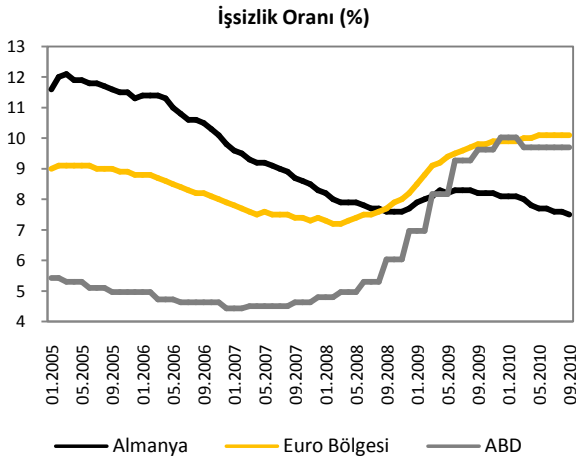
i. ABD ve Euro Bölgesi'nin ekonomik görünümü

ABD ve Euro Bölgesi'nin son dönemdeki büyüme performansı değerlendirildiğinde her iki ekonominin de toparlanma yönünde çok da iyimser bir ilerleme kaydetmediği görülmektedir. Her iki ekonomi de maliye politikası bakımından çeşitli kısıtlar altındadır. Euro Bölgesi ülkeleri yüksek kamu açıklarının ülke risklerini artırmalarını önlemek amacıyla daraltıcı mali tedbirler almaya başlarken, ABD'de resesyon nedeniyle uygulanan genişleyici maliye politikasının bütçe açığı ve borç stokunu rekor seviyelere yükseltmesi, bundan sonra mali önlemlerin artırılabilmesi imkanını sınırlamaktadır. Bu bakımdan, gerek ABD'de gerekse Euro Bölgesi'nde ekonomik aktivitede belirgin bir artış beklenmemektedir. Euro Bölgesi'nin öncül büyüme göstergelerinin son dönemdeki beklenenden kötü olmayan performansının da daraltıcı mali önlemlerin etkilerinin gecikmeli olarak görüleceği dikkate alınarak değerlendirilmesi gerekir.



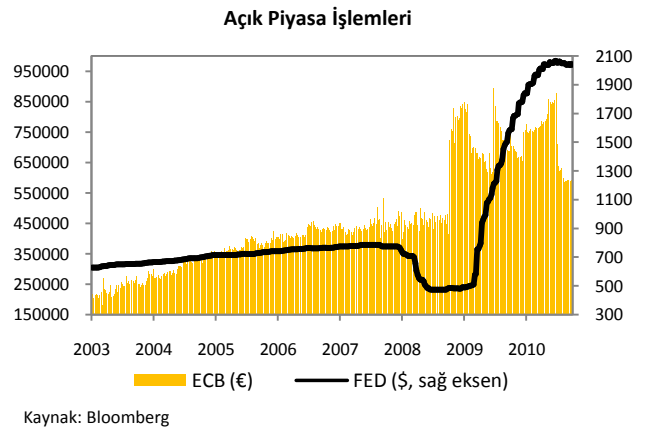
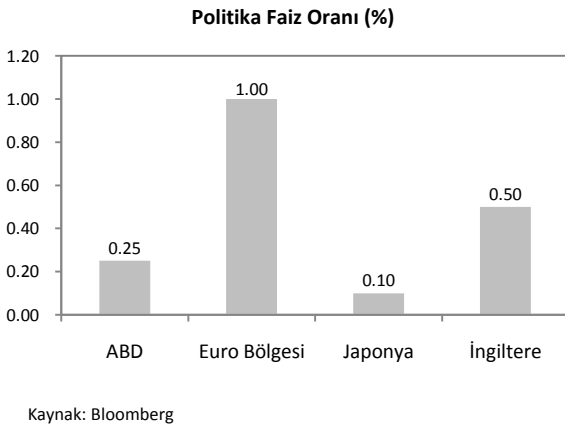
olmadığını göstermektedir

Öte yandan, büyüme performansının en önemli öncül göstergelerinden olan Satın Alma Yöneticileri Endeksi'nin (PMI) yeni siparişler alt endeksi incelendiğinde, son dönemde Euro Bölgesi'nde düşüşün devam ettiği ancak, ABD'de ise önümüzdeki dönem için üretim performansını yansıtan endekste, global ekonomik büyümedeki katkısı devam eden Çin'de olduğu gibi, toparlanma görülmektedir. Bu durum, şimdilik ABD'ye göre nispi olarak daha güvenilir görülen Euro Bölgesi'nin aslında büyüme açısından çok da güçlü kartlara sahip



Her iki ekonominin işsizlik rakamları karşılaştırıldığında ise, Euro Bölgesi'nde işsizlik oranının daha yüksek olduğu, ancak Euro Bölgesi'nin lokomotifi durumundaki Almanya'nın işsizlik oranının ABD'den oldukça düşük olduğu ve 2009 yılı Şubat ayından bu yana düşüş trendi içinde olduğu görülmektedir. Öte yandan, Euro Bölgesi'nde enflasyonun ABD'ye kıyasla bir miktar daha yüksek olduğu ve ABD'nin aksine hafif bir artış eğiliminde olduğu görülmektedir. ABD ekonomisine dair deflasyon endişeleri devam ederken Euro Bölgesi'nin nispeten daha yüksek bir enflasyon oranına sahip olması, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) sıkı para politikasını da desteklemektedir.

ii. FED'in ikinci kez Niceliksel Genişlemeye (QE2) gideceği, buna karşılık ECB'nin sıkı parasal duruşunu koruyacağı beklentisi



Politika faiz oranı %0-0.25 bandında olan FED'in faiz indirimine gitme imkanı kısıtlı olmasına karşın, Hazine tahvili alımları karşılığında piyasadaki likiditeyi artırarak, yeniden niceliksel genişleme politikası uygulama olanağı bulunmaktadır. Nitekim, FED'in 2-3 Kasım tarihlerinde yapacağı bir sonraki toplantısında bu yönde karar alması beklenmektedir.

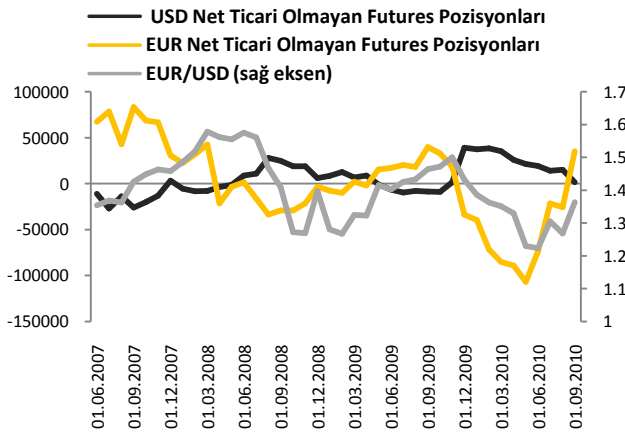
FED'in genişletici para politikasına devam etmesine karşılık, FED'den farklı olarak birincil hedefi fiyat istikrarını sağlamak olan ECB'nin enflasyonist baskıların artabileceği gerekçesi ile sıkı parasal duruşunu koruması beklenmektedir.

Ayrıca, gelişmiş ülke merkez bankaları içinde Avrupa borç krizine rağmen halen faiz oranını en yüksek tutan Merkez Bankası ECB'dir. Böylece, euro cinsinden mali varlıkların getirisi diğer gelişmiş ülke para birimlerinin getirilerine göre daha yüksek kalırken, bu durum EUR/USD paritesinin yükselişinde etkili olmaktadır.

EUR/USD'deki yükselişi sınırlayıcı faktörler

i. Müdahaleler ve dolar cinsinden yatırımlar

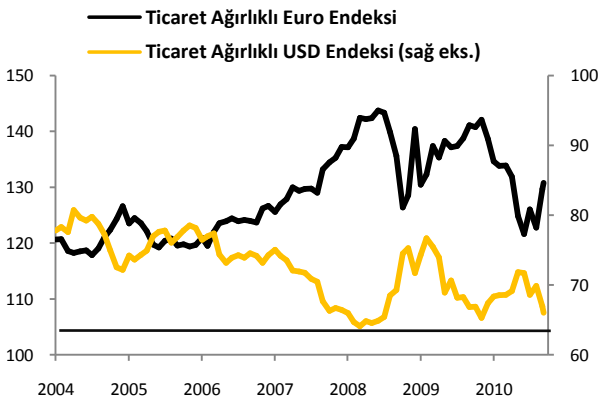
Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahalelerinin doların gücünü etkilediği bilinmektedir. Son dönemde, Japonya Merkez Bankası'nın yendeki aşırı değerlenmeyi önlemek amacıyla piyasadan dolar alması, global ölçekte dolar likiditesini azaltarak dolara geçici de olsa kısmen değer kazandırmaktadır. Brezilya ve Rusya gibi emtia ve enerji ürünleri ihracatına dayalı gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ise merkez bankalarının, sermaye girişleri nedeniyle para birimlerindeki değer artışı konusunda endişeli oldukları görülmektedir. Ayrıca, Çin ve diğer gelişmekte olan Asya ekonomilerinin ihracata dayalı büyüme politikalarını sürdürülebilmek için para birimlerinin değerini düşük tutma eğilimi devam etmektedir. Tüm bu faktörler dolardaki aşırı bir değer kaybını önleyici unsurlar olarak görülmektedir.



