

İÇİNDEKİLER

❖ Yurt İçi Ekonomi Raporu

2010 Mart ayında çekirdek enflasyondaki sert yükseliş dikkat çekmektedir

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mart ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.58 artarak beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmiştir. Böylece, yıllık bazda TÜFE %10.13 seviyesinden %9.56 seviyesine gerileyerek yeniden tek hanelere düşmüştür.

TCMB faiz oranlarını değiştirmede

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) 13 Nisan 2010 tarihinde yaptığı toplantıda faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmeme kararı almıştır. PPK faiz kararı ile ilgili açıklamasında dikkat çeken gelişme ise önümüzdeki dönemde TCMB'nin para politikası duruşunu açıklayan cümlelerde yer almaktadır. Önceki açıklamalardan farklı olan bu ifadeyle TCMB bir süre sonra faiz oranlarını arttırabileceğine işaret etmiştir. Fakat artışların sınırlı miktarda olacağını ve faiz oranlarındaki düşük seviyelerin uzun vadede korunacağını belirtmiştir.

Cari açık Şubat ayında beklentilerimize paralel 2.602 milyar dolar olarak gerçekleşti

Cari işlemler dengesi Şubat ayında 2.65 milyar dolar düzeyindeki beklentimize paralel olarak 2.602 milyar dolar açık vermiştir. Merkez Bankası tarafından açıklanan ödemeler dengesi verilerine göre, 2010 yılının Ocak ayına ilişkin cari açık rakamı 2.959 milyar dolar'dan 2.970 milyar dolar'a revize edilmiştir.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

İmalat Sanayindeki Toparlanma Kalıcı mı?

2010 yılında ekonomik aktiviteye ilişkin öncü göstergeler, gelişmiş ülkelerde hızlı yükselişlerin görüleceğine ilişkin sinyaller verirken, gelişmekte olan ülkelere ise bir miktar daha karışık bir görünüm sergilemektedir. Bu yazımızda önemli öncü göstergelerden biri olan, İmalat Sanayi Satın Alma Yöneticileri Endekslerinde (PMI) son dönemde görülen yükselişler incelenmektedir.

Dünya Ticaretinde Görülen Gelişmeler

Küresel finans krizinde borsaların kısa sürede çok sert bir şekilde düşmesinin yanı sıra, Dünya Ticaret Hacmi, Büyük Buhran'dan sonraki en sert düşüşünü yaşamıştır. Bu yazımızda dünya ticaretinde bu krizle görülen gelişmelere değinilecek olup, ABD ve Çin'de son açıklanan dış ticaret verileri kısaca incelenmektedir.

Son Krizin İstihdam Piyasasına Etkileri

Bu yazımızda ABD istihdamı başta olmak üzere, tüm dünyada küresel krizle istihdam piyasasında yaşanan gelişmeler anlatılmıştır. Ayrıca yazımızda, seçilen bazı ülkeler için işsizlik oranının bazı makroekonomik verilere olan tepkisi kriz öncesi ve kriz sonrası dönemler itibarıyla incelenmektedir.

❖ Finans Raporu

Getiri Eğrisi ve Swap Spread

Bu çalışmada son dönemde getiri eğrilerinde başlayan hareketlilik nedeniyle getiri eğrileri hem teorik açıdan ele alınmış hem de kriz öncesi ve sonrası getiri eğrilerinin davranışları incelenmiştir. Buna paralel olarak son dönemde yaşanan 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirilerinde yaşanan yükselişle birlikte son olarak swap spreadlerde yaşanan daralmaya değinilmiştir.

CDS'ler ve CDS Endekslerinin Piyasalar Üzerindeki Etkileri

Bu çalışmada son yıllarda gittikçe önem kazanan CDS piyasaları incelenmiş ve piyasalarda yüksek işlem hacmine sahip CDS endeksleri ile hisse senedi piyasaları arasında bir ilişki olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

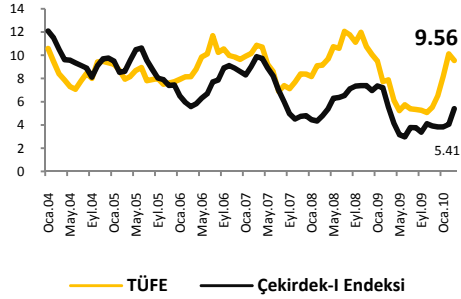
Goldman Sachs'a Yönelik Suçlamalar ve Piyasaların Tepkisi

Bu çalışmada 2008 yılında pek çok şirketin aksine rekor kar eden Goldman Sachs'a yönelik suçlamalar, arkasındaki nedenler haberin piyasalar üzerindeki etkileri incelenmiştir.

2010 Mart ayında çekirdek enflasyondaki sert yükseliş dikkat çekmektedir

Grafik-1

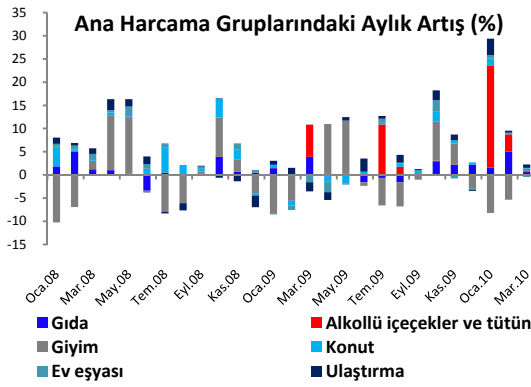
(yıllık-% değ.)



Kaynak:TÜİK

TCMB'nin önümüzdeki dönemde faiz kararları açısından son derece olumsuz bir görünüm sergilemektedir.

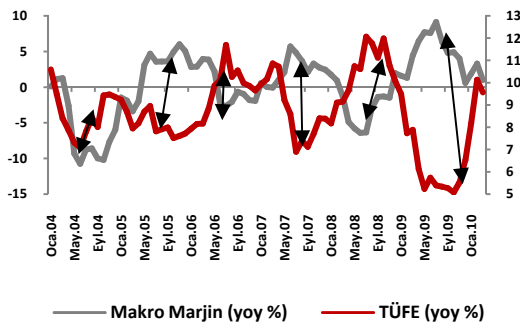
Grafik-2



Kaynak:TÜİK

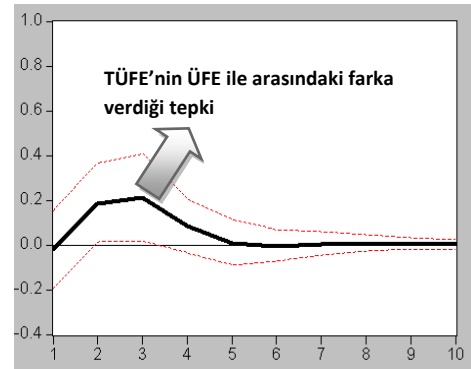
sürdürdüğü izlenmektedir. Aylık TÜFE'ye 0.10 puan katkı yapan ulaştırma grubunun yıllık katkısı ise 1.77 puan olmuştur. Önümüzdeki aylarda ÖTV indirimleriyle düşük baz etkisi bu gruptaki yıllık artışların yükselmesine neden olabilir. Mart ayında giyim grubundaki sınırlı artış dikkat çekerken, Grafik-1 incelendiğinde, fiyat artışlarında gıda grubunun katkısının Mart ayı itibariyle yavaşladığı, giyim grubunun ise özellikle Nisan ayı itibariyle yeni sezon ürünlerinin fiyatlanmasıyla sert bir şekilde yükseldiği görülmektedir. Nisan ve Mayıs aylarında giyim grubunun enflasyona katkısının ortalama 2 puan olduğu söylenebileceken, bu durum enflasyondaki yukarı yönlü trendin önümüzdeki dönemde devam edebileceğine işaret etmektedir.

Grafik-3



Kaynak:TÜİK,Vakıfbank

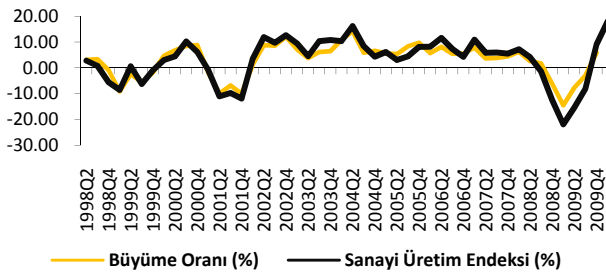
Grafik-4



Kaynak: Vakıfbank

Mart ayında çekirdek enflasyonda yaşanan yükseliş yanında üretici fiyatlarındaki artışların da son derece sert olduğu izlenmektedir. 2010 yılı Mart ayında Üretici Fiyatları Endeksi bir önceki aya göre %1.94 (beklentimiz: %0.54) oranında beklentilerin oldukça üzerinde bir artış gerçekleştirmiştir. Yıllık bazda ise ÜFE %8.58 oranına yükselerek 2008 yılı Kasım ayının ardından en yüksek seviyesine ulaşmıştır. ÜFE’de yaşanan artış önümüzdeki dönemde üreticilerin fiyatlarını tüketicilere yansıtmasıyla TÜFE üzerinde yukarı yönlü baskıları arttıracaktır. Grafik-3’te TÜFE yıllık enflasyonundan ÜFE yıllık enflasyonunun çıkarılmasıyla hesaplanmış makro marjin ve TÜFE arasındaki ilişki incelendiğinde, önümüzdeki dönemde TÜFE ve ÜFE’deki artışların devam etmesi beklenebilir. Grafik-4’te TÜFE ve ÜFE arasındaki ilişkiyi daha iyi incelemek için hazırlanan ekonometrik model¹ sonuçlarına göre TÜFE’nin ÜFE ile arasındaki farka verdiği tepki görülmektedir. Bu grafikten TÜFE’nin ÜFE ile arasındaki farka gelebilecek bir şoka ilk ay hemen tepki vermediği ardından sert bir şekilde yükselerek üçüncü ayda maksimuma ulaştığı ve söz konusu şokun etkisinin 5 ay sürdüğü görülmektedir. Dolayısıyla yukarıdaki Grafik-4 ÜFE’de yaşanan artışların TÜFE üzerinde önümüzdeki dönemde yukarı yönlü baskı yaratacağına işaret etmektedir.

Grafik-5



Artan enflasyonist baskılar yanında hafta içi açıklanan sanayi üretim endeksi büyümedeki aşağı yönlü risklerinin zayıfladığına işaret etmiştir. Şubat ayı sanayi üretimi endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %18.1 oranında artarak Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak %17.5 olan beklentilerimize yakın gerçekleşmiştir. Takvim etkisinden arındırılmış endeks 2010 yılı Şubat ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, %18.2 artış gösterirken, mevsim

Kaynak: TCMB

ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi bir önceki aya göre % 1.6 artış göstermiştir. Böylece mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış serinin Şubat ayı verileriyle Lehman Brothers’ın iflas ettiği dönemdeki seviyelerine yükseldiği görülmektedir. Sanayi üretim endeksi Aralık ayında yaşanan sert yükselişin ardından baz etkisiyle Ocak ayında pozitif seyrini sürdürürken, Şubat ayında yükselişteki hızın bir miktar arttığı görülmektedir. Mart ayında ise çalışma günü sayısının, açıklanan ihracat verilerindeki güçlü rakamların ve baz etkisinin vereceği destekle artış hızının devam etmesi mümkün olabilir. Dolayısıyla yılın birinci çeyreğinde sanayi üretim endeksinde güçlü bir performans izlenecekken, ilk çeyrek için büyüme oranı beklentimiz çift haneli seviyelere işaret etmektedir.

