

İÇİNDEKİLER

❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

TCMB 2011 Yılı'nın İkinci Enflasyon Raporunu Yayımladı...

TCMB yayımladığı 2011 yılı ikinci dönem enflasyon raporunda daha çok arz yönlü gelişmeler nedeniyle petrol ve diğer ithalat fiyatlarında yukarı yönlü revizyona giderken, son dönemde fiyatları artan tarım emtialarına karşın 2010 yılının son çeyreğinden itibaren gıda fiyatlarının olumlu seyrine bağlı olarak gıda fiyatlarında herhangi bir revizyona gitmemiştir. Böylece yıl sonu enflasyon beklentisinin orta noktasını %5.9'dan %6.9'a yükseltmiştir.

Giyimdeki artış enflasyondaki yükselişe kaynaklık etti...

Mart ayında %3.99 oranında artışla son 41 yılın en düşük seviyesine gerileyen TÜFE, Nisan ayında baz etkisinin azalmasıyla birlikte yeniden bir yükseliş trendine girmiş ve yıllık bazda %4.26 oranında artış göstermiştir.

Merkez Bankası'nın finansal istikrar vurgusu ve reel sektörün rolü...

Merkez Bankası finansal istikrarın sağlanması amacıyla artan kısa vadeli fon girişlerine karşı politika faiz oranlarını düşürürken, yurt içindeki kredi hacmindeki genişlemeyi yavaşlatmak için zorunlu karşılıklarda sert arttırmalara gitmiştir.

2011 yılı ilk çeyreğinde istihdam piyasalarındaki toparlanma devam ediyor...

2011 yılının Ocak-Şubat-Mart döneminde işsizlik oranı, bir önceki yılın aynı dönemine göre 2.9 puan düşerek, %11.5 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında yaşanan krizin etkisiyle işsizlik oranının oldukça yüksek seviyelere ulaşmasının ardından, 2010 yılı genelinde aşağı yönlü hareket eden işsizlik oranının 2011 yılı ilk iki ayında bir önceki yıla göre oldukça gerilediği görülmektedir.

TCMB politika faiz oranını %6.25 seviyesinde sabit bıraktı...

Global enflasyonist baskıların arttığı bir ortamda pek çok gelişmekte olan ülke faiz artırımına giderken, finansal istikrarı ana hedefi olarak açıklayan TCMB bu çerçevede Mayıs ayındaki son toplantıda politika faiz oranını ve TL-YP zorunlu karşılık oranlarını sabit bırakmıştır. Merkez Bankası'nın bu politikasının temel nedeni, fiyat ve finansal istikrar hedeflerini eş zamanlı yürütmek istemesidir.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Yunanistan'ın Borç Yeniden Yapılandırmasının Olası Etkileri

Yunanistan'ın yüksek kamu borcuna ilişkin temerrüt riskinden bahsedilen bir ortamda, borç yeniden yapılandırması söylentileri PIIGS (Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan, İspanya) ülkelerine yönelik risk algılamalarını yeniden artırmıştır. Bu çalışmada Yunanistan'a yönelik risk faktörleri ve borç yeniden yapılandırma talep etmesi durumunda yaşanacak gelişmeler incelenmiştir.

İlk Çeyrekte Beklentilerin Altında Büyüyen ABD Ekonomisi Yılın Geri Kalanında Nasıl Bir Seyir İzleyecek?

2010 yılının son çeyreğinde %3.1 büyüyen ABD ekonomisinin, 2011 yılının ilk çeyreğinde %2 olan beklentilerin altında %1.8 büyümesinde, yüksek benzin ve gıda fiyatlarının tüketici harcamalarını etkilemesinin yanı sıra, kasırga gibi kötü hava koşullarının inşaat projelerini ertelemesi ve federal bütçede savunma harcamalarının azaltılması etkili olmuştur.

Altın ve Gümüş Fiyatlarında Son Dönemde Yaşanan Hareketlerin Nedenleri

Son dönemde emtialarda görülen ani fiyat dalgalanmaları ve hemen akabinde gelen sert düşüşler, piyasada 'altın ve gümüş fiyatlarında bir balon mu var?' sorusunu aklılara getirmektedir.

Çin ekonomisinde bir dengelenme başlıyor mu?

Çin ile ABD arasındaki stratejik ve ekonomik ilişkilere ilişkin gerçekleştirilen toplantılar dünya ekonomisi açısından önemi giderek artan Çin ekonomisine yönelik tartışmaların yeniden canlanmasına neden olmuştur. Özellikle Çin'in daha önce küresel dengesizliklere neden olduğu yönünde eleştirilere neden olan politikalarında bir dengelenme çabası olup olmadığı tartışmaların ana eksenini oluşturmaktadır.

Euro Bölgesi'nde sorunlar devam ediyor...

Bu çalışmamızda Euro Bölgesi'ne ilişkin son gelişmeler ve riskler değerlendirildikten sonra, söz konusu gelişmelerin ve risklerin piyasalara etkisi detaylı bir şekilde incelenecektir.

TCMB 2011 Yılına İkinci Enflasyon Raporunu Yayımladı

TCMB yayımladığı 2011 yılı ikinci dönem enflasyon raporunda daha çok arz yönlü gelişmeler nedeniyle petrol ve diğer ithalat fiyatlarında yukarı yönlü revizyona giderken, son dönemde fiyatları artan tarım emtialarına karşın 2010 yılının son çeyreğinden itibaren gıda fiyatlarının olumlu seyrine bağlı olarak gıda fiyatlarında herhangi bir revizyona gitmemiştir. Böylece yıl sonu enflasyon beklentisinin orta noktasını %5.9'dan %6.9'a yükseltmiştir. Bu çerçevede raporumuzda iç talep artışına ve yüksek seyreden ithal ve emtia fiyatlarına bağlı olarak, enflasyon beklentisindeki yukarı yönlü revizyonun nedenleri analiz edilecektir.

Tablo-1

	Enflasyon Raporu 2011-I	Enflasyon Raporu 2011-II	Revizyon
Gıda Fiyatları	2011: %7.5	2011: %7.5	
Petrol fiyatları	2011: 95\$	2011: 115\$	Yukarı Yönlü
Enflasyon	2011: %4.5-7.3 aralığı (Orta Nokta:%5.9) 2012: %3.3-%6.9 (Orta Nokta:%5.1)	2011: %5.6-8.2 aralığı (Orta Nokta:%6.9) 2012: %3.4-7.0 (Orta Nokta:%5.2)	Yukarı Yönlü
TCMB Faiz Kararı	Yılın geri kalan kısmında sınırlı bir ek parasal sıkılaştırma sağlayacak şekilde değiştirilmesi varsayımı hakim	TCMB'nin daha temkinli bir para politikası duruşunu benimsemesi ve politika bileşimini sıkılaştırıcı yönde değiştirmesi, geleceğe yönelik politika faizi beklentilerinde artışa yol açmıştır	

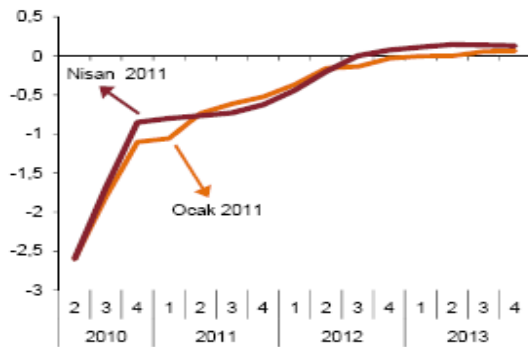
Kaynak: TCMB

Geçtiğimiz hafta yayımlanan TCMB II. Enflasyon Raporu'nda enflasyon projeksiyonlarında yapılan sınırlı yukarı yönlü revizeler dikkat çekmiştir. 2010 yılının Ekim ayından itibaren gerilemeye başlayan enflasyon oranı, son iki çeyrekte 5.25 puan gerileme kaydetmiş ve 2011 yılı ilk çeyreği sonunda (Mart 2011) %3.99 olarak gerçekleşmiştir. Petrol ve diğer ithalat fiyatlarında sert artışların yaşanması, 2011 yıl sonu enflasyon beklentisini yarım puan artırırken, 2012 yılı enflasyon tahmininde sınırlı, yukarı yönlü bir revizyona neden olmuştur. Bu çerçevede TCMB, Şubat ayından itibaren enflasyonda yukarı yönlü risklere dikkat çekerken, 2011 yılı sonunda TÜFE'nin %5.6 ile %8.2 aralığında (orta noktası: %6.9), 2012 yıl sonunda ise %3.4 ile %7 aralığında (orta noktası: %5.2) gerçekleşeceğini tahmin etmektedir. Böylece, 2011 yıl sonu enflasyon tahmini 100 baz puanlık artışla %5.9'dan %6.9 seviyesine yükselmiştir. Raporun bundan sonraki bölümünde TCMB'nin II. Enflasyon Raporu'nda öne çıkan gelişmeler incelenecektir.

1- Yurtiçi talebin güçlü seyri devam ediyor...

Grafik 1

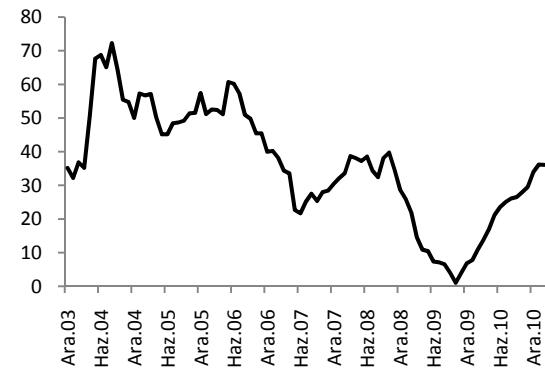
Çıktı Açığı¹



Kaynak: TCMB.

Grafik 2

— Krediler (y-y,%)

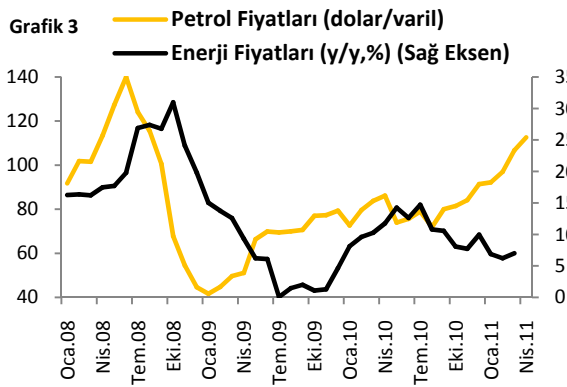


Kaynak: BDDK

¹ Çıktı açığı en basit haliyle bir ekonomide gerçekleşen çıktının potansiyel seviyesinden sapsması olarak tanımlanmaktadır.

Dış talepteki görece olarak zayıf seyre rağmen 2010 yılının son çeyreğinde iç talepteki artışın beklenenden daha güçlü olması, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin büyük ölçüde ortadan kalkmasına neden olmuştur. 2011 yılının ilk çeyreğinde ise iç talep güçlü seyrini korurken dış talep görece olarak daha zayıf bir eğilim izlemeye devam etmiştir. TCMB, iç talepte beklentilerin üzerinde gerçekleşen artışa bağlı olarak çıktı açığı tahminlerini yukarı yönlü güncellerken (Bkz. Grafik-1), TCMB'nin yılın ilk çeyreğinde aldığı sıkılaştırıcı parasal tedbirlerin oldukça güçlü olması nedeniyle çıktı açığının bir önceki döneme kıyasla daha geç kapandığı dikkat çekmektedir. Diğer yandan TCMB'nin kredi genişlemesini yavaşlatmak amacıyla zorunlu karşılık oranlarının vade yapısını farklılaştırması ve bu oranları artırmasına karşın kredi artış hızının hedeflenen seviyelere gerilemediği görülmektedir. Ancak halihazırda uygulanan parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkisiyle, TCMB yılın ikinci çeyreğinde kredi kullanımının hız kaybedebileceğini tahmin etmektedir.

2- TCMB 2011 yılı için petrol ve ithalat fiyatlarına ilişkin beklentilerini yükseltti...



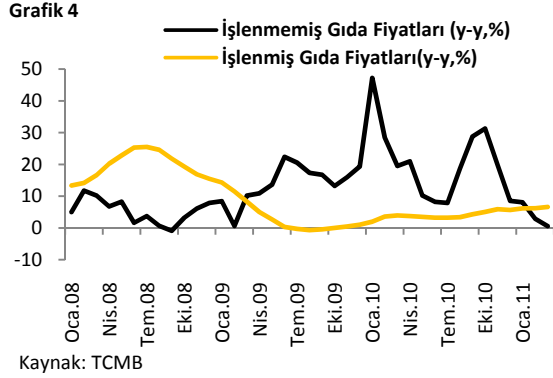
Petrol ve diğer ithalat fiyatları daha çok arz yönlü gelişmeler nedeniyle Ocak Enflasyon Raporu varsayımlarının belirgin olarak üzerinde seyrederken, TCMB'nin enflasyon raporunda petrol ve diğer ithalat fiyatları beklentilerini de yükselttiği görülmektedir. Bu çerçevede petrol fiyatı varsayımı 2011 yılı için 95 ABD dolarından 115 ABD dolarına, ithalat fiyatlarının yıllık yüzde değişimi %10.9'dan %16.2'ye güncellenmiştir. Bu güncellemelerin 2011 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisinin yaklaşık 0.5 puan artırıcı yönde olması beklenirken, 2012 yılı enflasyon tahmininin de sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.

Diğer yandan hatırlanacağı üzere dünyada yaşanan finansal kriz öncesi başta petrol olmak üzere birçok emtianın fiyatları hızla artmıştı. 2004 yılı başında 30 dolar olan petrolün varil fiyatı 2008 Haziran'ında 150 dolara kadar yükselmişti. Aynı şekilde birçok emtianın fiyatında da yükselişler görülmesine karşın, Türkiye'de enflasyonun aynı dönemde düştüğü görülmüştü. Bu durumun en önemli nedenlerinden biri Türkiye'nin görece yüksek reel faize sahip olması dolayısıyla Türk Lirası'nın özellikle dolar karşısında değer kazanması olmuştur. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki artışlar yanında kurdaki seyrin enflasyon rakamları üzerinde etkili olacağını düşünüyoruz. Petrol fiyatlarının son dönemde yılın rekor seviyelerine yükselmesi ve bunun yanında TL'nin değerini kaybetmesinin enflasyonist baskıları önümüzdeki dönemde arttırabileceğini düşünüyoruz.

3- Kumaş ve hazır giyimdeki gümrük vergisi artışları enflasyon beklentilerinde yukarı yönlü revizyonun nedenlerinden biri olarak dikkat çekmiştir...

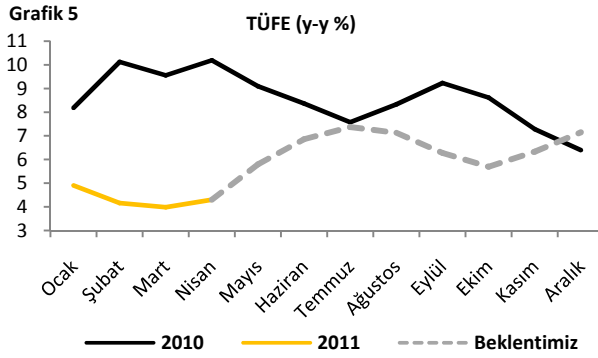
2011 yılı enflasyon tahmini üzerinde belirleyici olan bir diğer unsur ise kumaş ve gümrük vergisi oranlarının yükseltilmesi olmuştur. Artan ithalatın, TÜFE sepetinde yüksek bir paya sahip olan hazır giyim ve yerli kumaş üretimindeki etkilerinin üzerine üreticiler tarafından talep edilen giyim ithalatındaki ek vergi düzenlemelerinin, TÜFE'ye olan olası etkileri üzerine TCMB tarafından yapılan çalışmalara göre; söz konusu ilave gümrük vergisi tedbirlerinin yıllık tüketici enflasyonunu 0.50 baz puan yukarı yönlü etkileyeceği sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte, yapılan hesaplamalarda bazı belirsizlikler olduğuna dikkat çekilmiş ve tüketici fiyatları üzerindeki nihai etkinin ithalat, yurtiçi üreticiler arasında değişen firma tercihleri, rekabet koşullarının durumu ve yerli üreticilerin fiyatlama davranışları gibi unsurların belirleyici olacağından söz edilmiştir.

4- TCMB 2011 yılı gıda fiyatları beklentisini %7.5 seviyesinde korudu...



Gıda fiyatlarının yıllık artış hızı 2011 yılının ilk çeyreğinde 3.55 puan ile sert şekilde azalarak %3.47'ye gerilerken, gıda fiyatları ilk Enflasyon Raporu'nda varsayılan patikaya oranla daha düşük seyretmiştir. Bu gelişmede işlenmemiş gıda fiyatlarında devam eden düzeltme eğilimi belirleyici olmuştur (Bkz. Grafik 4). Özellikle söz konusu dönemde taze meyve-sebze fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilim dikkat çekerken, alınan ithalat tedbirlerinin devam eden etkisiyle kırmızı et fiyatlarındaki aşağı yönlü seyir de devam etmiştir. Uluslararası buğday fiyatlarının gıda fiyatlarına yansımaları, ekme ve tahıl ürünleri fiyatları kanalıyla devam etmesine karşın buğday ithalatında gümrük vergisinin Mayıs ayına kadar geçici olarak kaldırılması bu gruptaki fiyat artışlarını kısmen sınırlandırmıştır. Bütün bu olumlu gelişmelere karşın, TCMB işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek volatilitiyi ve tarımsal emtia fiyatlarındaki artışları göz önüne alarak gıda enflasyonu varsayımını %7.5 olarak korumuştur.

Enflasyonun yeniden yukarı yönlü hareket etmesini bekliyoruz...



Bu hafta açıklanacak Nisan ayı enflasyon rakamları için Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak beklentimiz TÜFE'de aylık bazda %1.20 (TCMB Beklenti Anketi II. Dönem piyasa beklentisi : %0.75) olarak piyasa beklentisinin üzerinde bir değere işaret etmektedir. Özellikle ulaştırma grubunda benzin fiyatlarına yapılan zamların Mart ayı ardından Nisan ayında da devam etmesi, enflasyonda yükseliş beklememizde rol oynamıştır. Giyim ve ayakkabı grubunda yeni sezon ürünlerine geçilmesi Nisan ayında enflasyonun yükseleceği beklentimizi desteklemektedir. Diğer yandan 2010 yılı boyunca manşet enflasyonun temel belirleyicisi konumunda olan gıda fiyatlarının hareketi Nisan ayında da önemli olacaktır. Özellikle meyve ve sebze fiyatlarında yaşanan artışların gıda fiyatlarını yukarı çekmesinin mümkün olacağını düşünüyoruz. Böylece Mart ayında negatif açıklanan gıda fiyatları ve olumlu baz etkisi ile son 41 yılın en düşük seviyesi olan %3.99 gerileyen TÜFE'nin, olumlu baz etkisinin hafiflemesi ile yeniden yükselişe geçmesini ve yıllık bazda %4.61 olmasını bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde enflasyondaki yükselişin devam etmesini, yılın üçüncü çeyreğinde ise enflasyonun düşüşe geçmesini mümkün olabileceğini düşünüyoruz. Ancak geçen yıldan gelen baz etkisi ile son çeyrekte yeniden yukarı yönlü bir hareket görülebilir. Bu beklentimize paralel olarak yıl sonu enflasyon beklentimiz şimdilik %7.15 ile TCMB'nin beklentilerinin üzerinde bir rakama işaret etmektedir.

