

İÇİNDEKİLER

❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

2011 YILI TÜRKİYE EKONOMİSİ – 5: Finansal Piyasalar – Faiz Oranı

2011 yılı trendini tahmin edebilmek amacıyla başladığımız 5 aşamalı çalışmamızın makro ekonomik görünümü analiz ettiğimiz ilk dört kısmının ardından bu haftaki çalışmamızda finans piyasalarının 2011 yılı görünümü çerçevesinde faiz oranlarına ilişkin beklentilerimiz ortaya konmaktadır.

Sanayi üretiminin güçlü performansındaki yavaşlama, büyümede aşağı yönlü riskleri gündeme getiriyor...

Sanayi üretim endeksi Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, piyasa beklentilerinin oldukça altında ve VakıfBank Ekonomik Araştırmalar olarak %10 olan beklentimize paralel %10.4 artış gösterirken, aylık bazda %1 oranında azalmıştır. Aylık bazda gerçekleşen bu gerilemenin Ağustos ayındaki %4.2 oranındaki azalışın altında kaldığı dikkate alındığında, sanayi üretiminin kriz sonrası oluşan güçlü baz etkisiyle yıllık bazda çift haneli rakamlarla büyümeye Eylül ayında da devam ettiği söylenebilir.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Gelişmekte olan Ülkelerde Artan Enflasyon Baskıları

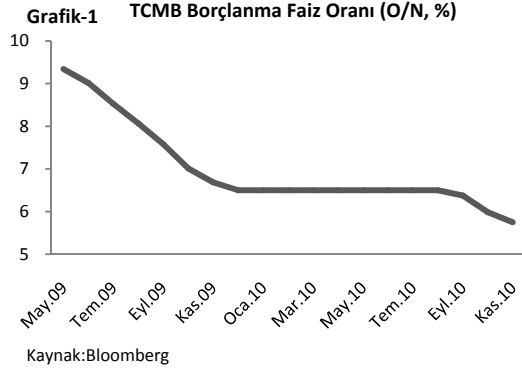
Raporumuzda son dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon hareketleri incelenerek, bu hareketlerin nedenleri üzerinde durulmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde çekirdek enflasyon oranlarında ayrışma görülürken enflasyon oranlarının hala kriz öncesi seviyelerinden düşük olması dikkat çekmektedir. Bu amaçla raporumuzda, son dönemde gıda fiyatlarında izlenen yukarı yönlü hareketler çerçevesinde yaşanan düşük enflasyon seviyelerinin sürdürülebilirliği üzerindeki riskler incelenmektedir.

Gelişmekte olan Ülkelerde Çekirdek Enflasyon Oranlarında Yaşanan Ayrışma

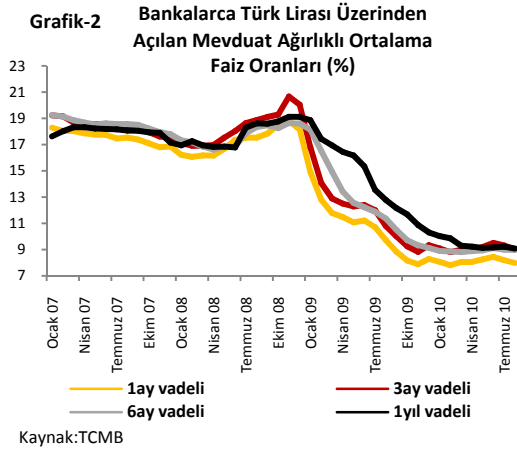
Bir önceki raporumuzda son dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki (GOÜ) enflasyon hareketleri ve nedenleri incelenerek, enflasyonist risklerin arttığına değinilmişti. Bu raporumuzda ise gelişmekte olan ülkelerde çekirdek enflasyon oranlarında yaşanan ayrışma değerlendirilecek, özellikle Türkiye’de çekirdek enflasyon rakamlarında yaşanan düşüşün nedenleri üzerinde durulacaktır. Bu kapsamda Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerdeki dış ticaret kompozisyonu ve reel kurlar karşılaştırılarak yaşanan ayrışmanın nedenleri incelenecektir.

2011 YILI TÜRKİYE EKONOMİSİ – 5: Finansal Piyasalar – Faiz Oranı

2011 yılı trendini tahmin edebilmek amacıyla başladığımız 5 aşamalı çalışmamızın makro ekonomik görünümü analiz ettiğimiz ilk dört kısmının ardından bu haftaki çalışmamızda finans piyasalarının 2011 yılı görünümü çerçevesinde faiz oranlarına ilişkin beklentilerimiz ortaya konmaktadır.



banka mevduatlarına verilen faizler azaldığında bankalar gelirlerini belirli bir düzeyde tutabilmek için kredi faizlerini arttırırken, günümüzde bu durum piyasada fazla likidite bulunması ve rekabet koşullarının farklılaşması nedeniyle geçerliliğini yitirmiş, para politikasının kredi piyasası üzerindeki etkinliği artmış, böylelikle reel faizlerdeki düşük seviyeler kredi faizlerine daha belirgin biçimde yansımaya başlamıştır.



TCMB, Nisan ayında açıkladığı çıkış stratejisi kapsamında küresel krizin etkilerini azaltmak amacıyla geçici olarak devreye soktuğu tedbirleri geri çekmeye başlamıştır. Bu çerçevede piyasadaki fazla likidite kademeli olarak azaltılmış, zorunlu karşılık oranları artırılmış, zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verilmiştir. TCMB'nin kriz süresince uyguladığı politikalarla artan güvenilirliği ve Türkiye'nin risk primlerinin düşük seyretmesi nedeniyle piyasa faiz oranlarının aşağı yönlü trendi devam etmektedir.

Geçmiş yıllarda Türkiye'de TCMB tarafından tutulan

Çekirdek enflasyonun beklenenden daha hızlı gerilemesi de kısa vadeli faiz oranlarının düşük seyretmesinde etkili olmuştur. Önceki haftalarda yayınladığımız 2011 yılı Enflasyon ve Para Politikası raporumuzda da değindiğimiz gibi 2010 yılının ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış ve vergi ayarlamalarıyla oluşan olumlu baz etkisiyle enflasyon rakamlarında düşüşün devam edeceği beklentimiz altında TCMB'nin faizleri 2011 yılının ilk yarısına kadar sabit tutmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Son dönemde global piyasalarda yaşanan sorunların derinleşerek küresel krizde ikinci bir dibe yol açmaması koşulu altında, TCMB'nin 2011 yılının ikinci çeyreğinin sonuna doğru enflasyondaki olumlu bazın tersine

dönmesiyle artan enflasyonist baskılara bağlı olarak faiz artırımına başlamasının mümkün olabileceğini düşünüyoruz. Yıl içinde TCMB'nin toplamda 100 baz puanlık bir faiz artırımına gitmesini bekliyoruz. Fakat, son dönemde ABD ekonomisinde gözlenen yavaşlama belirtilerinin diğer ülkeleri de etkisi altına alması durumunda, TCMB'nin faiz artırımını ötelemesi söz konusu olabilecektir. Özellikle gıda fiyatlarındaki artışa rağmen çekirdek enflasyon göstergelerindeki yatay seyrin 2011 yılında devam etme olasılığı TCMB'nin para politikası duruşunda büyüme yönlü kaygılarla faiz artırımlarını ertelemesine neden olabilecektir. Şu an için beklentimiz TCMB'nin 2011 yılının ikinci çeyreği sonunda faiz artırımına gideceği yönündedir.

2011 Yılında Türkiye’de Faiz Oranlarının Seyrinde Etkili Olabilecek Faktörler

i. Bankacılık Sektörü Bilançosuna İlişkin Beklentiler

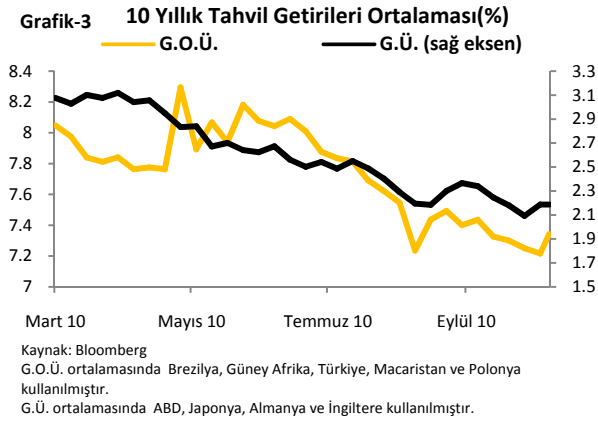
Tablo.1 -Bankacılık Sektörü Projeksiyonları		
Değişken (y/y,%)	2010	2011
Toplam Aktif	18.7	19.9
Kredi	27.3	26.1
MDC	11.0	11.9

Kaynak: VakıfBank

Türk bankacılık sektörüne ilişkin 2011 yılı beklentimiz, sektörün sahip olduğu sağlıklı mali bünyesini koruyarak aktif büyümesini sürdüreceği yönündedir. 2009 yılında büyümedeki yavaşlama nedeniyle kredilerde yaşanan daralmayı, menkul kıymetler portföyünü artırarak telafi eden bankacılık sektöründe 2010 yılında büyüme dinamiği kazandıran ana bilanço kalemi krediler olmuştur.

2010 yılında tahvil getirilerindeki gerileme nedeniyle, menkul kıymetler cüzdanından elde edilen faiz gelirlerinin azalması bankaları kredi plasmanına sevk etse de, tahvil piyasasına artan yabancı ilgisi ve Merkez Bankası'nın faiz oranlarının 2011 yılının son çeyreğine kadar düşük seviyelerde kalacağı söyleminin etkisiyle bankacılık sektörünün menkul kıymetler portföyünü azaltmakta zorlandığı görülmektedir. Öte yandan, 2010 yılında ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunan baz etkisinin 2011 yılında negatife dönüşeceği beklentimiz ışığında kredilerdeki artışın bir miktar sınırlanabileceğini söyleyebiliriz. Ancak, dış talebin zayıf görünümüne karşın iç talepteki canlılık kredi büyümesini destekleyecek önemli bir faktördür. Bu doğrultuda, Türk bankacılık sektörünün kredi portföyünü genişletmeye devam edeceğini ve menkul kıymetlere olan ilgisinin azalacağını söyleyebiliriz. Bu durum tahvil faizlerini artırıcı rol oynasa da, küresel ölçekte tahvil alımlarının devam etmesi ve Türkiye’den gerek yurtiçi ekonomik ve siyasi nedenlerle gerekse küresel risk algılamalarının değişmesine bağlı olarak sermaye çıkışları yaşanmadığı sürece faizler üzerindeki aşağı yönlü baskının çok fazla azalmasını bekleyemeyiz. Ayrıca, kredi plasmanlarının artması sonucu rekabet artışının kredilerden elde edilecek faiz gelirlerini azaltabilecek olması, bankaların menkul değerler portföylerini küçültme eğilimlerini sınırlayabilecektir.

ii. FED’in Niceliksel Genişlemeye Gitmesinin Tahvil Piyasasına Etkisi



2010 yılının ikinci yarısında, Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) ekonomik aktivitenin istenen hızda canlanma gösterememesi ve azalan çekirdek enflasyon karşısında deflasyonist baskıları düşürme gereği duyarak, yeniden niceliksel genişlemeye gideceği (QE2) beklentisinin oluşması, küresel büyüme dinamiklerinin temel kaynağı haline gelen Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) piyasalarına sermaye akımlarını artırmıştır. FED'in yeniden niceliksel genişleme uygulamaya başlaması ABD'de faiz oranlarının uzun bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı beklentisini artırarak, getiri oranlarının nispeten yüksek olduğu ve yatırım fırsatları açısından cazip görünen GOÜ tahvillerine gelen alımları desteklemektedir. Bu arada, küresel ekonomide ikinci bir dip yaşanacağı endişesinin arttığı yaz aylarından itibaren ABD, Almanya ve Japonya'nın Hazine tahvillerine de yoğun alımlar gelmiştir. Bu dönemde Türkiye piyasalarına olan yabancı ilgisi de ciddi biçimde artarken, Hazine tahvillerinin faizleri rekor düşük seviyelere



gerilemiştir. Ekim ayını alıcılı tamamlayan gösterge Hazine tahviline gelen alımların Kasım ayında da sürmesiyle söz konusu tahvilin bileşik faizi %7.55 seviyesine kadar inmiştir.