Çekirdek enflasyon göstergelerindeki artışlar, Merkez Bankası Nisan ayı birinci dönem beklenti anketinde yıl sonu TÜFE beklentisinin %8.06’dan %8.24’e yükselmesi ve ÜFE’deki sert yükselişler değerlendirildiğinde, TCMB para politikası kararı üzerinde enflasyonist baskıların oldukça yükseldiği izlenmektedir. Açıklanan son verilerde büyümedeki aşağı yönlü risklerin ise zayıfladığı görülmektedir. Bu durum TCMB’nin faiz arttırmalarına yaza doğru başlayabileceği beklentilerini gündeme getirebilecekken, beklentimiz TCMB’nin ilk faiz artırımına Temmuz ayında başlaması yönündedir. Bu hafta Merkez Bankası’nın 13 Nisan’da yapacağı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında faiz oranlarında değişikliğe gitmesini beklemiyoruz fakat toplantının ardından yapılan açıklamalarda TCMB’nin daha temkinli bir tutum sergilemesi mümkün olabilir. PPK toplantısında faiz kararı yanında çıkış stratejisini ele alacak olan TCMB sözkonusu stratejiyi 14 Nisan’da açıklayacaktır. Merkez Bankası geçtiğimiz sene krizin önüne geçebilmek için faiz indirimleri yanında, repo ihaleleri, FX depo piyasası ve zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi gibi başka genişletici para politikası önlemlerini devreye sokmuştu. Çıkış stratejisiyle TCMB’nin bu adımlara yönelik politikalarını açıklaması beklenmektedir.

¹ Değişkenler durağanlaştırılarak VAR modeli kullanılmıştır.

Tablo-1

Tahminlerimiz (%)	GSYİH
2010-I.çey	11.4
2010-II.çey	6.0
2010-III.çey	3.3
2010-IV.çey	1.3
2010-Yıl sonu	5.2

Kaynak: Vakıfbank

Geçtiğimiz hafta açıklanan büyüme verileri ve bu hafta açıklanan sanayi üretim endeksi rakamları ışığında büyüme beklentilerimizi revize ediyoruz. Baz etkisiyle yılın tamamında %3.50 oranında bir büyüme yakalanabileceği söylenebilecekken, daha önceki yılsonu büyüme beklentimiz olan %4.0 seviyesinin üzerinde yukarı yönlü baskıların oldukça güçlü olduğu görülmektedir. Bu bağlamda açıklanan son çeyrek verileriyle hazırladığımız ekonometrik modelimizin tahminleri ışığında yıl sonu büyüme tahminimizi %5.2 seviyesine yükseltiyoruz (Tablo-2). Büyüme beklentilerimiz ışığında Türkiye'nin 2009 yılında yaşanan resesyonun ardından 2010 yılında trendin üzerinde bir büyüme performansına sahip olabileceği söylenebilir.

Tablo-2

2010 yılsonu Tahminlerimiz	Makro ekonomik göstergelere ilişkin beklentilerimiz
Büyüme (%)	5.2
İşsizlik Oranı (%)	13.2
Enflasyon (%)	8.15
Cari Açık (milyar \$)	-28.0
O/N Faiz oranı (%)	8.00

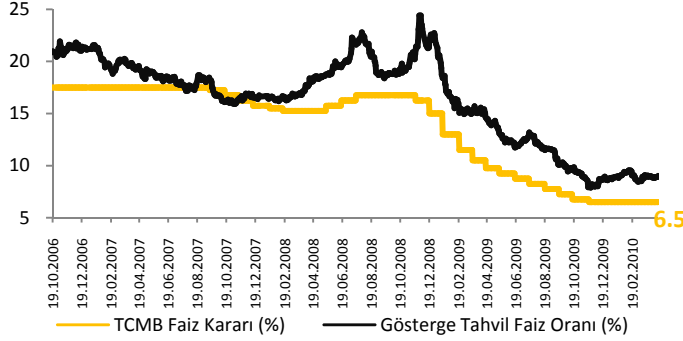
Kaynak: Vakıfbank

Büyüme tahminlerimizle birlikte diğer makro ekonomik verilere ilişkin beklentilerimiz Tablo-2'de görülmektedir. Büyüme verilerindeki toparlanma beklentimize paralel olarak 2010 yıl sonu işsizlik oranının %13.2 oranında gerçekleşmesini bekliyoruz. Enflasyon rakamlarında önümüzdeki dönemde yukarı yönlü trend devam edecekken yılın son çeyreğinde ise yıllık enflasyondaki yükselişin zayıflayarak %8.15 seviyesinde yılı sonlandıracağını düşünüyoruz. Cari İşlemler Açığının ise 2010 yılında toplam 28 milyar \$ olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Açıklanan son verilerle

TCMB'nin ilk faiz arttırımına Temmuz ayında başlamasını bekliyoruz yıl sonunda ise faizlerin %8.00 seviyelerine yükseltilmesi mümkün olabilir.

TCMB faiz oranlarını değiştirmede

Grafik-1



TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) 13 Nisan 2010 tarihinde yaptığı toplantıda faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmeme kararı almıştır. PPK'nın faiz kararı ile ilgili açıklamasında büyümeye dair son dönemde açıklanan verilerde iktisadi faaliyetteki toparlanma sürecinin devam ettiği vurgulanmıştır. TCMB'nin enflasyona ilişkin açıklamalarını değiştirmedeği izlenirken, bu durum TCMB'nin Mart ayında çekirdek enflasyon göstergelerinde

yaşanan yükselişin ardından artan enflasyonist baskılardan şimdilik etkilenmediğini yansıtmaktadır. Çekirdek enflasyon göstergelerinde Nisan ayında yükselişin devam ededeğini belirten Kurul, enflasyondaki geçiçi yükseliş sebebiyle fiyatlama davranışlarının yakından takip edildiğini vurgulamıştır.

PPK'nın faiz kararı ile ilgili açıklamasında dikkat çeken farklılık ise önümüzdeki dönemde TCMB'nin para politikası duruşunu açıklayan cümlelerde yer almaktadır. Kurul, politika faiz oranlarının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerekebileceğini ifade etmiştir. Önceki açıklamalardan farklı olan bu ifadeyle TCMB bir süre sonra faiz oranlarını arttırılabileceğine işaret etmiştir. Fakat artışların sınırlı miktarda olacağını ve faiz oranlarındaki düşük seviyelerin uzun vadede korunacağını belirtmiştir. Diğer yandan, TCMB'nin daha önceki açıklamalarında yer alan enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin, Kurul'un geleceğe yönelik duruşunu değiştirmesine neden olabileceği cümlesinin açıklamadan çıkarıldığı görülmektedir. Bu cümlenin çıkarılması TCMB'nin bir önceki faiz kararı ardından beklentilerin tersine faiz arttırımı konusunda daha az temkinli bir duruş sergilediğini göstermektedir. Ayrıca para ve kredi piyasalarındaki normalleşmeyi de göz önüne alarak, Kurul kriz döneminde uygulanan likidite tedbirlerinin kademeli bir şekilde geri alınmasına karar vermiştir. Söz konusu, kriz sırasında alınan önlemlerin geri çekilmesi ve para politikalarını normalleştirme operasyonları hafta içinde açıklanan "çıkış strateji"nde daha detaylı bir şekilde ortaya koymuştur.

TCMB Para Politikası Çıkış Stratejisi

Global piyasalarda merkez bankalarının sert faiz indirimlerine gittiği bir ortamda daralan talep ve yavaşlayan enflasyon nedeniyle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) uyguladığı genişleyici para politikaları kapsamında toplam 1025 baz puan faiz indirimi gerçekteşirmiştir. Faiz indirimleri yanında TCMB repo ihaleleri, FX depo piyasası ve zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi gibi diğer genişleyici para politikası enstrümanlarını devreye sokarak piyasalara likidite enjekte etmeye çalışmıştır (Bkz.Ek.1). Son dönemde yaşanan gevşek para ve genişleyici maliye politikalarının gereğinden fazla uzun sürdürülmesi, ekonomilerde yeni dengesizliklere ve enflasyonist baskılara yol açabilecekken bunun önüne geçebilmek amacıyla TCMB geçtiğimiz hafta çıkış stratejisini açıklamıştır. Detaylar Ek.1'de yer almakla beraber, genel olarak açıklanan çıkış stratejisinin kademeli olarak devreye sokulacağı anlaşılmaktadır.

- ✓ **TL likiditesi konusundaki önlemlere** bakıldığında çıkış stratejisinin iki aşamadan oluştuğu görülmektedir. Birinci aşamada kriz süresince etkin olarak kullanılan piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması azaltılmaya başlanacakken, ikinci aşamada politika faizi olarak 1 haftalık repo ihalelerinin faizi kullanılmaya başlanacak ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, TCMB gecelik borçlanma faiz

oranının 50 baz puan üzerinde tespit edilecektir. Örneğin, düzenlemenin yapıldığı tarihte TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %6.50 ise bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7.00 olacaktır. İkinci aşama sonunda ise 1 haftalık repo ihalesi faizi ile borçlanma faizi arasındaki 50 baz puanlık fark artırılacaktır. Diğer TL likidite önlemleri ise 3 aylık repo ihalelerinin miktarı ve TL zorunlu karşılık oranlarını içermekle birlikte bu adımların likidite açığının seyrine göre değiştirilebileceği belirtilmiştir.

- ✓ **Döviz işlemlerine ilişkin çıkış stratejileri** incelendiğinde, TCMB'nin devreye konan bazı tedbirleri geri almaya başladığı görülmektedir (Bkz.Tablo-1). Önümüzdeki dönemde ise yabancı para karşılık oranları ve MB'nin döviz depo piyasasında uyguladığı borç verme oranları döviz likiditesi koşulları ve küresel faiz oranları ışığında değiştirilebileceği belirtilmiştir. Döviz işlemlerinde çıkış stratejileri kapsamında ayrıca gelişmiş ülke merkez bankalarının çıkış stratejilerinin etkileri gözlemlenirken, Döviz Depo Piyasası'nda aracılık işlevine son verileceği, bankaların borçlanma limitleri çerçevesinde alabilecekleri döviz depolarının vadesinin 3 aydan 1 haftaya indirileceği belirtilmiştir.

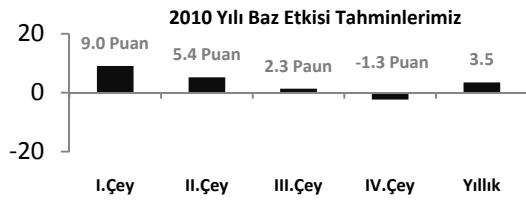
Genel olarak çıkış stratejisi ile TCMB çok sürpriz kararlar almazken, gelen açıklamalar Merkez Bankası'nın **kademeli olarak** sıkılaştırıcı para politikalarını devreye sokacağını yansıtmaktadır. Son dönemde çekirdek enflasyon göstergelerindeki artışlar ve ÜFE'deki sert yükselişlerin kısa sürede TÜFE'ye yansıtacağı düşünüldüğünde, önümüzdeki dönemde TCMB para politikası kararı üzerinde enflasyonist baskıların oldukça yükseldiği söylenebilir. Açıklanan son verilerde, büyümedeki aşağı yönlü risklerin ise zayıfladığı görülmektedir. Hafta içi çıkış stratejisine yönelik TCMB'nin bu açıklamaları ve tüm öncül veriler değerlendirildiğinde, beklentimiz TCMB'nin ilk faiz artırımına Temmuz ayında başlaması yönündedir. Temmuz ayı ardından kademeli olarak faiz artırımına devam etmesini beklediğimiz TCMB'nin yıl sonunda faizleri %8.00 seviyesine yükselteceğini düşünüyoruz.

Çıkış Stratejisinin Olası Sonuçları:

- **Makro Veriler Üzerinde Etkileri**

✓ Büyüme

Grafik-2

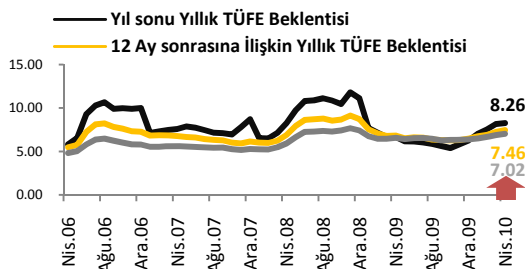


Kaynak: Vakıfbank

çeyrekte zayıflamasına neden olabilir. Uzun vadede ise, faiz artırımları, zaten düşük seviyelerde olan yatırımları baskılayarak büyümenin 2011 yılı içindeki performansını da tehdit edebilir.