TCMB yayınladığı son PPK toplantı özetinde, enflasyonda petrol fiyatlarının gecikmeli etkisinin görülmeye başlanacağına dikkat çekerken, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerinin görülmesinin ardından fiyatlamada davranışlarında bozulma olmasına izin vermeyeceğini belirtmiştir. Bu gelişmeler ışığında TCMB'nin enflasyonist baskıların da hızlanması ile birlikte yılın ikinci yarısında faiz artırımına geçmesi mümkün olabilir. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak beklentimiz TCMB'nin ilk faiz artırımına Temmuz ayında başlayabileceği yönündedir. Temmuz ayının ardından kademeli olarak faiz artırımına devam etmesini beklediğimiz TCMB'nin politika faiz oranını toplamda 100 baz puan artırarak %7.25 seviyesine çekeceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak, 2011 yılının II. Enflasyon Raporu'nda TCMB'nin enflasyon beklentilerini revize

etmesi sürpriz bir gelişme olmamıştır. Şubat ayından itibaren TCMB enflasyondaki yukarı yönlü risklerden bahsetmeye başlamıştır. Başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında yaşanan artışların ardından TCMB'nin I. Enflasyon Raporu'nun ardından yeniden yukarı yönlü bir revizyona gitmesi bekleniyordu. Piyasada merakla beklenen gelişme ise TCMB'nin enflasyon beklentilerini ne kadar yükselteceği yönündeydi. Açıklanan enflasyon beklentilerinde TCMB'nin bir miktar temkinli bir duruş sergilediği söylenebilecekken, yayınlanan enflasyon raporunun ardından yılsonuna ilişkin %7.15 seviyesinde bulunan enflasyon beklentimizi şu an itibariyle değiştirmiyoruz. Beklentimiz %6.9 olan TCMB'nin orta noktasının bir miktar üzerinde yer almakla birlikte artan emtia fiyatlarının gecikmeli etkisinin görülmeye başlanacak olması ve maliyet enflasyonunun tüketici enflasyonuna da yansması ihtimali, enflasyon beklentimizin TCMB'nin bir miktar üzerinde yer almasında rol oynamaktadır.

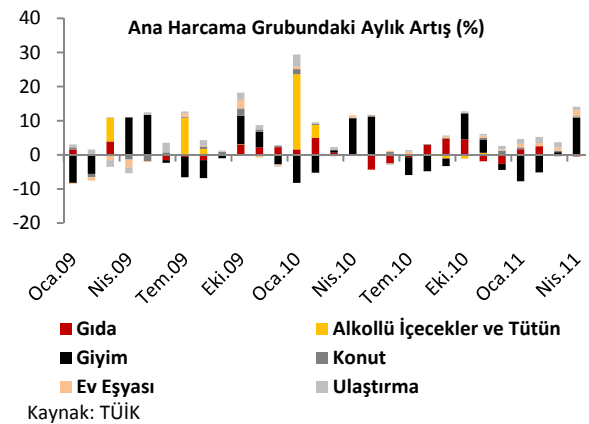
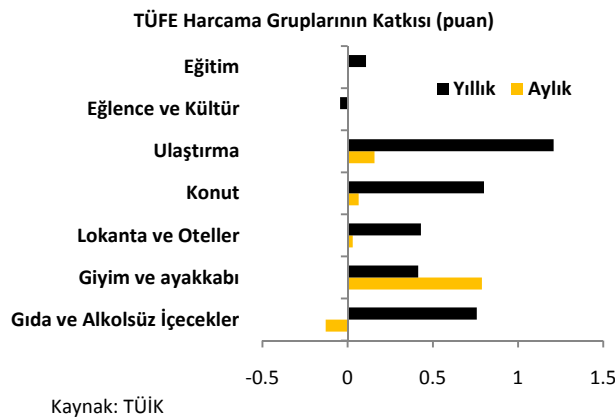
Giyimdeki artış enflasyondaki yükselişe kaynaklık etti

Mart ayında %3.99 oranında artışla son 41 yılın en düşük seviyesine gerileyen TÜFE, Nisan ayında baz etkisinin azalmasıyla birlikte yeniden bir yükseliş trendine girmiş ve yıllık bazda %4.26 oranında artış göstermiştir. TÜFE'de meydana gelen artışta mevsimsel etkiler nedeniyle giyim ve ayakkabı fiyatlarında meydana gelen güçlü artış etkili olurken, geçtiğimiz ay daha güçlü gözlenen petrol fiyatlarındaki artışın etkileri bu ay da devam etmiş ve ulaştırmada meydana gelen artış TÜFE'ye yine artış yönlü bir katkı yapmıştır.

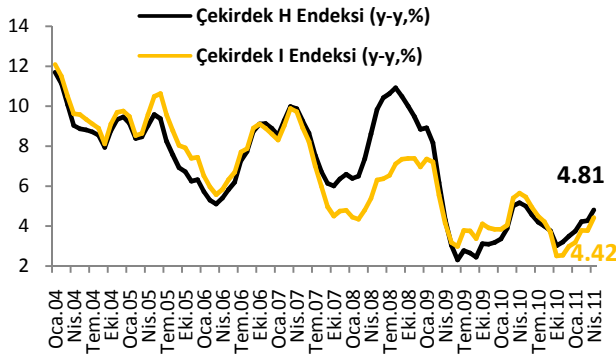
	TÜFE	ÜFE
(2003=100)	Nisan 11	Nisan 11
Bir önceki aya göre	0.87	0.61
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	2.45	6.04
Bir önceki yılın aynı ayına göre	4.26	8.21
On iki aylık ortalamalara göre	6.79	9.17

Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Nisan ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.96 artış yönünde olan piyasa beklentilerinin ve %1.20 artış yönünde olan bizim beklentimizin altında %0.87 oranında gerçekleşmiştir. Böylece yıllık bazda TÜFE, %3.99 seviyesinden Nisan ayında %4.26 seviyesine yükselmiştir.

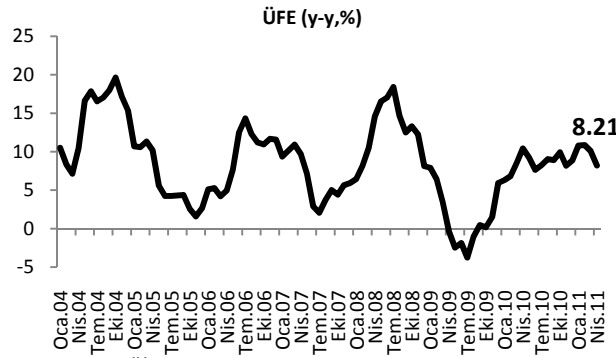


Nisan ayında mevsimsel etkilerle aylık bazda en yüksek artış %10.91 ile giyim fiyatlarında gerçekleşirken, söz konusu grubun enflasyona aylık bazda artış yönünde katkısının 0.78 puan olduğu görülmektedir. Giyimden ardından aylık bazda en çok artış gösteren bir diğer sektör ise mevsimsel olarak aylık bazda %1.76 oranındaki artışla ev eşyası olmuş ve söz konusu sektör enflasyona 0.12 puan yukarı yönlü bir katkı yapmıştır. Geçtiğimiz ay benzin fiyatlarındaki artışlar nedeniyle enflasyona artış yönünde en yüksek katkıyı yapan ulaştırma grubunun, benzin fiyatlarında artışın devam etmesine karşın, Nisan ayında aylık bazda %1.04 oranında artışla enflasyona 0.16 puanlık nispeten sınırlı bir katkı yaptığı gözlenmiştir. Öte yandan aylık bazda %0.39 artış gösteren konut sektörünün katkısı 0.06 olarak gerçekleşirken, geçen ayki düşüş trendini sürdüren gıda fiyatlarının Nisan ayında %0.48 oranında düşüş gösterdiği ve enflasyona 0.12 puan negatif yönlü katkı sağlayan tek sektör olduğu dikkat çekmiştir. Böylece geçtiğimiz yılın Ekim ayında yıllık bazda %17.8 seviyesine kadar yükselen gıda enflasyonu, Nisan ayında %2.83 seviyesine kadar gerilemiştir.



Kaynak: TÜİK

seviyesi olan %3.99'u gören enflasyonda aslında yukarı bir yükselişin başladığına işaret edebilmektedir.

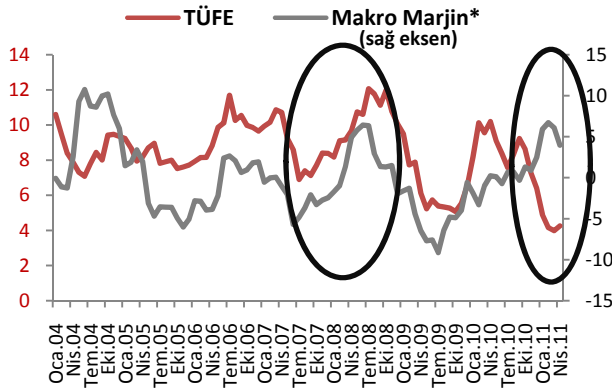


Kaynak: TÜİK

geçen ay %10.08 olarak gerçekleşen ÜFE'nin %8.21 seviyesine gerilemesi ve dolayısıyla baz etkisiyle artan TÜFE-ÜFE marjının giderek birbirine yaklaşması dikkat çekmektedir.

Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon olarak adlandırılan H ve I endeksleri sırasıyla aylık bazda %1.43 ve %1.77 artarken, yıllık bazdaki artışın %4.81 ve %4.42'ye ulaştığı görülmektedir. Piyasaların yakından takip ettiği çekirdek endeks olan I ve H endekslerinin 2007 yılının Temmuz ayından beri ilk kez manşet enflasyonun önüne geçtiği görülmektedir. Bu durum Mart ayında son 41 yılın en düşük

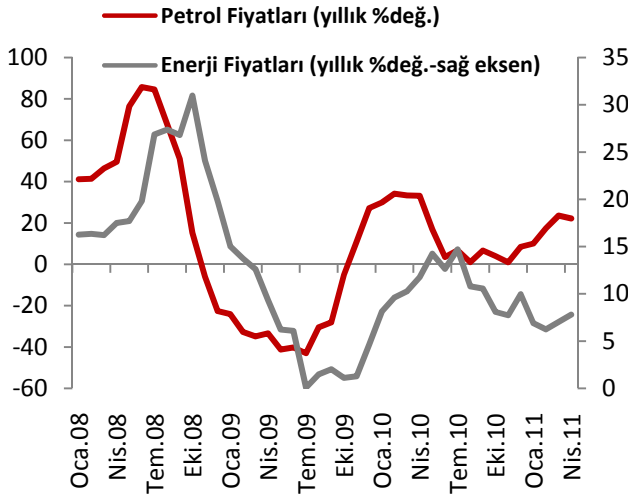
Üretici fiyatları endeksi (ÜFE) aylık bazda %0.61 artışla yıllık bazda %8.21 olarak gerçekleşmiştir. Yıllık bazda ÜFE'nin çift hanelerden tek hanelere inmesinde, tarım sektöründe kullanılan girdi fiyatlarında ve tarımsal ürünlerde gözlenen düşüş etkili olmuştur. Tarım sektörü endeksinde, bir önceki yılın aynı ayına göre %4.59 artış gerçekleşirken, sanayi sektörü endeksinde ise yıllık bazda %9.09 artış yaşanmıştır. ÜFE'nin hem aylık bazda hem yıllık bazda gerileme kaydettiği dikkat çekerken,



*Makro Marjin: ÜFE-TÜFE arasındaki fark
Kaynak: TCMB, Vakıfbank

Makro marjindeki hareketlerin TÜFE'ye öncülük ettiği göz önüne alınarak geçmiş dönemlerde makro marjinin hareketleri incelendiğinde, ÜFE ile TÜFE arasındaki farktaki yükselişlerin TÜFE'yi gecikmeli olarak yukarı ittiği dikkati çekmektedir. Bu nedenle makro marjindeki yükselişin yeni yeni TÜFE'ye yansımaya başladığı görülürken, son dönemde hareketin yeniden aşağı dönmesi bu yükselişin geçici olabileceğine işaret etmektedir. Aynı zamanda yine makro marjinin tarihsel hareketleri incelendiğinde, TÜFE ve makro

marjin arasındaki makasın hiç bu kadar geniş olmadığı dikkati çekerken, bu durum makastaki daralmanın ÜFE'den mi TÜFE'den mi gerçekleşeceği merak uyandırmaktadır. ÜFE'nin Nisan ayında gerilediği göz önüne alındığında maliyet kanalı ile enflasyondaki yükselişlerin önümüzdeki dönemlerde hafiflemesi beklenebilecektir.



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Vakıfbank

Dünyada 2010 yılının Kasım ayından bu yana hızla artan petrol fiyatlarının etkisi geçtiğimiz aya kadar özellikle ulaştırma grubu fiyatlarında daha belirgin görülürken, Nisan ayında petrol fiyatlarında gözlenen aşağı yönlü hareketin etkisiyle bu etkinin daha sınırlı kaldığı gözlenmiştir. Enerji fiyatlarında ise Nisan ayında hafif yukarı yönlü bir hareket gözlenirken, bu hareketin önümüzdeki dönemlerde de yine sınırlı bir yukarı yönlü harekete işaret ettiği söylenebilmektedir.

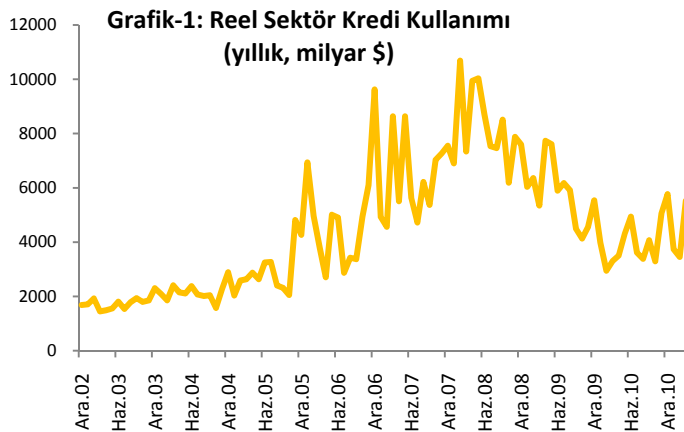
Mart ayında TÜFE'de yıllık bazda %3.99 ile dip seviyenin görülmesinin ardından TÜFE'nin Nisan ayında %4.26 olarak gerçekleşmesi, olumlu baz etkisinin sona ermesiyle 2011 yılının ilk çeyreğinin ardından yıllık bazda enflasyonda yukarı yönlü hareketler yaşanması yönündeki beklentilerimizi destekler nitelikte olmuştur. TCMB de en son açıkladığı raporunda kısa dönemde enflasyonda yukarı yönlü hareketlerin olacağından bahsetmiş olması, bu durumun beklenen bir yükseliş olduğunu belirtmektedir. Bu değerlendirmeler ışığında yılsonu TÜFE tahminimizi değiştirmeyerek %7.15 seviyesinde koruyoruz.

Enflasyonda beklentilerimizin gerçekleşmesi durumunda TCMB'nin yılın 2.yarisından sonra faizlerde sınırlı bir artırıma gitmesi beklenirken, Vakıfbank olarak beklentimiz halen %6.25 seviyesinde olan politika faizinin %7.25'e kadar yükseltilebileceği yönündedir. Bu beklentimizle ilgili olarak ekonomideki aşağı yukarı yönlü risklerin bulunduğunu dikkate alırken, Merkez Bankası'nın aldığı önlemlerin etkilerinin gözlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Özellikle Orta Doğu'da yaşanan siyasi karşılıklarla başlayan petrol fiyatlarındaki aşırı yükselişlerin gerginliklerin durulmasıyla geri çekilmesi ve seçimlerden sonra oluşacak siyasi istikrarın enflasyonda görülmeye başlayan yükselişlerin kısa

zamanda hız kesmesine neden olabilecektir. Buna ek olarak, alınan önlemlerin ekonomiyi yavaşlatma yönünde sağlayabileceği katkı da süreci destekleyecektir. Bunun yanında özellikle çekirdek fiyatlarda başlayan yükseliş, manşet enflasyonun önümüzdeki dönemde yükselişe geçeceğini göstermesi açısından yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Ayrıca, uzun süredir fiyatları değiştirilmeyen doğalgaz ve elektrik fiyatlarında Haziran ayından sonra ayarlamalar yapılması durumunda da enflasyonda genelde yaz aylarında görülen aşağı yönlü hareketin görülmemesi söz konusu olabilir. Enflasyon üzerindeki aşağı ve yukarı yönlü risklerin derecesi Merkez Bankası'nın para politikası duruşunda belirleyici olacaktır. Halihazırdaki açıklanan son enflasyon rakamlarının piyasa beklentileri ile paralel olduğu göz önüne alındığında TCMB'nin şu an bir kaç ay daha faizleri değiştirmesini beklemiyoruz.

Merkez Bankası'nın finansal istikrar vurgusu ve reel sektörün rolü

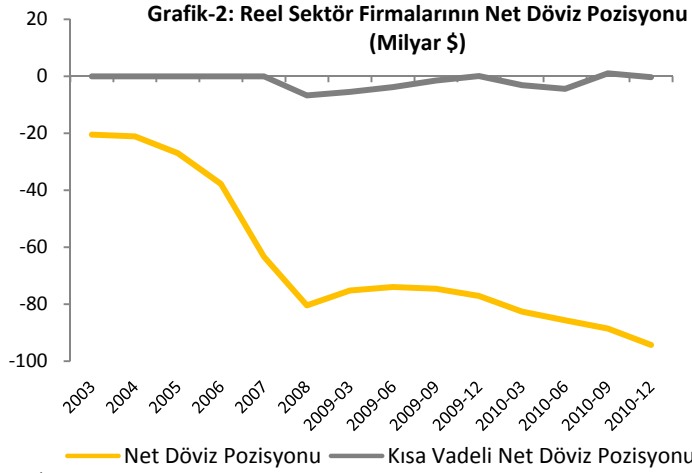
2010 yılında finansal krizden çıkış süreci belirginleşmiş ve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ekonomileri olumlu performans göstermişlerdir. Bu süreçte gelişmiş ülkelerin uyguladıkları genişleyici para politikaları uluslararası likiditenin artmasını sağlarken, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının yüksek seviyelere ulaşmasına neden olmuştur. Bu durum söz konusu ülkelerdeki finansal istikrar konusundaki endişelerin yükselmesine neden olmuştur. Türkiye'de de oluşan tabloda Merkez Bankası'nın fiyat istikrarının yanında finansal istikrara yönelik vurguları ve politika kararları yoğunlaşmıştır. Bu çerçevede Merkez Bankası geleneksel para politikası uygulamalarından farklılaşarak politika faiz oranını belirlemenin yanında ikinci politika bileşeni olan zorunlu karşılıkları kullanmaya başlamıştır. Bu çerçevede, finansal istikrarın sağlanması amacıyla artan kısa vadeli fon girişlerine karşı politika faiz oranlarını düşürürken, yurtdışındaki kredi hacmindeki genişlemeyi yavaşlatmak için zorunlu karşılıklarda sert arttırmalara gitmiştir. Bu politikanın finansal istikrarı hangi kanalla etkileyeceği sorusunda reel sektör firmalarının pozisyonlarının da dikkate alınması gerekmektedir. Bu raporda finansal istikrarın bir parçası olarak değerlendirdiğimiz reel sektöre ilişkin yurtiçi kredilere artık daha fazla ikame edilme ihtimali bulunan dış kaynak kullanımlarının mevcut durumu ve oluşturabileceği riskler üzerinde durulmuştur.