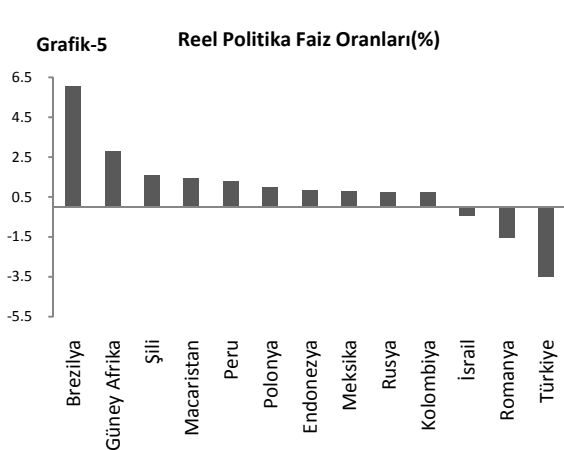
FED'in 2-3 Kasım 2010 tarihlerinde yaptığı toplantıda, Haziran 2011'e kadar 600 milyar dolar tutarında Hazine tahvili satın almayı kararlaştırması, şu an için tahvil piyasalarının alıcılı seyrini desteklemektedir. FED'in alımlarının 2 ve 10 yıllık Hazine tahvillerinde yoğunlaşacak olması bu vadelerde piyasadaki tahvil arzını azaltacağı için, getiri oranlarının gerilemesinde etkili olmaktadır. FED kararının ardından tahvillere küresel ölçekte gelen alımların devam etmesinin temel nedeni ise, faiz oranlarının bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı beklentisi olarak görülmektedir. Ayrıca, FED kararının piyasa beklentileri doğrultusunda olması sebebiyle risk algılamalarının artmamış olması da bir diğer etkindir. FED kararının Türkiye'de tahvil piyasasına kısa vadeli etkisi de küresel piyasalara paraleldir.

Tahvil piyasasının ilk etaptaki tepkilerinin alım şeklinde olmasına karşın, FED'in niceliksel genişleme ile ABD'de enflasyon beklentilerini yükseltmesine paralel olarak, diğer ülkelerde de enflasyonist etkileri olması beklenebilecektir. Nitekim emtia fiyatlarında son haftalarda yaşanan yükselişler de bu ihtimali artırmaktadır. Enflasyonun küresel ölçekte artması durumunda, Türkiye'de enflasyon beklentilerindeki olası bozulma Merkez Bankası'nı faiz artırımına zorlayabilecekken, kurdaki değerlenme nedeniyle azalan rekabet gücü büyüme performansına olumsuz yansıtılabilecektir. Bu durumda Merkez Bankası'nın büyüme ve enflasyon görünümünün yarattığı olumsuzlukların nispi ağırlığına göre tavır alması beklenebilecektir. Şu an için sermaye akımlarını sınırlayıcı tedbirler alma çabası göstermeyen Merkez Bankası'nın daha sonraki dönemde makroekonomik riskler görmesi durumunda sermaye girişlerini sınırlamak üzere faiz oranlarını uzunca bir süre daha düşük seviyelerde tutması beklenebilir. Döviz kurundaki değer artışının enflasyonist baskıları sınırlayıcı etkisi de böyle bir politikada yardımcı olacaktır.

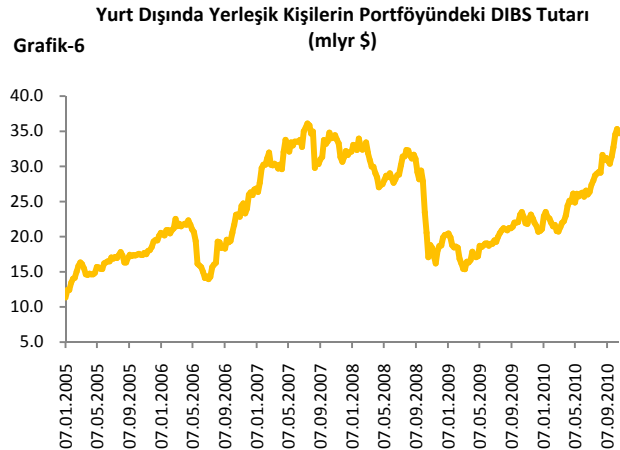
Bununla birlikte, Türkiye'nin halen sermaye girişlerini sınırlamaya çalışan Brezilya gibi emtia ihracatçısı veya cari işlemler fazlasına sahip bir ülke olmayıp, ithalata dayalı ihracat gerçekleştiren bir ülke olduğu dikkate alındığında, sermaye girişlerinde bu ülkelerin gerisinde kalma ihtimali de söz konusu olabilir. Bu durumda, Merkez Bankası'nın faiz artırım kararını her hangi bir şekilde ertelemeyeceği düşünülmektedir.

iii. Küresel Piyasalarda Yaşanabilecek Dalgalanmalar

Türkiye'de faiz oranlarının 2011 yılındaki seyri ile ilgili olarak vurgulanması gereken bir diğer husus da, küresel ekonomide yaşanabilecek olası dalgalanmalardır. GOÜ'lerin ABD'nin nispeten zayıf büyüme görünümünden etkilenmeye başlamaları ve küresel krizde ikinci bir dip tehlikesinin tekrar gündeme gelmesi halinde, küresel tahvil piyasalarındaki aşırı alımların tersine dönmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu durumda Türkiye'de de Hazine tahvillerine sert satışlar gelmesiyle piyasa faizleri de hızla yükselişe geçecektir.



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: TCMB

Türkiye’de reel politika faizlerinin halen negatif düzeylerde, reel piyasa faizleri ise %1’in üzerinde olmasına rağmen yurtdışından fon girişlerinin devam etmesi ve söz konusu portföy akımlarının cari işlemler açığının finansmanında önemli bir kalem haline gelmesi, fon çıkışlarına karşı duyarlılığı artıracaktır. Halen diğer GOÜ’lerle birlikte hareket eden Türkiye’nin küresel piyasalarda olası bir çalkantıda geçmiş dönemlerde olduğu gibi ilk çıkış yaşanan ülkelere riski göz ardı edilmemelidir. Böyle bir ihtimal gerçekleştiği takdirde piyasalarda artan tansiyonu ve sermaye kaçışlarını önlemek için başvurulabilecek ilk çare faiz artırımları olacaktır.

iv. Kamu Maliyesi Görünümü

Tablo.2-Hazine Finansman Programı (*)

(Milyar TL)	2009 (Gerçekleşme)	2010 (Program)	2010 (Gerçekleşme Tahmini)(***)	2011 (Program)
I-ÖDEMELER	148.9	200.3	194.8	152.8
İç Borç Servisi	134.2	182.6	178	135
Dış Borç Servisi	14.6	17.7	16.8	17.8
II-FİNANSMAN	148.9	200.3	194.8	152.8
Toplam Borçlanma	150.2	195.3	175.7	131.7
Dış Borçlanma	11.3	13.7	15	12.5
İç Borçlanma	138.9	181.6	160.7	119.1
Diğer Finansman(***)	-1.3	5	19.1	21.1
Toplam İç Borç Çevirme Oranı(%)	103.5	99.5	90	88

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

*nakit bazlı

**Kamuoyuna duyurulan düzenli geri alım programı gerçeklemleri çerçevesinde borç servisi rakamlarında değişiklik olabilecektir.

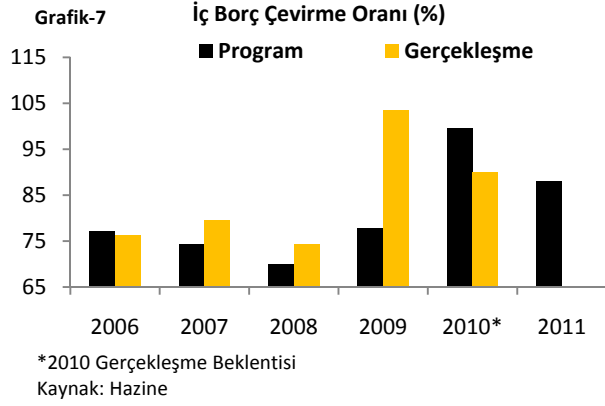
***Nakit bazlı faiz dışı denge, özelleştirme gelirleri, işsizlik sigortası fonundan yapılan aktarımlar, TMSF’den sağlanan gelirler, devirli/garantili borç geri dönüşleri, kasa/banka değişimi ve kur farkı kalemlerini içermektedir.

Hazine’nin Orta Vadeli Program (OVP) ve Merkezi Yönetim Bütçesi (MYB) öngörülleri göz önüne alınarak hazırladığı, 2011 Hazine Finansman Programı, 2010 yılı gerçekleşme tahminlerinin Kasım 2009’da yayınlanan hedeflerden daha başarılı bir performans göstermesi nedeniyle aynı olumlu havanın 2011 yılında da yaşanması ihtimaline işaret etmektedir.

2010 yılında Hazine tarafından ihale yöntemiyle ilk kez 10 yıl vadeli, sabit faizli ve enflasyona endekli Devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) ihraç edilmesi önemli gelişmelerden biri olarak göze çarpmaktadır. DİBS alımlarına ek olarak, 2010 yılında ilk kez düzenli geri alım programı başlatılması ve daha önceden ihraç edilen DİBS’lerin bir kısmının önceden ilan ederek geri alınmaya başlanması da olumlu politikalar olmuştur. Gerçekleştirilen bu iki politikanın, Hazine’nin sattığı kağıtları geri alarak piyasaya likidite sağlaması ve yine yüksek fiyatlarla sattığı kağıtların geri alınması yoluyla düşük faizli yeni kağıtlar satarak maliyeti düşürmesi gibi olumlu yönlerinden bahsedilebilir.

2010 yılında gerçekleştirilen politikalardan bir diğer önemli olan ise iç borçlanma vadesinin uzatılması suretiyle faizlerin düşürülmesi olmuştur. Bu doğrultuda kriz yılı olan 2009 yılında 35.3 ay olan nakit iç borçlanma ortalama vadesinin 2010 yılı Ocak- Ekim döneminde 40.9 aya uzatılmasıyla, aynı dönemler itibariyle iskontolu iç borçlanmanın ortalama maliyeti %11.6’dan %8.2’ye gerilemiş ve kamu finansmanını en çok rahatlatan unsur olmuştur. Faizlerdeki bu rahatlama iç borç çevirme rasyosunun da gerilemesine yol açmış ve 2010 yılı için başlangıçta %99.5 olarak tahmin edilen toplam iç borç çevirme rasyosunun %90 olarak gerçekleşeceği öngörüsüne neden olmuştur. Açıklanan bu beklentiler doğrultusunda Hazine’nin özel kesimi piyasaya çekme konusunda adımlar attığı söylenebilir.

2011 yılında finansman programı çerçevesinde Hazine'nin toplamda 135 milyar TL iç borç geri ödemesi yapacak olması ve bunu finanse etmek için 119.1 milyar TL iç borçlanma gerçekleştirecek olması beklentisi doğrultusunda, 2011 yılının toplam iç borç çevirme rasyosu %88 olarak öngörülmektedir.