Kaynak: CFTC, Bloomberg

Öte yandan, ABD'de açıklanan verilerin ekonomik belirsizlikleri artırması sonucu özellikle Haziran 2009'dan sonra dolar cinsinden varlıklara gelen ticari amaçlı olmayan alımların (long positions) azaldığı buna karşın, spekülasyon amaçlı euro pozisyonlarının arttığı görülmektedir. Dolar cinsinden varlıklara olan talebin azalması ile dolar değer kaybederken EUR/USD paritesi de yükselmektedir. Ancak, spekülasyon amaçlı dolar pozisyonlarının 2009 yılındaki en düşük seviyelerine yaklaşmış olmaları nedeniyle, aşağı yönlü hareket alanının sınırlı hale geldiği düşünülmektedir.

ii. Ticaret Ağırlıklı Dolar ve Euro endekslerinin seyri

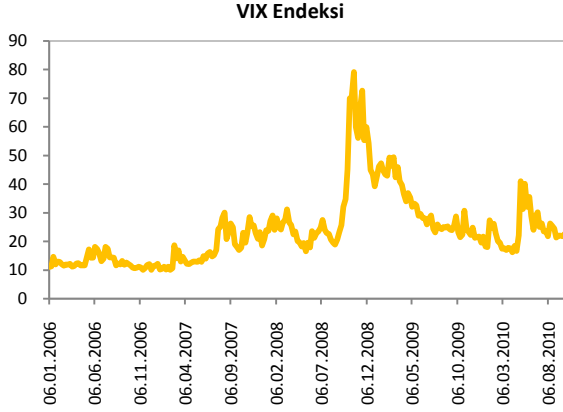


*Deutsche Bank Trade Weighted Index kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg

ABD ve Euro Bölgesi'nin dış ticaret ilişkisinde bulunduğu ülkelerin para birimleri karşısında dolar ve euro'nun reel değerini yansıtmak üzere oluşturulan ticaret ağırlıklı döviz kuru endeksleri (Trade Weighted Index), incelendiğinde dolar endeksinin 2008 yılının son çeyreğinde gerilemiş olduğu en düşük seviyelerine yaklaşmakta olduğu görülmektedir. Bu durum dolardaki değer kaybının sonlarına yaklaşıldığı şeklinde yorumlanabilir. Öte yandan, dolar endeksi ile ters korelasyonu olan euro endeksinin 2008

yılına üçüncü çeyreğinde gördüğü en yüksek seviyeye çok da yakın olmadığı görülmektedir. Bu durum, teknik olarak euro'daki yükselişin güç kaybetmesine neden olabilecektir. Ayrıca, Euro Bölgesi'ne yönelik ekonomik kırılmalıkların euro'daki değer artışını sınırlama ihtimali EUR/USD paritesinde aşağı yönlü hareketin başlama olasılığını artırmaktadır.

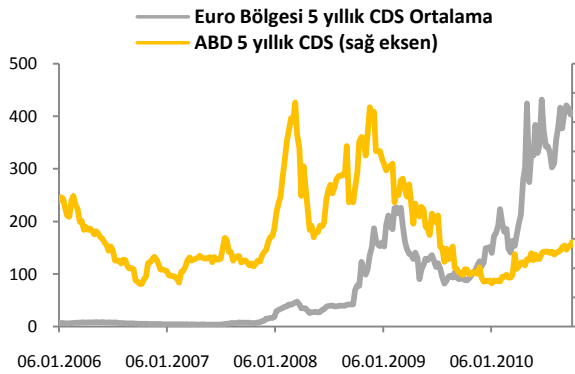
iii. Risk iştahının kriz öncesi seviyelerine ulaşmamış olması



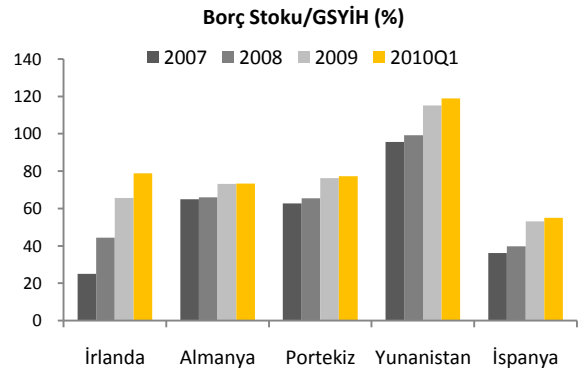
Kaynak: Bloomberg

Uluslararası piyasalarda riskli varlıklara olan talep giderek artsa da küresel risk iştahının hala resesyona öncesindeki seviyelerine ulaşmadığı görülmektedir. ABD, Euro Bölgesi ve diğer gelişmiş ülkelerde açıklanan PMI ve sanayi üretimi gibi öncül büyüme göstergeleri halen üretim kanalında zayıf sinyaller verirken, olumsuz verilerle birlikte artan belirsizliklerin risk iştahını baskıladığı gözlenmektedir. Risk iştahının son haftalardaki artış eğilimini koruyarak daha güçlü hale gelmesi durumunda, gelişmekte olan ülke varlıklarına olan talebin artmaya devam etmesi doların değer kaybını artırabilecektir.

iv. Euro Bölgesi ülkelerinin riskli görünümü

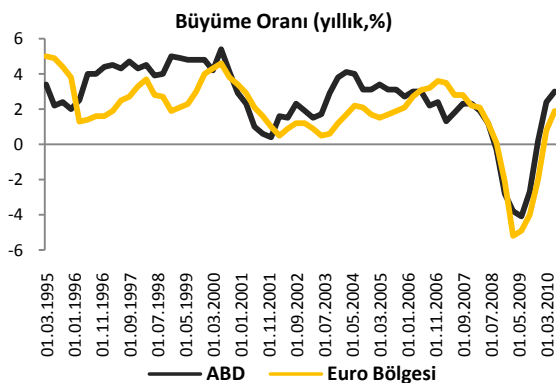


Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

EUR/USD paritesinin yukarı yönlü hareketini sınırlayan bir diğer etken de Euro Bölgesi'ndeki birçok ülkenin, ülke risk priminin yüksek olmasıdır. Yunanistan, İrlanda, İspanya, Portekiz ve İtalya'nın 5 yıllık CDS spreadleri alınarak oluşturulan ortalamaya bakıldığında Mart 2010'dan beri Euro Bölgesi'nin en sorunlu ülkelerinin CDS'lerinin yukarı yönlü baskı altında olduğu dikkat çekmektedir. Ayrıca, Euro Bölgesi kamu borç stokunun Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) içindeki payının 2010'un ilk çeyreği itibariyle %80'in üzerinde olduğu ve özellikle Yunanistan ve İrlanda'nın borç stoklarının artmaya devam ettiği dikkate alındığında Euro Bölgesi'nin kamu göstergeleri açısından çok da iyimser olunamayacağı anlaşılmaktadır. ECB'nin enflasyonist baskıların artması durumunda



Kaynak: Bloomberg

para politikasını sıkılaştırma eğiliminin devam etmesi ihtimali, büyüme görünümünün daha da bozulması durumunda maliye politikası kısıtları altında hükümetlerin önlem alma kabiliyetini azaltabilecektir.

ABD ve Euro Bölgesi'nin büyüme dinamikleri karşılaştırıldığında, Euro Bölgesi'nin ABD

ekonomisindeki dalgalanmaları gecikmeli olarak takip ettiği görülmektedir. Bu durum, ABD'nin büyüme performansının önümüzdeki dönemde azalması halinde, Euro Bölgesi'nin bundan etkilenmesinin neredeyse kaçınılmaz olduğu anlamına gelmektedir. Bu takdirde, ECB'nin, toparlanma sürecinde uygulanmaya başlanan sıkı maliye politikalarına ek olarak para politikasını sıkılaştırması güçleşecektir.

Buna ek olarak, EUR/USD paritesindeki yükseliş dış ticarete etkisi açısından incelendiğinde, Euro Bölgesi ülkelerinin rekabet gücü açısından giderek daha dezavantajlı hale geldikleri görülmektedir. Küresel ekonomideki döviz kuru istikrarsızlıklarının sürdüğü bir ortamda dolar'daki mevcut değer kaybının ise, ABD'nin rekabet gücüne önemli bir katkısı olduğu söylenemez. Dolayısıyla, euro'daki yükselişin dış ticaret imkanları açısından Euro Bölgesi ekonomisinin büyüme performansını azaltıcı etkide bulunduğu söylenebilir. Bu nedenle, rekabet gücünün azalması anlamına gelen euro/dolar'ın yükselişi, hükümetlerin müdahale etme çabalarına yol açabilecektir.

Sonuç Olarak...