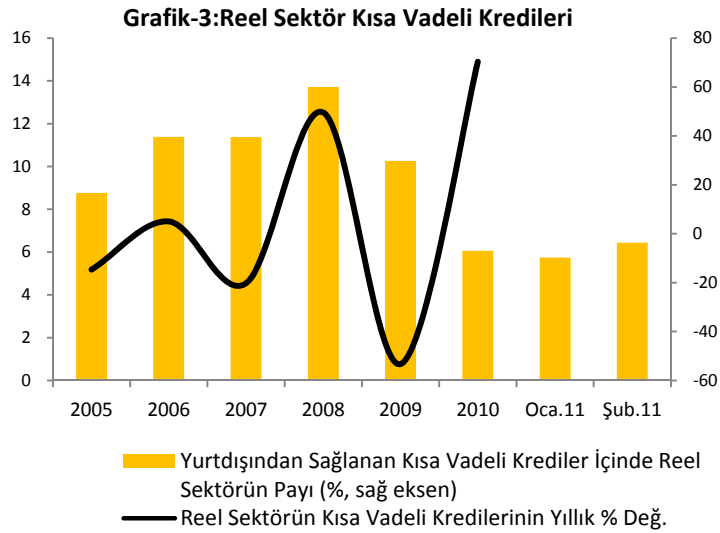
Kaynak: TCMB

Merkez Bankası'nın son dönemde açıkladığı ödemeler bilançosu rakamlarına göre, reel sektörün 2008 krizinden sonra devamlı azalan yurtdışı kredi kullanımı eski seviyesine halen dönmemiş olsa da, 2010 yılı itibariyle global piyasalarda ki düzelme ile istikrar kazanmıştır. Reel sektörün yurtdışı kaynaklı kredi kullanımında yaşanan artış, bu sektörde ki firmaların döviz cinsinden yükümlülüklerini arttırarak kur riskini de beraberinde getirmektedir. Uluslararası piyasalarda ki gelişmelere bağımlılığı arttıran bu kredilerin bu piyasalarda meydana gelen bir likidite

daralması durumunda reel sektörün kaynağa ulaşmasını da zorlaştırmakta ve bu da karşımıza ikincil bir risk olarak çıkmaktadır. Reel sektör olarak belirttiğimiz yurtdışından kredi kullanabilen firmaların, genellikle büyük firmalar olduğu ve bu firmaların risk yönetimi konusunda daha yetkin olmaları bir dereceye kadar ekonomi üzerinde olumlu bir etken olsa da, yurtdışı piyasalarda olası bir istikrarsızlık durumunda bu krediler ekonominin kırılganlığını arttırabilmektedir.

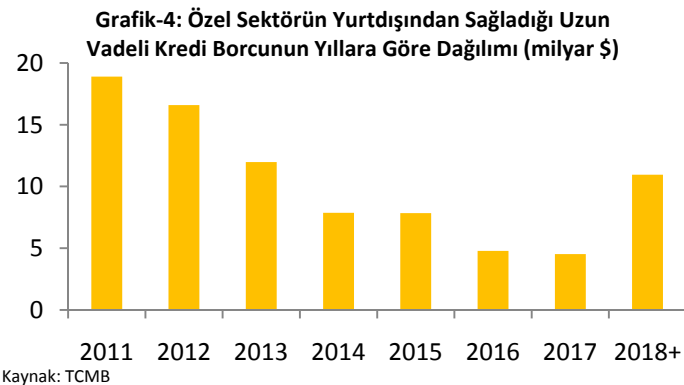


Kaynak: TCMB



Kaynak: TCMB

kredilerinin toplam kısa vadeli krediler içindeki payı krizin ardından düşerken, 2010 yılından itibaren toparlanma eğilimlerinin belirginleşmesi kısa vadeli kredi kullanımlarının artış trendine girmesine neden olmuştur.



Kaynak: TCMB

Türkiye’de firmalar kesiminin taşıdığı riskin belirlenmesi açısından söz konusu firmaların net döviz pozisyonunun seyri dikkate alınmalıdır. Küresel krizin borçlanma piyasaları üzerinde ciddi olumsuz etkilerinin olmasına karşın firmalar kesiminin net döviz pozisyonundaki bozulmanın devam ettiği görülmektedir. Bununla birlikte, kısa vadeli net döviz pozisyonunda ise dengeli seyrin hakim olduğu dikkat çekmektedir. Sonuç olarak, reel sektörün net döviz açığına maruz kalmalarına karşın, söz konusu açığın kısa vadeli olmaması bir avantaj olarak değerlendirilebilmektedir.

Reel sektörün kısa vadeli kredi kullanımlarının firmaların finansal istikrar üzerindeki riskleri yansıtmaya açısından önemi büyüktür. Firmalar kesiminin kısa vadeli kredi kullanımlarının yüksek seviyelere ulaşması söz konusu şirketlerin kırılganlıklarını arttırırken, özellikle döviz geliri elde etmeyen firmaların daha fazla riskle karşılaşmalarına neden olabilecektir. Bu çerçevede 2008 yılının ardından küresel krizin etkilerinin borçlanma piyasalarındaki olumsuz etkilerinin derinleşmesi sonucunda firmaların kısa vadeli kredi kullanımları sert bir şekilde gerilemiştir. Reel sektör kısa vadeli

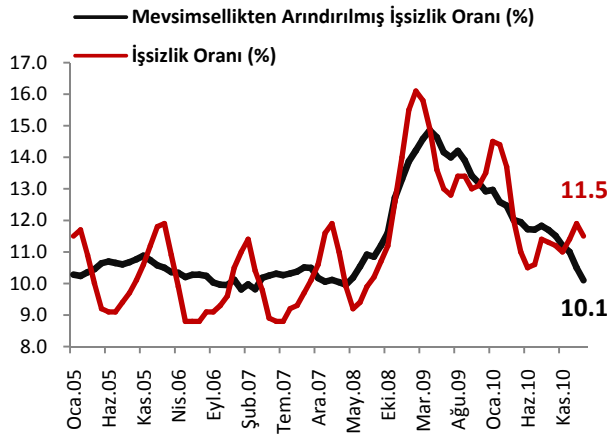
Firmaların sahip oldukları dış borçların boyutunun yanında söz konusu borçları nasıl bir plan ile geri ödeyecekleri de önümüzdeki dönemde finansal istikrara yönelik oluşabilecek risklerin belirlenmesi ve bu risklere karşı hangi önlemlerin ne boyutta alınması gerektiği konusunda önemli ipuçları verebilecektir. Firmalar kesiminin 2011 – 2013 döneminde 47.5 milyar dolarlık uzun vadeli kredi geri ödemesi bulunmaktadır.

Sonuç olarak, son dönemde ekonomi gündeminin en önemli maddelerinden olan ve Merkez Bankası politikalarında fiyat istikrarının yanında gözetilmeye başlanan finansal istikrar için kredi genişlemesinin yavaşlatılması yönünde atılacak adımların firmalar kesiminin pozisyonları açısından da değerlendirilmesi yararlı görülmektedir. Merkez Bankası'nın son dönemde uyguladığı geleneksel olmayan para politikası ile iç talebin artış hızında yaratabileceği bir azalmanın, reel sektörün borçluluk düzeyini azaltmak suretiyle de finansal istikrar üzerinde rol oynayabileceği düşünülmeye karşın söz konusu politikaların etkinliği açısından sadece bu kanalın göz önüne alınması yeterli görünmemektedir. Politika sonuçlarının henüz istenilen düzeye ulaşmadığı dikkate alındığında, önümüzdeki dönemde, finansal alanda karar verici pozisyonundaki diğer kurumları ve maliye politikası uygulayıcılarını da içeren bir politika bütünü ile karşılaşmamız söz konusu olabilecektir.

2011 yılı ilk çeyreğinde istihdam piyasalarındaki toparlanma devam ediyor...

2011 yılının Ocak-Şubat-Mart döneminde işsizlik oranı, bir önceki yılın aynı dönemine göre 2.9 puan düşerek, %11.5 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında yaşanan krizin etkisiyle işsizlik oranının oldukça yüksek seviyelere ulaşmasının ardından, 2010 yılı genelinde aşağı yönlü hareket eden işsizlik oranının 2011 yılı ilk iki ayında bir önceki yıla göre oldukça gerilediği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde ise olumlu mevsimsel etkilerin artması ile birlikte işsizlik oranındaki aşağı yönlü hareketin devam etmesi beklenebilir. Bu raporumuzda işgücü piyasalarında yaşanan bu toparlanma incelenerek büyüme-istihdam ilişkisinin yönü analiz edilecektir.

Grafik-1

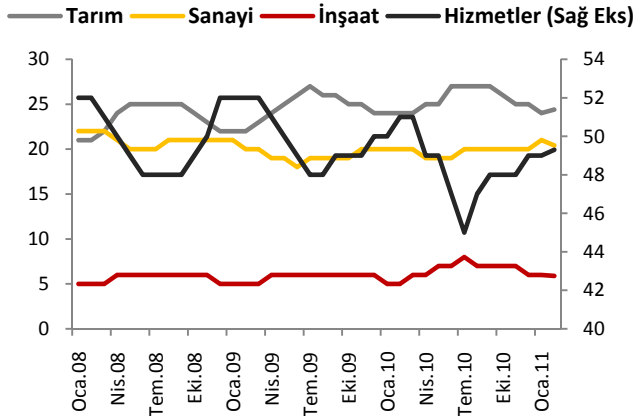


Kaynak: TÜİK, TCMB

2011 yılının Ocak-Şubat-Mart döneminde işsizlik oranı, bir önceki yılın aynı dönemine göre 2.9 puan düşerek, %11.5 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 2.5 puan gerileyerek %10.1 olmuştur. Şubat döneminde tarım dışı sektörde çalışan sayısının 1.2 milyon kişi artmasıyla, 2010 yılı Şubat ayında %17.5 seviyesinde olan tarım dışı işsizlik oranı, 2011 yılının aynı döneminde 3.3 puanlık düşüşle %14.2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Kasım ayından beri mevsimsel olumsuz etkilerle artış eğiliminde olan işsizlik oranının Şubat ayında ise hem aylık hem de yıllık bazda gerilemesi istihdam koşullarında toparlanma açısından olumlu algılanmıştır.

Şubat ayında işsiz sayısı, bir önceki yılın aynı dönemine göre 600 bin kişi azalışla 2.9 milyon kişiye inerken, bir önceki aya göre ise 80 bin kişilik düşüş görülmüştür. Ayrıca, söz konusu dönemde kentsel bölgelerde bir önceki yılın aynı dönemine göre 3 puan düşüşle %13.3 seviyesine gerileyen işsizlik oranı, kırsal alanda da gerileyerek %7.8 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Grafik-2

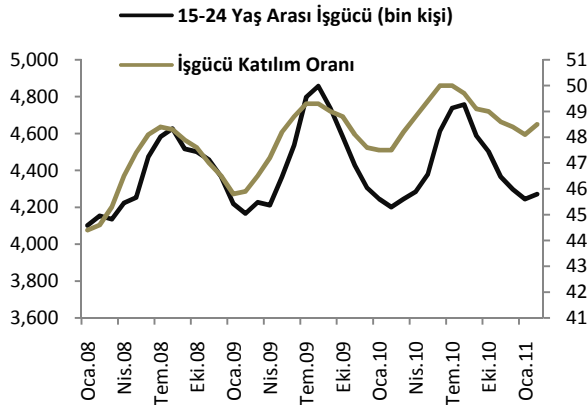


Kaynak: TÜİK

toparlanmanın sağlanmasına karşın tarım istihdamının artmaya devam etmesi dikkat çekicidir. Son bir yıl içerisinde tarım dışı sektörlerde çalışan sayısı 1.2 milyon artarken, tarım sektöründe çalışan sayısı 533 bin artmıştır.

İstihdamın sektörel kompozisyonuna bakıldığında, tarım sektörünün istihdam edilenler içindeki payının 0.7 puan, sanayi sektörünün payının 0.1 puan, inşaat sektörünün payının 0.6 puan arttığı, hizmetler sektörünün payının ise 1.4 puan azaldığı gözlenmiştir. Buna göre, Şubat 2011 döneminde istihdam edilenlerin %24.4'ü tarım, %20.4'ü sanayi, %5.9'u inşaat, %49.3'ü ise hizmetler sektöründe yer almıştır. İşsizlik oranında yaşanan düşüş istihdam piyasası açısından olumlu algılanmakla beraber tarım sektörünün istihdam edilenler içindeki payının artmaya devam etmesi, büyüme açısından endişe yaratmaktadır. Krizin ardından iki yıl geçmesine ve ekonomik

Grafik-3

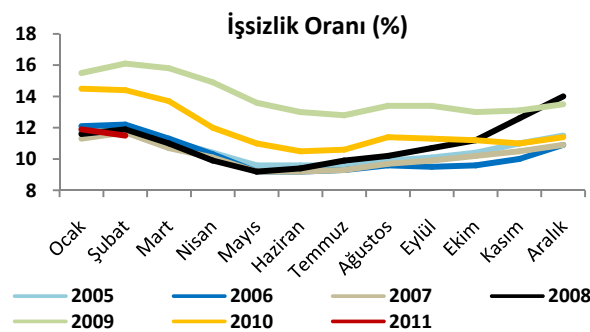


Kaynak: TÜİK, TCMB

oynamıştır. İşgücünün eğitim ve yaş dağılımlarına bakıldığında, toplam işgücünün %16.6'sını 15-24 yaş grubundakilerin oluşturduğu görülmüştür. Bu da Türkiye'de önemli bir genç nüfus potansiyeli olduğuna işaret etmektedir. Türkiye'de, 2010 yılının Şubat ayında %26.9 seviyesinde olan genç nüfusun işsizlik oranının 4.4 puanlık azalışla %22.5'e gerilemesi olumlu bir gelişme olmakla beraber, bu oranın %13 seviyelerinde olan global genç nüfus işsizlik oranının oldukça üzerinde olduğu görülmektedir. Bu noktada önümüzdeki yıllarda Türkiye'nin genç nüfus potansiyelini kullanacak istihdam politikaları uygulaması gerektiği açıktır.

Dünya istihdam piyasasında, son zamanlarda en çok tartışılan konu 15-24 yaş arası genç nüfusun istihdamı olup, yaşanan ekonomik krizlerden genç nüfusun yetişkinlere göre daha çok etkilendiği tespit edilmiştir. Uluslararası İşgücü Organizasyonu (ILO) dünyadaki genç nüfusun yaklaşık %90'ının gelişmekte olan ülkelerde yaşadığına dikkat çekerken, Türkiye'de de genç nüfusun işsizlik oranı seviyesinin yüksek olduğu görülmektedir. Şubat döneminde, Türkiye genelinde işgücüne katılım oranı, bir önceki yılın aynı dönemine göre 1 puanlık artışla %48.5 olarak gerçekleşirken, yaşanan bu artışta genç nüfusun işgücüne katılım oranında yaşanan yükseliş rol

Grafik-4



Kaynak: TÜİK

Açıklanan son veriler çerçevesinde, 2011 yılı başında işsizlik oranında izlenen trendi geçmiş yıllarla kıyaslayabilmek için yandaki Grafik-4 incelendiğinde, işsizlik oranının yeniden kriz öncesi seviyelerine döndüğü dikkat çekmektedir. 2009 yılında yaşanan krizin etkisiyle işsizlik oranının oldukça yüksek seviyelere ulaşmasının ardından,

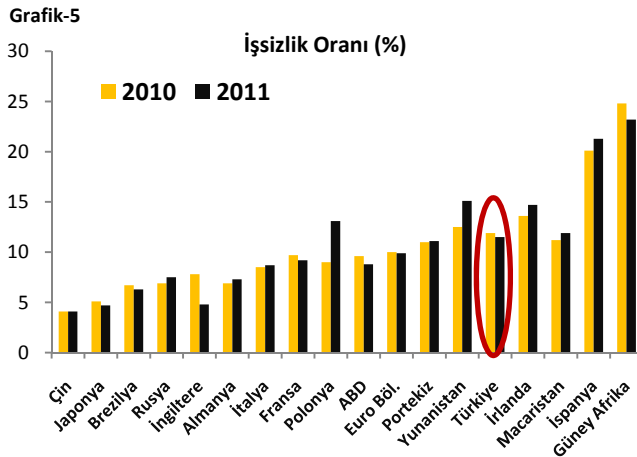
2010 yılı genelinde aşağı yönlü hareket eden işsizlik oranının 2011 yılı ilk iki ayında bir önceki yıla göre oldukça gerilediği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde ise olumlu mevsimsel etkilerin artması ile birlikte işsizlik oranındaki aşağı yönlü hareketin devam etmesi beklenebilir. Aşağı yönlü hareket beklentimiz geçmiş yıllara paralel bir çerçeve çizmekle beraber, söz konusu düşüşün 2009 ve 2010 yıllarındaki kadar sert olmaması, kriz önceki yıllardakine benzer bir hareketle daha sınırlı olması mümkün olabilir. Bu çerçevede işsizlik oranının yılın ilk yarısı içinde yeniden tek hanelere gerilemesi beklenebilir. Fakat ilk yarı ardından olumlu mevsimsel etkilerin sona ermesiyle işsizlik oranının tekrar çift hanelere yükselerek yılı sonlandırması mümkün olabilir.

Tablo.1

Nedenselliğin yönü	F-değeri	P-değ.	Karar
İşsizlik Or. → Büyüme Or.	30.8323	1.6E-08	Red
Büyüme Or. → İşsizlik Or	0.44071	0.64701	Red Etme

İstihdam piyasalarında yılın ilk çeyreğinde devam eden toparlanma, büyüme-istihdam ilişkisinin yönüne ilişkin soruları da yeniden gündeme getirmiştir.

İşsizlik oranı ile büyüme arasındaki ilişkiyi desteklemek amacıyla Türkiye büyüme oranı ile işsizlik rakamlarını kullanarak kurduğumuz ekonometrik modelde, değişkenler arasındaki nedenselliğin işsizlik oranından GSYİH büyümesine doğru olduğu görülmüştür. Büyümeden işsizlik oranına doğru bir nedensellik ilişkisi ise bulunmamıştır.² Bir başka ifade ile işsizlik oranındaki gelişmelerin büyüme üzerinde etkili olduğu söylenebilecekken, büyümede yaşanan dalgalanmaların işsizlik oranı üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Bu sonuç, özellikle son dönemde yaşanan krizle birlikte bozulmakla beraber, önceki dönemlerde büyüme oranında yaşanan toparlanmaya rağmen işsizlik rakamlarında yaşanan yüksek oranlarla açıklanabilir. Bu durum Türkiye'deki yapısal işsizliğe dikkat çekmektedir. Bir başka ifade ile işsizlik oranındaki yükselişin büyüme oranı ile ilişkisinin bulunmadığı, işsizliğin yüksek olmasında Türkiye'deki yapısal işsizlik oranının etkili olduğu söylenebilir. Fakat işsizlik oranındaki toparlanma yılın ilk çeyreğine ilişkin GSYİH büyüme oranının da güçlü bir performans sergileyeceğine işaret etmektedir.