Hazine'nin 2010 yılı Finansman Programı'nda öngördüğü iç borç çevirme rasyosunu %99.5'ten %90'a revize etmiş olması, 2011 yılı için de benzer şekilde ihtiyatlı bir tavır sergileyebileceğine işaret etmektedir. Ancak, Merkez Bankası'nın 2011 yılında sıkı para politikasına geçeceği beklentisi doğrultusunda piyasada aşırı likidite bulunmasını tercih etmeyeceği dikkate alındığında, Hazine'nin borçlanma rasyosunu öngörülen %88 seviyesinin altına düşürmesine ihtiyaç olmayacağı düşünülebilir. Bunun yanında, önümüzdeki yıl genel seçimlerin de yapılacak olduğu dikkate alındığında borçlanma

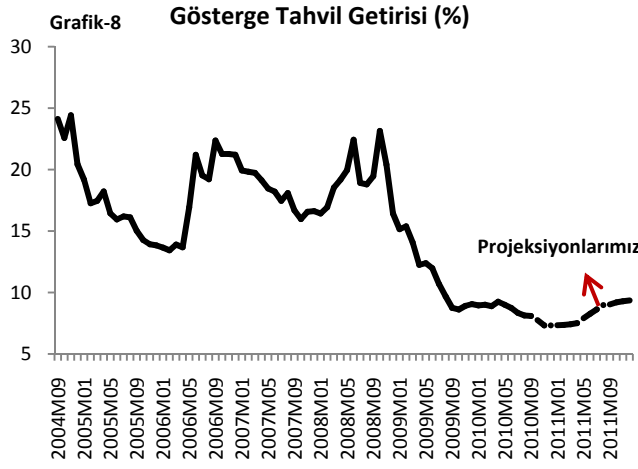
rasyosu hedefinin %90 seviyesinin çok fazla altına düşürülmemiş olması da makul görülmektedir. Hazine'nin finansman programındaki ihtiyatlı görünümün Orta Vadeli Program'da 2011 için öngörülen %40 seviyesindeki borç stoku/GSYİH rasyosu ile uyumlu olması, bütçe disiplini konusunda kredibilite sağlayabilecektir. Dolayısıyla, 2011 yılında borçlanma ve bütçe hedeflerinin tutturulması konusunda sıkıntı yaşanmayacağı ve bu durumun faizler üzerindeki yukarı yönlü baskıları hafifleteceği düşünülmektedir.

2011 yılında Gösterge Tahvil Getirisi Nasıl Bir Seyir İzleyecek?

i. Ekonometrik Analiz

Gösterge tahvil getirisinin 2011 yılındaki seyrini belirlemek amacıyla kurduğumuz ekonometrik modelimizde (gösterge tahvil getiri oranının veri setinin 2004 yılı Eylül ayından başlamasına bağlı olarak), 2004 yılı Eylül ayı ile 2010 yılı Ekim ayı arasındaki aylık veri seti ile çalışılmıştır. 27 Eylül 2010 tarihinde yayınladığımız raporumuzda yer alan gösterge tahvil getirisinin makro ekonomik ve finansal göstergeler ile korelasyon matrisi dikkate alınarak değişkenler belirlenmiştir. Söz konusu korelasyon matrisine göre, menkul değerler portföyü, cari işlemler açığı, manşet enflasyon, çekirdek I-endeksi, TCMB gösterge faiz oranı, gelişmekte olan ülke ortalama faiz oranları ile gelişmiş ülke ortalama faiz oranları ve 5 yıllık Türkiye CDS değerinin gösterge tahvil getirisi ile yüksek korelasyona sahip olduğu dikkat çekmektedir. Teorik olarak Merkez Bankası faizlerinin piyasa faizleri üzerinde temel belirleyici olduğu, korelasyon matrisince de desteklendiği için gecelik borçlanma faiz oranı modele dahil edilmiştir. Bununla birlikte gecelik borçlanma faiz oranı ile enflasyon rakamlarının güçlü korelasyonu değerlendirildiğinde, iki değişkeni beraber modele dahil etmek ekonometrik olarak sorun yaratacağından, geçici fiyat artışlarını da yansıtan manşet enflasyon yerine çekirdek enflasyon tercih edilmiştir. Çekirdek I endeksi için, 11 Ekim 2010 tarihinde yayınladığımız 2011 yılı Türkiye Ekonomisi-Enflasyon başlıklı çalışmamızda yer alan 2011 yılı enflasyon projeksiyonları baz alınmıştır. Nominal döviz kuru ile gösterge tahvil getirisi arasında beklenildiği kadar yüksek bir korelasyon bulunmamasına karşın, nominal döviz kuru modelde ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar vermiştir. Diğer yandan, korelasyon matrisine göre yüksek korelasyon saptadığımız, cari işlemler açığının 12 aylık kümülatif toplamı ve toplam kamu borç stoku ile iç borç stoku değişkenleri modelde denenmiş ve ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar vermediği saptanmıştır. Menkul değerler portföyü değişkeni modele dahil edildiğinde çekirdek I endeksi ile %96 oranında yüksek korelasyona sahip olmasından dolayı ekonometrik olarak sorun yaratacağından bu değişken dışarıda bırakılmıştır. Tahvil-bono piyasasının daha çok yurtiçi makroekonomik verilerden etkilendiği değerlendirildiğinde, yukarıda da değindiğimiz gibi yurtiçi değişkenler ağırlıklı olarak modele dahil edilmiştir. Ancak, özellikle ABD tahvil-bono piyasasındaki hareketler yurtiçi tahvil-bono piyasasını da etkilemektedir. Bu etkiyi yansıtmak amacıyla gösterge 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisi modele dahil edilmiştir. Yanda yer alan değişkenler kullanılarak

oluşturduğumuz modelimizde modelin gösterge tahvil getirisini açıklama gücünün %97.4 ile oldukça güçlü olduğu görülmektedir.



Kaynak: Vakıfbank

Modelin sonuçları değerlendirildiğinde, 2010 yılının sonunda ve 2011'un ilk çeyreğinde gösterge tahvilin getirisinin %8.0 seviyesinin altındaki seyrinin devam etmesi beklenmektedir. FED'in geçtiğimiz hafta 2011 yılının ilk yarısında tahvil alımlarına devam edeceği açıklamalarının yanı sıra, 2011 yılının ilk çeyreğinde enflasyonda geçen yıl yaşanan yükselişlerin oluşturduğu baz etkisi ile sert düşüşlerin beklenmesi gösterge faiz üzerinde aşağı yönlü kırılmalara neden olabilecektir. Diğer yandan, gösterge tahvil getirisinin seyri TCMB'nin faizleri 2011 yılının ilk çeyreğinde değiştirmeden bırakacağı beklentileri ile de uyumlu bir görünüm çizmektedir. 2011 yılının ikinci yarısına doğru USD/TL kurunun hareketi ve enflasyon gelişmeleri ile birlikte piyasada oluşan, TCMB'nin 2011 yılının üçüncü çeyreğinden sonra faiz artırımına gideceği beklentisinin aksine, TCMB'nin faiz artırımına ikinci çeyreğin sonunda geçeceği beklentimiz paralelinde gösterge tahvil getirisinin de yukarı yönlü bir ivme kazanması mümkün olabilir. Diğer yandan, 10 yıllık ABD Hazine tahvilinde de ilk yarının sonuna doğru satış baskısının bir miktar hızlanması beklenmektedir. 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisinin yılın üçüncü çeyreğinde ise yeniden %3.00 seviyesinin üzerinde tutunması mümkün görünmektedir. Yılın son çeyreğinde faizlerdeki yukarı yönlü hareketin hız kesmesi beklenirken, kurduğumuz ekonometrik model paralelinde 2011 yıl sonunda gösterge tahvil getirisinin %9.35 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz. Modelimizde cari açık ve borçlanma verileri ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar vermemesine karşın, önümüzdeki dönemde cari açığın finansmanı konusundaki risklerin sertleşmesi ya da azalması veya Hazine Finansman programında öngörülenden daha olumlu ya da olumsuz bir senaryonun yaşanması durumunda gösterge tahvil getirisinin bu gelişmelerden etkilenmesi kaçınılmaz olacaktır.

ii. Senaryo Analizi

Tablo.3	TÜFE (y/y,%)	USD/TL	TCMB Politika Faizi	ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi (%)*	Gösterge Tahvil Getirisi (%)
Baz Senaryo	7.15%	1.5	8.00%	3.30%	9.35%
1. Senaryo	9.40%	1.55	9.00%	3.90%	11.10%
2. Senaryo	5.50%	1.4	7.00%	2.25%	7.80%

Kaynak: Vakıfbank

*Bloomberg Anketi
2011 yılı Türkiye ekonomisi çalışmalarımız çerçevesinde hazırladığımız değişik senaryolar altında gösterge tahvil getirisi beklentilerimiz Tablo-3'de yer almaktadır. Baz senaryo altında 2011 yılında gösterge tahvil getirisinin %9.35 seviyesinde oluşacağı yönündeki beklentimizi gerekçeleri ile birlikte yukarıda incelemiştik. Baz senaryo altında TCMB'nin 2011 yılında politika faizinde toplamda 100 baz puan artırımına gitmesi öngörüldükçe, kurun daha önceki çalışmalarımızda olduğu gibi 2011 yılında 1.50 seviyesine yükseleceği beklenmektedir. ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirisi beklentisi ise ortalama piyasa beklentisi olan %3.30 olarak alınmıştır. Gösterge tahvil getirisini etkileyen değişkenlerin beklentilerden sapması halinde gösterge tahvil getirisini değişik senaryolar altında incelemenin faydalı olacağını düşünüyoruz. Oluşturduğumuz ilk senaryoda enflasyon için yukarı yönlü

olarak %9.4 değeri baz alınırken, son dönemdeki performansın aksine TL'nin 2011 yılında değer kaybedeceği öngörülmektedir. Ayrıca söz konusu senaryo enflasyonist baskılarla TCMB'nin faiz artırımını konusunda daha agresif olacağı düşüncesi altında oluşturulmuştur. Enflasyonist baskıların arttığı bir ortamda ABD Hazine tahvillerine de satış geleceği öngörülmektedir. Böyle bir ortamda gerek yurtiçi gelişmeler gerekse yurtdışı konjonktüre bağlı olarak gösterge tahvil getirisi üzerinde yukarı yönlü baskıların artacağı düşünüldüğünden, ilk senaryo altında gösterge tahvil getirisinin %11.1 olması öngörülmektedir. Diğer yandan, ikinci senaryoda enflasyonun TCMB'nin de hedefi olan %5.5 oranında gerçekleşeceği analize dahil edilirken, bu senaryoda enflasyonist baskıların görece daha sınırlı olduğunu söylemek mümkün görünmektedir. Enflasyonist baskıların görece yatıştığı bir ortamda TCMB'nin politika faiz oranını %7.00 seviyesinde sabit tutacağını söyleyebiliriz. USD/TL kurunda ise son dönemde gelinen düşük seviyelerin korunacağı varsayımı yer almaktadır. 10 yıllık ABD Hazine tahvillerinde de alımların devam edeceği ve getirinin %2.50 seviyelerinde tutunacağı düşünülmektedir. İkinci senaryo altında gösterge Hazine tahvil getirisinin 2011 yılı sonunda %7.30 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.