✓ Enflasyon

Grafik-3



Kaynak: TCMB

TCMB'nin çıkış stratejisi çerçevesinde devreye sokacağı sıkılaştırıcı para politikaları büyüme performansı üzerinde risk oluşturmaktadır. Yılın ilk iki çeyreğinde görülen güçlü baz etkisinin üçüncü ve dördüncü çeyreklerde zayıfladığı bir ortamda TCMB'nin faiz artırımlarına başlaması ekonomideki büyümeyi sıkıntıya sokabilecektir. Özellikle kısa vadede TL'deki değerli görünüm ihracat rakamları üzerinde baskı oluşturarak büyümenin son iki

Alınan sıkılaştırıcı para politikası önlemleri enflasyonist baskıları hafifletmesi açısından ise son derece önemlidir. Merkez Bankası Nisan ayı birinci dönem beklenti anketinde yıl sonu TÜFE beklentisinin %8.06'dan %8.24'e yükselmesi son dönemde enflasyonist baskıların arttığını göstermektedir. Fakat çıkış stratejisi kapsamında alınacak sıkılaştırıcı para politikaları enflasyon

beklentilerindeki yükselişi frenleyecekken, bozulan beklentilerin yeniden düzelmesi enflasyonist baskıları hafifletecektir. Toparlanan beklentiler ve talep yönlü baskıların hafifletilmesi, kurda yaşanacak düşüşler ve yılın son çeyreğinde görülecek olumlu baz etkisi değerlendirildiğinde, sıkılaştırıcı para politikalarıyla enflasyonist baskıların hafifletilmesi mümkün olabilir.

✓ **Cari Açık**

Sıkılaştırıcı para politikaları önümüzdeki dönemde cari açık sorununu ise daha da artırabilir. Özellikle TL'nin değerlendirilmesi ihracatı azaltırken, ithalatı artırarak cari açığın genişlemesine neden olabilecektir.

✓ **Bütçe Açığı**

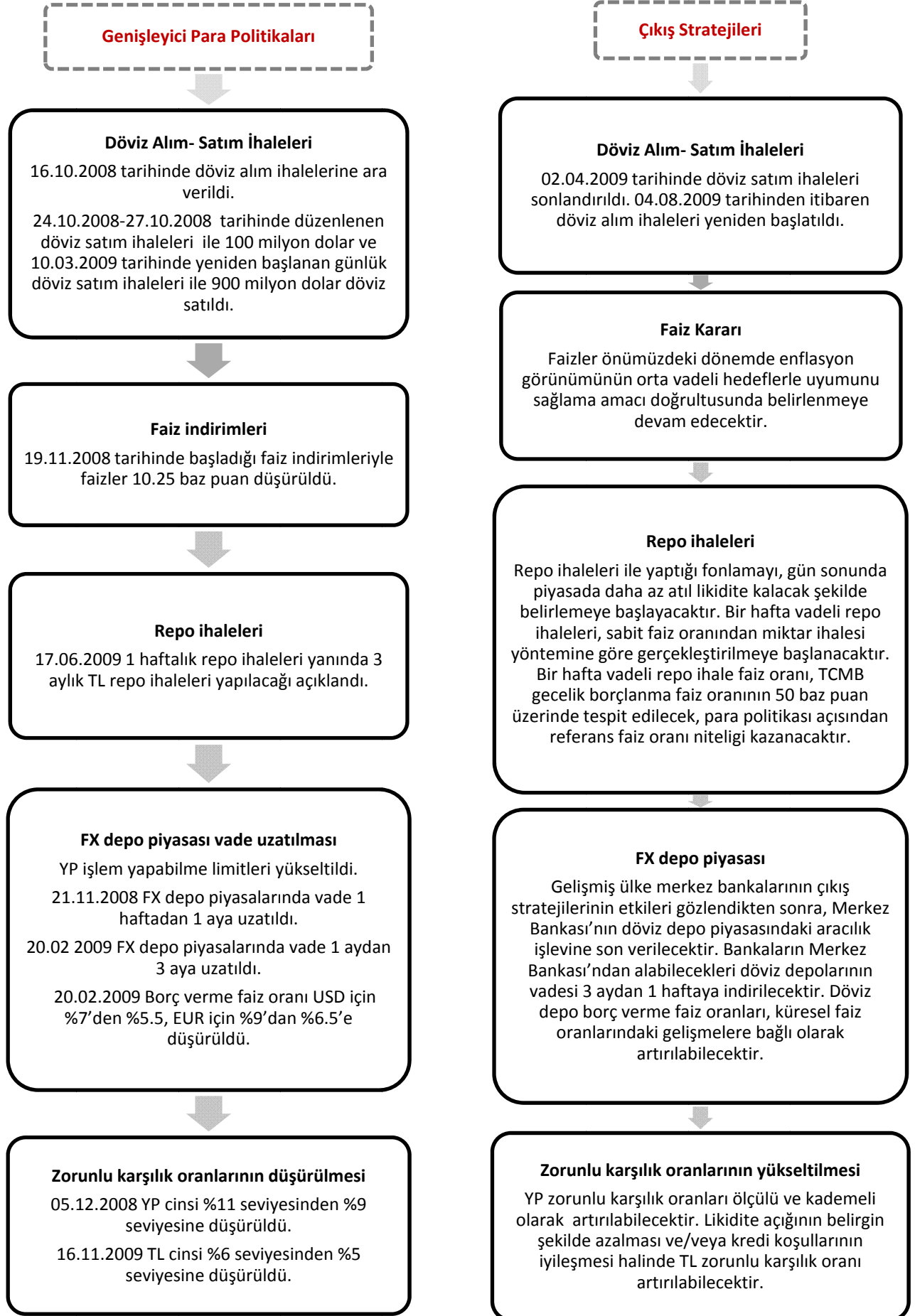
Yurtdışı piyasalarda bütçe açıklarına yönelik risklerin arttığı bir ortamda Türkiye'ye baktığımızda ise, 2009 ve 2010 yıllarında bütçe performansının olumlu seyrettiği izlenmektedir. Genişleyici para politikası kapsamında düşen faizler Hazine'nin faiz yükünü azalırken, sıkılaştırıcı para politikaları ise ucuz finansmanı sıkıntıya sokarak Hazine'nin önümüzdeki dönemde faiz yükünü arttırabilir. Bu durum bütçe üzerinde risk oluşturmasına rağmen, sınırlı bir etki yaratması da mümkün olabilir. Vergi artışlarının bu olumsuz etkiyi kompanse ettiği bir ortamda, iç borç çevirme oranının düşmesi ve enflasyonun kontrol altına alınması bütçe üzerinde olumlu etki dahi yaratabilir.

• **Bankacılık Sektörüne Etkileri**

- ✓ 2009 yılında faizlerin çok düşük seviyelerde olmasının etkisiyle bankacılık sektöründe hızla artan karlılık, 2010 yılında çıkış stratejilerinin uygulamaya konmasıyla olumsuz şekilde etkilenebilir.
- ✓ Vade uyumsuzluğu olarak bilinen, mevduatta fiyatlandırma vadesinin kısa olmasına rağmen, aktiflerdeki vadenin uzun olması karlılığı olumsuz şekilde etkileyebilecek diğer bir etmen olabilecektir.
- ✓ TCMB'nin krizin başlamasıyla birlikte, faizleri tarihinde görülmemiş düşük seviyelere çekmesi kredi faizlerinin de aynı hızla düşmesine neden olmuştur. Söz konusu düşük kredi faizlerine rağmen, kredilerde görülen düşük talep, çıkış stratejileriyle birlikte, iyice baskı altına girebilir.

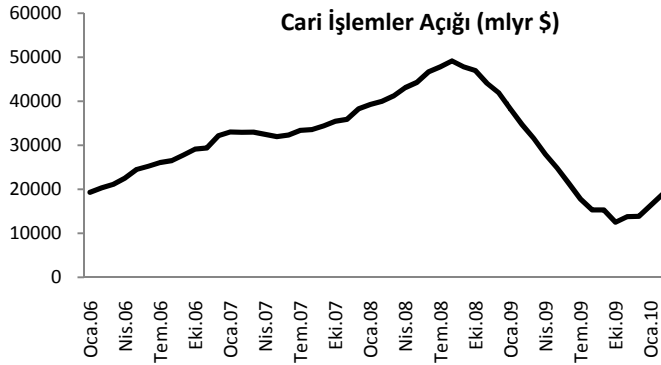
• **Piyasa Üzerindeki Etkileri**

- ✓ TCMB'nin çıkış stratejilerine ilişkin açıklama yapacağı duyurusundan itibaren, TL'de bir miktar değer artışı görülmüştür. Bu sebepten dolayı, TCMB'nin 14 Nisan'da açıklayacağı çıkış stratejilerinin TL'ye etkisinin sınırlı kaldığı gözlenmiştir. Ağırlıklı dış veriler ve euro/dolar paritesinin etkili olduğu dolar/TL hafta içinde risk iştahının da desteğiyle 1.48'in altına gerilemiştir.
- ✓ TCMB'nin çıkış stratejisi açıklamasına ilk etapta sert tepki vererek yaklaşık 10 baz puan yükselen yeni gösterge tahvilin bileşik faizi, yumuşak bir geçiş dönemi olacağına algılanmasıyla %8.91 seviyesine gerilemiştir.
- ✓ İMKB-100 endeksinin ise hafta başında yaşadığı düşüşün ardından yurtdışı piyasaların da desteği ve Merkez Bankası'nın çıkış stratejisinden sürpriz bir mesaj gelmemesiyle özellikle bankalardaki alımların öncülüğünde rekor seviyelere yükseldiği izlenmiştir.

Ek.1

Cari açık Şubat ayında beklentilerimize paralel 2.602 milyar dolar olarak gerçekleşti

Grafik-1

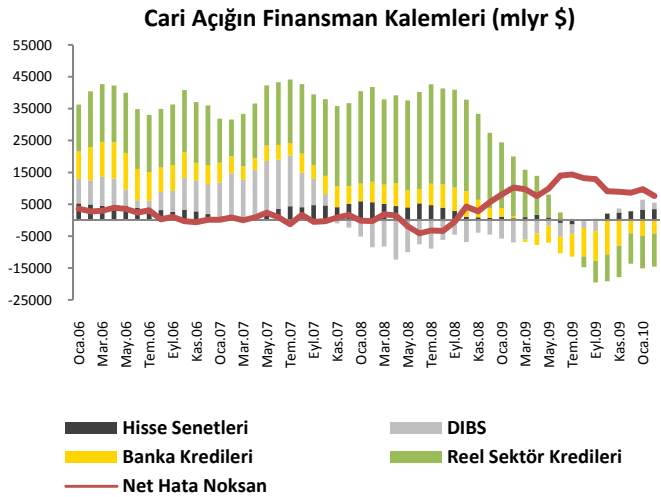


Kaynak:TCMB

2.207 milyar dolar düzeyinde olduğu ve ekonomideki kademeli canlanmaya bağlı olarak 2009'un aynı ayına göre yaklaşık yedi kat arttığı dikkat çekmiştir. Ocak - Şubat döneminde ise, bir önceki yıl 36 milyon dolar olan dış ticaret açığı bu yıl 4.866 milyar dolara ulaşmıştır.

Hizmetler dengesi Şubat ayında geçen yılın aynı ayına göre %65 daralırken, net turizm gelirleri de %3 oranında gerileyerek 422 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Net turizm gelirlerinin bir önceki yılın aynı dönemine göre %5.8 azalarak 896 milyon dolara düştüğü görülmüştür. Gelir dengesi kalemi, 2009 yılının Ocak-Şubat dönemine göre %22.3 azalarak 2010 yılının aynı döneminde 1.197 milyar dolar net çıkış kaydetmiştir.

Grafik-2



Kaynak:TCMB

yılının ilk iki aylık döneminde 214 milyon dolar net çıkış gerçekleşmiştir. Cari açığın finansmanında dikkat çeken kalem ise rezerv varlıklar olmuştur. Bir önceki sene -180 milyon dolar olan rezerv varlıkların 2010 yılı Ocak-Şubat döneminde 973 milyona yükseldiği görülmektedir.

Net hata noksan kaleminde ise yıllık bazda bir önceki ay yaşanan artışın Şubat ayında yerini düşüşe bıraktığı, fakat son dört aydır bulunduğu pozitif seviyelere devam ettiği izlenmektedir. Net hata noksan kaleminde yaşanan pozitif bakiyenin özel sektörün yurtdışında tuttuğu yabancı varlıkları, ekonomide görülen toparlanma ve buna paralel olarak artan güven neticesinde yurtiçine getirmesi sonucu oluştuğu söylenebilir. Ödemeler dengesinde teoride olması gereken; cari işlemler hesabı ile rezerv varlıklar dahil sermaye ve finans hesapları

Cari işlemler dengesi Şubat ayında 2.650 milyar dolar düzeyindeki beklentimize paralel olarak 2.602 milyar dolar açık vermiştir. Merkez Bankası tarafından açıklanan ödemeler dengesi verilerine göre, 2010 yılının Ocak ayına ilişkin cari açık rakamı 2.959 milyar dolar'dan 2.970 milyar dolar'a revize edilmiştir.