Kaynak:IMF, Bloomberg

Yılın ilk çeyreği ile birlikte Türkiye istihdam piyasalarında yaşanan olumlu performansı diğer ülkelerle karşılaştırmak için yandaki Grafik-5 incelendiğinde ise yaşanan düşüşe rağmen Türkiye'nin pek çok gelişmekte olan ülkeden daha yüksek bir işsizlik oranına sahip olduğu görülmektedir. Mart ayında Euro Bölgesi işsizlik oranının %9.9 seviyesinde gerçekleştiği izlenirken, Avrupa'nın en büyük ekonomisi olan Almanya'da işsizlik oranı Euro Bölgesi'nden ayrılarak %7.1 seviyesinde bulunmaktadır. Avrupa Birliği'nin yeni üyelerinden Polonya ve Macaristan gibi ülkelerde ise 2011 yılı başında işsizlik oranlarında yaşanan yükseliş dikkat

çekmektedir. Gelişmekte olan ülkeler arasında bulunan Güney Afrika'da halihazırda çok yüksek olan işsizlik oranının 2011 yılında 1.6 puan gerilemesine rağmen olumsuz performansın devam ettiği görülmektedir. Diğer yandan Euro Bölgesi borç krizinde sorunlu ülkeler arasında olan İspanya'nın işsizlik oranının da halen yüksek seviyelerde seyrederken, Yunanistan'da yılın başından beri %2.6 puanlık artış dikkat çekmektedir.

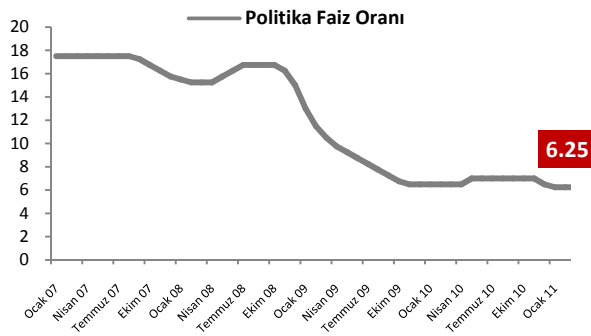
² Modelde değişkenlerin durağanlık testleri Augmented Dickey Fuller testi kullanılarak kontrol edilmiş ve seriler durağan hala getirilerek (I(1)) Granger Causality testi ile nedenselliklerin yönüne karar verilmiştir.

Sonuç olarak, 2009 yılında yaşanan krizin etkisiyle rekor seviyelere yükselen işsizlik oranının 2011 yılı ilk iki ayında ise bir önceki yıla göre oldukça gerilediği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde ise olumlu mevsimsel etkilerin artması ile birlikte işsizlik oranındaki aşağı yönlü hareketin devam etmesi beklenebilecekken, bu durum büyüme için de 2011 yılına ilişkin olarak olumlu bir tablo çizmektedir.

TCMB politika faiz oranını %6.25 seviyesinde sabit bıraktı

Global enflasyonist baskıların arttığı bir ortamda pek çok gelişmekte olan ülke faiz artırımına giderken, finansal istikrarı ana hedefi olarak açıklayan TCMB bu çerçevede Mayıs ayındaki son toplantıda politika faiz oranını ve TL-YP zorunlu karşılık oranlarını sabit bırakmıştır. Merkez Bankası'nın bu politikasının temel nedeni, fiyat ve finansal istikrar hedeflerini eş zamanlı yürütmek istemesidir. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı bir ortamda TCMB'nin finansal istikrarı diğer bir ana hedef olarak açıklaması yeni tartışmalara neden olmaktadır. Bu çerçevede politikaların kısa ve uzun vadeli etkilerinin ilişkisi tartışılarda önemli bir eksen oluşturmaktadır. Bu çalışmamızda finansal ve parasal istikrar arasındaki ilişki incelenerek, Türkiye'de TCMB'nin son aldığı kararların kısa ve uzun vadeli etkilerinin sonuçları tartışılacaktır.

Grafik 1

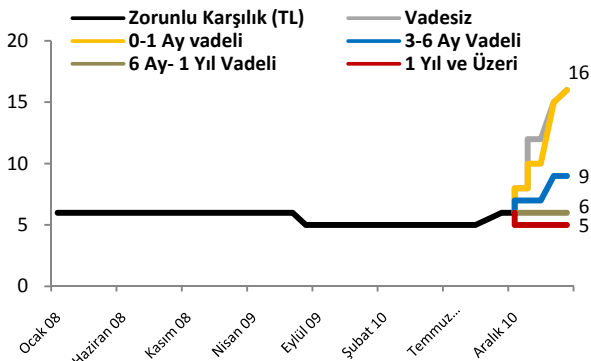


Kaynak: TCMB, Bloomberg

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) geçtiğimiz hafta yaptığı Mayıs ayı toplantısında politika faiz oranını genel beklentiler doğrultusunda %6.25 seviyesinde sabit bırakmıştır. Bir önceki toplantıda olduğu gibi likidite koridoru çerçevesinde, TCMB borçlanma faiz oranını %1.50 düzeyinde, borç verme faiz oranını %9 seviyesinde sabit bırakmıştır. Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma faiz oranı ise %8 seviyesinde sabit bırakılmıştır. Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde,

Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan %0 düzeyindeki TCMB borçlanma faiz oranı ve %12 düzeyindeki borç verme faiz oranında da değişikliğe gidilmemiştir.

Grafik 2



Kaynak: TCMB

TCMB ayrıca Mayıs ayı toplantısında TL ve YP zorunlu karşılık oranlarında da bir değişikliğe gitmemiştir. TCMB'nin son dönemde zorunlu karşılık oranlarında yaptığı sert artırımlardan sonra Nisan ayındaki toplantıda bir miktar yavaşladığı ve Mayıs ayında zorunlu karşılıklarda artırımlarını durdurduğu görülmektedir. Bu durum, alınan kararların krediler üzerindeki etkisini görmek için TCMB'nin bekle-gör stratejisine işaret ederken, önümüzdeki dönemde kredilerdeki artış hızının yükselmeye devam etmesi durumunda TCMB'nin zorunlu karşılıklara ek olarak konvansiyonel para politikası araçları kullanması ve

faiz artırımlarına gitmesi mümkündür. Beklentimiz TCMB'nin Ağustos veya Eylül ayında başlayarak 25'er baz puan şeklinde 3 kez faiz arttıracığı ve politika faizinin %7.0 seviyesine yükseltileceği yönündedir. Diğer yandan önümüzdeki dönemde konvansiyonel ve konvansiyonel olmayan para politikalarının yanında maliye politikaları ile de kredilerin daraltılmaya çalışılması mümkün olabilecektir.

Son dönemde finansal istikrara ilişkin önlemler açıklayan TCMB'nin Mayıs ayında bekle-gör stratejisiyle faizlerde ve zorunlu karşılıklarda bir değişikliğe gitmediği görülürken, raporumuzun bundan sonraki bölümünde finansal ve parasal istikrar arasındaki ilişki incelenerek, Türkiye'de TCMB'nin aldığı son kararların kısa ve uzun vadeli etkilerinin sonuçları tartışılacaktır.

Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı İlişkisi

Teorik Altyapı

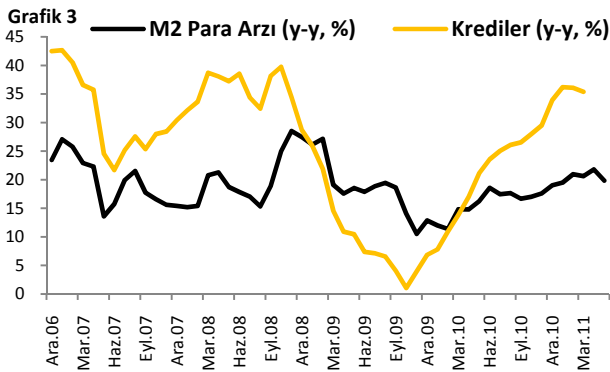
Son birkaç yıl içinde, literatürde parasal ve finansal istikrar arasındaki ilişki hakkındaki tartışmaların şiddetlendiği görülmektedir. Tartışmalar, özellikle enflasyon hedeflemesinin finansal istikrar ile uyumlu olup olmadığı, olası çatışmaların nasıl oluştuğu ile enflasyon hedeflenmesinin finansal istikrara katkıda bulunup bulunmadığı gibi sorulara odaklanmıştır.

Parasal ve finansal istikrara yönelik literatürdeki çalışmalar içinde geleneksel görüşe göre, düşük ve istikrarlı enflasyonu koruyan bir para politikası rejimi finansal istikrara da katkı sağlamaktadır. Çünkü enflasyon, gelecek dönem getirilerin yanlış algılanmasına ve dolayısıyla asimetrik bilginin ve finansal istikrarsızlığın artmasına neden olacaktır. Ancak, finansal dengesizliklerin düşük enflasyon ortamında da yaşandığı görülmüştür. Örneğin, 1920 ve 1990'larda ABD'de ve 1980'lerin sonunda Japonya'da yaşanan krizler fiyat istikrarının finansal istikrar için gerekli olduğunu fakat yeterli olmadığını göstermektedir.

Diğer yandan, yeni ortam hipotezine mensup ekonomistler, para politikası uygulamalarının finansal istikrar üzerinde önemli sonuçları olduğunu kabul etmekle beraber, fiyat istikrarının tek başına hedeflenerek finansal sistem istikrarının göz ardı edilmemesi görüşünü savunmaktadırlar. Ekonomide yeni ortam hipotezini geleneksel analiz tarzından ayıran temel nokta, parasal istikrarın finansal istikrar için tek başına yeterli olmayışı veya başka bir deyişle parasal istikrarın sağlanabilmesi için uygulanacak para politikası araçlarının bazı durumlarda çelişki yaratabileceğidir.

Türkiye'de ekonominin bugün içinde bulunduğu konjonktür itibariyle para politikası ile finansal istikrar ilişkisi ekonomide yeni çevre hipotezine daha yakın olmakla beraber, özellikle ülkemiz ekonomisi göz önüne alınarak bakıldığında söz konusu ilişkinin birbirine sıkı sıkıya bağlı olmakla birlikte, ancak makroekonomik koşullara göre değişiklikler gösterebilecek düzeyde olduğu söylenebilir.

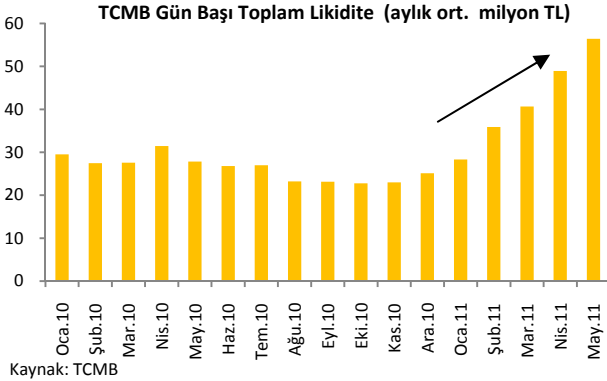
Türkiye Değerlendirmesi



Kaynak: TCMB, BDDK

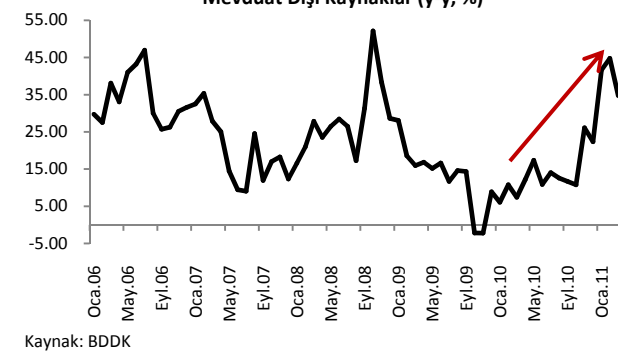
Merkez Bankası fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da ele alan bir politika uygulamakta ve bu bağlamda da zorunlu karşılık oranlarını kullanmaktadır. Grafik-3'te zorunlu karşılık oranlarındaki artırımların da etkisiyle M2 para arzının ve kredilerin yıllık artış hızında yavaşlama olduğu görülmektedir. Ancak alınan önlemler kısa vadede amaçlanan sonuçlara ulaşabilecek olsa da, uzun vadedeki sonuçlarının daha iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Merkez Bankası'nın finansal istikrar amacıyla zorunlu karşılık oranlarında bir artırıma gitmesi, sistemdeki likiditenin miktar ve dağılımını değiştirecek ve bu durum da beraberinde sermaye maliyetlerinin doğru bir şekilde fiyatlanamaması gibi soru işaretlerini beraberinde getirebilecektir. Bir başka ifade ile söz konusu süreç, piyasa koşullarında etkin bir şekilde belirlenmeyen borçlanma maliyetleri ile gerçekçi olmayan çevrim oluşmasına neden olabilecektir.

Grafik 4



TCMB, uyguladığı zorunlu karşılık politikasının olası olumsuz etkilerini azaltmak, özellikle de faizlerde yukarı yönlü bir riskin oluşmasını engellemek amacıyla, piyasaya likidite sağlamaktadır. TCMB tarafından açıklanan gün başı toplam likiditenin aylık ortalama grafiği incelendiğinde (Bkz. Grafik-4), TCMB'nin zorunlu karşılıkları arttırması sonucunda bankacılık sektörünün karşılaşılabileceği likidite sorununun önüne geçebilmek için likiditeyi arttırmak amacıyla attığı adımların 2010 yılının son çeyreğinden itibaren etkili olmaya başladığı gözlenmektedir. Özellikle zorunlu karşılıklarda ilk kez çeşitliliğe gidilen 2010 Aralık ayı PPK toplantısı sonrasında hızla artan likiditenin, takip eden dönemlerde de sert bir şekilde yükseliş trendine devam etmesi dikkat çekmektedir. Diğer taraftan yüksek cari açık ve uluslararası piyasalardaki olası dalgalanmalar göz önüne alındığında, artan likiditenin kurlar üzerinde yaratabileceği baskı, hem fiyat hem de finansal istikrarın korunabilmesi açısından risk teşkil etmektedir. Buna ek olarak emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü seyrin devam etmesi, petrol ithalatçısı konumunda olan Türkiye'de fiyat istikrarı açısından diğer bir risk faktörü olarak görülmektedir.

Grafik 5



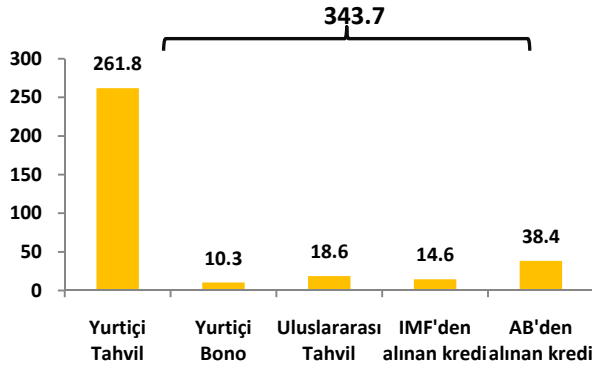
Öte yandan, TCMB'nin finansal istikrarı sağlamak amacıyla, kredi hacmini daraltmak amacıyla zorunlu karşılıklarda sert artırıma gitmesi, bankacılık sektörünün yaklaşık %60-65'ini oluşturan mevduatın ciddi bir kısmının TCMB'de tutulmasını gerektirmektedir. Bu durum sektörün kredi hacmi artış oranı üzerinde kısıtlayıcı etki yaratırken, diğer yandan da sektörü mevduat dışı kaynaklara yönlendirmektedir. 2011 yılı Mart ayında yavaşlamış olsa da mevduat dışı kaynakların yıllık artış hızı 2010 yılı Kasım ayından beri artış göstermektedir. Sektörün özellikle yurt dışından sağlanan krediler yoluyla mevduat dışı kaynaklara yönelmesi ise dikkat çekmektedir.

Sonuç olarak, finansal istikrar ve fiyat istikrarının Merkez Bankası tarafından beraber yürütüldüğü bir ortamda söz konusu politika bileşenlerinin neden olabileceği olası olumsuzlukların dikkatle izlenmesi gerekmektedir. Tüm bu çelişkilere karşın, TCMB'nin aldığı sıradışı önlemlerle sağlanan finansal istikrar bozulmadığı sürece, fiyat istikrarının devam edeceği göz önüne alındığında, söz konusu önlemlerin krediler üzerinde kısıtlayıcı etki yaratacağı düşünülmektedir. Halihazırda zorunlu karşılık oranlarındaki artışın, kredi hacminde istenilen boyutta bir yavaşlamaya yol açmamış olmasına karşın, uluslararası piyasalarda Türkiye ekonomisi için önemli bir risk unsuru oluşturacak bir gelişme yaşanmaması durumunda, beklenen etkinin zamanla ortaya çıkması mümkün olabilir. Öte yandan TCMB'nin bankacılık sisteminde mevduatın 1-3 ay arası vadede yoğunlaşmasının yol açtığı aktif pasif vade uyumsuzluğunun azaltılması amacıyla zorunlu karşılık oranlarında mevduat vade yapısına göre farklılaştırmaya gitmesinin, mevduat vadesinin sınırlı da olsa uzamasını sağladığı görülmektedir. TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarına ilişkin söz konusu kararlarının, 2011 yılı Mart ayı itibarıyla mevduatın vade dağılımı üzerindeki etkisi 2010 yıl sonuna göre karşılaştırma yapılarak incelendiğinde, mevduatın vade yapısının uzadığı ve zorunlu karşılıklardaki düzenlemelerin yavaş da olsa amacına ulaştığını göstermektedir.

Yunanistan'ın Borç Yeniden Yapılandırmasının Olası Etkileri

Yunanistan'ın yüksek kamu borcuna ilişkin temerrüt riskinden bahsedilen bir ortamda, borç yeniden yapılandırması söylentileri PIIGS (Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan, İspanya) ülkelerine yönelik risk algılamalarını yeniden artırmıştır. Yunanistan'ın borcunu yeniden yapılandırmasının ekonomik gücünü geri kazanmasına veya mali dengelerini kurmaya yardım etmeyeceği yönündeki görüşler ağırlık kazanırken, Yunanistan'a ait tahvillerin büyük kısmının diğer Avrupa ülkelerinin elinde olması da borçların yeniden yapılandırılmasına yönelik bir diğer risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Bu çalışmada Yunanistan'a yönelik risk faktörleri ve borç yeniden yapılandırma talep etmesi durumunda yaşanabilecek gelişmeler incelenmiştir.

Grafik-1 Yunanistan'ın Toplam Borç Stoku (Milyar Euro)

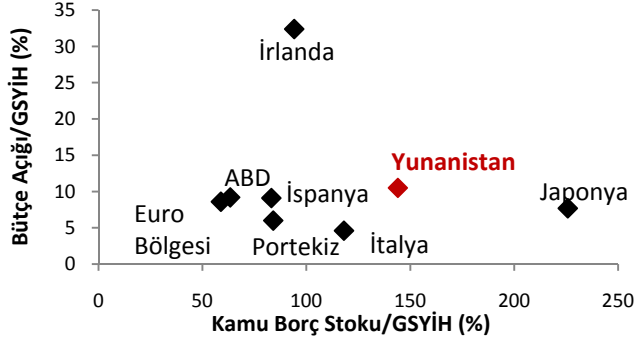


Kaynak: Bloomberg, Avrupa Komisyonu

Yunanistan'ın halihazırda 340 milyar euro seviyesinde bulunan ve 2013 yılında 375 milyar euroya yükselmesi beklenen borcuna ilişkin temerrüt riskinden bahsedilen bir ortamda, borç yeniden yapılandırması söylentileri başta Yunanistan olmak üzere PIIGS ülkelerine yönelik risk algılamalarını yeniden artırmıştır. Yunanistan önümüzdeki beş yıl boyunca 26 milyar euroluk bütçe tasarrufu ve varlık satışlarından 50 milyar euro toplama planlarını açıklayarak piyasaları rahatlatmaya çalışsa da başarılı olamamıştır. Yunanistan'ın AB, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve IMF'den aldığı 110 milyar euroluk bir kurtarma

paketi karşılığında yaklaşık bir yıl önce uygulamaya koyduğu tasarruf tedbirlerinin somut sonuçlarının henüz görülemediği olması da, yeni tasarruf ve özelleştirme planlarının inandırıcılığını azaltmıştır.