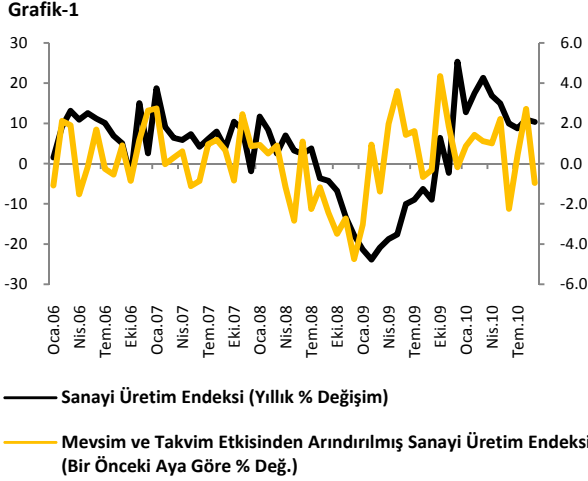
Ekonomik ve Finansal Değişkenlerin Gösterge Tahvil Faizi Üzerindeki Toplam Etkisi

Tablo.5 - Skor Matrisi			
	Olumlu	Olumsuz	Nötr
Büyüme			✓
Enflasyon		✓	
Cari açık		✓	
Bütçe	✓		
Borçlanma	✓		
TCMB Faiz Oranı			✓
Dolar/TL kuru			✓
Toplam Etki	2	2	3

Raporumuzda ele aldığımız makro ekonomik ve finansal değişkenlerle oluşturduğumuz skor matrisine göre, Türkiye ekonomisi için geçmiş dönemlerde en büyük kırılmalık unsurlarından biri olan kamu maliyesi göstergelerinin 2011 yılında piyasa faizleri üzerinde olumlu etkide bulunması beklenmektedir. Cari işlemler açığının ise 2010 yılından itibaren hızlı bir şekilde artış eğilimi kazanması ve dış talebe ilişkin belirsizliklerin devam ettiği bir ortamda, artış eğiliminin 2011 yılında da devam edeceği beklentisi cari açığın finansmanı açısından endişe yaratmaktadır. Ayrıca, cari açığın finansmanında kısa vadeli sermaye girişlerinin ağırlığının

artması, ani sermaye çıkışları karşısında önemli bir risk oluşturmaktadır. 2011 yılının seçim yılı olmasının yanında global piyasalarda emtia fiyatlarında yaşanabilecek artışlar enflasyonist baskı oluşturabilecektir. Bu nedenle cari işlemler açığı ve enflasyon oranı 2011 yılında piyasa faizleri üstünde yukarı yönlü baskıları destekleyebilecektir. Böyle bir ortamda TCMB faizleri artırmak durumunda kalacaktır. Ancak, büyüme ve enflasyon görünümü beklentiler dahilinde gerçekleştiği takdirde, TCMB'nin politika faizleri piyasa faizleri üzerinde olumsuz etkide bulunmayacaktır. TL'nin önümüzdeki yıl sınırlı ölçüde değer kaybedeceği beklentimiz doğrultusunda, dolar/TL kurunun piyasa faizleri üzerinde önemli bir etkide bulunmayacağını düşünmekteyiz.

Sanayi üretiminin güçlü performansındaki yavaşlama, büyümede aşağı yönlü riskleri gündeme getiriyor...



Kaynak: TCMB

Sanayi üretim endeksi Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, piyasa beklentilerinin oldukça altında ve Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak %10 olan beklentimize paralel %10.4 artış gösterirken, aylık bazda %1 oranında azalmıştır. Aylık bazda gerçekleşen bu gerilemenin Ağustos ayındaki %4.2 oranındaki azalışın altında kaldığı dikkate alındığında, sanayi üretiminin kriz sonrası oluşan güçlü baz etkisiyle yıllık bazda çift haneli rakamlarla büyümeye Eylül ayında da devam ettiği söylenebilir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi ise aylık bazda %0.4 oranında gerilerken, yıllık bazda %13.4 artış göstermesine rağmen kriz

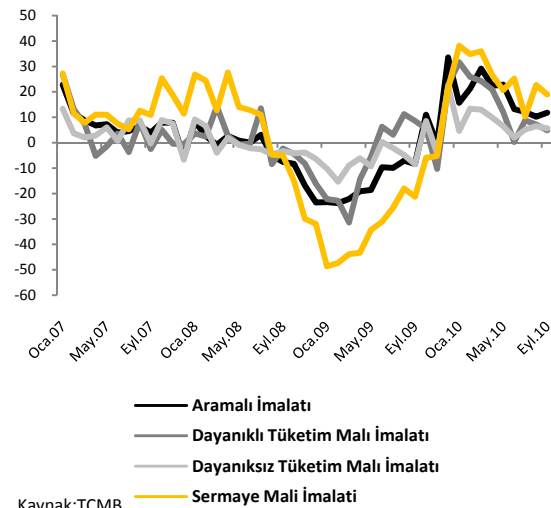
öncesi yüksek sanayi üretimi rakamlarını yakalayamamıştır. Sanayi üretiminin 3. çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %1.22 artması, 2. çeyrekteki %2.7'lik artış göz önüne alındığında sanayi üretimindeki artışın bir miktar yavaşladığını doğrulamıştır. Güçlü baz etkisinin sona ermesiyle, sanayi üretimi yıllık artış oranının önümüzdeki aylarda tek haneli rakamlara dönmesi mümkün görünmektedir. Diğer yandan, sanayi üretiminin yılın 3. çeyreğinde olumlu bir performans göstermesi 3. çeyrek büyüme tahminimiz üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmuştur.

Tablo-1

Sektörler	Yıllık Değişim Oranı (%)	
	Eylül Ayı	
	2009	2010
Petrol Ürünleri	-32.5	7.2
Tekstil	-11.1	4.7
Gıda	-13.5	12.9
Kimyasal Madde	5.5	8
Ana Metal Sanayi	-11.5	11.2
Metalik Olm. Diğ. Mineral	-14.4	15.3
Taşıt Araçları	-14.2	19.4
Makine Teçhizat	6.1	22.1
Giyim	-12.3	3.8

Kaynak: TÜİK

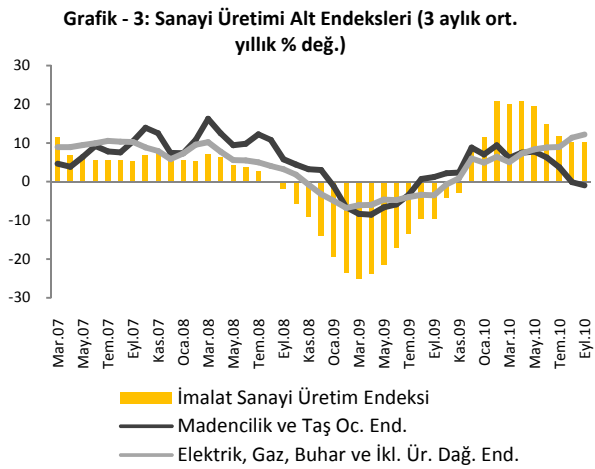
Grafik-2



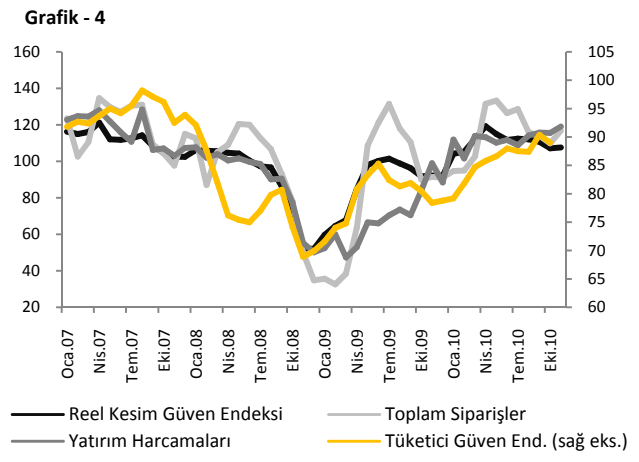
Kaynak:TCMB

Sanayi üretimi sektörler bazında incelendiğinde, en yüksek artışın makine teçhizat üretiminde gerçekleştiği gözlenirken, petrol ürünlerinde geçen yılın aynı döneminde -%32.5 olan artışın bu yıl pozitif seyirde %7.2 olarak gerçekleştiği de dikkat çekmektedir. 2009 yılının Eylül ayında sektörlerin yıllık bazda performanslarıyla 2010 yılı aynı dönem verileri karşılaştırıldığında sektörlerdeki olumlu hava göze çarpmaktadır (Bkz.Tablo-1).

Sanayi üretimi ana sanayi gruplarına göre incelendiğinde ise Eylül ayında geçen yılın aynı dönemine göre en yüksek artışın %19.0 ile sermaye malı imalatında görülmesine karşın, sermaye malı imalatının hala kriz öncesi seviyelerini yakalayamamış olması dikkat çekicidir. Öte yandan, ara malı imalatı %11.8, enerji imalatı %9.4, dayanıksız tüketim malı imalatı %5.6 oranında artarken, dayanıklı tüketim malı imalatı ise %4.9 oranında artış sergilemiştir. 2009 Eylül ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %8.7 oranında azalan toplam otomobil üretimi 2010 yılının aynı döneminde %7.4 oranında güçlü bir artış göstermiştir. Bununla birlikte, beyaz eşya üretimi de aynı dönemde olumlu bir performansı göstermiş olmasına karşın, dayanıklı tüketim mallarının artış hızı Eylül ayında, gerek bir önceki aya göre gerekse bir önceki yılın aynı dönemine göre yavaşlamıştır. Yıllık bazda görülen bu yavaşlamada, hükümetin geçtiğimiz yıl krizin etkilerini hafifletmek amacıyla uyguladığı ÖTV ve KDV indirimleri etkili olmuştur. Diğer yandan, sektörler arasında yıllık bazda en düşük artış dayanıklı tüketim malları grubunda yaşanmakla birlikte, söz konusu sektör kriz öncesi seviyelerine ulaşan tek sektör olmuştur.



Kaynak: TÜİK



Kaynak: TCMB

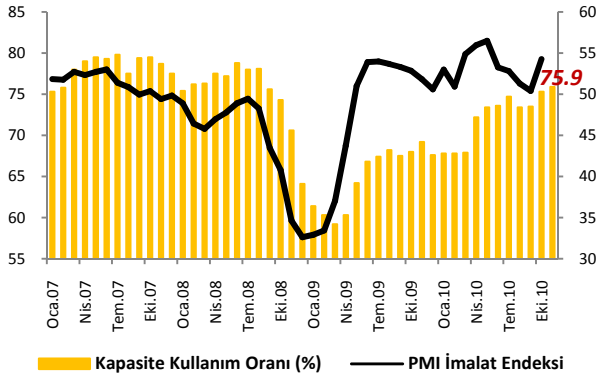
Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında sanayi üretiminde 2010 yılında görülen toparlanmanın tüketim kaynaklı olduğu görülürken, sermaye malı imalatının henüz kriz öncesi seviyelerini yakalayamamış olması, önümüzdeki dönemde sanayi üretiminde olumlu performansın sürdürülebilirliği açısından risk oluşturmaktadır.

Sanayi üretim endeksi alt endeksler bazında incelendiğinde ise, Eylül ayında imalat sanayinin toplam sanayi üretiminden daha iyimser ve istikrarlı bir görünüm ortaya koyduğu görülmektedir. Sanayi üretimindeki yıllık bazda %10.4'lük artışa karşılık imalat sanayi üretimi %10.9 oranında artarak Ağustos ayındaki artış hızını korumuştur. Madencilik ve enerji endekslerinin artış hızları ise nispeten yavaşlamıştır. Alt endekslerin üç aylık ortalamaları incelendiğinde ise imalat sanayinin artış hızının yavaşladığı ancak henüz aşağı yönlü bir hal almadığı görülmektedir (Bkz. Grafik-4). Buna karşılık madencilik alt endeksinin yavaşladığı, enerji alt endeksinde ise yukarı yönlü trendin korunduğu dikkat çekmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeksler de üç aylık ortalamalar bazında benzer bir eğilim sergilemektedir. Ancak, her üç alt endeksin yıllık bazdaki performansının Eylül ayında yavaşladığı açıktır.