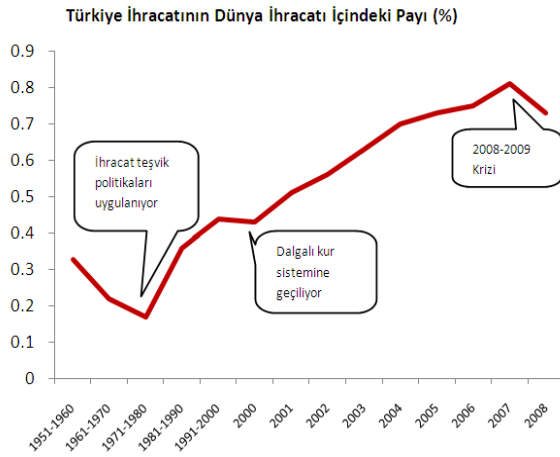
Şubat ayı Cari İşlemler Dengesinin alt kalemlerine bakıldığında, TÜİK tarafından 3.317 milyar dolar olarak açıklanan dış ticaret açığının, Merkez Bankası verilerine göre

Sermaye- Finans hesaplarında bir önceki yılın Ocak-Şubat döneminde 2.569 milyar dolar net sermaye çıkışı gerçekleşmişken, bu yılın aynı döneminde 3.177 milyar dolar tutarında net sermaye girişi olmuştur. Doğrudan yatırımlar kaleminde bu yılın ilk iki ayında gerçekleşen net sermaye girişi, 2009 yılının aynı dönemine oranla %55.8 azalarak 652 milyon dolar olmuştur. Doğrudan yatırımlarda yaşanan düşüşler dikkat çekerken, önümüzdeki dönemde doğrudan yatırımlardaki hareketler önemle takip edilmelidir. 2009 yılının Ocak-Şubat döneminde 2.740 milyar dolar net sermaye çıkışı olan portföy yatırımlarında ise 2010

toplamlarının sıfır olmasıdır. Ancak, uygulamada, bu durum çeşitli hata ve noksanlıklardan ötürü pek söz konusu olmazken, bahsedilen 3 kalemin toplamı ters işaret ile “net hata ve noksan” kalemine kaydedilerek ödemeler dengesinde eşitlik sağlanmaktadır. Bu durumun gerekçeleri olarak ithalat veya ihracat için mal hareketleri ile ödemelerin farklı bilanço dönemlerine yansımaları durumundaki zaman uyumsuzluğu, gümrük işlemlerine ilişkin beyanat hataları, ödemeler dengesindeki çeşitli kalemlerden elde edilen gelirlerin sistem dışına (yastık altına – kasalara) çıkarılması veya finansman esnasında sistem dışından kaynak kullanılması şeklindeki kayıt dışı işlemler ve bazı verilerin (turizm ve bavul ticareti) anketler yoluyla elde edilmesindeki hatalar olarak sıralanmaktadır. Ayrıca merkez bankası dahil kamu sektörüne ve bankacılık sektörüne ilişkin genel olarak pek hata beklenmezken, özel sektör, net hata noksanın bu kadar yüksek gerçekleşmesinin ardında yatan temel sebep olarak görülmektedir. Bunun gerekçesi olarak da bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişimin tam olarak izlenememesi gösterilmektedir. Bu bağlamda yurt dışından ve yurt içinden kredi kullanmakta zorlanan reel sektörün ve hanehalkının yurt dışında bulunan varlıklarını yurt içine getirerek kullanmalarıyla önümüzdeki dönemde IMF ile anlaşma yapılmadığı bir ortamda net hata noksan kaleminin artması beklenebilir.

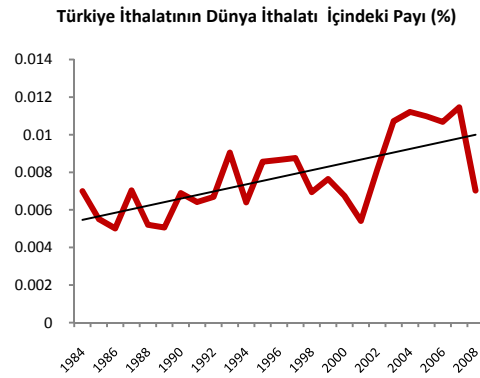
2008 yılında 41.7 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılında %67 oranında azalarak 13.85 milyar dolara gerilemesinin ardından yılın ilk iki ayında ise bir önceki yılın ilk ayına göre %595 oranında artarak toplamda 5.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Geçtiğimiz yıl krizle birlikte sert bir düşüş yaşayan cari açıkta önümüzdeki dönemde ise petrol fiyatları ve TL’deki seyir etkili olacaktır. 2010 yılında küresel ekonomideki toparlanma beklentileri ve iç talepteki canlanma cari işlemler açığının yükselmeye devam etmesine neden olabilecektir. Dış talepteki toparlanmanın daha hızlı gerçekleşmesi ve TL’nin yatay seyrini sürdürmesi durumunda ise ihracatın ithalattan daha hızlı toparlanması söz konusu olabilecektir. Fakat AB’nin büyüme performansına yönelik risklerin arttığı bir ortamda ihracatımızın büyük kısmını AB ülkeleriyle yaptığımız değerlendirildiğinde dış talebe ilişkin risklerin devam etmesi ihracat verileri üzerinde de risk oluşturmaktadır.

Grafik-3



Kaynak:TCMB,Bloomberg

Grafik-4

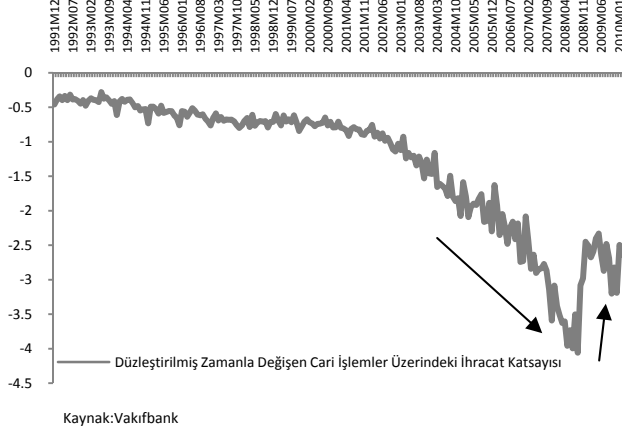


Kaynak:TCMB,Bloomberg

Türkiye’nin geçmiş dönemlerdeki ihracat rakamlarının seyrini incelemek için Türkiye ihracatının dünya ihracatı içindeki payı yandaki Grafik-3’te çizilmiştir. Grafik-3 detaylı bir şekilde incelendiğinde, ihracat rakamlarında üç önemli yapısal değişiklik dikkat çekmektedir. Bunlardan birincisi 1980 yılından itibaren uygulanan dışa açık büyüme politikaları sonucunda, ihracatın 1980 yılından itibaren artışa geçmesidir. 1980 öncesi dönemde ekonomimizde dışa karşı bir korumacılık eğilimi olduğu ve korumacı politikaların izlendiği bilinmektedir. Diğeri ise dalgalı kur sistemine geçildiği dönemde görülmektedir. Dalgalı kur sistemine geçilmesiyle Türkiye ihracatının dünya ihracatı içindeki payının sürekli arttığı izlenirken, bu trendin 2008-2009 yılında global piyasalarda yaşanan krizle bozulduğu görülmektedir. İhracattaki artış trendinin yanında Grafik-4’te Türkiye ithalatının dünya ithalatı içindeki payı incelenmektedir. İthalat rakamlarında volatilitenin ihracat oranına göre daha yüksek olduğu izlenirken, genel trendin yukarı yönlü olduğu görülmektedir. Bu durum ihracat rakamlarındaki artış yanında

ithalatın da yükselmesinin dış ticaret ve paralellinde cari açık rakamlarına olumsuz yansımaları olarak karşımıza çıkmaktadır.

Grafik-5



Önümüzdeki dönemde ise cari işlemler dengesindeki trendin nasıl devam edeceği önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Son dönemde global piyasalarda yaşanan kriz nedeniyle azalan yurtdışı talep kaynaklı ihracatta yaşanan değişikliklerin cari işlemler açığı üzerinde etkisini görebilmek için Kalman filtreleme modeliyle hazırladığımız ihracatın cari işlemler açığı üzerindeki düzeltilmiş dinamik katsayısının grafiği yandaki Grafik-5'te görülmektedir. Bu grafikten 2008-2009 yılları arasında yaşanan krizle katsayıdaki aşağı yönlü trendin bozulduğu görülmektedir. Bu durum

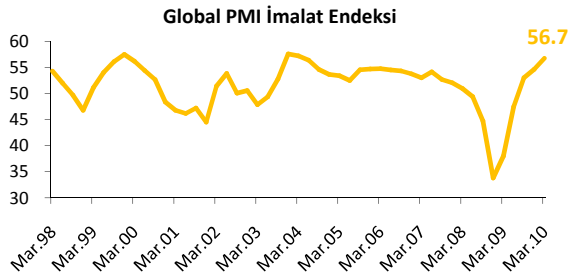
cari işlemler açığı ile ihracat arasındaki negatif ilişkinin bir miktar bozulduğunu yansıtırken, aslında son dönemde ihracatta yaşanan düşüşle beraber ithalattaki düşüşün daha sert olmasıyla açıklanabilir. Diğer bir ifadeyle, ithalatın hem fiyatlardaki (özellikle petrol fiyatlarındaki düşüşler) hem de miktardaki (talep kaynaklı düşüşler) düşüş nedeniyle daraldığı bir ortamda ihracatta yaşanan düşüşe rağmen cari işlemler dengesinin daraldığı görülmüştür.

Son dönemde iç talep kademeli bir artış eğilimi sergilerken dış talebe ilişkin belirsizliklerin sürmesi değerlendirildiğinde, kriz döneminde bozulan ihracat ve cari işlemler açığı arasındaki ilişkinin yeniden negatife dönmesi mümkün olabilir. Bu durum da dış talebin cari işlemler açığı üzerindeki etkisini arttıracaktır. Son dönemde Avrupa'da başta Yunanistan olmak üzere, Portekiz ve İspanya'nın bütçe açıkları ve borçlarıyla ilgili sorunların Euro Bölgesi'nin geneline yayılabileceğine yönelik kaygıların, piyasalarda en fazla konuşulan konuların başında geldiği değerlendirildiğinde, en önemli ihracat partnerlerimizde yaşanan bu sıkıntılar dış talep beklentileri ile ilgili olarak olumsuz bir tablo çizmektedir. Bu çerçevede iç talepteki canlılıkla birlikte cari işlemler açığının artması mümkün olabilecektir. Tüm bu beklentilerimiz ışığında yıl sonu cari işlemler açığının 28 milyar dolara ulaşacağını düşünüyoruz.

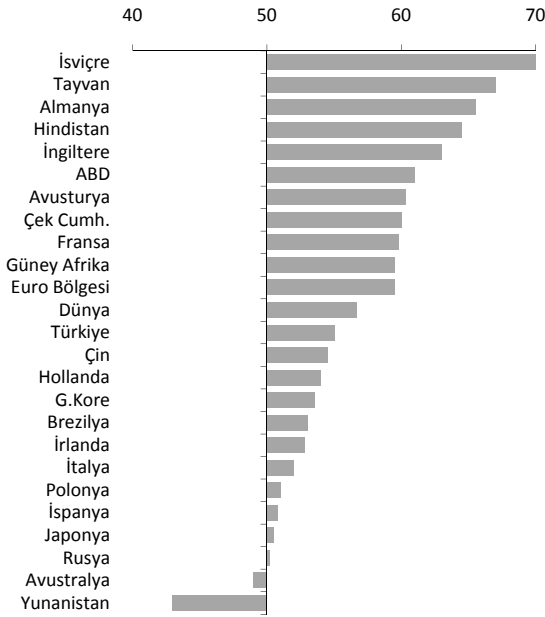
İmalat Sanayindeki Toparlanma Kalıcı mı?