ABD'deki parasal genişlemenin devam etme ihtimaline karşılık, ECB'nin para politikasını sıkılaştırma eğilimi euro'ya değer kazandıran en önemli faktör olarak görülmektedir. ECB'nin Ekim ayı toplantısı sonrasında faiz artırımına 2011 yılının üçüncü çeyreğinden önce başlamayacağı beklentisi artmış olsa da, Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin kırılmalıklar sıkı para politikası duruşunun korunması konusunda önemli bir engeldir. Euro Bölgesi ülkelerinin, küresel resesyonun ardından toparlanma konusunda belirgin bir aşama kaydedememiş olmalarına rağmen, kredibilite kaybına uğramalarına neden olan kamu açıklarını azaltma çabası içine girmeleri, kriz öncesinde bile çok da dinamik olmayan büyüme performanslarını olumsuz etkileyebilecektir. Bu olumsuz etkilerin gecikmeli olarak görülmesi beklenirken, ECB'nin enflasyonist baskılarla birlikte yavaşlayan büyüme karşısında zor durumda kalması olasıdır. Tüm bu faktörler euro'nun değer kazanma potansiyelini sınırlamaktadır. Dış talebin zayıf olduğu bir ortamda euro'daki değer artışının olumsuz etkileri, hükümetler ve ECB'yi EUR/USD'nin yükselişi konusunda dikkatli olmaya zorlamaktadır.

Öte yandan, şimdilik ABD'nin ekonomik görünümü konusunda iyimser olmayı gerektirecek fazla gösterge bulunmasa da, parasal otoritenin bu konuda önlem alma çabasının dolar'a olan güveni yeniden sağlayarak paritede düşüşe yol açması ihtimali de bulunmaktadır.

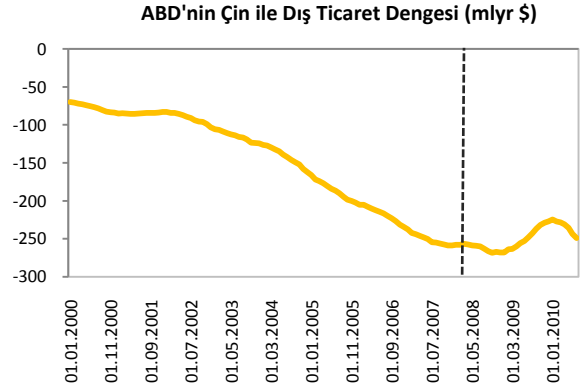
Risk iştahının kriz öncesi seviyelere gelmemiş olması yatırımcıların global istikrarsızlıklar karşısında temkinli olduklarını göstermektedir. Euro'daki değer artışının istikrarlı bir ortamda gerçekleşmiyor olmasının EUR/USD'deki yükselişin tersine dönmesine yol açacak önemli bir faktör olduğu unutulmamalıdır. Ayrıca, Ticaret Ağırlıklı USD ve EUR Endeksleri ile spekülasyon dolar pozisyonları da paritede geri dönüşün başlayabilme olasılığına işaret etmektedir.

ABD ve Çin Arasındaki Kur ve Ticaret Savaşının Olası Sonuçları

Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) 1990'larda atlattıkları ciddi krizlerin ardından, krizlere karşı koyabilmek ve dünya ekonomisinde daha fazla söz sahibi olabilmek amacıyla düşük değerli döviz kuru politikaları uygulamaya başlamışlardır. Bu politikalar ülkelerin yüksek cari fazla elde etmelerini sağlarken, ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerin iç talebe dayalı büyüme performansları yüksek cari açık ve kamu açığı vermelerine neden olmuştur. Global ekonomide önemli dengesizlikler oluşturan ve küresel krizle birlikte gelişmiş ülkelerin uğradığı şokun ardından sürdürülebilirliği daha da güçleşen bu durumun ortadan kaldırılabilmesi için gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ödünler vermesi gerekmektedir. Bu çalışmada, son dönemde kur ve ticaret savaşları adı altında tekrar gündeme gelen bu tartışmalar ABD ve Çin örneğinde ekonomik etkileri bakımından incelenmektedir.

ABD ile Çin arasındaki kur tartışmaları neden tekrar gündemde?

Küresel kriz nedeniyle ABD'nin bozulan ekonomik görünümü dolara değer kaybettirirken, bu durum büyümedeki yavaşlama ile birlikte, ABD'nin 2007 yılında 800 milyar doların üzerine çıkmış olan cari işlemler açığının 2009 yıl sonunda 400 milyar dolar'ın altına gerilemesine yol açmıştır. ABD'nin Haziran 2009'da sona erdiği ilan edilen resesyon sonrasında beklenenden yavaş bir hızda toparlanıyor olmasına karşın, Çin'in büyüme temposunun artmaya devam etmesi ABD'nin Çin'e karşı verdiği dış ticaret açığını yeniden artırmaya başlamıştır.



Kaynak: Bloomberg

2000'li yıllarda artan kredi genişlemesine bağlı olarak iç talebe dayalı bir ekonomi haline gelen ABD'de, hane halkı borçluluğunun artış hızı azalmakla beraber halen çok yüksek seviyelerde (2010 2. çeyrek itibarıyla 13.45 trilyon dolar) olması nedeniyle, iç tüketim büyümeye istenen katkıyı sağlayamamaktadır. Bu koşullar altında, ABD'nin resesyonun ardından ihtiyaç duyduğu hızlı büyüme temposuna kavuşmak için deneyebileceği yollardan biri de cari açığını azaltmaktır. ABD'de büyüme kaygılarının arttığı ve enflasyonist baskıların azaldığı mevcut ortamda, rekabet gücüne ilişkin kaygıları çerçevesinde hareket etmesi, orta ve uzun vadede global ekonominin istikrarı açısından da anlam taşımaktadır.

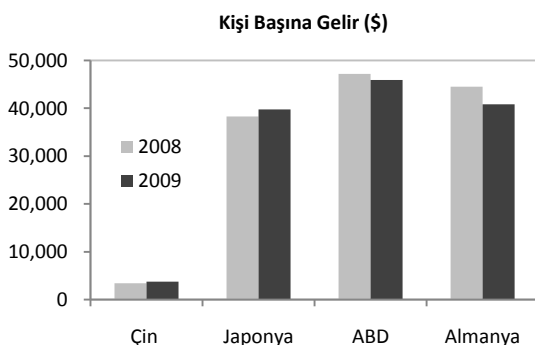
ABD, Çin ile gireceği bir ticaret savaşından nasıl etkilenir?

i. Çin ile yapılan dış ticaret hacminin yüksekliği ve dış ticaretin mal kompozisyonu

Çin, ABD'nin ithalatında %19 oranındaki payı ile ilk sırada, ihracatında ise %6.6'lık payı ile Kanada ve Meksika'nın ardından üçüncü sırada gelmektedir. İki ülke arasındaki ticaretin bu kadar yoğun olması, ABD tarafından Çin'e uygulanabilecek dış ticaret engellerini sınırlandırabilecek en önemli faktördür.

Bunun yanında dış ticarete konu olan malların kompozisyonu da ticaret engellerinin uygulanmasını kısıtlayabilecektir. ABD'nin Çin ile yaptığı dış ticaretin yaklaşık %95'i mamul mallardan oluşurken, ABD %5 civarındaki imalat dışı mal ticaretinde fazla vermektedir. 2009 yılı verilerine göre iki ülke arasında dış ticaretin mal kompozisyonu incelendiğinde ABD'nin Çin'e yaptığı ihracatta dayanıklı mal grubu tutarının dayanıksız mal grubundan 2.2 kat; ithalatta ise dayanıklı malların dayanıksız mallardan 2.7 kat fazla olduğu görülmektedir. Ayrıca, dayanıklı mal grubu içinde ara malı ticareti, nihai ürün alım satımına göre daha yoğundur. Ticaret esnekliği nihai ürünlere göre daha düşük olan ara mallarının iki ülke ticaretinde ağırlığı oluşturması ticaret engellerinin etkinliğini, ekonomik aktiviteyi yavaşlatabilecek olması bakımından sınırlandırabilecektir. Ayrıca, ABD'de üretim faktörlerinin nispi olarak pahalı olması, Çin'den yapılan ithalatın ikame edilmesini de güçleştirebilecektir.

ii. GOÜ'lerde iç talebin düşük olması ve global talep koşulları ABD'nin kur avantajı elde ederek rekabet gücünü artırma çabasını sınırlamaktadır



Kaynak: IMF

Küresel resesyon nedeniyle global ekonomide yaşanan toplam talep daralması ABD'nin karşı karşıya olduğu dış talebi de sınırlamaktadır. Gelişmiş ülkelerin büyüme konusunda daha olumsuz görünüme sahip olmaları nedeniyle, dış talebin önemi özellikle bu ülkeler için büyüktür. Öte yandan, GOÜ'lerde iç talebin nispeten

düşük olması, bu ülkeleri rekabetçi politikalar uygulamaya iterken, gelişmiş ülke malları için geçerli olan dış talebi de kısıtlamaktadır. Kişi başına gelirin 3,400 dolar civarında olduğu Çin, yüksek büyüme performansı ve global hasıla içindeki payının giderek artmasına rağmen, GOÜ'ler içinde iç talebin en düşük olduğu ülkeler arasındadır. Bu nedenle, ABD'nin dış ticaret avantajı elde etmesi Çin'de kişi başına gelirin ve iç talebin artmasıyla sıkı bir ilişki içindedir. Dış talep koşullarına dair bu kısıtlama ABD'yi dünya genelinde enflasyonist baskıları artırıcı bir parasal genişleme çabasına sahip hale getirmektedir.