Ekonomik aktivitenin genel görünümü hakkında bilgi veren reel kesim güven endeksi ile tüketici güven endeksinin Ekim ayında azalan seyir izledikleri dikkate alındığında (Bkz. Grafik-5), Eylül ayında çok da iç açıcı olmayan sanayi üretimi tablosuna ilişkin aşağı yönlü risklerin yılın son çeyreğinde biraz daha artması beklenebilir. Reel kesim güven endeksinin alt endekslerinden yatırım harcamaları ve toplam siparişler endeksleri de Ekim ayında üretim faaliyetlerinin artış ivmesindeki yavaşlamayı doğrulamaktadır. Öte yandan, gerek reel kesim güven endeksi gerekse yatırım harcamaları ve toplam siparişlerde Ekim ayında yaşanan

gerileme Kasım ayında yerini tekrar kısmi bir yükselişe bıraksa da, yeni siparişler endeksindeki düşüş dördüncü çeyrek için zayıf bir sanayi üretimi görünümüne işaret etmektedir.

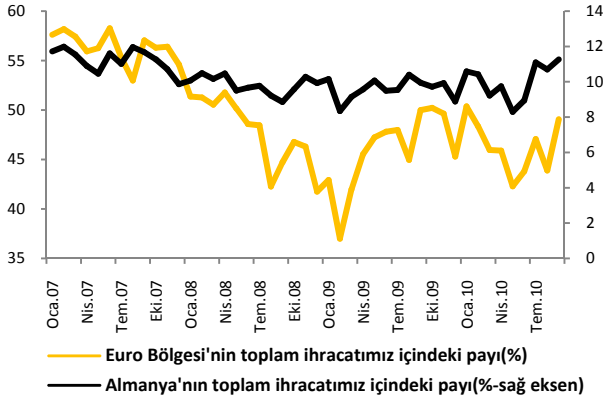
Grafik - 5



Kaynak: TÜİK, TCMB

Güçlü baz etkisi ve tüketime bağlı olarak 2010 yılının ilk üç çeyreğinde sert şekilde artan sanayi üretimi rakamlarına karşın, kapasite kullanım oranı hala kriz öncesi seviyelerinin altındadır. Bu durum sermaye malı imalatının da kriz öncesi seviyelerinin altında kalması ile paralel bir görünüm çizmektedir. Diğer yandan PMI imalat endeksinde Ekim ayında görülen sert hareket Ekim ayı sanayi üretimi rakamları açısından da olumlu görünmesine karşın her iki veri arasındaki korelasyonun düşük olduğu unutulmamalıdır.

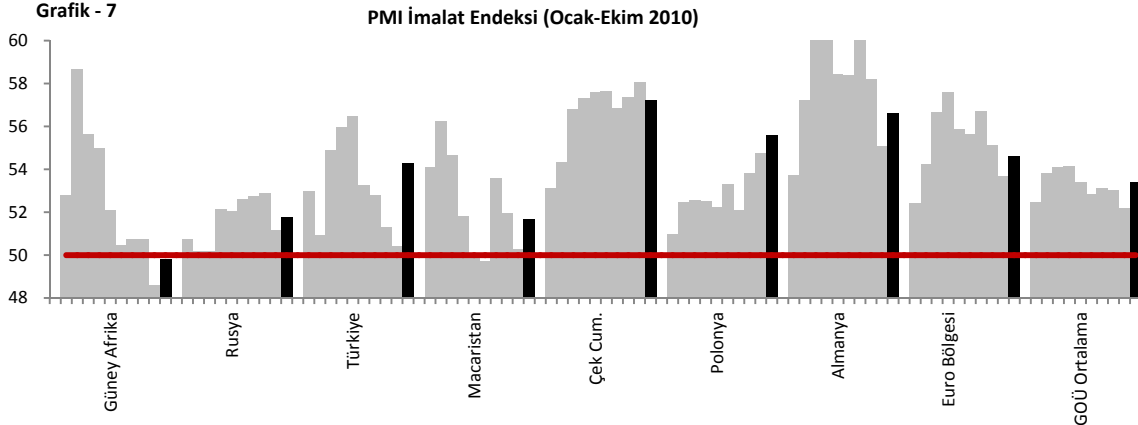
Grafik - 6



Kaynak: TCMB

Sanayi üretiminin gelişiminin detaylı bir şekilde incelenmesinin ardından, ihracatımız içinde %49 ile en yüksek paya sahip olan Euro Bölgesi ve Euro Bölgesi'nin en gelişmiş ekonomisi olan Almanya'nın PMI imalat endekslerini incelemenin faydalı olacağını düşünüyoruz (Bkz. Grafik-6). Bunun yanında, Türkiye'de PMI imalat endeksinin diğer gelişmekte olan ülkeler ile karşılaştırıldığında nasıl bir performans sergilediğini ortaya koymak toparlanmanın boyutlarını görece yansıtmak açısından önemli görünmektedir.

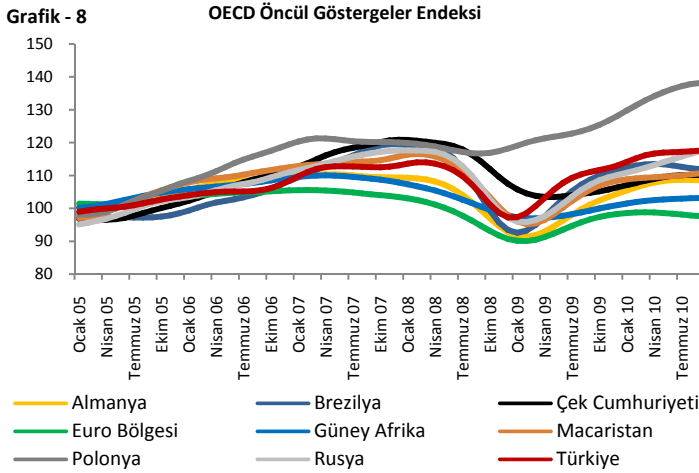
Grafik - 7



Kaynak: Bloomberg

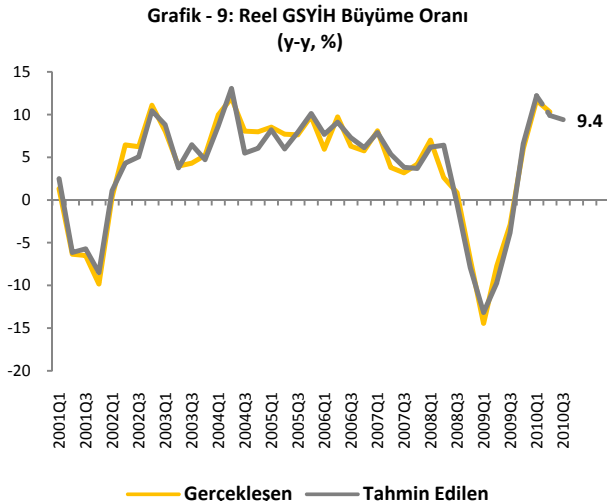
PMI imalat endekslerinin 2010 yılı Ocak-Ekim performansı incelendiğinde, Mayıs ayından sonra endeksin genel olarak bir çok ülkede aşağı yönlü hareket izlediği görülmektedir (Bkz. Grafik-7). Diğer yandan, söz konusu aşağı yönlü hareketin Ekim ayı ile birlikte tersine döndüğünü söylemek mümkün görünürken, önümüzdeki aylarda

endeksin yukarı yönlü hareketinin devam edip etmemesi önemlidir. Diğer yandan, Türkiye’de endeksin aşağı yönlü hareketlerinde kritik seviye olarak kabul edilen 50 seviyesinin üzerinde kalmayı başarması önemli görünürken, Ekim ayında özellikle Türkiye’nin PMI imalat endeksinde yaşanan sıçrama dikkat çekmektedir. Güney Afrika ve Macaristan’da endekste yaşanan bozulmanın daha sert olduğu görülürken, 50 seviyesinin altına hareketler imalat sanayinde toparlanmanın boyutları açısından risk olarak değerlendirilebilir. Rusya’da da toparlanma zayıf görünürken, Çek Cumhuriyeti güçlü PMI rakamları ile gelişmekte olan ekonomiler arasında öne çıkmaktadır. Türkiye’nin PMI imalat endeksinin Ekim ayında gösterdiği güçlü performansını önümüzdeki aylarda da devam ettirmesi son çeyrek büyüme rakamları açısından önemli olacaktır. Güçlü olumlu baz etkisinin zayıflaması ile birlikte 4. çeyrekte büyümenin yavaşlaması beklenirken, olumlu seyrin önümüzdeki aylarda sürdürülmesi durumunda 4. çeyrek büyüme rakamları beklentilerden olumlu bir performans gösterebilir. Almanya’nın güçlü PMI imalat endeksi verisi ile diğer ülkeler içinde ön plana çıktığı görülürken, bu durum Almanya’ya ara malı ve sermaye malı ihraç eden Türkiye açısından da olumlu görünmektedir. Diğer yandan, 2010 yılının başında Euro Bölgesi’nde ortaya çıkan borç krizinin de etkisi ile öncül göstergeler endeksinin ve PMI imalat endeksinin zayıf bir görünüme sahip olduğu görülmektedir (bkz Grafik-8). Euro Bölgesi’nin ihracatımız içinde önemli bir paya sahip olduğu değerlendirildiğinde, bu durum sanayi üretimi ve ihracat rakamları açısından olumsuz sonuçlar doğurabilir. Diğer yandan, son dönemde iç ve dış talep göstergelerinde yaşanan ayrışma paralelinde ithalatta görülen sert artışa ihracatın eşlik edememesi ve sonucunda cari işlemler açığının sert şekilde artması finansal piyasalar açısından da risk oluşturabilir.



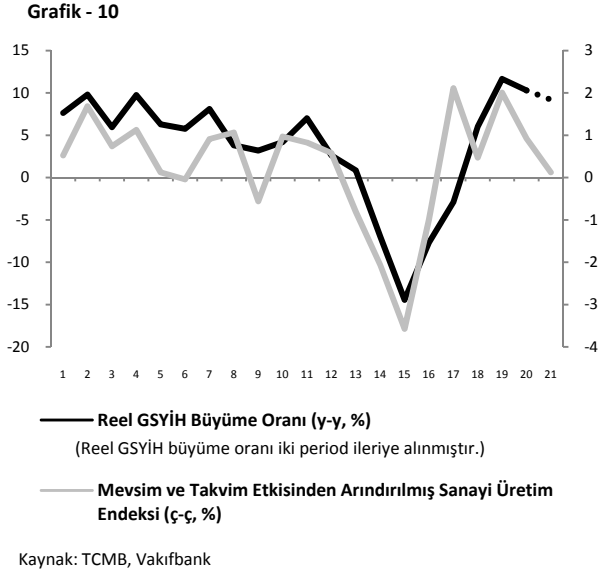
Gelişmekte olan ülkelerin öncül göstergeler endeksi ise krizin dibi gördüğü tarih olarak kabul edilen 2009 yılının Mart ayından itibaren yukarı yönlü bir hareket izlerken, 2010 yılından itibaren yukarı yönlü hareketin bir miktar ivme kaybettiği bazı ülkelerde ise tersine döndüğü görülmektedir. Ancak, öncül göstergeler endeksinin Euro Bölgesi’nde kriz öncesi seviyelerinin altında kaldığı gelişmekte olan ekonomilerde ise genel olarak kriz öncesi seviyelerin yakalandığı değerlendirildiğinde, gelişmekte olan ülkelere ilişkin görünümün nispeten olumlu olduğunu söyleyebiliriz.