2010 yılında ekonomik aktiviteye ilişkin öncü göstergeler, gelişmiş ülkelerde hızlı yükselişlerin görüleceğine ilişkin sinyaller verirken, gelişmekte olan ülkelerde ise bir miktar daha karışık bir görünüm sergilemektedir. Bu yazımızda önemli öncü göstergelerden biri olan, İmalat Sanayi Satın Alma Yöneticileri Endekslerinde (PMI) son dönemde görülen yükselişler incelenecektir. Ayrıca bu yazımızda, Varyans Ayrıştırma yöntemi kullanılarak bazı ülkeler için imalat sanayinde görülecek olası bir şokun büyüme ve faizler üzerindeki kaynak paylaşımı incelenecektir.

Grafik 1. Global PMI Endeksi



Grafik 2. Ülkeler Bazında PMI İmalat End. Çıktı Kalemi



2008 yılının son aylarında krizin tüm dünyayı etkilemesiyle düşen tüketim üretimin azalmasına neden olmuş, imalat sanayinde de ciddi problemler ortaya çıkmıştır. Global İmalat PMI verisine bakıldığında, 1998 yılından beri hesaplanan söz konusu verinin 2008 yılı son çeyreğinde en dip seviyesini gördüğü ve o tarihten itibaren de hafif yükselişe geçtiği görülmüştür. Söz konusu yükseliş, 2009 yılının son çeyreğinde ivme kazanmış ve bu ivme 2010 yılında da devam etmiştir (Bkz.Grafik 1). PMI Endekslerinde 50 seviyesi önemli sınır seviyesi olarak bilinmektedir. Bu seviyenin üzerine çıkılması durumunda imalat sanayinde büyümenin etkili olduğu söylenebilirken, endeksin 50 seviyesinin altına inmesi imalat sanayinde küçülmeye işaret etmektedir.

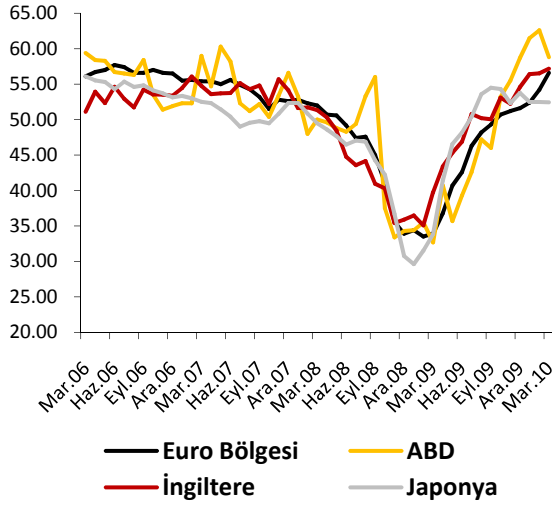
Ayrıca, Global PMI Endeksi, son olarak Mart ayında bir önceki aya göre 1.3 puan artarak 56.7'ye yükselirken 2004 yılı Mayıs ayından beri en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Bkz. Grafik 1). Söz konusu seviye aynı zamanda rekor seviyenin sadece 1 puan altında olması bakımından önem taşımaktadır. Global PMI Endeksi'nin alt bileşenlerine bakıldığında ise, her bileşende yükselişin etkili olduğu görülürken, Yeni Siparişler ve Çıktı gruplarında etkili olan hızlı yükseliş, önümüzdeki dönemlerde de üretim artışlarının devam edeceği sinyallerini vermektedir.

Ülkelerin PMI Performansları

1. Gelişmiş Ülkeler

Gelişmiş ülke piyasalarının daha derin bir yapıya sahip olması nedeniyle krizden daha çok etkilendiği bilinmektedir. Dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD'de 2009 Mart ayında son 30 yılın en düşük PMI İmalat Endeksi seviyesinin görülmesinin ardından piyasaların da toparlanmaya başlamasıyla endekste yükselişler başlamıştır. 2010 yılı Şubat ayında 62.6 seviyesine kadar yükselen ABD PMI İmalat Endeksi Mart ayında 58.2 seviyesine gerilemesine rağmen, Yeni Siparişler ve Stoklar alt kalemlerinde devam eden güçlü seyir, önümüzdeki aylarda endeksin toparlanacağına işaret etmektedir.

Grafik 3. PMI İmalat Endeksi



Euro Bölgesi PMI İmalat Endeksi'nin, Mart ayında 56.6 ile son 39 ayın en yüksek seviyesine ulaşması ve kısa süre içerisindeki ivmeli hareketi, Euro Bölgesi İmalat Sanayisinin diğer ülkelere kıyasla çok daha iyi bir performans sergilediğini göstermektedir. Söz konusu durum, Euro Bölgesi'nde son aylarda beklentilerin üzerinde açıklanan makroekonomik verileri desteklerken, toparlanmanın Euro Bölgesi için hızlanarak devam ettiğine işaret etmektedir. İstihdam sektörünün daha katı bir yapıya sahip olmasından dolayı ise, PMI istihdam Endeksi'ndeki toparlanmanın sınırlı kaldığı gözlenmektedir.

Son global krizden çok ciddi şekilde etkilenen ülkelerden olan İngiltere'de PMI İmalat Endeksi ise,

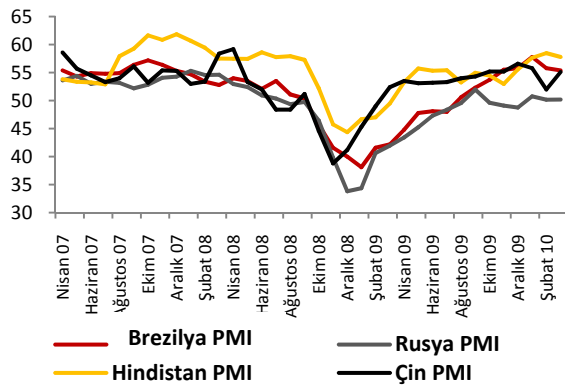
krizin etkilerini göstermeye başlamasıyla büyüme ile paralel sert düşüşler sergilemiştir. 2009'un ilk çeyreğinden itibaren ise, beklentilerin üzerinde artarak toparlanma sürecine girdiğinin sinyallerini vermiştir. Endekste 2010 yılında Ocak ve Mart aylarında hızlı yükselişler görülürken, yükselişlerin ana kaynağının Yeni Siparişler alt kalemi olması, İngiltere'de gelecek aylarda açıklanacak verilerin olumlu gelmeye devam etme ihtimalini artırmıştır.

Geçmiş dönemlere bakıldığında, ABD PMI İmalat Endeksi'ne paralel bir seyir izleyen Japonya PMI Endeksi 2008 son çeyreğinde krizle birlikte hızlı bir düşüş yaşamış ve 2009 Ocak ayında dip seviyesini görmüştür. Bu rekor düşük seviyenin ardından endeks yükselmeye başlayarak, 2009'un son aylarında Euro Bölgesi ve ABD PMI İmalat Endekslerine yaklaşmıştır. Fakat 2009 son çeyreğinde PMI Yeni Siparişler alt kaleminde görülen düşüşler ve PMI İstihdam verisindeki yatay seyir, diğer ülkelerin aksine Japonya İmalat Sanayine ilişkin olumlu sinyaller vermemektedir.

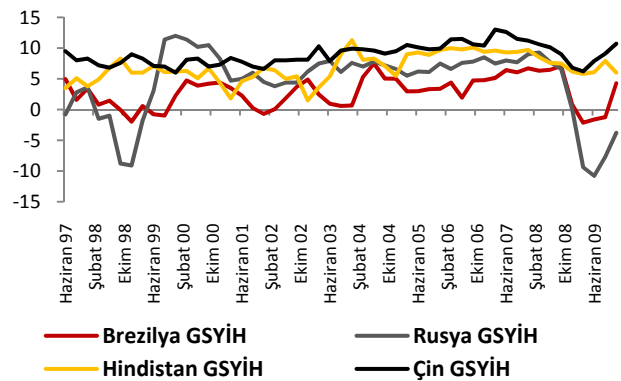
II. Gelişmekte Olan Ülkeler

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin çoğunlukla imalat sanayine bağımlı olması, PMI İmalat Endeksi'nin önemini artırmış ve endeksin bu ülkelerde daha yakından takip edilmesine neden olmuştur.

Grafik 3. BRIC Ülkeleri PMI İmalat Endeksi



Grafik 4. BRIC Ülkeleri GSYİH Yıllık Büyüme Oranları



Gelişmekte olan ülkeler arasında BRIC olarak bilinen ülke grubunda kriz öncesinde sırasıyla en fazla büyüyen ülkeler Çin, Hindistan, Rusya ve Brezilya olmuştur. 2008 yılı itibarıyla tüm dünyanın kriz sürecine girmesiyle birlikte ise, bu ülke grubu içerisinde en az etkilenen ekonomilerin Çin ve Hindistan olduğu görülmüştür. Bu global krizden en çok etkilenen ülke ise Rusya olmuştur. Söz konusu BRIC ülkelerinin imalat sanayine dayalı

ekonomilerinin olması, bu ülkelerdeki büyüme ile PMI İmalat Endeksi arasındaki yüksek ilişkiyi doğrulamaktadır. Bu ülkeler arasında 2009 yılında en yüksek büyümenin Çin'de görülmüş olmasına rağmen, PMI İmalat Endeksi değerinin Hindistan ve Brezilya'nın altına inmesi dikkat çekmektedir. Bu düşük seyre rağmen, Çin PMI İmalat Endeksi, 2010 yılının başlamasıyla yükselişe geçerek, ilk üç ayda diğer ülkelerin endeks değerlerini yakalamıştır.

Gelişmekte olan ülke grubunda yer alan Türkiye'de ise, mevsimsellikten arındırılmış PMI endeksi, 2009 yılının Mayıs ayından beri, yurtdışı piyasaların toparlanmasının ve baz etkisi nedeniyle, 50'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Özellikle 2009 Haziran ayındaki 3 puanlık hızlı yükselişten sonra ilk defa 4 puanlık bir artışla 2010 yılı Mart ayında 55 olarak gerçekleşmesi ve söz konusu yükselişin Yeni Siparişler İt kalemi başta olmak üzere bütün kalemlerdeki yükselişten dolayı olması, ileriki dönemlerde Türkiye ekonomisindeki toparlanmanın devam edeceği sinyallerini vermektedir.

Varyans Ayrıştırması²

Yazımızın bu kısmında seçilen bazı ülkeler için varyans ayrıştırması yöntemi kullanılarak bir değişkene gelen şokun faiz, PMI ve büyüme arasında nasıl paylaşıldığı gösterilecektir. Büyüme verisinin çeyreklik bazda açıklanması sebebiyle analiz çeyreklik data ile yapılmıştır.

Gelişmiş ülkelerden ABD ve Euro Bölgesi seçilirken, şokun kaynak paylaşımlarının birbirinden farklı olduğu görülmüştür. ABD büyümesine verilen bir standart sapmalı şokun, 10 periyot sonra %81.2 oranında büyümenin kendisinden, %5.2 oranında PMI Endeksi'nden, %13.6 oranında ise faizden kaynaklandığı görülmüştür (Bkz.Grafik 5). Söz konusu durum, krizden çıkarak 2009 yılı son çeyreğinde yıllık pozitif büyüme gösteren ABD'de, faizlerin PMI Endeksi'nden daha çok etkilenmesinden dolayı, FED'in beklentilerden önce artırım sürecine girebileceği ihtimaline işaret etmektedir. Euro Bölgesi büyümesine gelen şokun paylaşımı ise, ABD'den farklı olurken %52.2'sinin yine kendi büyümesinden, %34'ünün PMI İmalat Endeksi'nden, %13.8'inin ise, faizlerden kaynaklandığı görülmüştür (Bkz. Grafik 6). ABD ile Euro Bölgesi'nde faiz paylaşım oranları birbirine daha yakın olmasına rağmen, paylaşım sıralamasında Euro Bölgesi faizinin sonda kalması, Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin faizleri değiştirmek konusunda daha temkinli olmasını açıklamaktadır.