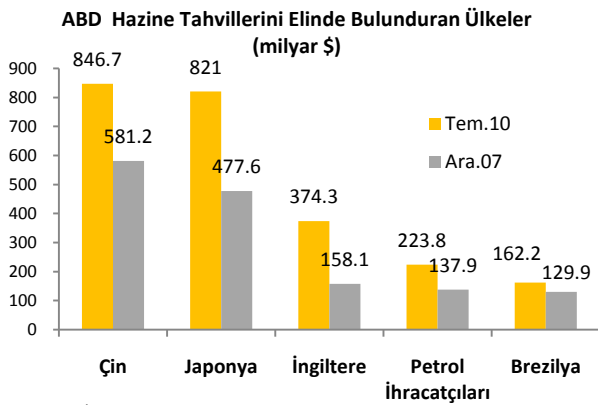
Kutu 1: Korumacı Politikalar

Korumacı politikalar esas olarak, bir ülkenin yerli üreticisinin dış rekabet karşısında korunmasını sağlamak için uygulanan dış ticaret politikalarına verilen isimdir. Gümrük tarifeleri, kotalar, sübvansiyonlar, kur manipülasyonları ve ithalat yasakları temel olarak kullanılan korumacı politika araçlarıdır.

- **Kur Manipülasyonu:** Hükümetlerin kura müdahale ederek yerel paranın değerini düşürmesidir. Bunun sonucunda ihracatın maliyeti düşerken, ithalatın maliyeti de artacak böylelikle ülkenin dış ticaret dengesi desteklenecektir. Bu yöntem uluslararası ticaret anlaşmalarıyla engellenemediği için en çok kullanılan korumacı politikadır.
- **Gümrük Tarifeleri:** İthal edilen mallar üzerine uygulanan vergiler, iç piyasada ithal malların fiyatını artırmaktadır.
- **Kota:** İthal edilen malın miktarı kısıtlanmaktadır.
- **Sübvansiyon:** Yerel firmalara devlet tarafından sağlanan parasal yardımdır.

Günümüzde Çin'in uyguladığı düşük kur politikasının korumacı bir politika olduğu ve uluslararası ticarete avantaj sağladığı söylenebilir. Çin'in bu politikayla, diğer ülkeleri deflasyona sürükleyen haksız bir avantaj sağlaması ve son global krizin ardından henüz tam olarak toparlanamayan küresel ekonomide diğer ülkelerin de korumacı politikalar uygulayabilecekleri yönündeki işaretler, dünya ekonomisinin geleceğine dair endişeye sebep olmaktadır.

iii. ABD'nin yüksek kamu açığı

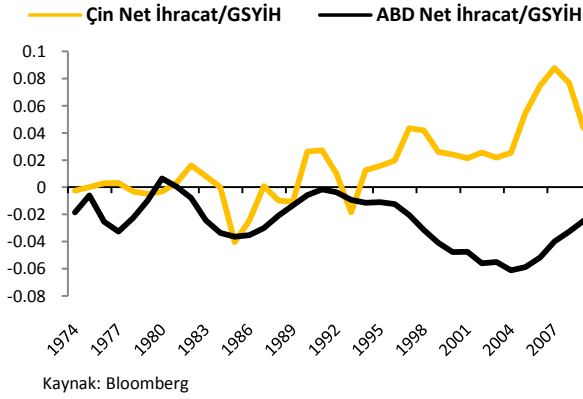


Çin yüksek dış ticaret fazlası ile elde ettiği 2.3 trilyonu aşan döviz rezervi ile dünyanın en çok döviz rezervine sahip ülkesidir. Çin'in döviz rezervleri içinde ABD doları cinsinden varlıkların ve ABD Hazine tahvillerinin payı nispeten yüksektir. Ancak, Çin'in toplam döviz rezervleri içinde ABD Hazine tahvillerinin miktarının Temmuz 2009'dan bu yana azaldığı görülmektedir.

Çin'in en büyük ticaret ortağı olan ABD'nin yuan'ın değerinin artırılmaması halinde herhangi bir ticari yaptırım uygulaması durumunda, ABD tahvillerini elinde bulunduran ülkeler arasında en çok paya sahip ülke olan Çin, rezervlerindeki ABD tahvillerini elden çıkararak

tepkide bulunabilecek, bunun sonucunda ABD doları ciddi biçimde değer kaybedecek ve enflasyon artacaktır. ABD'nin yüksek kamu açığının önümüzdeki 20 yıl boyunca devam edeceği beklentileri, en büyük kreditorü durumundaki Çin'e uygulayabileceği yaptırımları da oldukça sınırlayacaktır.

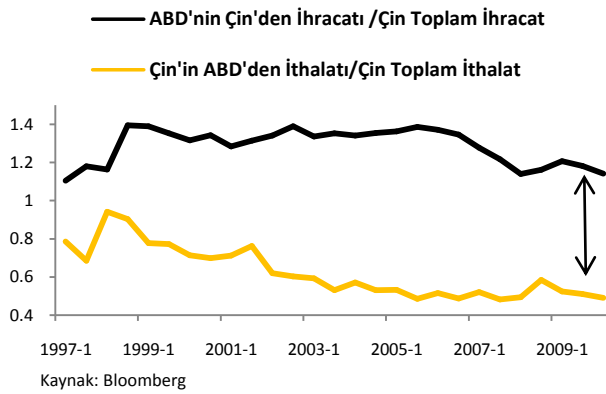
Ticaret Savaşının Çin Ekonomisine Etkileri



ABD ve Çin arasındaki ticaret ilişkisi 2010 yılı içerisinde birkaç kez bozulma noktasına gelmiştir. Örneğin, ABD hükümeti tarafından 5 Şubat'ta Çin'e uygulanan kotaların artırılması üzerine Çin hükümeti de ABD'den ithal edilen tavuk ürünleri üzerine %105 seviyesine kadar anti dumping vergisi koymuştur. Geçtiğimiz hafta ABD Temsilciler Meclisi'nde geçen yasa, döviz kurunu değerli tutma ısrarında olan Çin'in global piyasalardaki görünümü konusunda endişe uyandırmıştır. Söz konusu tasarı ABD'nin, para biriminin değerini yapay biçimde düşük tutan

ülkelere gümrük tarifesi uygulanmasını öngörmektedir. Bu tasarı henüz Senato'ya gelme de ABD'nin Çin'in döviz kuru politikasından rahatsızlığını artık daha net biçimde göstereceği ve yeni bir kur savaşının veya ticaret savaşının başlamakta olduğunu göstergesidir. Grafikte görüldüğü gibi net ihracatın Çin'in Gayri Safi Yurt İçi Hasılası (GSYİH) içindeki payı önemli düzeylerde iken, bu oran ABD ile karşılaştırıldığında olası bir ticaret veya kur savaşının Çin ekonomisine etkilerinin ABD ekonomisi üzerindeki etkilerinden daha şiddetli olacağına işaret etmektedir.

i. Büyüme Oranında Düşüş Görülebilir



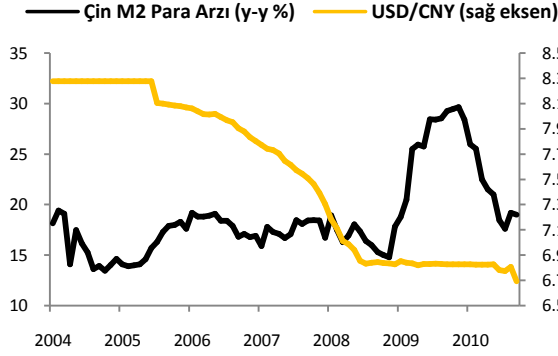
Olası bir kota uygulanması durumunda büyüme açısından bakıldığında ihracata dayalı bir büyümesi olan Çin'in ABD'ye göre bu durumdan orta vadede daha fazla etkileneyeceği görülmektedir. Yandaki grafikten görüldüğü gibi Çin'in ABD'ye olan ihracatı toplam ihracatı içinde büyük bir paya sahiptir. 2009 yılsonu itibarıyla ABD'nin Çin'in toplam ihracatındaki payının %19 olduğu görülürken olası bir ticaret savaşının ABD'nin Çin'den ihracat yapmaması halinde Çin'in reel büyümesinde %1.9 düşüşe

neden olması beklenmektedir. Ticaret savaşı yaşanması durumunda Çin'in bu fazla kapasitesini veya ihracat ürünlerini değerlendirebileceği alternatif bir ihracat pazarına ihtiyacı olacaktır.

ii. İşsizlik Artabilir

Çin'de yatırım oranlarının yüksek olması ve iç talebin düşük olması nedeniyle yurtiçinde oluşan talep ve arzın dengeye gelemediği görülmektedir. Olası bir kota uygulaması durumunda, tüketim koşulları veri iken, üretimde düşüş yaşanması daha mümkün görünmektedir. Üretimin azalması halinde firmalar bazında gelirlerde düşüş yaşanacak ve bu durum ülkede istihdamın önemli ölçüde azalmasına neden olacaktır.