Türkiye ekonomisinin 2010 yılının üçüncü çeyreğinde %9.2 oranında büyüyeceğini tahmin ediyoruz



Eylül ayı verilerinin açıklanmasıyla birlikte sanayi üretimi yılın üçüncü çeyreğinde %10.1 oranında artmıştır. Ekonomik aktiviteye dair açıklanan en önemli öncül veri olarak değerlendirilen sanayi üretiminde birinci çeyrekte yaşanan %17.2 ve ikinci çeyrekte yaşanan %14'lük artışın ardından üçüncü çeyrek rakamının %10.1'e gerilemiş olması 2010 yılının ikinci yarısında büyüme performansının daha yavaş hale geleceği öngörümüzü teyit etmektedir. Büyüme oranını tahmin etmek amacıyla oluşturduğumuz ve anlamlılık düzeylerine bağlı olarak çeşitli öncül

verileri dahil ettiğimiz ekonometrik modelimiz ışığında, 2010 yılının üçüncü çeyreği için Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) büyüme oranı beklentimiz %9.2'dir (Bkz. Grafik-9).



Üçüncü çeyrek için %9.2 oranında büyümeye işaret eden büyüme modelimiz, yılın son çeyreği için ise, sanayi üretiminde beklenen negatif mevsimsel etki dikkate alındığında %2.5 oranında GSYİH artışına işaret etmektedir.

[16-23 Ağustos 2010 tarihli Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporumuzda](#) vurguladığımız, reel GSYİH'nın iki dönem ileri atılmış serisi ile mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi arasındaki 0.79 oranındaki güçlü pozitif korelasyon değerlendirildiğinde (Bkz. Grafik-10), mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksinde yılın ikinci çeyreğinde yaşanan düşüşün iki dönem sonra büyüme oranı üzerinde risk oluşturduğu bulgusu ışığında, büyüme performansının yavaşlayacağı yönündeki sinyallerin giderek arttığı söylenebilir.

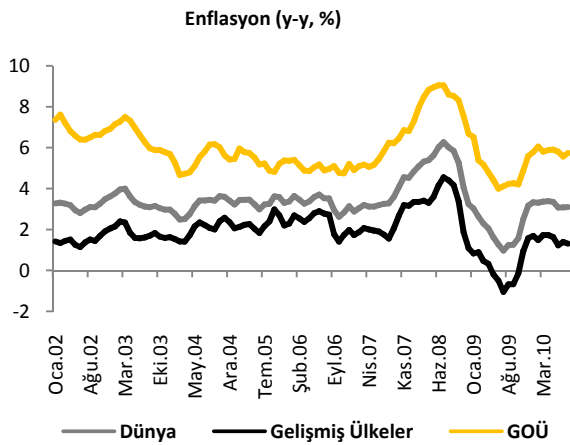
Sonuç olarak, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksindeki düşüşün 2010 yılının son çeyreğinde de devam etmesi halinde büyüme performansı üzerindeki negatif etkileri de belirgin hale gelecektir. Buna göre üçüncü ve dördüncü çeyrekler için büyüme tahminlerimiz doğrultusunda, **2010 yılı büyüme oranı beklentimizi %6.8'den %8.2'ye revize ediyoruz.** 2011 yılında ise, 2010 yılı büyüme rakamlarına yansıyan olumlu baz etkisinin ortadan kalkacak olması nedeniyle, Türkiye ekonomisinin büyüme performansı üzerindeki aşağı yönlü risklerin artması beklenebilecektir.

Gelişmekte olan Ülkelerde Artan Enflasyon Baskıları

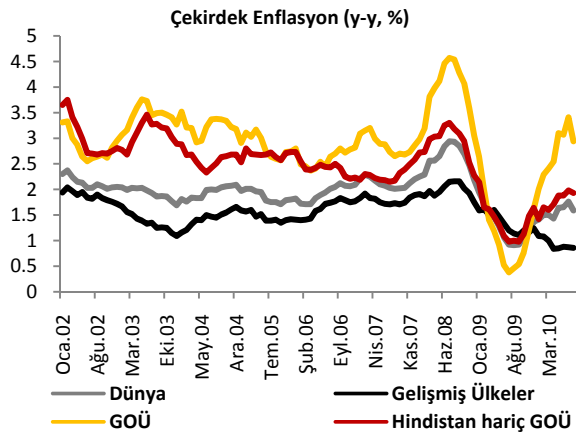
Raporumuzda son dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon hareketleri incelenerek, bu hareketlerin nedenleri üzerinde durulmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde çekirdek enflasyon oranlarında ayrışma görülürken enflasyon oranlarının hala kriz öncesi seviyelerinden düşük olması dikkat çekmektedir. Bu amaçla raporumuzda, son dönemde gıda fiyatlarında izlenen yukarı yönlü hareketler çerçevesinde yaşanan düşük enflasyon seviyelerinin sürdürülebilirliği üzerindeki riskler incelenmektedir.

Son dönemde yaşanan enflasyon hareketlerine bakıldığında, dünya genelinde küresel krizle birlikte enflasyon oranlarının hızla düştüğü, krizin bittiği 2009 yılının Haziran ayından sonra ise tekrar yükselişe geçtiği görülmektedir (Bkz. Grafik-1). Yaşanan yükselişe rağmen hem gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) hem de gelişmiş ülkelerde (GÜ) enflasyon oranlarının henüz kriz öncesi seviyelerin altında olduğu dikkat çekmektedir. Dışsal etkilere daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyan, enerji, temel gıda maddeleri fiyatları ve dolaylı vergiler gibi kalemlerin enflasyon hesaplaması içerisinde çıkarılarak hesaplanan çekirdek enflasyona bakıldığında ise krizin başlangıç tarihi olan 2007 yılının Aralık ayından itibaren enflasyondaki harekete benzer şekilde çekirdek enflasyonun da tüm dünyada düştüğü görülmektedir. Özellikle GOÜ'lerde çekirdek enflasyon oranlarında yaşanan sert düşüşler dikkat çekerken, son dönemde çekirdek enflasyon göstergelerinde krizin sona ermesi ve çıktı açıklarının daralmasıyla yükselişlerin başladığı görülmektedir. İzlenen bu gelişimde Hindistan'da gerçekleşen yüksek enflasyon oranı önemli ölçüde rol oynarken, Hindistan hariç GOÜ'lerin çekirdek enflasyonuna bakıldığında son dönemde izlenen yükselişin daha sınırlı olduğu ve kriz öncesi seviyelerin oldukça altında hareket ettiği görülmektedir (Bkz. Grafik-2).

Grafik-1

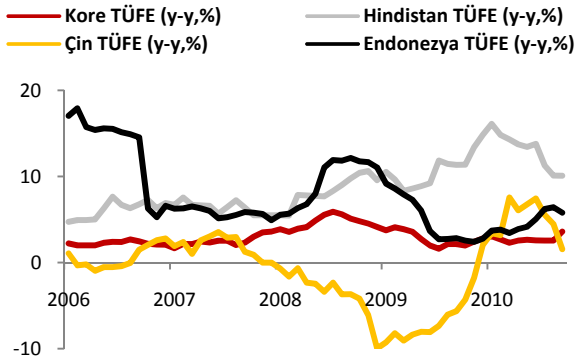


Grafik-2



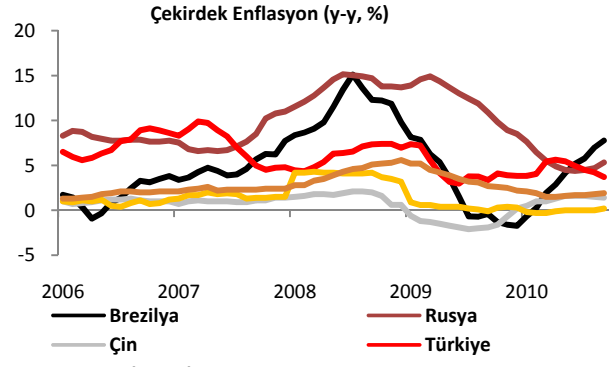
GOÜ'lerdeki enflasyon hareketleri ülke bazlı incelendiğinde ise çekirdek ve manşet enflasyon hareketlerinde yaşanan ayrışmalar dikkat çekmektedir. GOÜ'lerin küresel kriz ve sonrası dönemde fiyat hareketleri incelendiğinde, BRIC ülkeleri içinde kriz döneminde enflasyonu eksi değerlere düşen tek ülkenin Çin olduğu görülmektedir (Bkz Grafik-3). Özellikle Çin'in enflasyonunda görülen düşüş diğer Asya ülkeleriyle karşılaştırıldığında dikkat çekerken, Hindistan'da enflasyon seviyelerinin yüksek seyrini koruduğu görülmektedir. Hindistan'da görülen yüksek enflasyon seviyelerine paralel olarak Hindistan Merkez Bankası geçtiğimiz hafta yaptığı toplantıda politika faiz oranlarını 25'er baz puan artırmıştır. Diğer yandan, Asya ülkeleri, Brezilya ve Çin gibi ülkelerde çekirdek enflasyonun diğer gelişmekte olan ülkelerin çekirdek enflasyonlarına göre farklı bir seyir izlediği de dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik-4). İktisadi faaliyetin görece olarak daha canlı olan bu ülkelerde çekirdek enflasyon oranlarının yüksek seviyelerini koruduğu görülürken, Türkiye'de güçlü büyüme rakamlarına rağmen çekirdek enflasyonun aşağı yönlü hareket ediyor olması dikkat çekmektedir.

Grafik-3



Kaynak: Bloomberg

Grafik-4

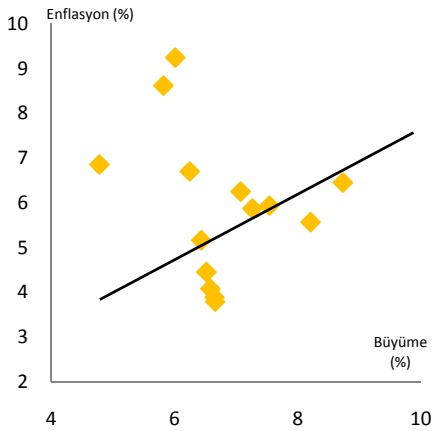


Kaynak: Bloomberg

Yukarıda değindiğimiz gibi GOÜ'lerde krizle birlikte enflasyon oranlarında izlenen düşüş ardından son dönemde yaşanan yukarı yönlü hareket dikkat çekerken raporumuzun bundan sonraki bölümünde enflasyon oranlarında yaşanan hareketlerinin nedeni ve kriz öncesi seviyelere göre düşük olan enflasyon ortamının sürdürülebilirliği üç ayrı başlık altında incelenecektir.

1) Küresel kriz boyunca azalan talebin toparlanmaya başlaması

Grafik-6



Kaynak: IMF

Grafik-7

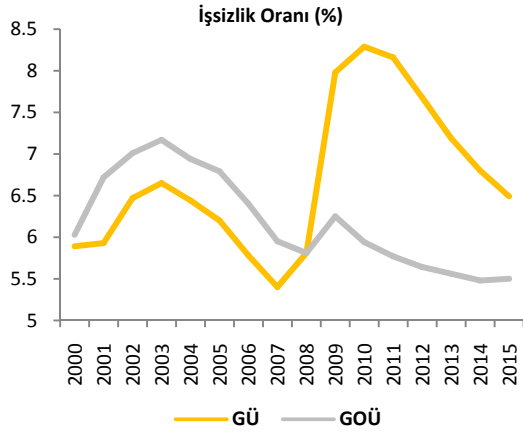


Kaynak: IMF

Kriz süresince GOÜ'lerde enflasyon oranlarında yaşanan aşağı yönlü hareketin nedenlerine bakıldığında öncelikle global piyasalarda yaşanan krizle birlikte azalan talebin etkili olduğu görülmektedir. GOÜ'lerde büyüme oranı ve enflasyon rakamlarını gösteren saçılım grafiğine bakıldığında (Bkz. Grafik 6), büyüme ve enflasyon arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Büyüme ve enflasyon ilişkisini ülkeler çerçevesinde gösteren Grafik-7'ye bakıldığında, ekonomilerde yaşanan daralmayla birlikte azalan talep nedeniyle Hindistan hariç diğer tüm GOÜ'lerde enflasyon oranlarının aşağı yönlü hareket ettiği görülmektedir. Hindistan'da ise enflasyon oranında yukarı yönlü bir seyir izlenmektedir. Diğer yandan, küresel krizin sona ermesiyle yaşanan toparlanmaya paralel olarak son dönemde de GOÜ enflasyon oranlarında yukarı yönlü bir seyir izlenmeye başladığı görülmektedir. Dolayısıyla global piyasalarda olduğu gibi GOÜ'lerde de enflasyonda yaşanan düşüşün başlıca nedeninin küresel kriz olduğu söylenebilir.