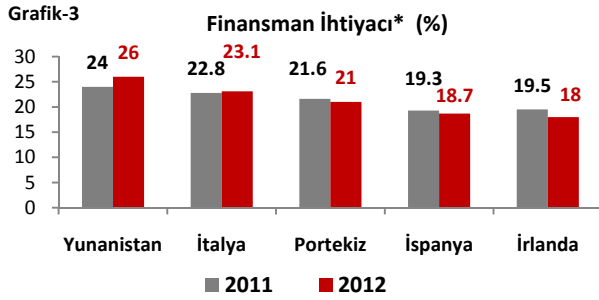
Grafik-2



Kaynak: Bloomberg

Yunanistan'a yönelik temel risk ülkenin borcunu çevirmek için gereken parayı bulamaması ve giderek büyüyen borcun faizini ödeyemeyecek duruma gelmesi, bunun sonucunda da borcunu ödeyemeyeceğini (default) ilan etmesidir. Böyle bir durumda elinde yüksek miktarda Yunan tahvili bulunan, yüksek bütçe açığı ve kamu borcuna sahip diğer Avrupa ülkelerinin etkilenebilecek olması bir başka endişe unsuru olarak öne çıkmaktadır. Bunun yanısıra Yunanistan'ın 2010 yılında hedeflediği kadar bütçe geliri elde

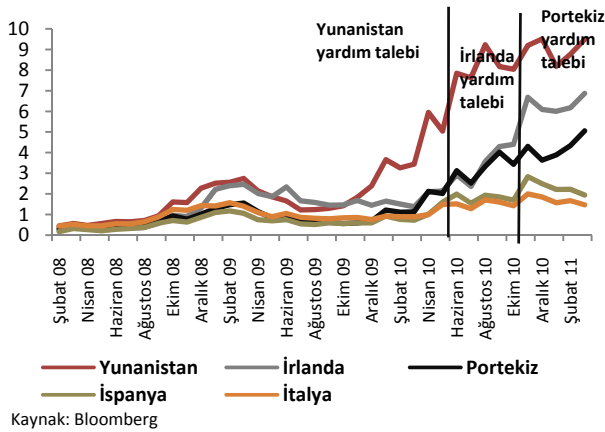
edilememesinin de etkisiyle bütçe açığı beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş ve bunun ardından borç yapılandırması söylentileri artmaya başlamıştır. Avrupa'nın diğer bir sorunlu ülkesi olan İrlanda'nın Brüt Kamu Borç stoku/GSYİH oranının Yunanistan'dan düşük olmakla beraber, daha yüksek bütçe açığı/GSYİH oranına sahip olması İrlanda'nın da borç yapılandırmasına gidebileceği olasılığını artırmaktadır. Öte yandan Grafik 2'den de görüldüğü üzere, Japonya'da kamu borcunun GSYİH'nin %200'üne, ABD'de %92 seviyesine ulaşmasına karşın bu ülkelerde borcun ödenmemesi gibi bir durumla karşılaşmayacağı düşünülmektedir. Bunun temel nedeni söz konusu ülkelerin kendi tahvil piyasalarının geniş borçlanma imkanlarına sahip olmasıdır. Yunanistan'ın bütçe gerçekleştirmelerine ilişkin öngörülerin oluşturulması çerçevesinde, özellikle tasarruf sağlanması yönünde atılacak adımların yaratacağı sosyal sonuçlar da göz önünde bulundurulmalıdır.



*:Vadesi Gelen Borç+Bütçe Açığı/GSYİH
Kaynak: IMF

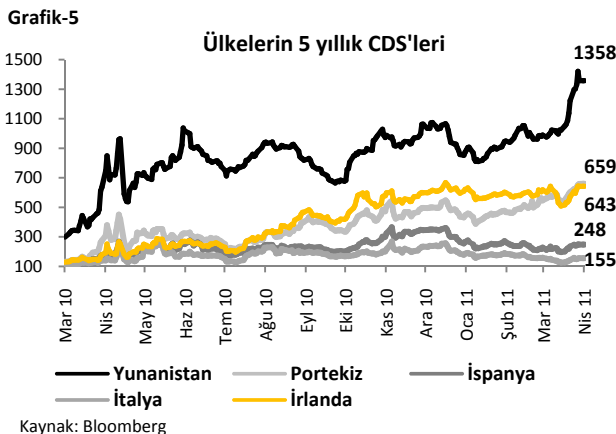
Yüksek kamu borcu ve bütçe açığı rakamları nedeniyle Yunanistan ve İtalya gibi PIIGS ülkelerinin 2011 ve 2012 yıllarında finansman ihtiyacının GSYİH'ye oranının yüksek seviyelerde kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Vadesi gelen borç ile bütçe açığı toplamının GSYİH'ye oranı olarak da ifade edilen finansman ihtiyacının Yunanistan da 2012 yılında %26 seviyesine çıkması, benzer şekilde İtalya'da bu oranın artış kaydederek %23.1 seviyesine ulaşması beklenmektedir. Diğer PIIGS ülkelerinin finansman ihtiyacının ise azalacağı öngörülmektedir. Yunanistan'ın 2011 yılında finansman ihtiyacının 201.8 milyar euroya, 2012 yılında ise 193.3 milyar euroya ulaşması öngörülmürken, yaklaşık %70'inin kısa vadeli borçlanma ile sağlanması planlanmaktadır. Ayrıca Yunanistan'ın 2012 yılında 24 milyar eurosunu AB/IMF kaynaklarından karşılanacak olmakla beraber toplamda 67 milyar euroluk bir dış borç itfa yükü bulunmaktadır. Merkez bankalarının para politikalarını sıkılaştırmaya başladığı ve faizlerin yükseldiği bir ortamda Yunanistan'ın itfa şartlarının ağırlaşması olası görülmektedir.

Grafik-4
Almanya 10 Yıllık Tahvil ile PIIGS Ülk. 10 Yıllık Tahvil Spreadi (%)



Kaynak: Bloomberg

PIIGS ülkelerinin geçen yılın başında Yunanistan'da baş gösteren ve diğer ülkelere yayılan borç krizinin halen aşılamamış olması, bu ülkelerin bir noktada borçlarını yeniden yapılandırma ya da iflas etme seçeneğiyle karşı karşıya gelme riskini artırarak, tahvil faizlerinin sert şekilde yükselmesine neden olmuştur. Yunanistan'ın ardından, İrlanda ve Portekiz'in de yeniden borç yapılandırmasından kaçınmayacağına dair artan spekülasyonların ülkelerin tahvil faizlerine yükseliş getirmeye devam etmesiyle 10 yıl vadeli Yunan tahvilinin faizi %15.38 ile rekor seviyelere ulaşırken, İrlanda'nın 10 yıl vadeli tahvil faizleri %10.65, Portekiz'inki ise %8.41 ile rekor kırmıştır. Tahvil faizlerinin yükselmesi borçlanma maliyetini artırarak söz konusu ülkelere yönelik risk algılamasının bozulmasına yol açmaktadır.



Kaynak: Bloomberg

5 yıllık CDS oranlarına baktığımızda ise, Yunanistan'ın CDS oranının diğer dört PIIGS ülkesinin oldukça üzerinde yer aldığı görülmektedir. Diğer ülkelerin aksine Yunanistan'ın CDS'lerinde dikkat çeken durum, bu oranın borç yeniden yapılandırma söylentilerinin de etkisiyle son dönemde sert bir yükseliş kaydetmesi ve 1000 seviyesinin üzerine çıkmış olmasıdır. Geçmiş dönemlerde borçlarını ödeyemeyeceklerini açıklayan Arjantin ve Brezilya gibi ülkelerin CDS'lerinin bu dönemlerde 1000 seviyesinin üzerine çıkması CDS'lerde 1000 seviyesinin kritik olduğunu göstermektedir. Ancak,

Yunanistan'ın Avrupa Birliği üyesi bir ülke olması sebebiyle, böyle bir duruma izin vermemek için borçların yeniden yapılandırılmasına gidilmesi daha büyük bir olasılık olarak görülmektedir. Buna ek olarak, CDS'ler ile faiz spreadleri birlikte değerlendirildiğinde CDS'lerdeki ayrışmanın faiz farklarına yansması durumunda Yunanistan'ın önümüzdeki dönemde daha maliyetli borçlanması söz konusu olabilecektir.

Borç Yapılandırması

Yunanistan'ın mevcut borçlarını yerine getiremeyeceği endişeleri ve borçların ödenememesi durumunda Avrupa ekonomisinin olumsuz etkilenecek olması nedeniyle Yunanistan için borçların yeniden yapılandırılması gündeme gelmiştir. Yunan yetkililer, sorumluluklarını düzenli olarak yerine getirdiklerini belirterek yeniden yapılandırmaya gerek olmadığını savunsalar da, yeniden yapılandırmanın zorunluluğunu savunanlar Yunanistan'ın mevcut borç stoku ve bütçe açığı ile borçların sürdürülebilirliğini sağlayamayacağını, ülkenin uzun bir süre için sert bir tasarruf sürecine girse bile borçların ödeneceğini taahhüt edemeyeceğini ileri sürmektedirler.

Borç yeniden yapılandırılmasının, mevcut borcu daha uzun vadeli borçlara çevirmek, konsolide etmek ve borcun ödenmeyeceğinin açıklanması gibi pek çok çeşidi bulunmaktadır. Ancak Yunanistan için piyasada şu anda en çok konuşulan yöntemler, borcun vadesinin uzatılması ve anaparanın bir kısmının ödenmeyeceğinin açıklanması (haircut) yönündedir. Yunanistan'ın borçlarını ödeyememesi ciddi ekonomik sorunlara yol açacak olmakla birlikte, yeniden yapılandırma da belli kesimler için sorun yaratacaktır. Özellikle bu ülkenin tahvillerini elinde tutan bankaların zarar görmesi kaçınılmaz olacaktır. Yunanistan'ın borçlarının yeniden yapılandırılmasıyla ilgili bir diğer önemli konu da bu ülkeyi başka ülkelerin takip edip etmeyeceğidir. Olası bir yapılandırmanın, Avrupa İstikrar Mekanizmasının (ESM) AB Kurtarma Fonu'nun (EFSF) yerine devreye gireceği 2013 yılından önce olmaması beklenirken, Yunanistan'ın borç yapılandırmasında ciddi altyapı sorunlarıyla karşılaşması ve böyle bir yapılandırmanın diğer ülkelere bulaşması olasılık dahilinde bulunmaktadır. Portekiz ve İrlanda gibi diğer PIIGS ülkelerinin de yeniden yapılanma talebinde bulunması durumunda PIIGS ülkelerine yönelik endişelerin daha da geniş bir coğrafyaya yayılarak, söz konusu ülkelere hızla para kaçışına yol açmasından endişe duyulmaktadır.

Yeniden Yapılandırmanın Olası Maliyetleri

1. Avrupa Birliği politikalarının kredibilite kaybı ve yaşanabilecek ahlaki çöküntü: 2007 yılında başlayan krizle birlikte yaşananlar Avrupa Birliği ekonomileri arasındaki heterojen yapının bir defa daha göz önüne çıkmasına neden olmuştur. Özellikle yüksek tasarruf oranına ve üretim potansiyeline sahip, görece güçlü konumdaki ve başını Almanya'nın çektiği ülkelerin yanında mali dengeleri bozuk, yüksek borçluluk seviyesine sahip ülkelerin varlığı birlik içinde politika uyumunun sağlanmasını zorlaştırmaktadır. Bu çerçevede, Yunanistan'ın son borç yapılandırılması senaryosunun gerçekleşmesi, Birlik politikalarının kredibilitésinin sorgulanması söz konusu olabilecektir. Buna ek olarak, Yunanistan'ın yeniden yapılandırılmasının ardından diğer ülkelerin de benzer bir süreç izlemesi veya Yunanistan'ın benzer bir sorunla yeniden karşılaşması Bölge'ye ilişkin ahlaki çöküntü (moral hazard) olgusunun sorgulanmasına yol açabilecektir.

2. Bankaların karşılaşabileceği riskler: Yunanistan'ın borçlarını yeniden yapılandırılmasının finansal piyasalar üzerindeki etkileri de dikkat çekici olabilecektir. Öncelikle, bankaların portföyünde bulunan Yunan borçlanma senetlerinin yapılandırma çerçevesinde değerlerinde bir değişimin yaşanması veya ödeme sürecinde bir değişikliğe gidilmesi bankaların ciddi zararlarla karşılaşmasına neden olabilecektir. 2010 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla Avrupa bankalarının 154 milyar dolarlık Yunanistan kaynaklı bir riske maruz oldukları dikkate alındığında kayıpların boyutu anlaşılmaktadır. Buna ek olarak, bankaların ellerindeki kağıtların muhasebeleştirilmesi ve yeniden yapılandırılmanın ardından ortaya çıkabilecek tablo söz konusu muhasebe kayıt etkisinden dolayı maliyetleri arttıracaktır.

3. Yeniden yapılandırmanın doğrudan maliyetleri: Yeniden yapılandırmanın bankacılık sektörü aracılığı ile yaratacağı dolaylı etkinin yanında uluslararası kredi sağlayıcı ülkelere doğrudan etkileri de bulunmaktadır. Yukarıda da anlatıldığı üzere borcun anaparasının bir bölümünün ödenmeyeceği bir yöntemin izlenmesi söz

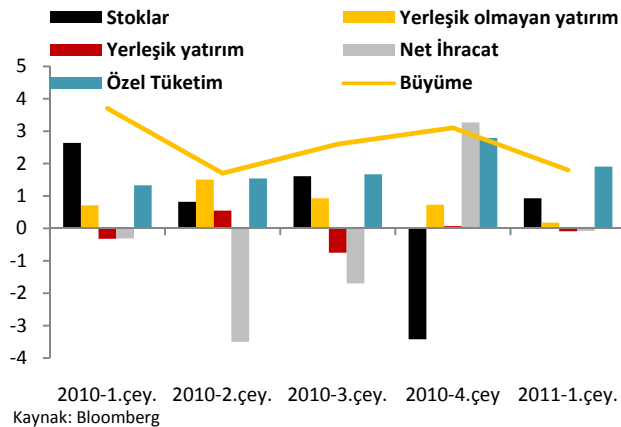
konusu kredi alacaklısı ülkelerin kayıp yaşamasına neden olacaktır. Yapılan hesaplamalar, anapara ödemelerinin %50 oranında gerçekleştirilmesi durumunda 5 milyar eurosu Almanya'ya ait olmak üzere, Bölge ülkelerine toplam 19.2 milyar euroluk bir kayıp yaşatacağını göstermektedir.

4. Yunanistan'ın ülke özelinde taşıdığı riskler: Yunanistan ekonomisinin yapısal bir takım özellikleri dolayısıyla olası borç yeniden yapılandırılması sonrasında bir takım risklere maruz kalması söz konusu olabilecektir. Özellikle, ülke ekonomisinde turizmin sahip olduğu ağırlık, ve bu sektörün diğer ülkelerin gelir düzeyi gibi dışsal faktörlere bağlı olması soru işaretlerini arttırmaktadır. Yunanistan ile benzer kategoride değerlendirilen diğer ülkelerden örneğin İspanya'nın mali alanda daha fazla yapısal reform gerçekleştirmesi Yunanistan'a ilişkin borç yapılandırılmasının zamanlamasına ilişkin endişeleri desteklemektedir.

İlk Çeyrekte Beklentilerin Altında Büyüyen ABD Ekonomisi Yılın Geri Kalanında Nasıl Bir Seyir İzleyecek?

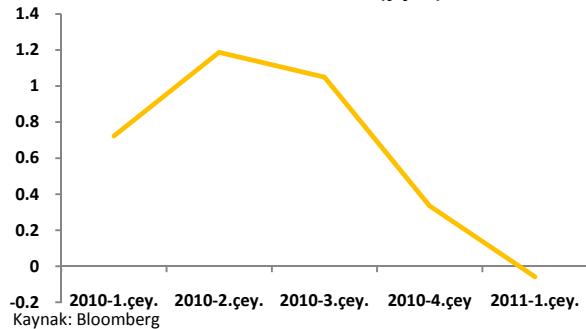
2010 yılının son çeyreğinde %3.1 büyüyen ABD ekonomisinin, 2011 yılının ilk çeyreğinde %2 olan beklentilerin altında %1.8 büyümesinde, yüksek benzin ve gıda fiyatlarının tüketici harcamalarını etkilemesinin yanı sıra, kasırga gibi kötü hava koşullarının inşaat projelerini ertelemesi ve federal bütçede savunma harcamalarının azaltılması etkili olmuştur. Büyümenin yavaşlamasına karşın makro ekonomik göstergeler, ABD'de toparlanmanın devam ettiğine ve ikinci çeyrekte daha güçlü bir büyüme görülebileceğine işaret ederken, aşağıda bu beklentilerin nedenleri ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir.

Grafik-1 Seçilmiş Kalemlerin GSYİH'ye Katkısı (%)



ABD ekonomisi 2011 yılının ilk çeyreğinde %2 olan beklentilerin altında %1.8 oranında büyümüştür. Geçen yılın son çeyreğinde %3.1 büyüyen ABD ekonomisi, kötü giden hava koşullarının konut projelerinde meydana getirdiği erteleme ve benzin ve gıda fiyatlarındaki yüksek artışlar nedeni ile istenilen büyüme oranını yakalayamamıştır. GSYİH'in en belirleyici kalemlerinden biri olan özel tüketim harcamalarının %4 seviyesinden %2.7 seviyesine düşmesi dikkat çekerken, hükümetin Ocak ayında sosyal güvenlik vergilerinde yaptığı kesintinin de özel tüketimde beklenen olumlu etkiyi yaratmadığı görülmektedir.