iii. Deflasyonist Bir Ortam Oluşabilir



Kaynak: Bloomberg

ABD'nin Çin'e kota uygulaması durumunda ihracatçı ülke konumundaki Çin'de arz fazlası oluşması sonucu enflasyonist baskıların azalması beklenir. Kota uygulaması sonucu ticaret fazlası azalacak olan Çin'de, enflasyonun gerilemesiyle birlikte Merkez Bankası tarafından piyasaya verilen likiditenin azalması ve bunun da yerel varlık fiyatlarında düşüşe neden olması beklenebilir. Dolayısıyla, yüksek işsizlik oranı ve arz fazlasının fiyatlar genel düzeyinde düşüşe neden olması sonucu Çin ekonomisinin Japonya benzeri bir deflasyon sürecine girmesi söz konusu olabilecektir. Ancak, Çin'in ihracat

yapabileceği tek ülke ABD olmamakla birlikte diğer gelişmekte olan ülkelerle de son yıllarda ticaret ilişkilerinin geliştiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki ayrışma (decoupling) tezi ile özellikle Çin'in Tayvan, Brezilya ve Rusya gibi ülkelerle ticaretinin geliştiği dikkate alındığında, diğer gelişmekte olan ülkeler, Çin için orta ve uzun vadede muhtemel bir pazar oluşturabilecektir.

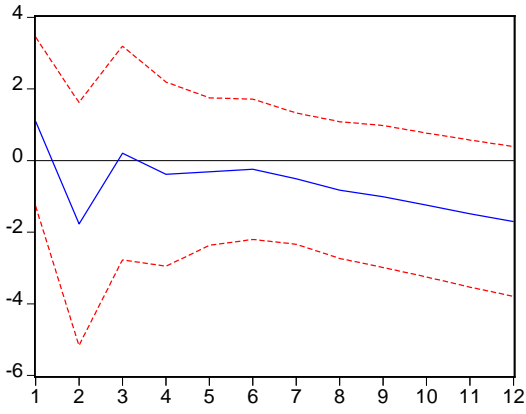
Etki Tepki Analizi: Çin para birimi yuan'ın değerindeki artışa makro ekonomik değişkenlerin muhtemel tepkisi

ABD'nin kota uygulamasının Çin ekonomisine muhtemel etkilerini incelemek amacıyla oluşturulan modelde döviz kuru (CNY/USD) şokuna Çin ithalatı, ihracatı ve büyümeyi yansıtan PMI endeksinin, ayrıca ABD tüketim harcamaları ile büyümeyi yansıtan PMI endeksinin nasıl cevap verdikleri analiz edilmektedir. 2000 yılının başından başlayan ve aylık olarak alınan veri setinde tüm veriler bir önceki yılın aynı ayına göre değişim olarak incelenmiştir.

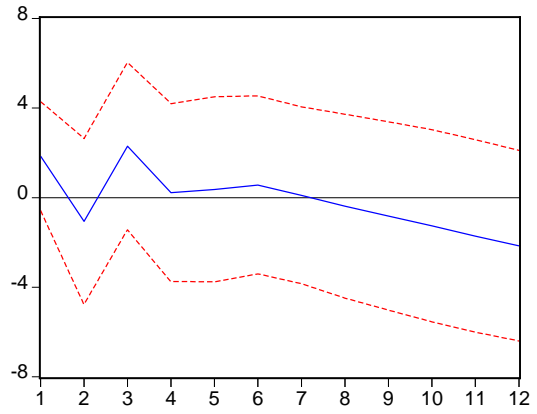
Tüm seriler durağanlaştırıldıktan sonra dinamik bir modelleme yöntemi olan VAR yöntemi kullanılarak oluşturulan modelin R^2 'sinin (değişkenlerin modeli açıklama gücü) 0.98 olarak oldukça yüksek olduğu görülmüştür. Etki-tepki analizine bakıldığında Çin'in ihracatının olası bir yuan değerlenmesi (CNY/USD artışı) sonucunda bir birimlik yuan değerlenmesi şokuna hemen tepki verdiği ve ikinci dönemin sonuna kadar ihracatta düşüş yaşandığı görülmektedir. Daha sonra hafif bir toparlanma görülse de ilerleyen dönemlerde ihracatın negatif tepkisi devam etmektedir. İhracata dayalı bir ekonomiye sahip olan Çin için bu negatif tepki oldukça anlamlıdır ve Çin'in neden yuan'ın değerlenmesini önlemek için çeşitli müdahaleler yaptığını açıklamaktadır. İthalattaki beklenen pozitif tepki ise sadece bir dönem için görülmektedir. Çin'in PMI endeksinin yuan'daki değerlenmeye hemen negatif bir tepki verdiği görülürken büyümenin olumsuz etkilenmesi olarak değerlendirilebilecek bu negatif tepkinin bir süre sonra yavaşladığı görülmektedir. Büyümesi ihracata dayalı olan Çin için yuan'ın değerlenmesi ile büyüme oranında düşüş yaşanması oldukça anlamlı görülmektedir. ABD'nin PMI endeksinin bakıldığında ise endeksin bir birimlik yuan değerlenmesi şokuna ilk iki dönem için negatif tepki verdiği görülmektedir. İkinci dönemden sonra kısa süreli bir artış görülse de olası bir yuan değerlenmesinin ABD'nin istediği gibi büyümesine veya üretimine pozitif bir etki yapmayacağı sonucu çıkarılmaktadır.

Öte yandan, Çin enflasyon oranının ilk dört dönem içerisinde belirgin bir tepki vermediği görülürken dördüncü dönemden sonra negatif tepki oluştuğu dikkat çekmektedir. Paranın değerlenmesi ile alım gücünün artması sonucu enflasyonist baskıların azalması oldukça anlamlı görülmektedir. ABD'de tüketim miktarının ise ikinci dönemden sonra negatif tepki verdiği görülmektedir. Çin'den yapılan ithalata oldukça bağlı olan ABD'de tüketicilerin reel gelirlerindeki düşüşle veya yerel piyasada üretilen daha pahalı ürünlere zorunlu olarak yönelmeleri ile tüketimlerini azaltmaları mümkün görünmektedir.

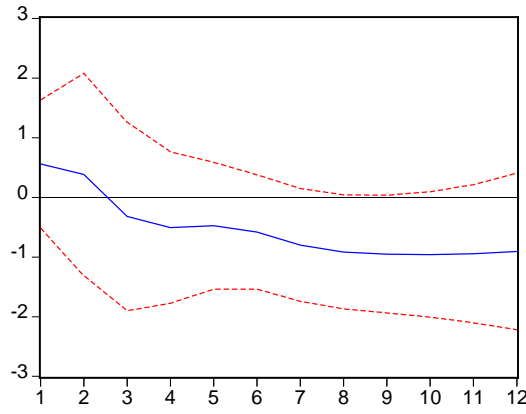
İhracatın yuan'daki değerenmeye tepkisi



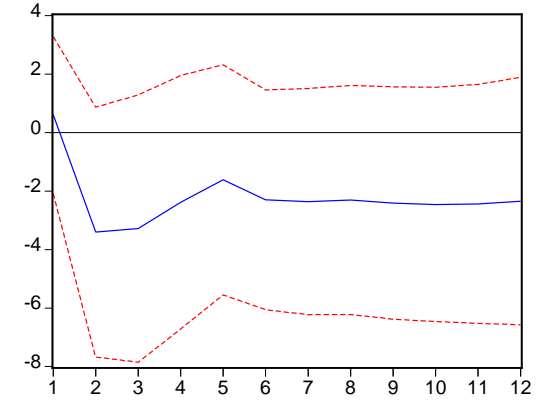
İthalatın yuan'daki değerenmeye tepkisi



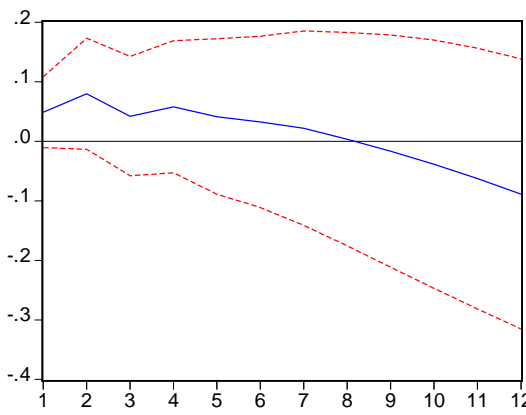
Çin PMI'in yuan'daki değerenmeye tepkisi



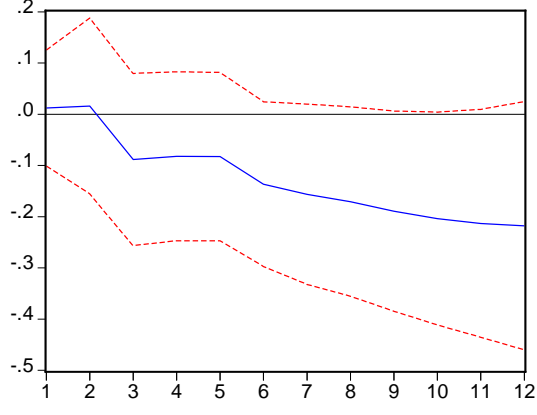
ABD PMI'in yuan'daki değerenmeye tepkisi