2) İşgücü piyasalarında toparlanmanın devam etmesi

Grafik-11

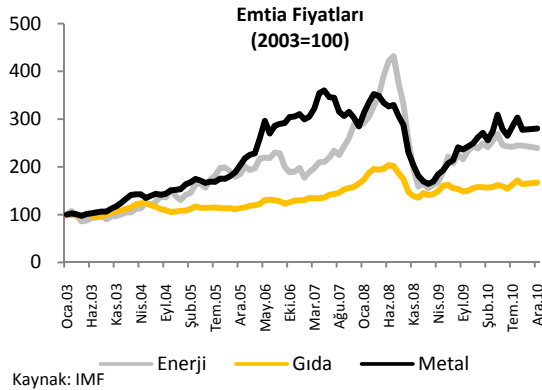


Kaynak: IMF

yaratacakken bu durumun fiyatlar genel seviyesinin yükselmesine katkıda bulunacağı öngörülmektedir. Makro iktisadi alanda teorik ve deneysel olarak da desteklenen işsizlik oranı ve enflasyon arasındaki kısa dönemli negatif ilişki enflasyonist baskılara neden olarak gelişmekte olan ülkelerdeki düşük enflasyon etkisinin sürdürülebilirliğini azaltan bir etken olarak dikkat çekmektedir.

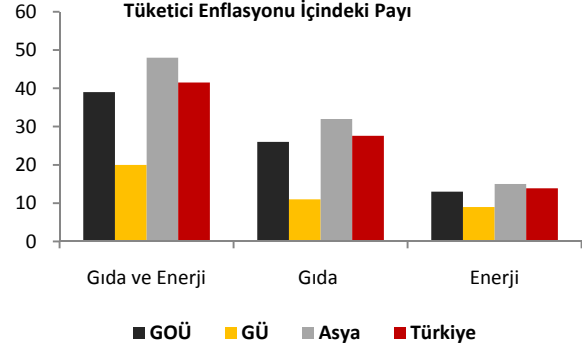
3) Emtia fiyatlarındaki yükselişler

Grafik-8



Kaynak: IMF

Grafik-9

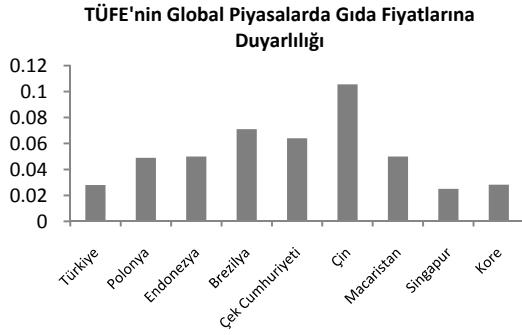


Kaynak: Bloomberg, BofA Merrill Lynch, TÜİK

Kriz sürecinde enflasyon oranlarında yaşanan düşüşte büyüme yönlü enflasyonist baskıların zayıflaması yanında Grafik-8'de görüldüğü gibi emtia fiyatlarında yaşanan sert gerileme de etkili olmuştur. Grafik-1 ve Grafik-2'de enflasyon ve çekirdek enflasyondaki hareketler ile Grafik-8'de emtia fiyatlarındaki hareketin oldukça paralel seyrettiği görülmektedir. GOÜ'lerde gıda ve enerji fiyatlarının TÜFE içindeki payının %40 seviyesine yakın olduğu değerlendirildiğinde (Bkz. Grafik-9), GOÜ'lerde enflasyon oranlarında izlenen düşük seviyelerin sürdürülebilirliğini değerlendirmek için global piyasalarda emtia fiyatlarının seyrinin tahmini önemli görünmektedir. Dolayısıyla, GOÜ'lerde enflasyonist baskılar altında enerji ve gıda fiyatlarının önemli olduğu bir ortamda, yaşanan enflasyon oranlarındaki düşük seviyelerin sürdürülebilmesi için gıda ve enerji kaynaklı enflasyonist baskıların zayıf olması gerekmektedir. Enerji fiyatlarındaki özellikle petrol fiyatlarındaki seyre bakıldığında, 2008 yılının ilk yarısında petrol fiyatlarının en yüksek seviyesi olan 145 dolar/varil'e yükselmesinin ardından son dönemde 84 dolar/varil seviyelerinde hareket etmesi, enerji fiyatlarında beklenmedik bir gelişme

olmadıkça enflasyonist baskının güçlü olmayacağını göstermektedir. Diğer yandan gıda kaynaklı tabloda ise enflasyonist risklerin daha güçlü olduğu düşünülmektedir. Son dönemde global piyasalarda gıda fiyatlarında izlenen sert yükselişler GOÜ'lerde enflasyon içinde payı oldukça yüksek olan gıda grubu üzerindeki riskleri arttırarak enflasyonist baskıların yükselmesine neden olmuştur. Son dönemde FED'in niceliksel genişlemeye gideceği beklentileri de emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı yaratırken, bu durum enflasyonun ABD'den diğer GOÜ'lere fiyat geçişkenliği ile geçebileceğine işaret etmektedir.

Grafik-10



Kaynak: Bloomberg, Reuters, Vakıfbank

Ülkelerin global piyasalardaki gıda fiyatlarına duyarlılığını araştırmak için yaptığımız iki aşamalı ekonometrik model sonuçları¹ Grafik-10'da görülmektedir. Buna göre, Çin ve Brezilya'da enflasyon oranının gıda fiyatlarına duyarlılığının oldukça yüksek olduğu dikkat çekmektedir. Diğer yandan Türkiye'nin görece daha düşük tepki verdiği görülmektedir. Son dönemde gıda fiyatlarındaki hareketlerle Türkiye'de tüketici enflasyonunun yılbaşından itibaren %10,3 oranında artması değerlendirildiğinde, görece düşük olan duyarlılığın aslında Türkiye enflasyon dinamiklerinde oldukça etkili olduğu görülmektedir. Dolayısıyla GOÜ için gıda fiyatlarındaki hareketlerin enflasyonist baskıları tetikleyeceği düşünüldüğünden önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarının kriz öncesine göre yaşanan düşük enflasyonun sürdürülebilirliği açısından yakından takip edilmesi gerekmektedir.

Yaptığımız incelemelerde, küresel kriz boyunca azalan talebin toparlanmaya başlaması, işgücü piyasalarındaki toparlanmanın devam etmesi, emtia fiyatlarındaki yükselişler ve GOÜ'lerin gıda fiyatlarına duyarlı olması GOÜ'lerdeki düşük enflasyon ortamının sürdürülmesinin oldukça zor olduğunu göstermektedir. **2010 yılı daha önceki raporlarımızda belirttiğimiz gibi ülke risklerinin ve mali politikaların konuşulduğu bir yıl olarak dikkat çekerken, 2011 yılının ise GOÜ'lerde enflasyonist baskıların konuşulacağı bir yıl olacağını düşünüyoruz.**

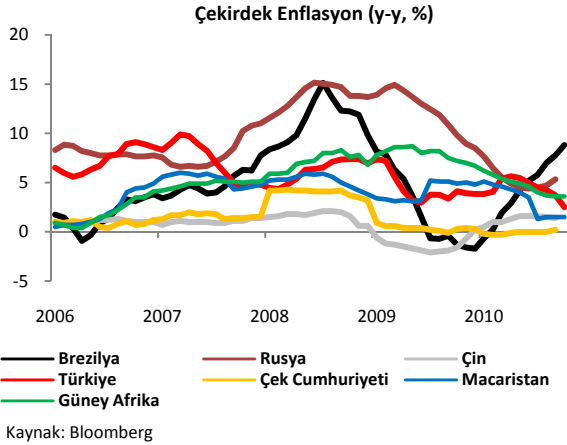
Yukarıda Grafik-4'te belirttiğimiz gibi Türkiye'de diğer gelişmekte olan ülke çekirdek enflasyonlarında izlenen yukarı yönlü seyre rağmen çekirdek enflasyon göstergelerinde yaşanan düşüş dikkat çekerken, gerek TL'nin değerlendirilmesi gerek dış ticaret kompozisyonu değerlendirildiğinde çekirdek enflasyon oranlarında yaşanan bu ayrışma kısmen açıklanabilmektedir. Önümüzdeki hafta yayınlayacağımız raporumuzda diğer GOÜ'lerin ve Türkiye'nin çekirdek enflasyon oranları arasındaki farklar ve nedenleri incelenecektir.

¹ Söz konusu ekonometrik model çerçevesinde öncelikli olarak ülkelerin global piyasalardaki gıda fiyatlarına verdiği tepki hesaplanmış ardından gıda grubunun tüketici enflasyonu içindeki payı kurulan basit ekonometrik model çerçevesinde hesaplanarak, TÜFE'nin global gıda fiyatlarına duyarlılığı bulunmuştur.

Gelişmekte olan Ülkelerde Çekirdek Enflasyon Oranlarında Yaşanan Ayrışma

Önceki raporumuzda son dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki (GOÜ) enflasyon hareketleri ve nedenleri incelenerek, enflasyonist risklerin arttığına değinilmişti. Bu haftaki raporumuzda ise gelişmekte olan ülkelerde çekirdek enflasyon oranlarında yaşanan ayrışma değerlendirilecek, özellikle Türkiye’de çekirdek enflasyon rakamlarında yaşanan düşüşün nedenleri üzerinde durulacaktır. Bu kapsamda Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerdeki dış ticaret kompozisyonu ve reel kurlar karşılaştırılarak yaşanan ayrışmanın nedenleri incelenecektir.

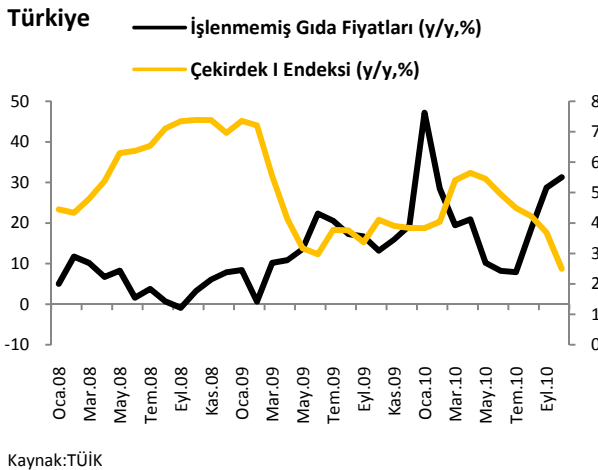
Grafik-1



GOÜ’lerdeki çekirdek enflasyon hareketleri incelendiğinde, küresel krizle birlikte çekirdek enflasyon oranlarının düştüğü, krizin bittiği 2009 yılının Haziran ayından sonra ise tekrar yükselişe geçtiği görülmektedir. Son dönemde ise pek çok gelişmekte olan ülkede çekirdek enflasyon oranında yaşanan yükselişlerin sertleştiği dikkat çekmekle birlikte, açıklanan son veri ile Türkiye’de ise çekirdek enflasyonda yaşanan düşüşün devam ettiği görülmektedir (Bkz Grafik-1). Brezilya, Çin gibi iktisadi faaliyeti görece olarak daha canlı olan ülkelerde çekirdek enflasyon oranlarının yukarı yönlü hareket

ettiği görülürken, Macaristan, Çek Cumhuriyeti gibi Doğu Avrupa ülkelerinde yükselişlerin daha sınırlı kaldığı izlenmektedir. Fakat son dönemde GOÜ’lerde çekirdek enflasyonda genel trendin yukarı yönlü olduğu söylenebilecekken, Türkiye’de güçlü büyüme rakamlarına rağmen çekirdek enflasyonun aşağı yönlü hareket ediyorsa dikkat çekmektedir.