Grafik-2 Hükümet Harcamaları (ç-ç, %)

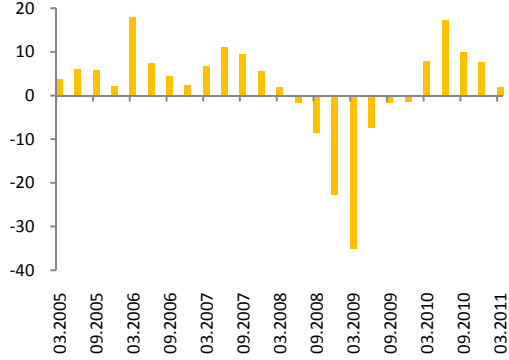


Diğer yandan yaklaşık 50 eyalet ve belediyede uygulanan harcama kısıtlaması, 2011 yılının ilk çeyreğinde meydana gelen büyüme oranının yaklaşık olarak %1 oranında azalmasına neden olmuştur. Federal Hükümetin savunma harcamalarında yaptığı kesinti de büyümede olumsuz etki yaratan bir başka etken olarak dikkat çekmektedir. Bu nedenler sonucunda gerçekleşen büyüme oranının, ülkenin hızlı istihdam yaratmasını sağlayacak seviyeye ulaşmadığı görülmektedir. Özel tüketim harcamalarının azalmasının yanı sıra

ithalatın ihracattan daha hızlı artması sonucu net ihracatın düşmesi de büyümeye negatif etki eden bir başka faktör olmuştur. ABD'de beklenenden fazla açık veren dış ticaret de ilk çeyrekte büyümeyi olumsuz etkilerken,

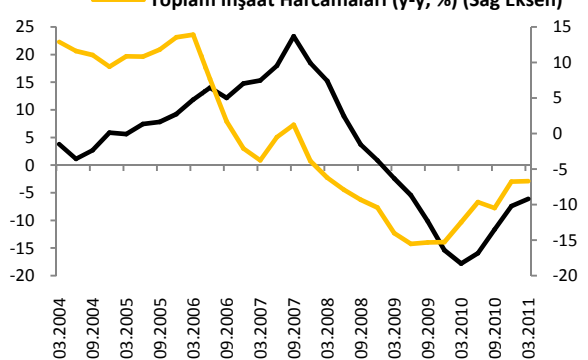
ABD'nin ticaret ortağı olan ülkelerde yaşanan gelişmeler de dış ticaret kanalıyla ABD büyümesi üzerinde etkili olmaktadır. Bu açıdan ABD'nin önemli ticaret ortağı olan Japonya'da yaşanan son gelişmeler önemli görünmektedir. Japonya'da yaşanan deprem felaketi ve onun devamında yaşanan nükleer felaket ülkede üretimi olumsuz etkilerken, bu durumun küresel üretimi de olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Özellikle elektronik aletlerde ve bunların ara malları konusunda önemli bir üretici olan Japonya'nın üretiminin azalması, Japonya'dan net ithalatçı konumunda bulunan ABD için üretimi azaltıcı yönde bir risk oluşturmaktadır. Aynı zamanda arzın azalması ürünlerin fiyatlarına yönelik de yukarı yönlü bir risk oluşturacağı için, bu durum ABD büyümesinin önündeki engellerden biri olarak dikkati çekmektedir.

Grafik-3 Yerleşik Olmayanların Sabit Yatırımları (%)



Kaynak: Bloomberg

Grafik-4 Yerleşik Olmayanların İnşaat Harcamaları (y-y, %) — Toplam İnşaat Harcamaları (y-y, %) (Sağ Eksen)

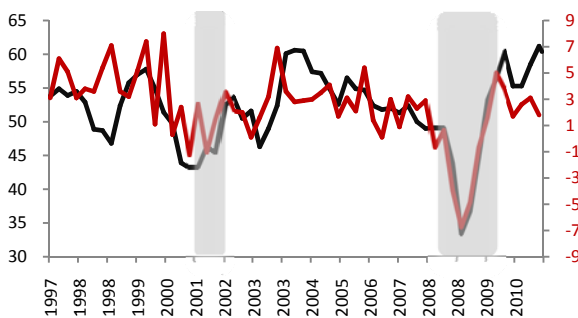


Kaynak: Bloomberg

ABD'de büyüme oranının beklentilerin altında kalmasında etkili olan bir diğer faktör, yerleşik olmayan kişilerin sabit yatırımlarında meydana gelen sert düşüştür. 2010 yılında başlayan toparlanma ile birlikte yerleşik olmayan kişilerin sabit yatırımlarının 2010 yılının ikinci çeyreğinde %17.2 ile yüksek seviyeleri test ettiği görülürken, bu çeyrekte söz konusu kalemin artış hızında gerileme yaşandığı dikkat çekmektedir. 2011 yılının ilk çeyreğinde ise yerleşik olmayanların sabit yatırımları %1.8'e gerileyerek sert bir düşüş kaydetmiştir. Diğer yandan 2007 yılından itibaren gerileme eğiliminde olan toplam inşaat harcamaları ise (yerleşik ve yerleşik olmayan kişilerce yapılan inşaat harcamaları) kötü hava koşulları nedeniyle 2011 yılının ilk çeyreğinde de gerilemeye devam etmiş ve uzun dönem trend eğrisinin altında hareket etmiştir. Ancak hem toplam inşaat harcamaları hem de yerleşik olmayan kişilerin inşaat harcamalarının artış hızı incelendiğinde, 2010 yılında başlayan kısmi toparlanma ile bu harcamaların artış hızının negatif seviyelerde seyretmesine rağmen toparlanmaya başladığı dikkat çekmektedir. Artış hızındaki bu toparlanmanın devam etmesi halinde önümüzdeki çeyrekte ABD ekonomisinin bu çeyreğe göre daha yüksek bir büyüme oranı yakalayabileceğini söylemek mümkün olabilir. Diğer yandan Chicago FED ulusal aktivite endeksi ile büyüme oranı arasında pozitif bir ilişki görülmekle birlikte son dönemde aylık bazda Chicago FED ulusal aktivite endeksinde yaşanan artış da önümüzdeki dönemde büyüme oranını olumlu yönde etkileyecek faktörlerden biri olarak dikkat çekmektedir.

Grafik-5

— ABD ISM Endeksi (qoq) — ABD Reel Büyüme (qoq)



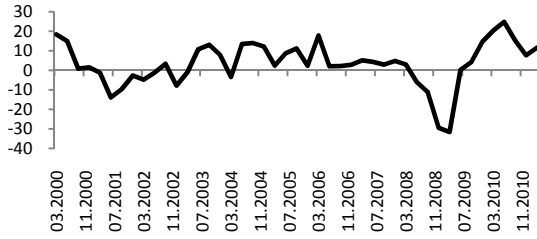
Kaynak: Bloomberg

Ekonominin genel gidişatına dair önemli bir gösterge olan ISM İmalat Endeksi, büyümenin öncül göstergelerinden biri olup, söz konusu gösterge ülke ekonomisine ilişkin beklentileri de şekillendirmektedir. ISM İmalat Endeksi ile büyüme arasındaki ilişki geriye dönük olarak incelendiğinde, ISM ve büyümenin paralel bir seyir izlediği görülmektedir. Bu durum iki gösterge arasındaki yakın ilişkiyi açıkça ortaya koymaktadır. ISM İmalat Sanayi Endeksinin Nisan ayında bir önceki aya göre

gerilemesine karşın beklentilerin üzerinde 60.4 olarak açıklanması, ekonomik toparlanmanın devam ettiğinin bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

Diğer bir önemli ekonomik gösterge olan kişisel harcamaların, yüksek benzin ve gıda fiyatlarının olumsuz etkilerine rağmen Nisan ayında aylık ve yıllık bazda sınırlı düşüş kaydetmesi, 2010 yılında başlayan toparlanmanın 2011 yılında devam ettiğini göstermesi bakımından dikkat çekicidir. İstihdam sektörüne dair açıklanan veriler ise henüz tam bir toparlanmaya işaret etmese de daha ılımlı bir görünüm sergilemektedir. Ağustos 2010'dan beri düşüş kaydeden, devam eden işsizlik başvuruları verisinin Nisan ayında gerilemeye devam etmesi, işsizlik oranında düşüşün süreceği beklentilerini kuvvetlendirmiştir. Son açıklanan konut verilerinden yeni konut satışlarının bir önceki ayki rekor düşüşün ardından Mart ayında %11.1 ile dikkat çekici artış kaydetmesi, mevcut konut satışlarının %3.66, inşaatı devam eden konut sayısının ise %5.14 yükselmesi iyileşen ekonomik aktivitenin konut sektörüne de olumlu yansıdığını gösterirken, konut sektöründeki kırılganlıkların hala devam ettiğini de unutmamak gerekmektedir. Tüm bu değerlendirmeler ışığında büyümenin ikinci çeyrekte daha olumlu bir performans sergilemesi beklenirken, ISM endeksinin seyri de bu beklentiyi desteklemektedir.

Grafik-6 Donanım ve Yazılım Harc. (ç-ç,%)



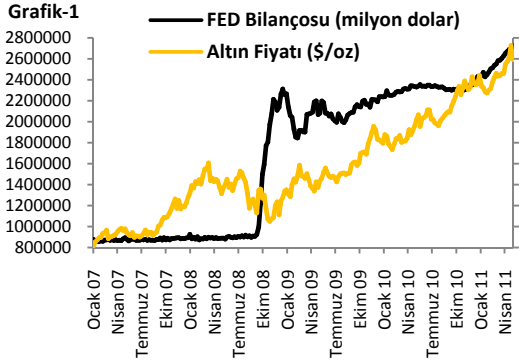
Ayrıca donanım ve yazılım yatırımlarındaki yükselişin toparlanmanın itici gücü olmaya devam ettiği görülmektedir. Bu durum istihdam artışının yanı sıra özel tüketimi de artırarak ekonominin canlanmasına yardımcı olmaktadır.

Konut sektöründeki iyileşmenin istikrar arz etmemesi, istihdam piyasasındaki kırılganlıkların devam etmesi ve ABD'nin önemli ticaret ortağı olan Japonya'da yaşanan felakete ek olarak QE2'nin Haziran'da sona erecek olması ABD'de büyümenin önündeki engeller olarak dikkati çekmektedir. FED'in 2008 yılında başlayan krizin ardından ekonomik canlanmaya katkı sağlamak amacıyla uygulamaya başladığı niceliksel gevşeme (Quantitative Easing, QE) programının ardından, Kasım 2010'da ikinci QE programı uygulamaya konulmuştu. QE2 programının bu yılın Haziran ayında bitirilmesi ve yerine yeni bir gevşeme programı uygulanmaması planlanıyor. Ancak piyasalarda QE2'nin yetersiz olduğuna ve devamının gelmesinin gerektiğine dair eleştirilerin yavaş yavaş başladığı görülürken, ekonomi henüz tamamıyla toparlanmadan QE2'nin sona ermesi ekonomik büyümenin sürdürülebilirliğine dair endişeleri de arttırmaktadır. Şimdiye dek uygulamada olan programın krizden olumsuz etkilenen piyasalara sağladığı likidite ile beklendiği kadar olmasa da ABD ekonomisini olumlu yönde etkilediği söylenebilir. Bu faktörler beraber düşünüldüğünde QE2'nin bitirilmesi ve yeni bir programın uygulamaya konulmaması halinde büyümenin olumsuz etkileneceği beklentileri de bulunurken, bu ihtimalin gerçekleşmesi durumunda FED'in yeni tedbirler uygulaması da mümkün olabilecektir.

Altın ve Gümüş Fiyatlarında Son Dönemde Yaşanan Hareketlerin Nedenleri

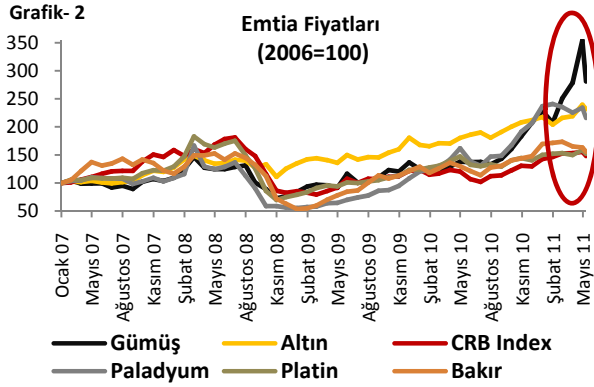
2008 yılında yaşanan krizin ardından uygulanan gevşetici para politikaları piyasalarda likidite artışına yol açarak emtialara olan talebi artırmış, krizin ardından dolarda yaşanan değer kaybı da altın ve gümüş fiyatlarının tarihi rekor seviyelere ulaşmasına neden olmuştur. Son dönemde emtialarda görülen ani fiyat dalgalanmaları ve hemen akabinde gelen sert düşüşler, piyasada 'altın ve gümüş fiyatlarında bir balon mu var?' sorusunu akıllara

getirmektedir. Bu yazımızda altın ve gümüş fiyatlarının diğer emtialardaki fiyat hareketleriyle karşılaştırılması yapılarak, fiyat hareketlerinin nedenleri ve önümüzdeki dönemde izleyebileceği seyir incelenmiştir.



Kaynak: Bloomberg

2008 yılında yaşanan global krizin ardından piyasalarda oluşan likidite sıkışıklığı gelişmiş ülke merkez bankalarını likiditeyi artırıcı önlemler almaya zorlamış, bu da riskli varlıklara olan talebi artırmıştır. Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) ekonomik toparlanmayı desteklemek için ikincil miktarsal genişleme programını (QE2) uygulamaya koyması, altın talebini desteklerken, altın arzının esnek olmaması da fiyatların QE2 döneminde rekor seviyelere yükselmesine neden olmuştur.

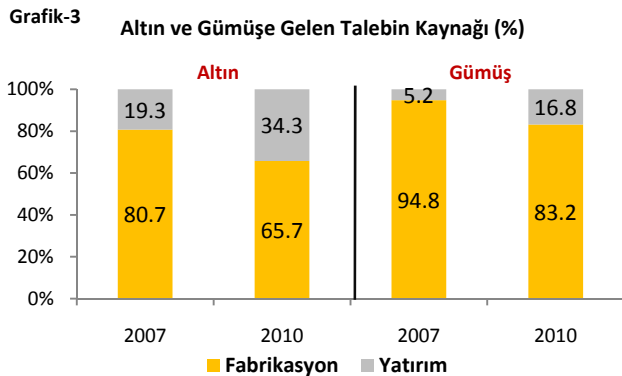


Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

Piyasalardaki likidite fazlasına bağlı olarak yatırımcıların artan ilgisi, emtiaların 2009 yılından itibaren yükseliş içinde olmasında etkili olmuştur. 2010 yılsonundan itibaren enflasyon endişelerinin artmaya başlaması emtiaya olan talebi desteklemeye devam etmiş, Ortadoğu'da yaşanan siyasi istikrarsızlığa bağlı olarak petrol fiyatlarında görülen sert artışların ardından, tüm emtia fiyatlarında özellikle de gümüş ve altında güvenli liman alımlarının etkisiyle dikkat çekici yükselişler yaşanmıştır. Emtia piyasasında en çok işlem gören beş kıymetli madenin fiyatları ile CRB endeksi (Thomson Reuters/Jefferies

tarafından 19 farklı emtianın fiyatı kullanılarak oluşturulan ve piyasalarda emtia fiyatlarının genel seyri açısından gösterge olarak kabul edilen bir Emtia Endeksi) karşılaştırıldığında, 2006 yılının başından 2008 yılına kadar birbirine yakın seyir izleyen kıymetli maden fiyatları ile CRB endeksinin krizin başlamasıyla farklılaşmaya başladığı, özellikle Kasım 2010'da QE2'nin uygulamaya konulmasının ardından, başta paladyum, altın ve gümüş olmak üzere tüm kıymetli madenlerin CRB endeksinin üzerinde artış kaydettiği görülmektedir.

➤ Altına Göre Gümüşteki Görece Sert Yükselişin Nedenleri

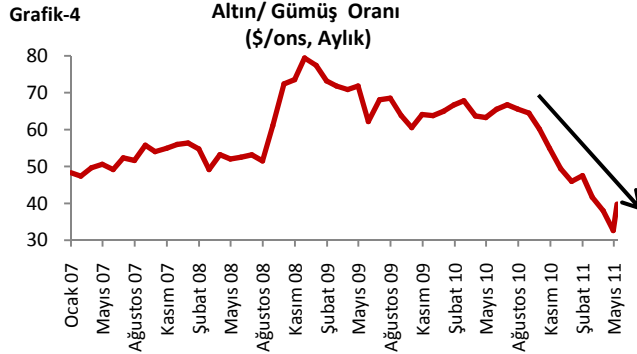


Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

Son yıllarda gümüş talebinin ve buna bağlı olarak fiyatının artması, gümüşün elektronikten, pil üretimine kadar değişik sanayi kollarında kullanılmasından kaynaklanmakla beraber, artışın temel nedeni, piyasadaki likidite artışıyla beraber yatırımcıların tasarruf aracı olarak kıymetli maden özelliğine sahip, servet saklama aracı olarak da kullanılabilen, ancak altından daha ucuz olan gümüşe yönelmesidir. Grafik-3'de altın ve gümüş talebi, kriz öncesi durumu yansıtmamasıyla 2007 ve 2010 yılları baz alınarak incelenmiştir.

Grafikten de görüldüğü üzere, 2007 yılında toplam gümüş talebi içinde yatırımın payı %5 seviyesinde iken, 2007

yılında %16 seviyesine çıkmıştır. Aynı tarih aralığında toplam altın talebi içinde yatırımın miktarı da artış kaydetmiştir. Gümüş fiyatlarının rekor seviyede artmasının bir diğer nedeni de, dünyada gümüş madenlerinin giderek azalması, bu çerçevede gümüş arzının önümüzdeki dönemde daha kısıtlı olacağını düşünen yatırımcıların gümüşe yönelmesidir.

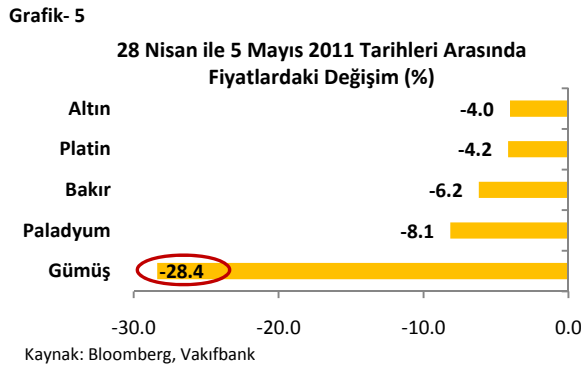


Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

gerilemesi, gümüşteki aşırı değerlenmenin bir sonucudur.

Tüm bunlara bağlı olarak gümüş fiyatlarında, geçtiğimiz yılın Temmuz ayından bu yana görülen yüksek fiyat artışları 2011 yılının Şubat ayından itibaren daha da sertleşmiş, gümüş fiyatları Nisan ayı sonunda 50 dolar/ons ile son 31 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2010 yılıbaşından bu yana altın fiyatlarında %40 civarında bir artış meydana gelirken, gümüş fiyatlarında %195 oranında artış yaşanması dikkat çekicidir. 2010 yılında 70 seviyelerinde olan Altın/Gümüş oranının (Bkz. Grafik-4) son günlerde 30 düzeyine

➤ Altın ve Gümüş Mayıs Ayında Neden Sert Bir Şekilde Geriledi?



2009 yılından itibaren yükseliş kaydeden altın ve gümüş fiyatları Nisan 2011'de sırasıyla 1.577 dolar/ons ve 47 dolar/ons ile tarihi rekor seviyelerine yükselmiş, Mayıs ayı başında ise sert bir şekilde gerilemiştir. Sanayide yoğun olarak kullanılan bakır, paladyum ve platinin son aylarda en yüksek seviyeyi gördüğü, altın ve gümüşün ise tarihi tepe seviyeye ulaştıkları 28 Nisan ile sert şekilde düşüş yaşadıkları 5 Mayıs tarihleri arasındaki fiyat değişimleri incelendiğinde,

gümüşün %28.4 ile en çok değer kaybeden emtia olduğu görülmektedir. Altındaki kayıp ise oldukça sınırlı olmuştur. (Bkz. Grafik-5). Düşüşün nedenleri arasında, Usame Bin Ladin'in Pakistan'da öldürülmesinin ardından, El Kaide örgütünün misilleme yapabileceğine yönelik kaygıların artarak dolara olan talebi desteklemesi ve para birimine alternatif olan altın gibi kıymetli madenlerin fiyatlarının düşmesi gösterilebilir. Öte yandan düşüşün, 2010 yılıbaşından itibaren sert bir şekilde yükselen emtia fiyatlarında yaşanan bir düzeltme hareketi olabileceği de göz ardı edilmemelidir. Nitekim düşüşten birkaç gün sonra emtia fiyatlarının yeniden toparlanmaya başlaması bu görüşü desteklemektedir.