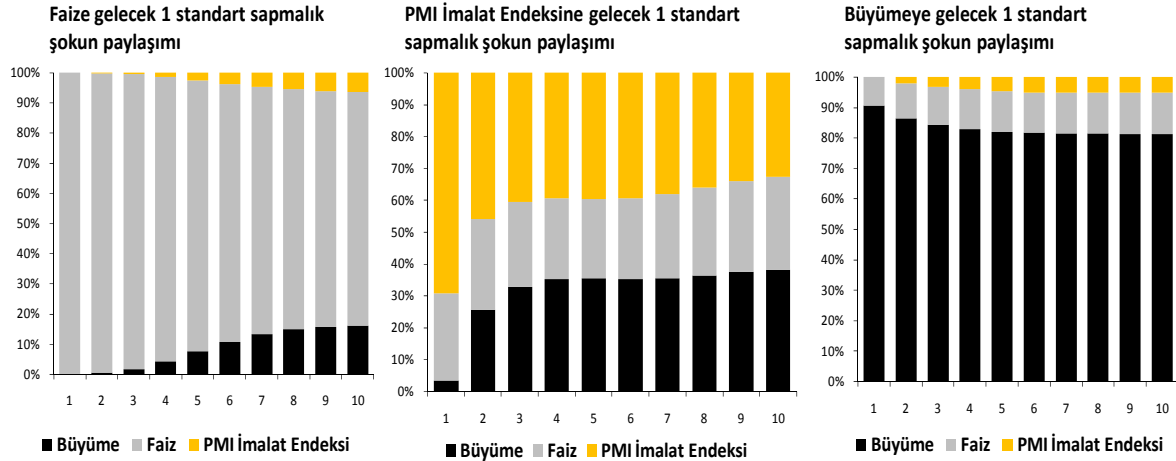
PMI'a verilen bir standart sapmalı şokun 10 periyot sonraki paylaşımı ise, ABD'de %38.2 ile en yüksek oranda büyümede görülürken, Euro Bölgesi'nde ise %59.8 ile en yüksek oran da PMI Endeksi'nin kendisinde görülmüştür. Euro Bölgesi'nde bu şok, %25.7 ile büyümeden ve sadece %14.5 oranında faizden kaynaklanmıştır. ABD'de söz konusu şoka ise, önce büyümenin sonra PMI'ın, daha sonra ise, faizlerin neden olduğu görülmesine karşın, PMI'ın paylaşım oranıyla faizlerin oranının yakınlığı, ABD'de PMI İmalat Endeksi'nin faizler üzerindeki güçlü etkisine işaret etmektedir.

Faizlere verilecek olası bir şokun, ABD'de PMI'dan çok büyümeden kaynaklanması, FED'in büyümeyi baz alarak faizlere karar verdiğini göstermektedir³. Euro Bölgesi'nde ise, PMI İmalat Endeksi'nin büyümeden daha çok etkili olması, ECB'nin faiz kararlarında PMI İmalat Endeksi'ndeki değişimleri daha çok gözününe aldığına işaret etmektedir.

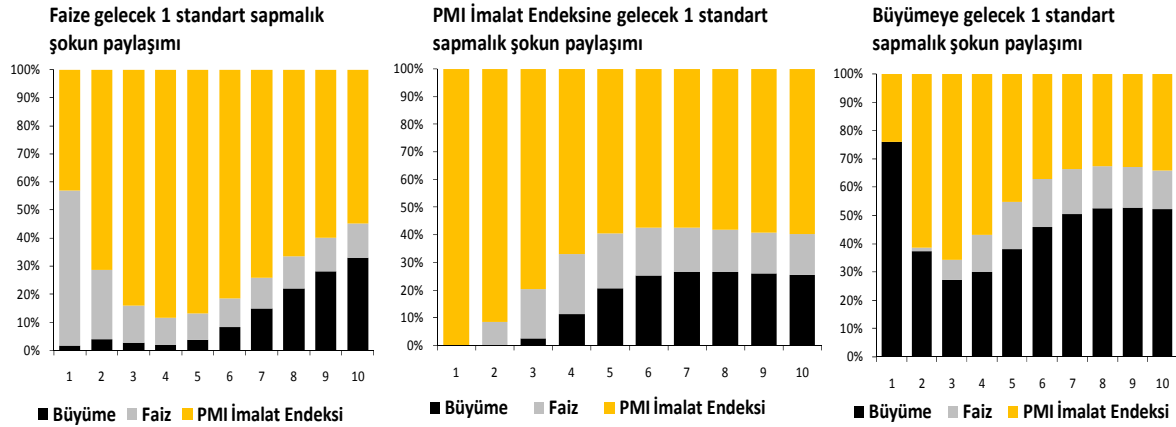
² VAR modelinin hareketli ortalamalar bölümünden elde edilen varyans ayrıştırması değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerde meydana gelen şokların kaynaklarını yüzde olarak ifade eder. Kullanılan değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösterir. Bir değişkende meydana gelen değişimlerin büyük bölümü kendisindeki şoklardan kaynaklanıyorsa, bu değişkenin dışsal olarak hareket ettiğini gösterir. Varyans ayrıştırması değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi verir(Enders, 1995:311).

³ Enflasyon analizimizin içerisinde yer almamıştır. PMI İmalat Endeksi ile Büyüme arasında seçim gözününe alınmıştır.

Grafik 5: ABD Varyans Ayrıştırma Analizi



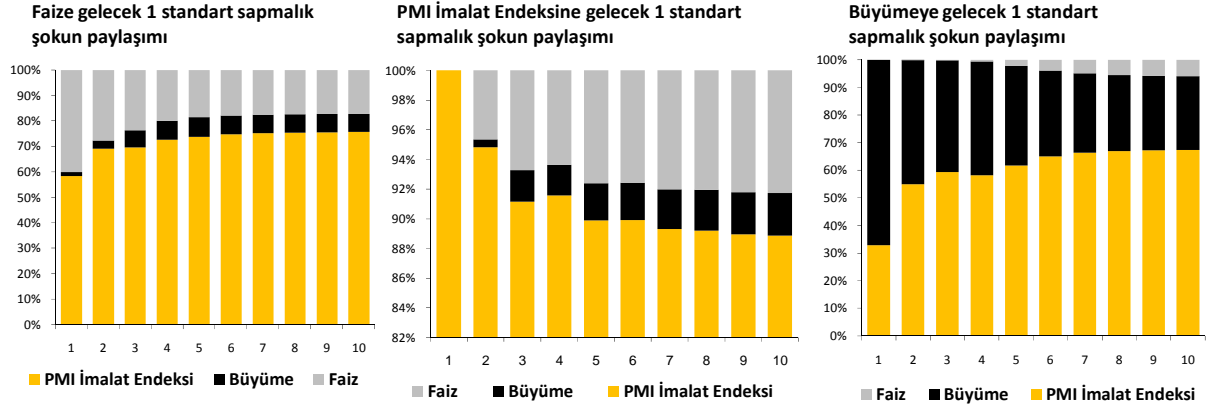
Grafik 6: Euro bölgesi Varyans Ayrıştırma Analizi



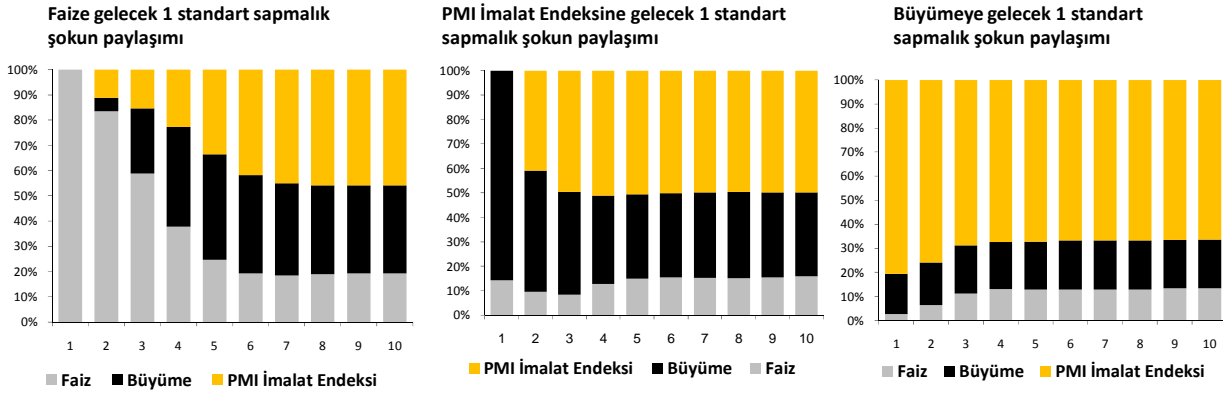
Gelişmiş ülkeler kendi içlerinde varyans ayrışmaları açısından farklılaşırken, gelişmekte olan ülkelerde aynı farklılaşmanın etkili olmadığı görülmüştür. Dünya ekonomisinin yaşadığı son krizden çıkışta lokomotif görevi göreceği düşünülen Çin'de büyümeye gelecek bir şokun kaynağı beklenmedik bir şekilde %67.4 gibi yüksek oranda PMI Endeksi'nden kaynaklanırken, büyümenin kendi oranının sadece %26.6 olması dikkat çekmektedir. Bu durum, Çin ekonomisinin önemli miktarlarda imalat sanayine bağımlı olduğu düşüncesini desteklemektedir. Diğer dikkat çeken bir sonuç ise, faize gelecek şokun %75.6 gibi yüksek bir oranda PMI Endeksinden daha sonra ise %7.2 oranında büyümeden kaynaklı olduğu sonucudur (Bkz. Grafik 7). Bu durum, Çin'de sıkılaştırıcı para politikası çerçevesinde alınacak kararların zamanı için büyümeden çok PMI Endeksi'nin çok yakından takip edilmesi gerektiği sonucunu vermektedir.

Türkiye üzerinde yapılan analize göre ise, Türkiye büyümesinde yaşanacak 1 standart sapmalılık şokun Çin'de olduğu kadar olmasa da yine %66 gibi yüksek oranda PMI İmalat Endeksi'nden kaynaklandığı görülmüştür (Bkz. Grafik 8). Ayrıca faizde görülecek olası bir şoka yine yüksek oranda PMI'nın neden olduğu görülmüştür. Söz konusu durum, Çin'de olduğu gibi TCMB faizleri açısından büyümeden çok Türkiye PMI Endeksi'nin takip edilmesi gerektiği sonucuna işaret etmektedir.

Grafik 7: Çin Varyans Ayrıştırma Analizi



Grafik 8: Türkiye Varyans Ayrıştırma Analizi

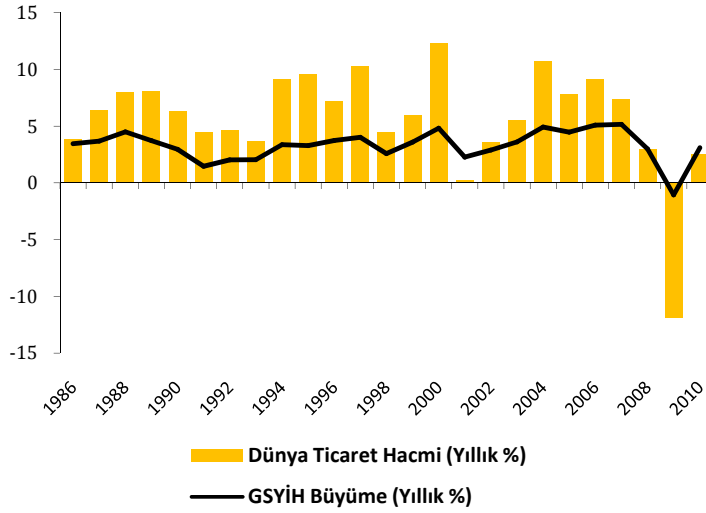


Sonuç olarak, gelişmiş ülkelerde PMI İmalat Endeksi'nin olumlu performansı, ekonomik krizden çıkış sürecinin kalıcı olup olmadığı sorularını beraberinde getirmiştir. Bu yükselişler kalemler itibariyle incelendiğinde gelecek dönemde devam edeceği sinyalleri vermesine rağmen, gelişmekte olan ülke PMI performanslarının gelişmiş ülkelerdeki kadar iyi olmaması ve karışık bir görünüm sergilemesi, toparlanma sürecine daha temkinli bakılmasına neden olmalıdır.