Çin enflasyonunun yuan'daki değerenmeye tepkisi

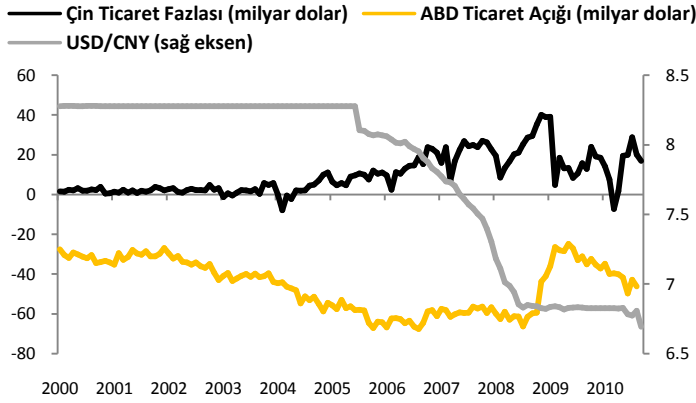


ABD tüketiminin yuan'daki değerenmeye tepkisi



Yuan'ın değer kazanması ticaret dengesizliklerini önlemeyebilir

Çin ekonomisinin piyasa mekanizmasından uzak olduğu dikkate alındığında yuan'ın değerlenmesi zor görünürken, ABD'nin küresel ekonominin sağlığı açısından Çin'in kontrolsüz bir döviz kuruna geçmesi gerektiği açıklamalarına karşılık, Çin'den güçlü bir yuan'ın global ticari dengeye bir katkısının olmayacağı açıklamaları gelmektedir.



Kaynak: Bloomberg

ABD'nin ticaret dengesi ile Çin'in ticaret dengesi arasında oldukça büyük bir fark olduğu dikkat çekmekte ve Çin'in ticaret fazlasının nedeni olarak Çin'in tasarruf fazlası gösterilmektedir. Tasarruf oranlarının oldukça düşük olduğu ABD'nin dış ticaret açığı Ağustos ayında 46.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşirken, Çin'in ticaret fazlası ise 20 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. Global piyasalarda oluşan bu ticaret dengesindeki bozulmanın aslında ABD ve Çin'in tasarruf oranlarından veya kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan bir dengesizlik

olduğu ülkelerin ticaret dengeleri arasındaki farktan açıkça görülmektedir. Yuan'ın 2000 yılının başından beri nominal olarak %19.4 değer kazandığı görülürken ABD ticaret açığının %55.4 arttığı görülmektedir. Bu durum global ticaret dengesizliğinin esas nedeninin yuan'daki değerlenme olmadığının bir göstergesi olabilir.

Özellikle, ABD ve Çin arasında bahsedilen kur savaşlarının gerçekleşmesinin ardından, ticaret savaşları söz konusu olabilecektir. Ancak, kur savaşları sürecinde gelişmiş ülkelerin Çin ve diğer ülkelerin düşük değerli döviz kuru politikalarına karşı koordineli bir şekilde müdahalede bulunmaları olasılığı düşük görünmektedir. Bu süreçte ABD'nin Çin ekonomisine ve Çin'in de ABD ekonomisine bakış açısı önemli görünmektedir.

FED'in Niceliksel Genişleme Politikasının Olası Etkileri

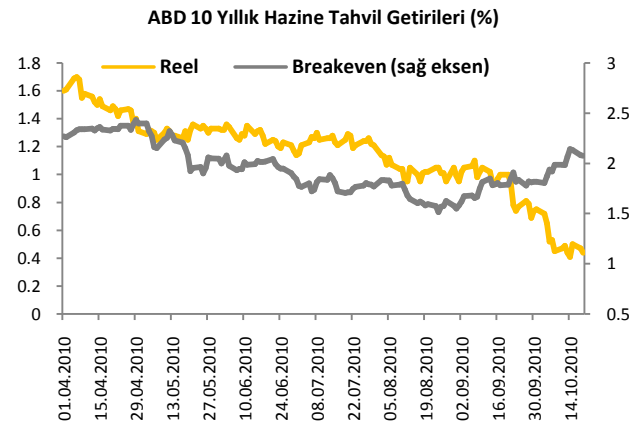
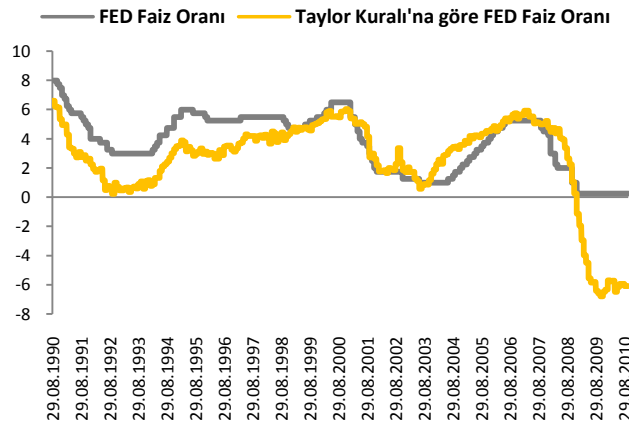
Amerikan Merkez Bankası FED'in küresel finans krizi nedeniyle aldığı parasal önlemler kapsamında uyguladığı niceliksel genişleme (Quantitative Easing) politikasında ikinci aşamaya (QE2) Kasım ayından itibaren geçeceği beklentisi giderek artmaktadır. Bu çalışmada, 27 Eylül 2010 tarihinde yayınladığımız raporumuzun devamı olarak, niceliksel genişleme politikasının ABD ekonomisini ve son dönemde artan fon akımları ile dikkat çeken Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) ekonomilerini ve piyasalarını ne şekilde etkileyeceği incelenmektedir.

QE2 ve ABD Ekonomisi

2007 yılında başlayan küresel finans krizinin dönüm noktalarından biri olan Lehman Brothers'ın iflası, artan risk algılaması ile birlikte hızla yükselen faiz oranları sonucu Merkez Bankalarını finans piyasalarında oluşan karışıklığı önlemek için acil ve olağan dışı önlemler almak zorunda bırakmıştır. Önde gelen merkez bankaları para politikalarını hızla genişletmeye başlarken aralarında döviz takası yapmak üzere anlaşmışlardır. Bu

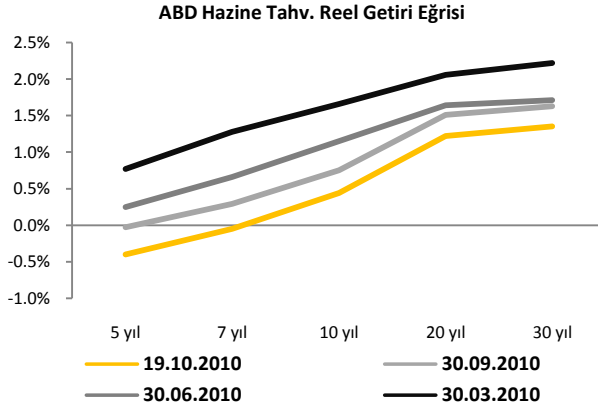
dönemde gerek parasal gerekse mali alanda en ciddi ve çarpıcı önlemlerin alındığı ABD’de, FED, para politikasının herhangi bir limit olmaksızın genişletilebildiği niceliksel genişleme politikasını⁴ uygulamıştır.

FED’in Eylül 2007’de indirmeye başladığı politika faiz oranı bu dönemde (Kasım 2008) %1 seviyesine kadar gerilemiştir. Faiz oranları konusunda hareket alanı daralan FED, bu politika ile piyasalardaki aşırı dalgalanmaları kısa sürede azaltmayı başarmıştır. FED Aralık 2008’den beri faizleri %0-0.25 bandında tutmaktadır. Ancak, FED’in son dönemde çıktı açığının azaltılması ve enflasyon beklentilerinin azalmasını önleme kaygısının artmış olduğu dikkate alınarak hesaplanan Taylor Kuralı’na⁵ göre FED politika faiz oranının olması gereken seviye -%6 düzeyindedir. Bu durum ABD ekonomisinin büyüme performansını artırabilmesi için ilave parasal genişlemeye ihtiyacı olduğunu göstermektedir. FED’in, 2010’un ikinci yarısından itibaren azalan büyüme sinyalleri karşısında alabileceği önlemlerden ilki faiz oranını %0’a çekmektir. Ancak, ikinci kez niceliksel genişlemeye gidilmesi, ekonominin canlandırılmasında faiz oranının %0’a düşürülmesinden daha etkili olacaktır.