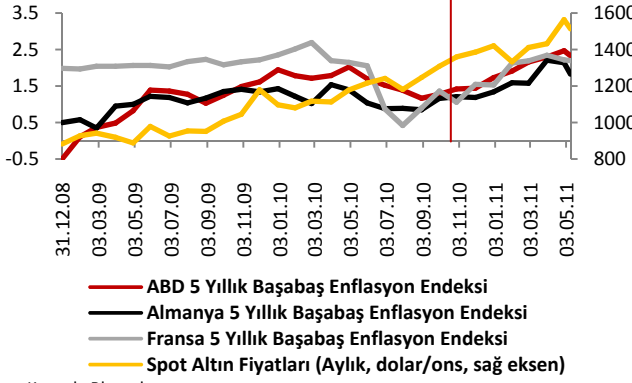
➤ Emtia Fiyatlarındaki Yükseliş Devam Edecek Mi?

Tüm bu gelişmelerin ardından piyasalarda başta altın ve gümüş olmak üzere baz metal fiyatlarının düşmeye devam mı edeceği, yoksa son günlerde başlayan toparlanmanın ardından yeni bir yükseliş hareketinin mi başlayacağı konusu merak edilmektedir.

Emtia piyasalarında Fed'in para politikası araçlarının her zaman öncül olduğu bilinmektedir. Fed'in QE2 uygulamasının Haziran ayında sona ermesinin ardından emtialara olan talebin azalıp azalmayacağı tam olarak bilinmemektedir. Ancak ABD'de genişletici para politikaları ve uygulanan maliye politikalarının ekonomik toparlanma için yeterli olmaması, Fed'in para politikalarına yönelik kuşku yaratmaktadır. Ayrıca, son dönemde olumsuz veri akışı ile dikkat çeken ABD'de açıklanan verilerin beklentileri karşılayamaması ve özellikle istihdam

ve konut sektörünün toparlanmasına yönelik endişelerin devam etmesine bağlı olarak dolara olan güvenin azalması, altın fiyatlarına güvenli liman alımlarının artmasına yol açabilecektir. Öte yandan Ortadoğu'daki siyasi istikrarsızlığın kısa vadede sona ermesi beklenmemekte olup, petrol fiyatları artmaya devam ettikçe dolardaki değer kaybı devam edecek, bu durumda da altın fiyatlarının yükselmesi kaçınılmaz olacaktır.

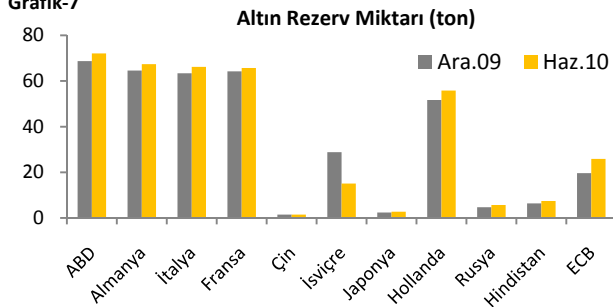
Grafik-6



Kaynak: Bloomberg

Brezilya, Hindistan ve Çin gibi gelişmekte olan ülkelerde de faiz artırımları başlarken, ABD'de yüksek işsizlik oranının devam etmesi ve enflasyonist baskıların zayıf olması nedeniyle Fed'in bir süre daha gevşek para politikasına devam etmesi beklenmektedir. Bu durum da altın fiyatlarını desteklemeye devam edecektir.

Grafik-7



Kaynak: Dünya Altın Konseyi (WGC)

altın rezervlerini yükseltmesi, yakın gelecekte merkez bankalarının altına yönelik güvenli liman alımlarının devam edeceğine işaret etmektedir.

Genel bir değerlendirme yapılırsa, önümüzdeki dönemde altın ve gümüş fiyatlarının seyrinde Fed'in para politikalarının etkili olmaya devam etmesi beklenmektedir. Fed'in kısa vadede para politikasını sıkılaştırmayacağı beklentisi altında altın ve gümüşte toparlanmanın devam edeceği öngörülmektedir. Halihazırda pek çok OECD ülkesinde bozuk mali görünümün devam ettiği bir ortamda, Euro Bölgesi'nde borç krizi, Ortadoğu'da siyasi istikrarsızlık, ABD'de artmaya devam eden ikiz açıklar, altın ve gümüşe gelen güvenli liman alımlarını destekleyecek gibi gözükmektedir. Diğer taraftan gümüşte yaşanan spekülasyon hareketlerin bundan sonra azalacağı ve gümüşün bir servet saklama aracı olarak daha yaygın bir şekilde talep görmeye devam edeceği düşünülmektedir. Bu çerçevede gümüş fiyatlarında %30'a ulaşan kayıpların emtia piyasası için bir öncül hareket olduğu ve kayıpların önümüzdeki dönemde de devam edebileceği görüşünün doğru olmadığı düşünülmektedir. Tüm bunlara ek olarak başta Çin ve Hindistan olmak üzere hızlı büyümeye devam eden gelişmekte olan ülkelerin güçlü talebi ve 2011 yılının ikinci yarısında Japonya'da başlaması beklenen yeniden inşaat ve altyapı çalışmalarının da emtia talebini artıracacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede altın fiyatlarında yükselişin 1.650 dolar/ons, gümüşte ise 50 dolar/ons seviyelerine kadar devam etmesi beklenebilir.

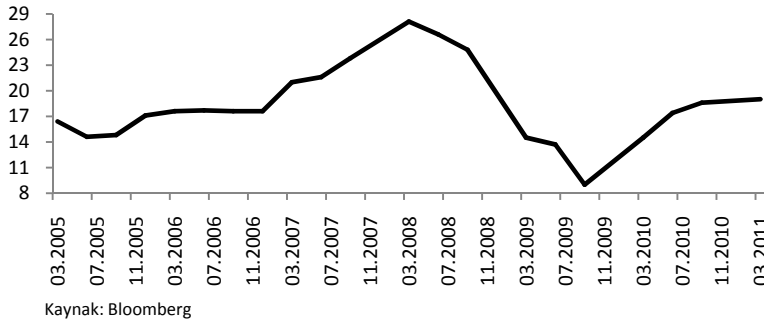
Altın fiyatlarının yükselmesinde, yatırımcıların yatırımlarını enflasyonist etkilerden koruma davranışının etkili olduğu bilinmektedir. Global piyasalarda gelecek dönem enflasyonuna dair bir gösterge olarak kabul edilen ABD'nin 5 yıllık başabaş enflasyon endeksi ve Euro Bölgesi'nin iki büyük ekonomisi olan Almanya ve Fransa'nın 5 yıllık başabaş enflasyon endeksi ile altın fiyatlarının hareketleri incelendiğinde, Fed'in QE2 uygulamasının ardından enflasyon beklentilerinin hızla arttığı görülmektedir. Artan enflasyonist baskılar nedeniyle Euro Bölgesi'nin yanı sıra

Dolara olan güvensizliğin devam ettiği ve doların değer kaybettiği bir ortamda, Euro Bölgesi'nde borç krizine yönelik endişelerin artmaya devam etmesi, merkez bankalarının dolar ya da euro yerine altına yönelmelerine neden olmaktadır. Hem gelişmekte olan ülkelerin hem de gelişmiş ülkelerin toplam rezervleri içinde altın miktarının payını artırması merkez bankalarının da piyasalara olan güvensizliğini göstermektedir. Son dönemde Tayland, Rusya, Çin ve Meksika merkez bankalarının yüksek miktarda altın alımı yaparak

Çin ekonomisinde bir dengelenme başlıyor mu?

Geçtiğimiz hafta Çin ile ABD arasındaki stratejik ve ekonomik ilişkilere ilişkin gerçekleştirilen toplantılar dünya ekonomisi açısından önemi giderek artan Çin ekonomisine yönelik tartışmaların yeniden canlanmasına neden olmuştur. Özellikle Çin'in daha önce küresel dengesizliklere neden olduğu yönünde eleştirilere neden olan politikalarında bir dengelenme çabası olup olmadığı tartışmaların ana eksenini oluşturmaktadır. Bu bağlamda, Çin ekonomisinde ücretlerin seyrinde dikkat çekici gelişmeler görülürken, Merkez Bankası'nın ekonomideki ısınmaya ve bununla birlikte yükselen enflasyonla mücadele amacıyla daha sıkı para politikaları uygulamaları kur kanalı ile temel makroekonomik göstergeleri etkilemektedir. Bu noktada, yuanın dolar karşısında değer kazanması dengelenme yönünde bir işaret olarak kabul edilmesine karşın söz konusu değerlenmenin boyutları, sürece ilişkin kesin yargılara varılmasını zorlaştırmaktadır. Bu çalışmada, Çin ekonomisinde geçmişten farklı gelişmelerin yaşandığı temel alanlar incelenip sürecin kalıcılığına ilişkin bir tespit yapılmaya çalışılmıştır.

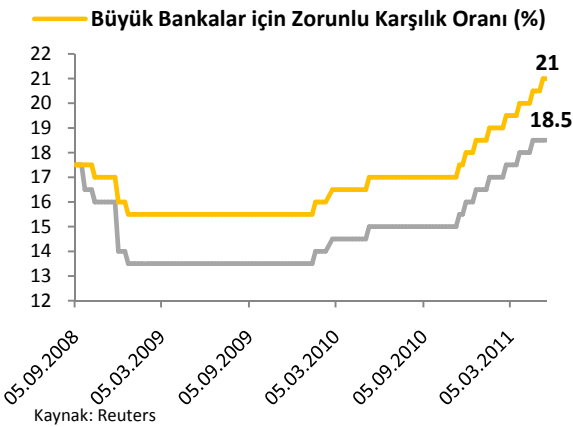
Grafik-1: Çin'de İstihdam Edilenlerin Toplam Ücret Düzeyi (y-y, %)



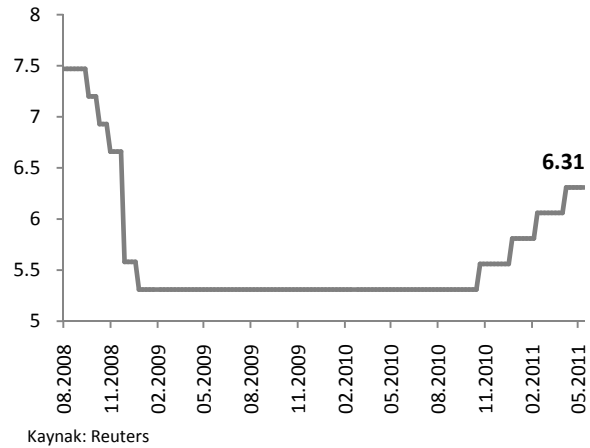
Çin'in yıllardır sürdürdüğü ekonomik büyümesinin arkasında yüksek ihracatı önemli bir rol oynamaktadır. İhracatın yüksek oranda gerçekleştirilmesinde ise kur avantajı ve ucuz işgücü sayesinde sağlanan düşük maliyet avantajı etkili olmaktadır. Ancak son dönemde Çin'de ücretler yükselmeye başlamış, Mart ayında ücretlerde yıllık %19 oranında artış yaşanmıştır. Ülkenin ticarete sağladığı avantajla zenginleşmeye

başlaması ve bu zenginlikten pay almak isteyen işçilerin artık düşük ücrete razı olmamaları ve Çin nüfusunun yaşlanmaya başlaması ücretlerin artmasında önemli birer etkidir. Çin'de 65 yaş üstü nüfusun toplam nüfusa oranı 1990 yılından beri sürekli olarak artarken, 15 yaş altı nüfusun toplam nüfusa oranı ise aynı tarihten beri sürekli olarak düşmektedir. 15 yaş altı nüfusun toplam nüfusa oranı 1990 yılında %28.5 oranındayken, 2010 yılında bu oran %18'e kadar düşmüştür. Çin'de genç işçi arzının azalması ücretleri yukarı yönlü etkilemektedir çünkü ülkede ucuz işgücü sağlayan yaş grubu 10-19 yaş arasındakilerden oluşmaktadır.

Grafik-2: Küçük Bankalar için Zorunlu Karşılık Oranı (%)

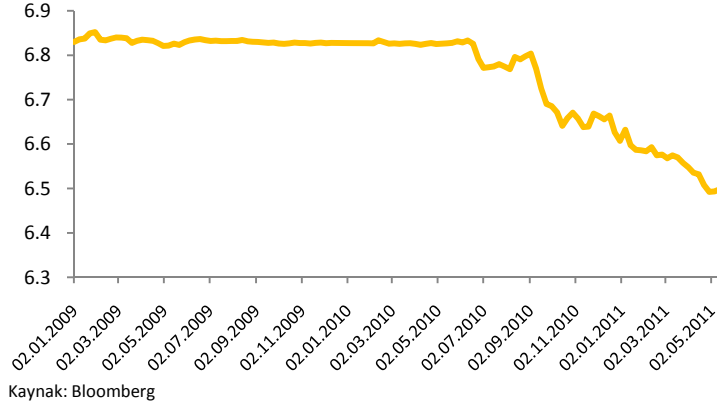


Grafik-3: Çin Politika Faiz Oranı (%)



Çin’de enflasyonun hedeflenen düzeyin üzerinde seyretmesi ve özellikle ABD’de uygulanan miktarsal genişleme programının da etkisiyle ülkeye yabancı sermaye girişinin devam etmesi, Çin’in para politikasında sıkılaştırmaya gitmesine yol açmaktadır. Çin Merkez Bankası, bir yandan politika faiz oranını 2010 yılı Ekim ayından beri düzenli olarak artırırken, bir yandan da zorunlu karşılık oranlarında artırıma gitmektedir. Banka Mayıs ayının başında yaptığı 50 baz puanlık son artırımla büyük bankalar için zorunlu karşılık oranlarını %21’e çıkarmış, böylece 2011 yılının başından beri dördüncü kez artırıma gitmiştir. Piyasadaki genel beklenti ise enflasyonun yüksek seyretmeye devam etmesi halinde bankanın zorunlu karşılıklarda artırıma devam edeceği yönündedir.

Grafik-4: YUAN/USD

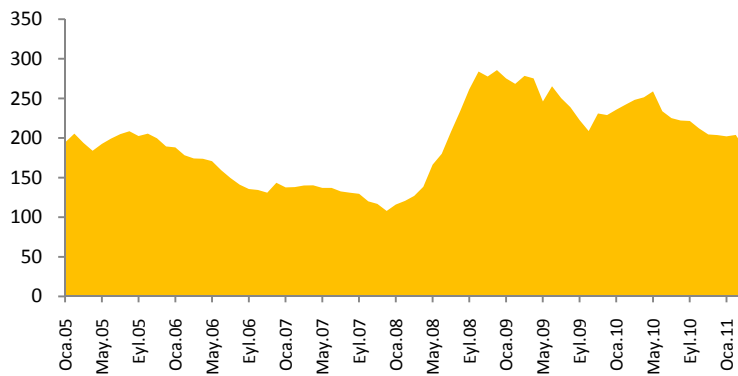


Kaynak: Bloomberg

Çin ile ABD arasındaki tartışmaların temelinde yatan Çin’in para birimi yuanın değerinde son dönemde dikkat çekici gelişmeler gözlenmektedir. Uzun bir süre yuanın değerinin aşırı değersiz tutulduğu yönünde eleştirilere hedef olan Çin yetkililerinin kur konusunda daha esnek davranacakları yönünde yaptıkları açıklama ve ardından uygulanan politikalar yuanın dolar karşısında değer kazanmasına yol açmıştır. 2010 yılının son çeyreğinde başlayan

süreçte yuan dolar karşısında yaklaşık %4.5 değer kazanmıştır. Yuanın nominal olarak değer kazanmasının yanında enflasyondaki gelişmelerle birlikte değerlendirildiğinde yuanda reel bazda da bir miktar değerlenme görülmüştür. Çin Merkez Bankası’nın kriz sonrası dönemde ekonomisinde ortaya çıkan aşırı ısınma ve buna paralel olarak baş gösteren enflasyon endişeleri ile daha sıkı para politikası uygulamaya başlaması kurdaki harekette önemli rol oynamaktadır. Yuan/USD’nin Çin’in genel makroekonomik göstergelerine yansımaları incelenirken, yuanda yaşanan nominal ve reel değerlenmenin, henüz önceki süreçte dile getirilen yuanın dolar karşısında %25 daha değersiz olduğu yönündeki eleştirileri telafi edecek boyuta ulaşmadığının dikkate alınması gerekmektedir.

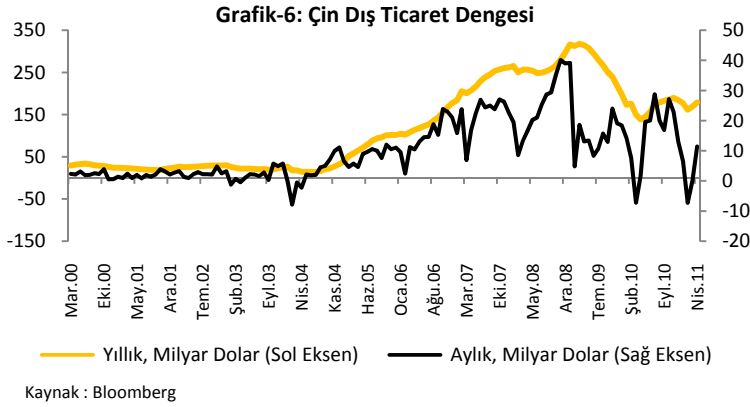
Grafik-5: Çin’in ABD Hazine Tahvil ve Bono Alımları (milyar \$)



Kaynak: ABD Hazine Bakanlığı

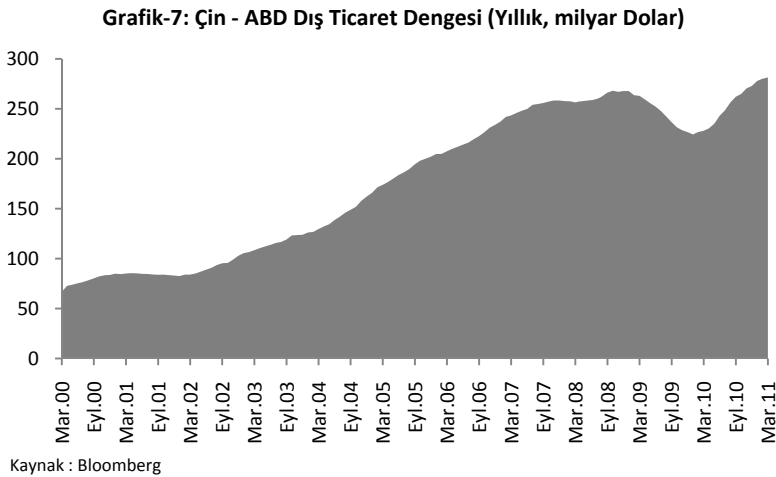
Kriz öncesi dönemde de sıklıkla tartışılan ve kriz sonrası toparlanma sürecinde tekrar ele alınan küresel dengesizlikler çerçevesinde, Çin’in ABD Hazine tahvillerine olan talebi önemli bir gösterge olarak dikkat çekmektedir. Krizin sarsıcı etkilerinin görülmeye başlandığı 2008 yılından itibaren ABD Merkez Bankası’nın genişleyici politikaları sonucunda Çin’in ABD Hazine borçlanma enstrümanları alımları hızla artarken, 2010 yılından itibaren söz konusu

alımlarda bir gerileme dikkat çekmektedir. Ancak, ABD Hazine’si tarafından açıklanan veriler Çin’in ABD Hazine kağıdı alımlarının azaldığını göstermesine karşın, Londra kaynaklı alımların sert bir şekilde yükselmesi Çin’in ikincil piyasalardan alımlara devam ettiği izlenimini doğurmaktadır.