Dünya Ticaretinde Görülen Gelişmeler

ABD finans sektöründe başlayan kriz, ABD'nin büyük şirketlerinin iflas etmesine ya da kurtarılmasına neden olurken, yaklaşık yüz yıldır faaliyette bulunan Lehman Brothers'ın iflas etmesinin ardından globalleşmeye başlamış ve 1929 yılından sonra en ciddi kriz haline dönüşmüştür. Yaşanan bu krizde borsaların kısa sürede çok sert bir şekilde düşmesinin yanısıra, Dünya Ticaret Hacmi, Büyük Buhran'dan sonraki en sert düşüşünü yaşamıştır. Bu yazımızda dünya ticaretinde bu krizle görülen gelişmelere değinilecek olup, ABD ve Çin'de son açıklanan dış ticaret verileri kısaca incelenecektir.

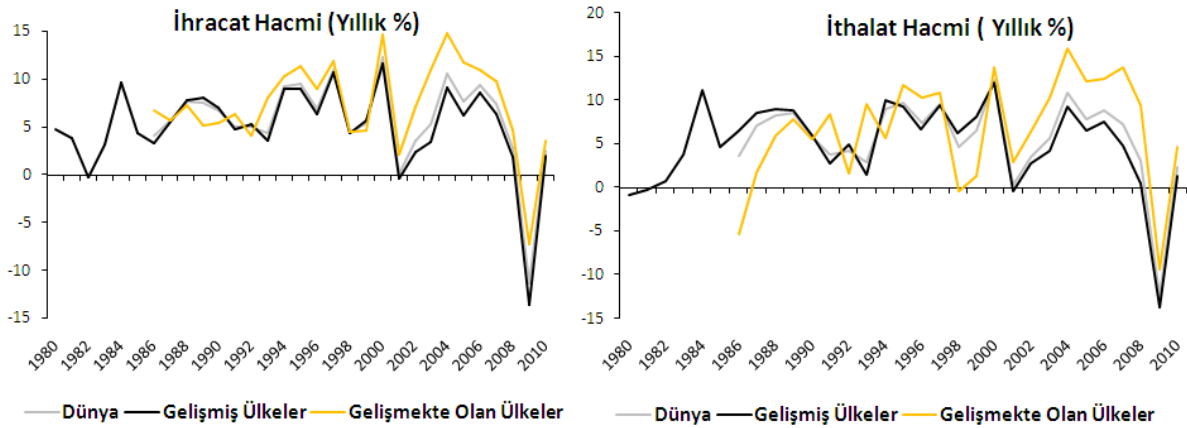
Grafik 1. Dünya Ticaret Hacmi ve GSYİH Büyüme (Yıllık % Değişim)



Krizin globalleşerek tüm dünyayı etkilemeye başladığı 2008 yılında, dünya ticaret hacmi artış hızındaki ciddi yavaşlama dikkat çekerken, 2009 yılında ise, sert bir daralma görülmüştür. Söz konusu durumun, fakirleşen ülkelerin, mallarını hem ihrac edecek hem de ithal edecek ülke bulamamaları kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Büyüme ile ticaret hacmi arasındaki korelasyonun %90 gibi yüksek bir oran olması, söz konusu düşüncüyü desteklemektedir (Bkz. Grafik 1).

Kaynak:IMF, 2010 verisi IMF beklentisidir

Grafik 2. Ülke Grupları Açısından İthalat ve İhracat Hacmi (Yıllık % Değişim)



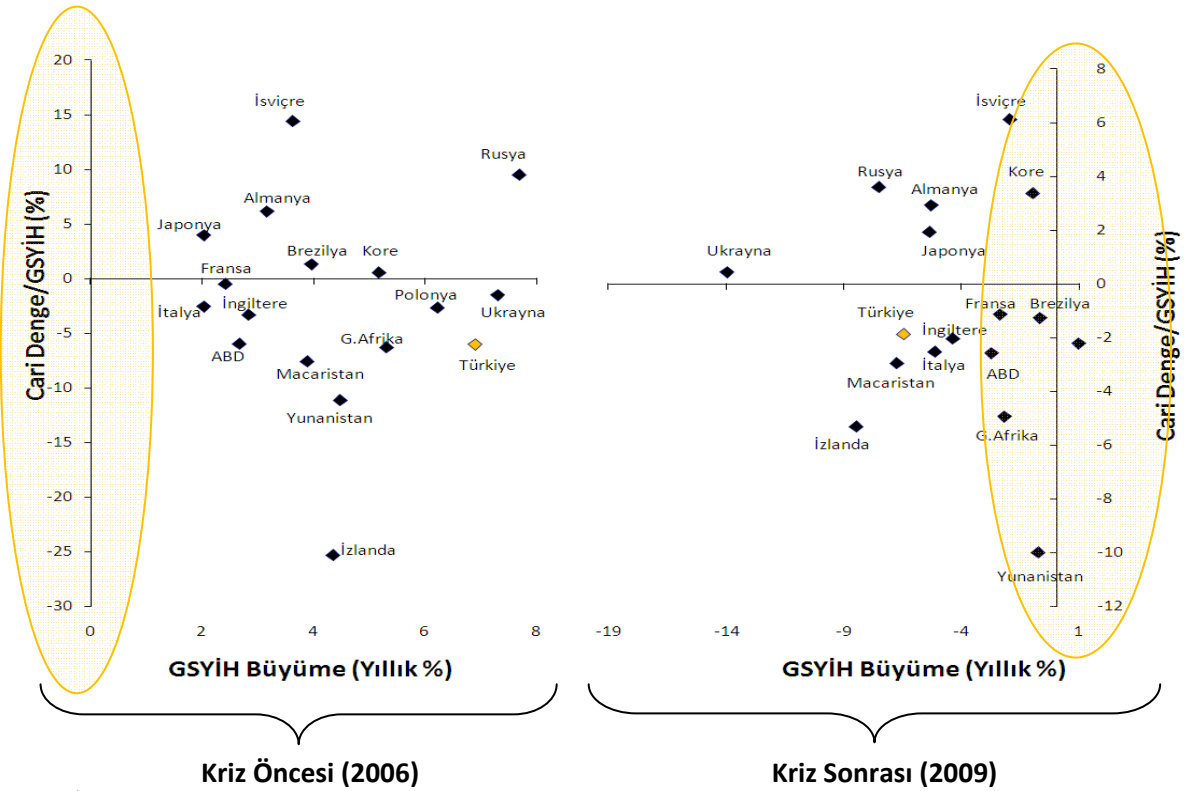
Kaynak:IMF, 2010 verisi IMF beklentisidir

Dünya ticaret hacminde görülen söz konusu azalışların hem ithalat hem de ihracat hacimlerinde görülen ciddi düşüşlerden kaynaklandığı görülmektedir. Dikkat çeken ise, ithalat ve ihracat hacimlerinin, ekonomilerin genişleme ve daralma dönemlerinde asimetrik hareket etmeleridir. Yani, yukarıdaki grafikten de anlaşılacağı gibi, hem gelişmiş ülke hem de gelişmekte olan ülkelerin hızlı büyüdükleri dönemlerde, ithalattaki yükselişlerin ihracattaki yükselişlerden daha fazla olmasına rağmen, ekonomilerin daralma dönemlerinde ithalat ile ihracat düşüşlerinin aynı oranda olduğu görülmektedir (Bkz. Grafik 2). Bu durum, dış ticaret açıklarının genişleme dönemlerinde hızla artması, buna karşın daralma dönemlerinde aynı hızla daralmamaları anlamına gelmektedir.

Ayrıca, ülke gruplarıyla birlikte tüm dünya ihracat rakamları, birlikte hareket etmelerine rağmen, ithalat hacminde 2000 yılından önce ülkeler arasında farklılığın olması da dikkat çekmektedir.

Ticarette doğrudan ilişkili olan diğer bir konu ise, dünya ticaretinde görülen bu daralmanın dış ticaret dengesinde ve cari işlemlerdeki global dengesizlikleri azaltıp azaltmadığıdır. 2005 yılında dünya ticaret dengesizliklerinin asıl nedeninin “tasarruf fazlalığı” (savings glut) olduğunu öne süren Bernanke, özellikle bu dengesizliğin en önemli göstergesinin ABD’deki yüksek cari işlemler açığı olduğunu belirtmiştir. Bir ülkedeki harcamaların tasarruflarından fazla olduğu şeklinde de ifade edilebilen cari işlemler açığındaki söz konusu global dengesizliklerin son yaşanan krizle bir miktar azaldığı yorumu yapılabilir. Ülkeler bazında büyüme ve cari denge arasındaki grafiklerin kriz öncesi ve kriz sonrası dönemlerine bakıldığında, kriz öncesi dönemde ülkelerin cari dengelerinin dağınık bir şekilde dağılım sergilemelerine rağmen, kriz sonrasında bu dağınıklığın bir miktar toparlandığı ve ülkelerin birbirlerine yakınlığı görülmektedir. Söz konusu yakınlaşma, dikey eksendeki cari denge/GSYİH oran aralığındaki daralmadan anlaşılmaktadır (Bkz. Grafik 3).

Grafik 3. Kriz öncesi ve kriz sonrası ülkeler bazında Büyüme ve Cari Denge

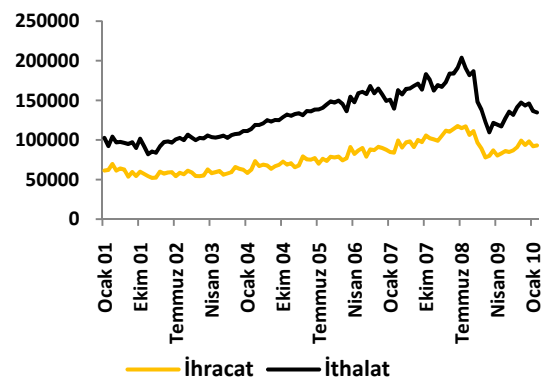


Kaynak:IMF

ABD ve Çin Dış Ticaret Rakamları

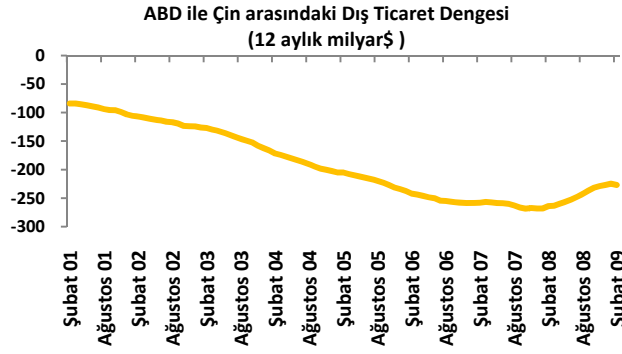
Grafik 4. ABD İthalat ve İhracat rakamları (milyon dolar)

Geçtiğimiz hafta açıklanan ABD Şubat ayı dış ticaret açığı, beklentilerin üzerinde bir artışla 2010 yılı birinci çeyrek büyüme rakamları konusunda kaygı yaratmıştır. Şubat ayında dış ticaret açığı bir önceki aya göre %7.3 artışla 39.7 milyar dolar olarak gerçekleşirken, bu genişlemenin nedeni olarak, ihracatta görülen yatay seyirin çok üzerinde ithalatta %1.7’lik artışın görülmesi gösterilebilir (Bkz. Grafik 4). İthalattaki yükselişte petrol

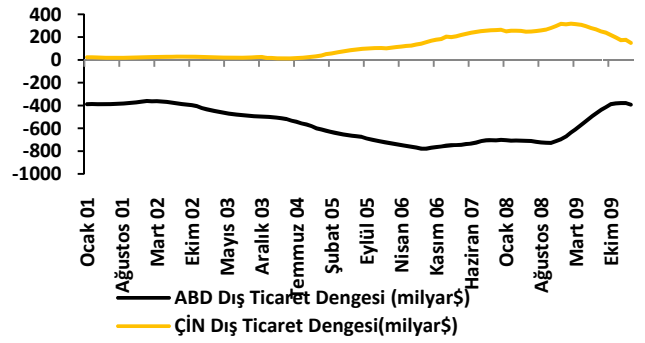


ithalatından sonra en yüksek artışın tüketim malları üzerinden olması, ABD’de tüketim harcamalarının düzelmeye devam ettiği sinyallerini vermektedir. 2007 yılında başlayan krizin, ABD tüketicilerini fakirleştirmesinden dolayı azalan harcamaların, 2010 yılı başından itibaren toparlandığı bu yükselişlerle doğrulanmaktadır. Ayrıca ABD’de krizle birlikte etkili olan tüketim-yatırım paniğinin de durulmaya başladığı ve söz konusu dış ticaret açığının bu seviyelerde kalacağı açıklanan bu son veriyle desteklenmektedir.