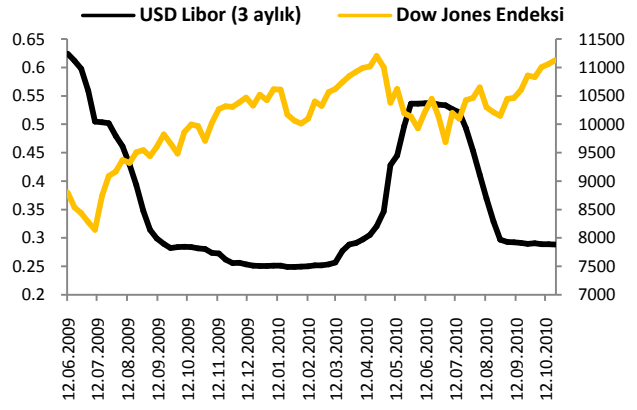


⁴ FED QE1’de ilk olarak Kasım 2008’de mortgage’a dayalı menkul kıymetlerin (MBS) alımına başlamıştır. 600 milyar dolar’a kadar alım yapan FED, Mart 2009’da menkul kıymet alımlarına uzun vadeli Hazine tahvillerini de dahil etmiştir. Menkul kıymet alımlarının toplam tutarı için üst sınırı 1.75 trilyon dolar olarak açıklayan FED, MBS alımları ile emlak ve mortgage piyasalarına, Hazine tahvili alımları ile de sermaye piyasalarına destek olmayı amaçlamıştır. FED, Ağustos 2010’da yaptığı toplantıda portföyündeki itfa olan mortgage’a dayalı menkul kıymetlerin anapara tutarı ile 2 ve 10 yıl vadeli Hazine tahvili almaya devam ederek 2.3 trilyon dolar civarında olan aktif büyüklüğünü koruyacağını duyurmuştur.

⁵ Taylor Kuralı nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden saptması ($\pi - \pi^*$) ve çıktı açığının ($y - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlanan çıktı açığı ve enflasyonun hedefinden saptmasına değişik ağırlıklar vererek faiz oranının belirlenmesinde kullanılan bir kuraldır.



Kaynak: ABD Hazine Bakanlığı



ABD’de gıda ve enerji fiyatları dışlanarak hesaplanan çekirdek tüketici fiyatlarının Eylül ayında yıllık bazda %0.8’e, çekirdek Kişisel Tüketim harcamaları endeksinin (PCE) ise %1.4’e kadar gerilemiş olması, yavaşlayan büyüme göstergeleri yanı sıra FED’in QE2’ye geçmesinin en önemli sebebidir. Enflasyondaki düşüş aynı zamanda nominal getirilerin gerilemesine rağmen reel getirilerin yüksek kalmasını sağlamaktadır. Bu durum, ABD tahvillerine olan talebin son dönemde giderek artmasında etkili olurken, aşırı alımlar tahvil piyasasındaki mevcut trendlerin ani şekilde tersine dönmesi riskini de beraberinde getirmektedir. Öte yandan, FED’in QE2’ye geçmesi artan likidite ve kredi imkanları dolayısıyla ABD’de hisse senedi piyasalarındaki yükselişin de devam etmesini sağlayabilecektir.

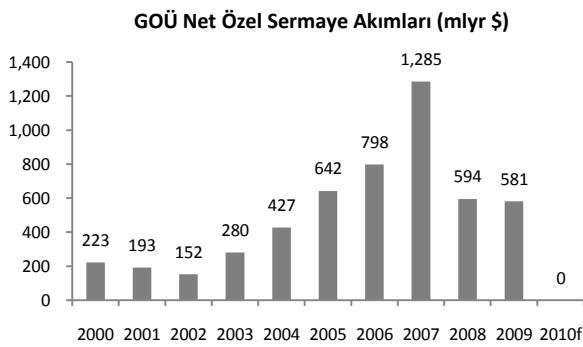
Tablo.1 -Niceliksel Genişlemenin (QE2) ABD Makroekonomik Değişkenleri Üzerindeki Etkileri

Ş1 Trilyon Dolar Genişleme İçin Tahmin Edilen Değişimler	
Makro Değişkenler	Tahmin Edilen Etki
Reel GSYİH	%0.20
Çekirdek Enflasyon	%0.45
İşsizlik Oranı	-%0.50

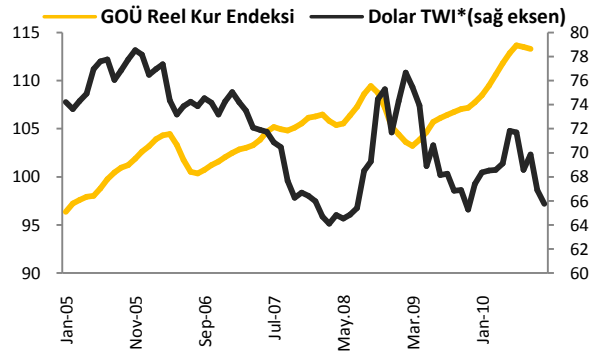
ABD için reel Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), çekirdek enflasyon, işsizlik oranı ve FED’in niceliksel genişleme miktarını gösteren menkul kıymet alımları kullanılarak oluşturulan dinamik modelde (VAR model) modelin açıklama gücünün oldukça yüksek, %97 civarında olduğu görülmektedir. Çeyreklik olarak alınan verilerde 1984 yılının ilk çeyreğinden 2010 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan zaman dilimi incelenmektedir. Modelin sonuçlarına göre FED’in Hazine tahvili alımları karşılığında piyasaya 1 trilyon dolar likidite enjekte etmesi, ABD’nin reel büyüme oranı üzerinde oldukça küçük bir etki yaratırken işsizlik oranında %0.50 düşüğe neden olmaktadır. Çekirdek enflasyonda ise %0.45 civarında bir artış yaratmaktadır. Sonuçlara göre en yüksek etki işsizlik oranında görülürken en düşük etki büyüme oranında görülmektedir. Bu sonuçlar, daha önceki çalışmalarımızda belirttiğimiz, ABD’de ikinci kez niceliksel genişlemeye gidilse bile büyüme bazında toparlanmanın beklendiği kadar hızlı olmayacağı ve U şeklindeki gri senaryonun uzun yıllar devam edeceği şeklindeki görüşümüzü doğrulamaktadır. QE2’nin enflasyon üzerindeki muhtemel etkisi ise deflasyon korkularının biraz da giderilebileceğini göstermektedir. İşsizlik oranındaki tahmin edilen azalış etkisi ise, niceliksel genişlemeyle rağmen, ABD’de işsizlik oranının yüksek seviyelerini uzunca bir süre daha koruyacağına işaret etmektedir.

Gelişmekte Olan Ülke Finansal Piyasaları ve QE2

Global finansal piyasalar son günlerde, FED'in önümüzdeki dönemde \$1 trilyon dolar civarında ikinci bir niceliksel genişlemeye gideceğine ve FED bilançosunun %40 artacağına dair beklentilerle hareket etmektedir. FED'in Kasım 2008'de uygulamaya başladığı niceliksel genişleme politikası (QE1) gelişmekte olan piyasaları da en az ABD ve diğer gelişmiş ülke piyasaları kadar etkilemiştir. Yapılan niceliksel genişleme ile dolar değer kaybetmeye devam ederken yatırımcıların özellikle Asya ve Latin Amerika gelişmekte olan piyasalarına yöneldikleri görülmüştür. 2010'ın ikinci yarısından itibaren ABD ekonomisinin büyüme performansından kuşku duyulmaya başlanması, zaten AB borç krizinin etkisiyle yılın ilk yarısında fon girişlerinin devam ettiği gelişmekte olan ülke piyasalarına ilginin daha da artmasına neden olmuştur. Fon akımlarının temel sebebi, ABD'de likidite artışının faiz oranlarını uzunca bir süre daha düşük seviyelerde tutacak olması sebebiyle oluşan nispi getiri avantajının yanı sıra, özellikle gelişmekte olan Asya ve Latin Amerika ülkelerinin artan ekonomik performansdır.

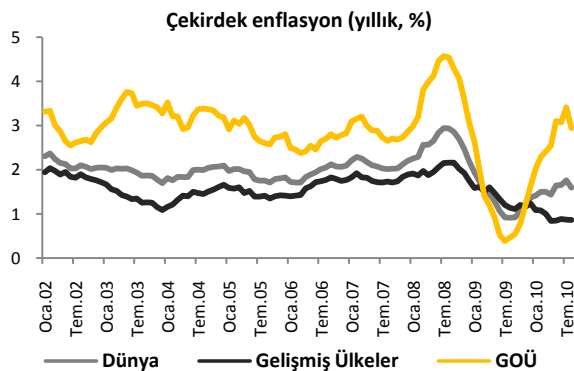


Kaynak: IIF
-IIF tahmini



Kaynak: IMF, Bloomberg
*Ticaret Ağırlıklı Dolar Endeksi

FED'in ilk kez niceliksel genişleme uyguladığı QE1 aşamasında, para politikasındaki bu değişikliğe ilk tepki faiz oranları ile döviz kurundan gelmiştir. QE2'nin de benzer şekilde faiz oranları ve doların diğer para birimleri karşısındaki değerini ilk olarak etkilemesi beklenirken, FED'in politika değişikliğine dair ilk ipuçlarını verdiği Eylül ayından itibaren QE2'ye ilişkin beklentilerin piyasalarda fiyatlanmaya başlanması, doların değer kaybetmesine ve faiz oranlarındaki düşüşün sürmesine neden olmuştur. Ticaret ağırlıklı dolar endeksinde göre dolar Ekim ayı itibarıyla Haziran ayına göre %8.3 düzeyinde değer kaybetmiştir. Bu süreçte gelişmekte olan ülke (GOÜ) piyasalarına olan ilginin devam ettiği görülmüştür. IMF verilerine göre, Gelişmekte Olan Ülkeler Reel Kur Endeksi Ocak-Ağustos döneminde %4.5 civarında değer kazanmıştır. QE2 sürecinde GOÜ para birimlerindeki bu değer artışının devam etmesi beklenmektedir.