Çin'in 2004'den günümüze kadar olan süreçte 2010 yılı Mart ayının ardından 2011 yılı Şubat ayında yeniden dış ticaret açığı vermesi ile yıllık dış ticaret fazlasındaki yatay seyir devam etmiştir. Çin'in dış ticaretinde yapısal bir dönüş olup olmayacağı sorularıyla birlikte, Çin ekonomisi açısından kritik öneme sahip ihracatın daha fazla dikkate alınması gerekebilecektir. Dış ticaret açığının sadece belirli ülkelere karşı olduğunu belirten Çin Ticaret

Bakanı Chen Deming, bu tür ülkelerle ikili anlaşmalar sonucunda bu sorunun çözülebileceğini belirtse de yaşanan bu açıktaki en önemli etkenin ABD olduğu görülmektedir. ABD'nin Çin'e karşı uyguladığı bazı ticari sınırlamaların Çin'in ABD'den sağladığı dış ticaret fazlasını düşürerek, ülkenin dış ticaret açığının oluşmasına neden olduğu söylenirken Nisan ayında verilen 11.4 milyar dolarlık fazlanın kalıcı olup olmayacağı önemli olacaktır.



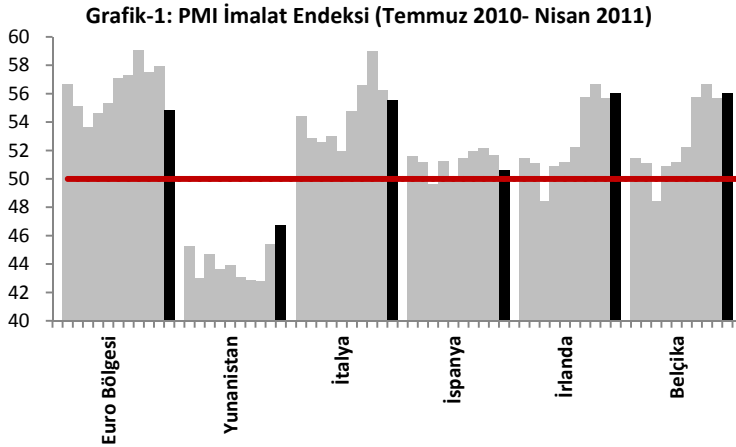
Çin ekonomisinde ücretlerde görülen artışla birlikte sıkı para politikaları ve değerlenen yuan ile birlikte ABD ve Çin arasındaki ticarete dengelenme mi oluyor sorusu tekrar gündeme gelmiştir. Çin'de ücret düzeyinin düşük olması ve yuanın aşırı değersiz oluşu dış ticaret fazlası açısından temel nedenler olarak ele alınırken, bu iki göstergedeki dış ticaret fazlasını azaltıcı yönde hareketlerin görülmesi iki ülke arasındaki ticari ilişkilerin yeniden ele alınmasını

yararlı hale getirmektedir. Bu çerçevede, kriz sonrası dönemde sert bir şekilde gerileyen Çin'in ABD ile olan ticaret fazlasının kriz sonrası toparlanma sürecinde kriz öncesi dönemdeki trendine yeniden kavuşması, dengelenme yönündeki soru işaretlerini arttırmaktadır. Her ne kadar ticari ilişkilerin uzun vadeli yapısal nedenlere bağlı olarak hareket edeceği unutulmaması gerekmesine karşın, dış ticaret fazlasındaki artışın çok fazla yavaşlamaması yuanın değerine ilişkin tartışmaları canlı tutmaktadır.

Euro Bölgesi'nde sorunlar devam ediyor

Euro Bölgesi'nin mali durumuna yönelik endişeler son dönemde risk algılamaları üzerinde temel belirleyici olurken, özellikle Yunanistan'ın yeni bir yardım paketine ihtiyaç duyabileceği yönündeki kaygılar, Yunanistan ve İspanya'nın ard arda notlarının indirilmesi ve İtalya'nın görünümünün düşürülmesi piyasalarda sert hareketlere yol açmıştır. Bununla birlikte seçim sürecinde olan İspanya'da yüksek işsizliğe karşın uygulanan kemer sıkma politikaları, beraberinde sosyal bir takım sorunları ve bu sorunlara tepkileri de getirirken, sendikal hareketlerin gelişmiş olduğu Yunanistan ve İtalya'da da benzer tepkiler dikkat çekmektedir. Öncül rakamlar ışığında Euro Bölgesi ekonomilerindeki toparlanmanın hız kesmesi ise, Bölge'nin büyüme performansı açısından olumsuz bir görünüme işaret ederek büyüme yönlü endişeleri artırmaktadır. Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında, bu haftaki çalışmamızda Euro Bölgesi'ne ilişkin son gelişmeler ve riskler değerlendirildikten sonra, söz konusu gelişmelerin ve risklerin piyasalara etkisi detaylı bir şekilde incelenecektir.

Öncül göstergeler büyümede olumsuz bir görünüme işaret ediyor...



Kaynak: Bloomberg

2011 yılının Mayıs ayında Euro Bölgesi PMI İmalat endeksinin 2010 yılının Aralık ayından beri en düşük seviyesine gerilemesi, ikinci çeyrekte daha düşük bir büyüme yaşanabileceği yönündeki endişelerin hızlanmasına neden olmuştur. Büyüme ile daha yüksek ilişkisi olduğu bilinen kompozit PMI endeksinde de Mayıs ayında yaşanan düşüş dikkat çekerken, söz konusu rakamlar ışığında ikinci çeyrekte Euro Bölgesi'nin sınırlı bir şekilde çeyreklik bazda %0.7 oranında büyümesi öngörülmektedir. Söz konusu rakam birinci çeyrek büyümesinin altında bir rakama işaret ederek Euro Bölgesi açısından olumsuz bir görünüm sergilemektedir. PMI imalat endeksinde diğer bir dikkat edilmesi gereken nokta ise ülkeler bazında en son açıklanan Nisan ayı rakamlarında İtalya, İspanya gibi ülkelerde endeksin düşüşünü devam ettirmesidir. Yunanistan'da ise görüldüğü gibi endeksin iki aydır yükselmesine karşın, hali hazırda kritik seviye olan 50 seviyesinin altında kalmaya devam etmesi tam bir toparlanmanın yaşanmadığına işaret ederek birtakım riskleri de beraberinde getirmektedir. Özellikle ECB'nin faiz artırımına geçtiği bir ortamda büyüme yönlü endişelerin artması ve bununla birlikte bölge içindeki ülke ekonomileri arasındaki farkların açılması ECB'nin bundan sonraki dönemde faiz kararı açısından önemli olabilecektir.

Euro Bölgesi'nde borçlanma sorunlarının devam etmesi ile arda arda gelen not indirimleri dikkat çekiyor...

Tablo-1: Ülke Not Değişimleri

	Moody's		Standart & Poors		Fitch	
	Kredi Notu	Görünüm	Kredi Notu	Görünüm	Kredi Notu	Görünüm
İspanya	Aa2 ↓ (10.05.2011)	Negatif ↓ (10.05.2011)	AA ↔	Negatif ↔	AA+ ↔	Negatif ↓ (04.05.2011)
İtalya	Aa2 ↔	Durağan ↔	A+ ↔	Negatif ↓ (04.05.2011)	AA- ↔	Durağan ↔
Yunanistan	B1 ↓ (09.05.2011)	Negatif ↓ (09.05.2011)	B ↓ (09.05.2011)	Negatif ↔	B+ ↓ (14.01.2011)	Negatif ↓ (20.05.2011)

Kaynak: Bloomberg

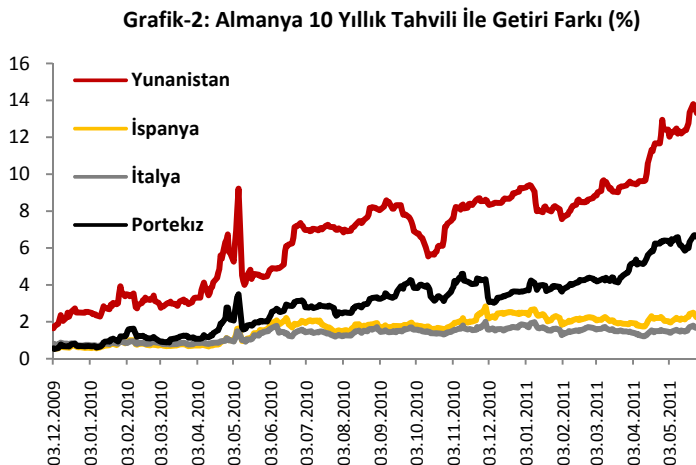
Son dönemde Euro Bölgesi'nde yaşanan kamu açıkları ve bu açıkların milli hasılaya olan oranında ki artışlar ile Yunanistan'la başlayan not indirim süreçlerin yeni ülkeler eklenmeye başlanmıştır. Yunanistan'ın yaşadığı iflas tehlikesi dolayısıyla devam eden not indirimleri Yunanistan'ın ardından bankacılık sektörünün yaşadığı sorunlar ve sektörün sermaye ihtiyacı nedeniyle İspanya'ya ve artan borç yükü dolayısıyla İtalya'ya yansımıştır. Yakın zamanda Moody's 'in ve Fitch'in İspanya'nın notunu indirmesi Euro Bölgesi'nin borçlanma maliyetlerinde artışa neden olmaktadır. Geçen yıl AB ve IMF'nin 110 milyar Euro'luk yardımını kabul eden Yunanistan'ın daha fazla finansal yardıma ihtiyaç duyacağı piyasalarda konuşulurken, S&P'nin İtalya'nın görünümünü değiştirmesi Euro Bölgesi borçlanma maliyetleri üzerindeki baskıyı arttırmıştır. Söz konusu görünüm indiriminin altında İtalya'ya ilişkin zayıf büyüme beklentisi ve Euro Bölgesi'nin birincil problemi olan artan borç yükü olduğunu vurgulayan S&P, İtalya hükümetinin kamu borcunu azaltma sözüne ilişkin risklerin de arttığını vurgulamıştır. İtalya'nın negatif görünümüne karşın piyasalarda genel beklenti İtalya'nın kredi notunda bir değişiklik olmayacağı yönünde olmuştur. İspanya'da ise yaklaşan seçim süreci ve ülkenin 2010 yılı Mayıs ayından bu yana uyguladığı ve daha da sertleşmesi olası görünen kemer sıkma politikaları sonucu büyüme oranının düşeceği beklentisi, ülkenin kredi notunda yapılan indirimin nedenleri olarak gösterilmiştir. Tüm bunların yanında Nisan 2010'dan bu yana yapılan

dördüncü not indirimiyle kredi notu Avrupa'nın en düşük notuna sahip Belarus ile aynı düzeye gelen Yunanistan için S&P'nin en son olarak yaptığı iki kademe not indirimi de ülkenin kurtarma paketindeki kağıtların vadelerinin uzatılması durumunda özel yatırımcıların risk altında kalabileceği olasılığına dayandırılmıştır. Yukarıda değindiğimiz olumsuz gelişmeler, Euro Bölgesi borçlanma krizinin başladığı ülke olan Yunanistan'ın Euro'dan çıkabileceği yönünde ki tartışmaları da desteklerken bu durum ülkenin kredi notunda olabilecek yeni değişimlerin habercisi olarak karşımıza çıkabilmektedir. Son olarak Euro Bölgesi borç krizinin diğer ülkelere de yayılma kaygıları devam ederken Fitch'in Belçika'nın kredi görünümünün mali konsolidasyonu hızlandırma kapasitesine yönelik endişeler dolayısıyla negatife çevirmesi de Euro Bölgesi'ne yönelik risklerin canlı kalmasına neden olmuştur.

Yaşanan son gelişmelerin sosyal yansımaları...

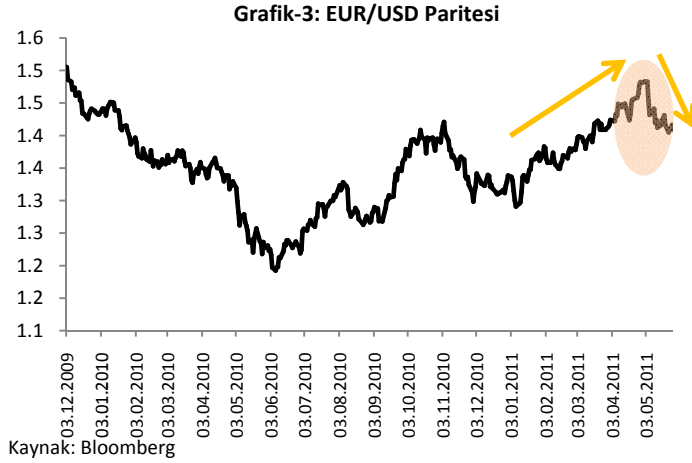
Euro Bölgesi'nde devam eden ekonomik kriz, birlik üyelerini sosyal açıdan da etkilemektedir. Özellikle borç kriziyle başa çıkabilmek için başta Yunanistan, İspanya ve İtalya olmak üzere ciddi kemer sıkma tedbirleri alan ülkelerde sosyal patlamalar yaşanmaktadır. Hatırlanacağı gibi Yunanistan'daki bütçe krizinin aşılması amacıyla ülkede oldukça sert kemer sıkma politikalarının uygulanmaya başlamasıyla konulan yüksek vergi oranları halk isyanlarına neden olmuştu. Son zamanlarda ise ülkede haliz hazırda uygulanmaya devam edilen kemer sıkma politikalarının daha da sertleştirileceğinin sinyallerinin verilmesi, ülkede ayaklanmaların da yeniden başlayacağı endişelerine yol açmıştır. Yunanistan'daki karışıklıkların yanı sıra, hem İspanya hem de İtalya'nın Almanya ile arasındaki 10 yıllık tahvil spreadinin sırasıyla %2.52 ve %1.8 oranlarında artması dikkat çekmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşu S&P, yaşanan borç krizinin Yunanistan ve Portekiz'den sonra bölgenin üçüncü büyük ekonomisine sahip olan İtalya'ya sıçrama endişelerinin olması nedeniyle ülkeyi kredi notunun görünümü açısından uyarırken, ülkenin 2011 yılının ilk çeyreğinde Almanya ve Fransa'nın aksine beklentilerin oldukça altında bir büyüme performansı sergilemesi, küresel krizden çıkış sürecinde ülkede ekonomik dengesizliklerin devam ettiğinin göstergesi olarak belirtilmiştir. Ayrıca ülkede gelecek yıllara dair büyümeye ilişkin beklentilerin aşağı, kamu borcuna ilişkin beklentilerin ise yukarı yönlü revize edilmesi, ülkedeki ekonomik krizin atlatılmasının uzun süreli olacağı beklentilerini güçlendirirken, borç krizinin İrlanda ve Portekiz'in yanı sıra Euro Bölgesi'ndeki diğer ülkelere de sıçrayacağı korkusunu gündeme getirmiştir. Öte yandan İspanya'da uygulanan sert kemer sıkma politikalarına ek olarak, işsizlik oranının, özellikle genç nüfusta, rekor seviyelere ulaşması 2008'de yaşanan ekonomik krizin neden olduğu protesto hareketinden bu yana gerçekleşen en yoğun katılımlı halk ayaklanmasının çıkmasına neden olmuştur. İşsizlik oranının 2011 yılının ilk çeyreğinde %21.2 seviyesine çıktığı ülkede, 25 yaş altı genç nüfusta işsizlik oranının %44.6'ya yükselmesi, protestocuların büyük çoğunluğunun genç nüfustan oluşmasının nedenini açıkça ortaya sermiştir. İspanya Başbakanı Jose Luis Rodriguez Zapatero'nun ülke ekonomisinin bu süreçten en az zararla kurtulabilmesi için kemer sıkma politikalarının daha fazla kesinti yapılarak devam edeceğini açıklamasına ek olarak, işsizlikten isyan eden genç nüfusun çok büyük bir çoğunluğunun ilk kez bu dönem seçimlerinde oy kullanmış olması, geçtiğimiz hafta ülkede yapılan genel seçimde ana muhalefet partisinin iktidara gelmesinde etkili olmuştur.

Euro Bölgesi'nde devam eden sorunların piyasalara etkisi...



Euro Bölgesi'nde ciddi kamu açıkları ve finansal kırılmalıkların kaynaklık ettiği sorunlar yaşayan ülkelerin mevcut görünümünün ağırlaşarak devam etmesi finans piyasalarında da önemli yansımalar yaratmaktadır. Öncelikle olarak söz konusu ülkelere yönelik artan risk algılamaları risk primlerinin yükselmesine neden olurken, bu durum borçlanma maliyetlerinde de kendini

göstermektedir. 2009 yılında Birliğin en güçlü ekonomisi konumunda bulunan Almanya ile benzer maliyetlerle borçlanabilen ülkelerdeki sorunların derinleşmesi önemli bir ayrışmayı da beraberinde getirmiştir. Yunanistan yüksek borçluluk oranı ve bu borçları geri ödeyip ödeyemeyeceğine dair endişelerin canlı olması bu ülkenin 10 yıllık devlet tahvili getirisinin rekor seviyelere ulaşmasına neden olmuştur. Gerek ekonomik gerekse sosyal tartışmaların bulunduğu Portekiz'de getiri farkı önemli ölçüde yükselmiştir. Son günlerde tartışmaların yoğunlaştığı İspanya'da ise henüz Yunanistan ve Portekiz kadar bir ayrışma görülme de önümüzdeki dönemde ülkenin kredi görünümüne ilişkin tablonun daha da netleşmesi ile bir bozulma söz konusu olabilecektir.



Euro Bölgesi'nde sorun yaşayan ülkelerin durumu ve söz konusu ülkelere karşı olası politikalarla ilişkin beklentiler EUR/USD paritesi üzerinde etkili olmaktadır. 2011 yılının başından itibaren ECB'nin faiz artırımına gidebileceğine dair beklentiler ve ardından gelen faiz artırımı euronun dolar karşısında değer kazanmasına neden olmuştur. 1.4830 seviyesine kadar yükselen parite Bölge ekonomilerine ilişkin endişelerin artmasıyla düşüşe geçmiş ve 1.40 seviyelerine bir geri çekilme yaşanmıştır. Son günlerde Çin

Merkez Bankası'nın Avrupa Kurtarma Fonu'nun ihraç edeceği tahvilleri alabileceğini açıklaması euronun güçlenmesine neden olmaktadır.

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
Ümit Ünsal	Ekonomist	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312-455 84 18
Seda Meyveci	Ekonomist	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
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
İbrahim Taha Durmaz	Araştırmacı	ibrahimtaha.durmaz@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93

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