Grafik-2

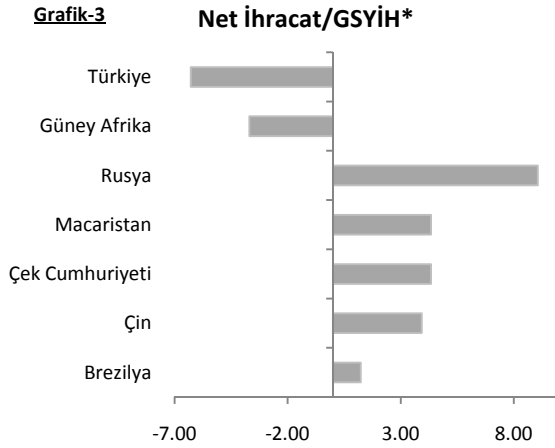


Türkiye’de açıklanan Ekim ayı enflasyon verileri incelendiğinde, çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç “I-Endeksi”nin tüm zamanların en düşük seviyesine gerilediği dikkat çekmektedir. Çekirdek enflasyonda düşüşün devam etmesine karşın gıda fiyatlarında yükselişlerin sertleştiği görülmektedir (Bkz Grafik-2). Türkiye’nin çekirdek enflasyonunda izlenen düşüş diğer GOÜ’lerden farklı bir görünüm çizerken, bunun altında Türkiye’nin diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla ithalat hacminin yüksek olması ve TL’nin son dönemde reel bazda hızla değerlenmesi rol

oynamaktadır. Aşağıda bu başlıklar Türkiye ile diğer GOÜ’ler karşılaştırılarak detaylı bir şekilde incelenecektir. Ardından çekirdek enflasyonda izlenen düşüşün sürdürülebilirliği üzerindeki riskler özellikle son dönemde manşet enflasyonda izlenen hareketlerin altında yatan nedenler ve manşet enflasyonda izlenen yükselişlerin çekirdek enflasyon üzerindeki etkisi değerlendirilecektir.

- Türkiye'nin çekirdek enflasyon göstergelerinde GOÜ'lerden ayrışmasının nedenleri

1- Türkiye ithalat hacminin yüksek olması

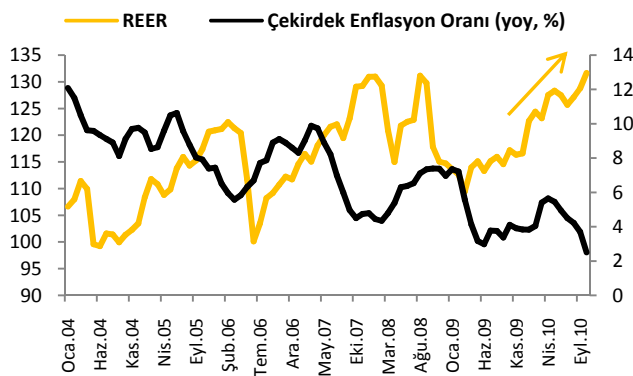


Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü, Vakıfbank
*2009 yılsonu verileri kullanılmıştır

de net ihracatın GSYİH'ya oranının pozitif alanda kaldığı görülürken, Brezilya'da ise daha düşük bir oran olmasına karşın net ihracatın fazla verdiği görülmektedir. Dolayısıyla Türkiye'nin net ihracat hacminin GSYİH'ya oranının diğer GOÜ'lere göre en yüksek açık verdiği izlenirken, bu durum son dönemde değerlendirilen GOÜ para birimlerinin enflasyon üzerindeki etkisinin ayrışmasına neden olabilir. Bu nedenle aşağıdaki bölümde GOÜ'lerin para birimlerindeki hareketler incelenmektedir.

2- Reel Kurun Değerlenmesi

Grafik-4



Kaynak: TCMB

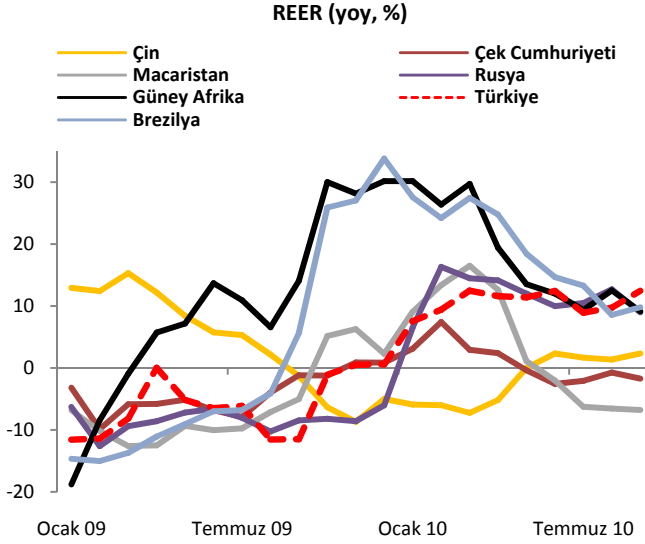
enflasyondaki düşüş üzerinde etkili olduğu söylenebileceken, hizmet fiyatlarında öngörülenin de ötesinde gerçekleşen yavaşlama çekirdek enflasyon oranlarındaki düşüşte etkili olmaktadır. Grafik-4'e bakıldığında, Türkiye'de çekirdek enflasyon oranı düşerken, TÜFE bazlı reel efektif döviz kurunun ise değerlenmeye devam ettiği görülmektedir. TCMB'ye göre Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanması nominal döviz kurlarındaki

Türkiye'de çekirdek enflasyon rakamlarındaki düşüşün nedenlerini araştırmak için öncelikli olarak Türkiye'nin diğer GOÜ'lere göre sahip olduğu ithalat ve ihracat kompozisyonunun incelenmesi gerektiği düşüncesi ile karşılaştırdığımız yedi gelişmekte olan ülke içinde ithalatı ihracatından yüksek olan ülkeler Türkiye ve Güney Afrika olarak dikkat çekmektedir. Diğer taraftan, net ihracatın GSYİH'ya oranının en yüksek olduğu ülke Rusya olarak görülürken, ihracatın GSYİH'ya oranı daha yüksek olan Çin'de bu oran, ithalatın GSYİH'ya oranının da yüksek olması nedeniyle düşük kaldığı izlenmektedir. Diğer taraftan Macaristan ve Çek Cumhuriyeti'nde

Ülke para birimlerinin diğer para birimlerine karşı reel değerini ölçmeye yarayan endekse reel kur endeksi denir. Bu değer, Türk Lirası'nın değerinin reel olarak ne kadar değiştiğini bulmak için Türkiye'deki ve dış ticaret yaptığımız ülkelerdeki enflasyon oranları da dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Son dönemde çekirdek enflasyon göstergelerindeki istikrarlı düşüş eğilimi devam ederken, reel efektif döviz kurundaki yükselişin de gösterdiği gibi Türk Lirası'nın güçlü seyrettiği görülmektedir. Güçlü TL'nin temel mal grubu fiyatları üzerindeki yansımalarının çekirdek

değişimden değil enflasyon seviyeleri arasındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Türk lirasının reel olarak değer kazanmasına karşı çözümün ise enflasyonun düşürülmesi olduğu belirtilmektedir.²

Grafik-5

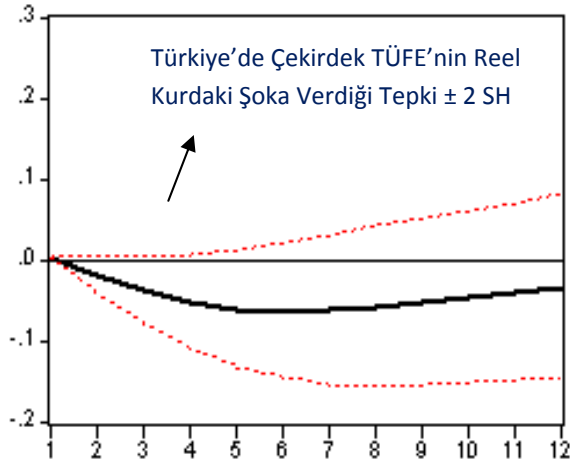


Kaynak: BIS

Grafik-5'te görüldüğü gibi seçilen gelişmekte olan ülkelerin reel efektif döviz kurlarına bakıldığında ise en keskin yükselişin Türkiye'nin reel kurunda olduğu görülmektedir. Brezilya, Macaristan, Rusya, Güney Afrika ve Çek Cumhuriyeti'nin reel efektif döviz kurlarında 2010 yılının başından itibaren düşüşler görülürken enflasyon ile bağdaştırılan Türkiye'nin reel efektif döviz kurunun yükselişi dikkat çekmektedir. The Economist dergisi Big Mac'in ülkelerdeki satış fiyatına göre para birimlerini karşılaştırmaktadır. En son yayınlanan fiyatlara göre reel efektif döviz kurlarındaki harekete benzer şekilde TL en değerli para birimlerinden biri olarak gözükmektedir. ABD'de 3.57 dolara satılan Big Mac hamburgerin Türkiye'deki fiyatı 3.89 dolar olarak hesaplanmaktadır. Bu durumda

Türkiye'de Big Mac ABD'dekinden daha pahalı satılmaktadır. Bu endekse bakılarak TL'nin aşırı değerli olduğu görülürken, gelişmekte olan ülkelerde Big Mac'in fiyatı 2 ile 2.5 dolar arasında değişmektedir.

Grafik-6



Kaynak: BIS, TCMB, Dünya Bankası, Vakıfbank

değerlenme ile önümüzdeki dönemde de çekirdek enflasyonda aşağı yönlü seyrin devam edebileceğine işaret etmektedir.

Son olarak reel kurdaki hareketlerin çekirdek TÜFE üzerindeki etkisini daha detaylı bir şekilde inceleyebilmek için hazırladığımız VAR model çerçevesinde Türkiye'de çekirdek TÜFE'nin reel kurdaki 1 standart sapmalı şoka verdiği tepki yandaki Grafik-6'da izlenmektedir. Grafik-6'da reel kurun değerlendirilmesinin çekirdek enflasyon üzerindeki etkisinin beklendiği gibi negatif olduğu görülürken, söz konusu etkinin bir dönem gecikmeli olduğu altıncı ayda maksimum seviyeye yükseldiği ve bir yıldan uzun bir süre içinde etkisini sürdürdüğü görülmektedir. Bu durum son zamanlarda çekirdek enflasyondaki düşüş üzerinde reel kurdaki hareketlerin önemine dikkat çekerken, reel kurdaki

Dolayısıyla, reel bazda değerlendirilen TL ve ithalatçı bir ülke olarak dikkat çeken Türkiye'de diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanan yükselişe rağmen çekirdek enflasyonda düşüş yaşanması sürpriz bir gelişme değildir. Çekirdek

² "Türkiye için Yeni Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri", Temmuz 2010, Hülya SAYGILI, Mesut SAYGILI, Gökhan YILMAZ, TCMB, ÇALIŞMA TEBLİĞİ NO: 10/12

enflasyondaki düşüşün önümüzdeki dönemde sürdürülebilmesi ise önemli bir husus olarak karşımıza çıkarken, bu konuyu incelemek için Türkiye’de enflasyonun ithalat fiyatlarına geçişkenliği ve TÜFE’de yaşanan yükselişlerin çekirdek enflasyon üzerindeki etkisinin araştırılması gerekmektedir. Bu amaçla gelecek raporumuzda “Türkiye’de Çekirdek TÜFE’deki düşüş sürdürülebilir mi?” başlığı incelenecektir.

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.