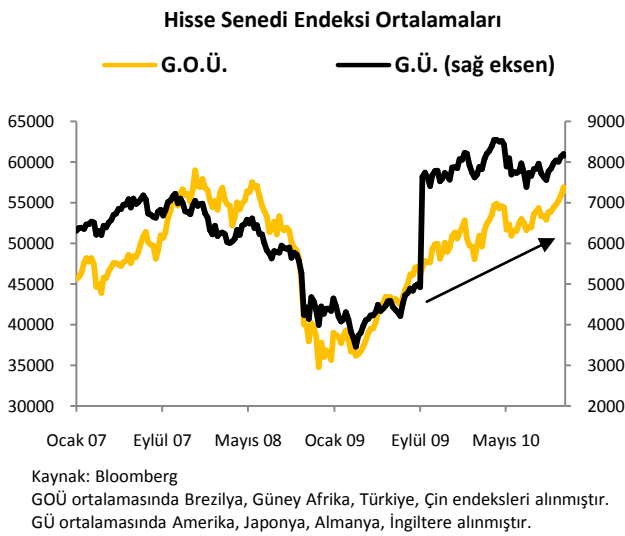
Kaynak: IMF

Artan sermaye akımları sonucu döviz kurunun değer kazanması karşısında GOÜ'lerin verdiği ilk tepkinin sermaye girişlerini kısıtlayıcı önlemler almak olduğu görülmektedir. QE2 sürecinde GOÜ'lerin sermaye girişlerine sınırlama getirme çabalarının devam edeceği ve bu bağlamda kurdaki değer artışını önlemek amacıyla para politikalarını da daha gevşek tutma eğiliminde olacakları öngörülmektedir. Ancak, ABD'deki deflasyonist görünüme karşın GOÜ'lerde ekonomik aktiviteye bağlı olarak enflasyonist baskıların artma ihtimalinin yüksek olması gevşek para politikası konusunda engel oluşturmaktadır.

Yine de FED'in ikinci parasal genişleme hamlesinin global faiz oranlarının bir süre daha düşük seviyelerde

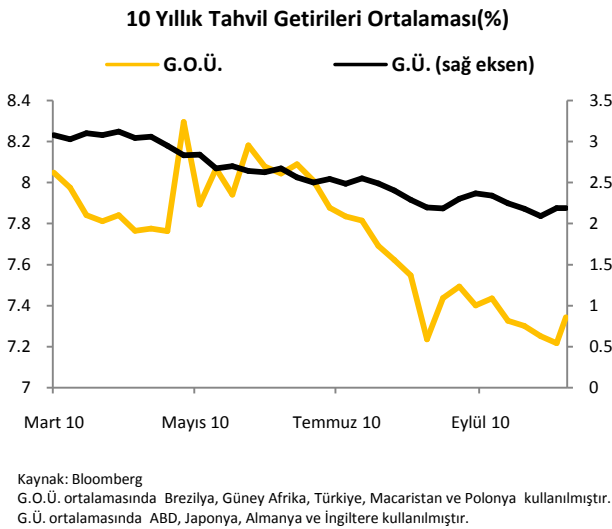
kalmasını sağlaması beklenebilir. Döviz kurundaki değerlenmenin dış ticaret kanalıyla büyümeyi yavaşlatıcı etkisi karşısında, halen belirli bir büyüme temposu kazanmış ve para politikasını daraltma süreci içine girmiş olan GOÜ'ler ise döviz kurunun bir miktar değerlenmesine izin vererek faiz artırımlarını erteleyebileceklerdir. Öte yandan, ABD para birimindeki değer kaybına karşın GOÜ para birimlerindeki değer artışı global cari işlemler dengesizliklerinin azalması açısından önemli olsa da, söz konusu eğilimin devam edeceğini söylemek zordur.

FED'in QE2 politikasının etkisini göstermesiyle ABD ekonomisinin kriz sonrası toparlanma eğilimine devam etmesi halinde GOÜ'lere sermaye girişlerinin azalması beklenebilir. Ayrıca, GOÜ'lerin makro göstergelerine ilişkin olumlu tablonun bozulması da bu sonuca yol açabilecektir. Bu durumda kurda gözlenen değer artışı tersine dönebilecektir. Halen düşük değerli döviz kuru politikası uygulayan ve sermaye hareketleri tam anlamıyla serbest olmasa da doğrudan sermaye girişinin giderek arttığı Çin ise bu süreçte diğer GOÜ'lerden farklı konumunu korumaktadır.



Hisse senedi piyasalarına bakıldığında ise enjekte edilen likiditenin G4 ülkelerinden özellikle Brezilya, Türkiye gibi GOÜ'lere, kur politikalarına bağlı biçimde yöneldiği görülmektedir. Yandaki grafikte görüldüğü gibi seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasası endekslerinin ortalaması alındığında özellikle son zamanlarda yaşanan yükseliş, balon oluşması ihtimali açısından dikkat çekmektedir. ABD'nin düşük büyüme ve niceliksel genişleme beklentileri ilerleyen dönemlerde de GOÜ hisse senedi piyasalarına girişlerin devam etmesini sağlayabilir. Daha önceki çalışmalarımızda da bahsettiğimiz gibi kur savaşlarına da neden olabilecek bu sermaye akımları Brezilya, Çin, Kore ve Rusya gibi

ihracata dayalı ekonomileri olan ülkelere endişe yaratmaktadır.



Tahvil – bono getirilerinin gelişmiş ülkelere göre nispeten yüksek olduğu GOÜ'lerde, devlet ve şirket tahvillerine olan talebin devam etmesi beklenmektedir. Yandaki grafikte görüldüğü üzere, GOÜ'lerde 10 yıllık Hazine tahvil getirileri ortalamasına bakıldığında gelişmiş ülkelerin devlet tahvili getirilerinin ortalamalarından çok daha yüksek olduğu görülmekte, artan tahvil talebi ile birlikte her iki eğri arasındaki marjın daralacağı söylenebilmektedir. Bu durum, GOÜ'lere uzun vadeli kredi temin etmede avantaj sağlarken, bazı GOÜ'ler için büyümeyi destekleyici bir faktördür. Piyasa faizlerinin gerilemesi cari işlemler fazlası veren GOÜ'lerde ise ekonominin aşırı ısınmasına neden

olabilecektir.

Sonuç Olarak...

FED'in Kasım ayındaki toplantısında Hazine tahvili alımlarını artırarak niceliksel genişleme politikasına devam etme kararı alması yönündeki beklentiler giderek artarken, alım tutarına ilişkin tahminler 500 milyar dolar ile 1.5 trilyon dolar arasında değişmektedir. Kurduğumuz ekonometrik modele göre QE2 sürecinde, FED'in 1 trilyon dolar düzeyinde tahvil alımı yaparak bilançosunun aktif büyüklüğünü 3 trilyon doların üzerine çıkarması durumunda deflasyonist baskıları önleyebileceği ve ılımlı bir toparlanma sürecine yeniden dönebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın, işsizlik oranının yüksek seviyelerde kalmaya devam edeceği öngörülmektedir. QE2'nin ABD için en önemli ekonomik sonuçlarından biri döviz kurundaki değer kaybının devam edecek olmasıdır. Piyasa faizlerinin gerilemesi konusunda da etkili olması beklenen programın hisse senedi piyasalarındaki yükselişlere destek olması beklenmektedir.

QE2'nin GOÜ'ler üzerindeki etkisi ilk olarak döviz kuru kanalı ile kendini gösterecek olup, GOÜ'lere fon akımlarının devam etmesi beklenmektedir. GOÜ'lerin döviz kurundaki değer artışının rekabet gücünü azaltmasını önlemek için fon akımlarını sınırlama çabalarını artırmaları beklenirken, artan büyüme performansları gereğince para politikalarını daraltma eğilimlerini de fon akımlarını daha da artıracak olması nedeniyle askıya alacakları düşünülmektedir. Faiz artırımına gidemeyen GOÜ'lerin döviz kurunun değer kazanmasına, ekonominin aşırı ısınmasını önlemek amacıyla bir ölçüde de olsa göz yummaları da beklenebilir.

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312-455 84 89
Bilge Özalp Türkarşlan	Ekonomist	bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Ekonomist	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Selin Düz	Araştırmacı	selin.duz@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Naime Dođan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Senem Güder	Araştırmacı	Senem.guder@vakifbank.com.tr	0312-455 84 76
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, 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.