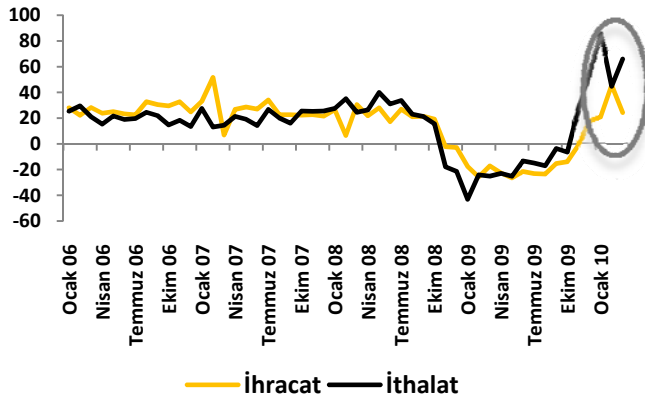
Grafik 5. ABD ile Çin arasındaki Dış Ticaret Dengesi



Grafik 6. ABD ve Çin Dış Ticaret Dengesi (12 aylık)



Grafik 7. Çin İthalat ve İhracat Rakamları (Yıllık % Değişim)



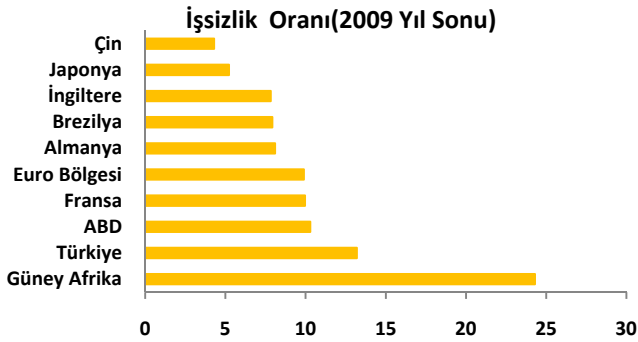
Global piyasalardaki ticari dengeyi etkileyen en önemli ülkelerden biri olan ve döviz kuru politikasıyla ABD’yi krize sürüklediği söylenen Çin, Mart ayında, yetmiş ay sonra ilk kez dış ticaret açığı vermiştir. Çin, ihracatındaki %24’lük artışa karşılık, ithalatında %66 oranında bir artış gerçekleşmesinden dolayı, 7.24 milyar dolar dış ticaret açığı vermiştir (Bkz. Grafik 6). İhracattaki artış hızında görülen bu yavaşlamada, Çin’in en büyük ticaret ortağı olarak bilinen ABD ile yapılan ticaret hacminde görülen ciddi düşüşün etkili olduğu

düşünülmektedir (Bkz. Grafik 7). Piyasalarda Mart ayında görülen bu dış ticaret açığının geçici olduğu, önümüzdeki aylarda yeniden dış ticaret fazlası vermeye devam edeceği düşünülmektedir. Ayrıca, açığın mevsimsel etkilerden ve ticarete dönemsel gerilemeye neden olan yurtiçi kaynakların büyümesinde meydana gelen yapısal bozukluklardan kaynaklı olduğu söylenmektedir. Açıklanan söz konusu dış ticaret gelişmelerine rağmen, Çin’de açıklanan bu dış ticaret rakamlarının büyüme rakamlarını fazla etkilemediği ve Çin’in 2010 yılı ilk çeyreğinde beklentilerin üzerinde %11.9 oranında büyüdüğü görülmüştür.

Son Krizin İstihdam Piyasasına Etkileri

ABD finans sektöründe başlayan kriz, ABD'nin büyük şirketlerinin iflas etmesine ya da kurtarılmasına neden olurken, yaklaşık yüz yıldır faaliyette bulunan Lehman Brothers'ın iflas etmesiyle de 1929 yılından sonraki en ciddi kriz haline dönüşmüştür. Söz konusu durum, istihdam sektöründe ciddi oranlarda kayıplara neden olmuş ve işsizlik oranının tüm dünyada hızla artmasını sağlamıştır. Bu yazımızda ABD istihdamı başta olmak üzere, tüm dünyada son krizle istihdam piyasasında yaşanan gelişmeler anlatılmıştır. Ayrıca yazımızda, seçilen bazı ülkeler için işsizlik oranının bazı makroekonomik verilere olan tepkisi kriz öncesi ve kriz sonrası dönemler⁴ itibariyle incelenmiştir.

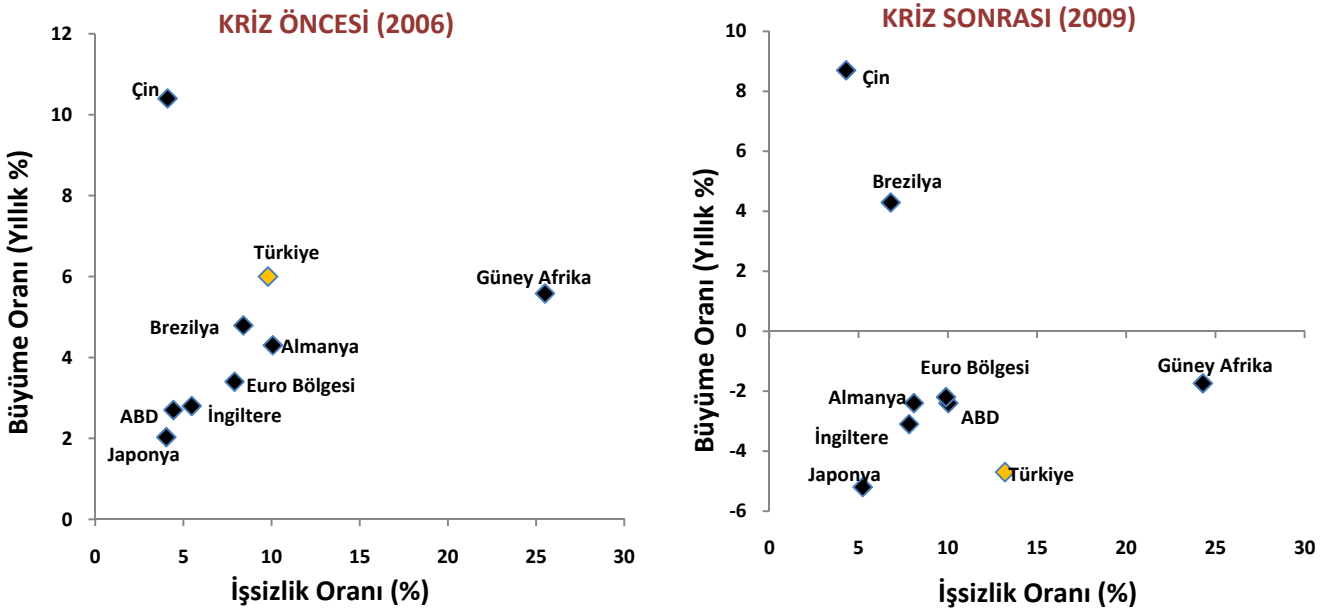
Grafik 1. Ülkeler İtibariyle İşsizlik Oranı (%)



Yaşanan son krizin gelişmiş ülkelerde başlamasına rağmen, gelişmekte olan ülkelerin istihdam piyasasında daha fazla yapısal sorunların olması nedeniyle, işsizlik oranlarında daha sert bir yükseliş etkili olmuştur. Gelişmiş ülkelerde ise, şirket batışlarının daha yüksek oranlarda gerçekleşmesi, gelişmiş ülke işsizlik oranlarının son zamanların en yüksek seviyelerine gelmesine neden olmuştur (Bkz. Grafik 1).

Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Dünya Bankası toplantıları çerçevesinde hazırlanan Dünya Ekonomik Görünümü raporundaki genel değerlendirmeye göre de, küresel ekonominin önündeki en önemli sorununun işsizlik olduğu vurgulanmıştır. Raporda, dünya ekonomisinin İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana görülen en derin resesyondan çıkmaya başladığının ve toparlanma hızının her bölgede farklı olduğu kaydedilmiştir. Rapor ayrıca, gelişmiş ülkelerde istihdamda bu yıl görülecek olan toparlanmaya rağmen işsizliğin gelecek yılda yüksek seyretmeye devam edeceğine yer vermiştir.

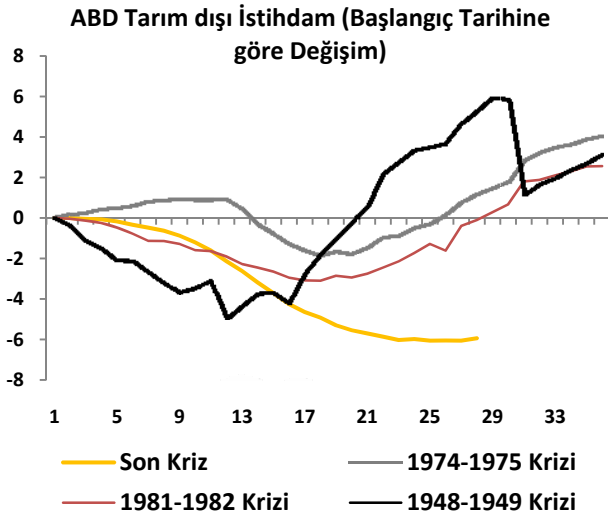
Grafik 2. Ülkeler İtibariyle Kriz Öncesi ve Sonrası Dönemler için İşsizlik ve Büyüme Oranları Değişimleri



⁴ Kriz Öncesi Dönem: Ocak 2001- Aralık 2006 ; Kriz Sonrası Dönem: Ocak 2007- Nisan 2010

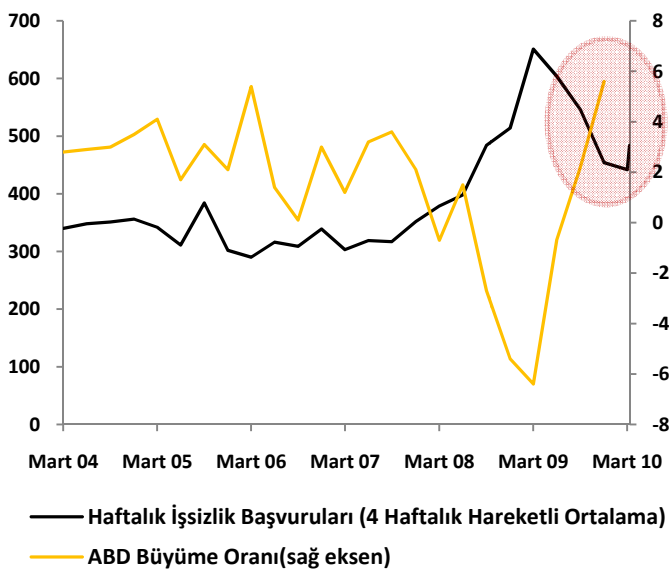
Yukarıdaki grafiğe bakıldığında, kriz öncesinde olduğu gibi kriz sonrasında da Çin ve Güney Afrika'nın diğer ülkelerden farklı hareketinin devam ettiği görülmektedir. Dikkat çeken gelişme ise, Brezilya'nın da ayrışan ülkeler arasına katılmış olmasıdır. Bunun yanında kriz öncesi dönemde ABD, Euro Bölgesi'ne kıyasla daha düşük büyümeyle birlikte daha düşük işsizlik oranına sahipken, kriz sonrasında Euro Bölgesi'yle aynı işsizlik oranına ve büyüme oranına yaklaşması önemli bir ayrıntıdır. Bu durum son krizin, ABD'yi Euro Bölgesi'nden daha çok etkilediğini gösterirken, istihdam sektöründeki sorunlara işaret etmektedir. Grafikte seçilen gelişmekte olan ülkelerin kriz sonrasındaki daralma oranları gelişmiş ülkelere nispeten daha ılımlı olmasına rağmen, Türkiye'deki sert daralma oranı dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik 2).

Grafik 3. Krizler İtibariyle ABD Tarım Dışı İstihdam Verisi



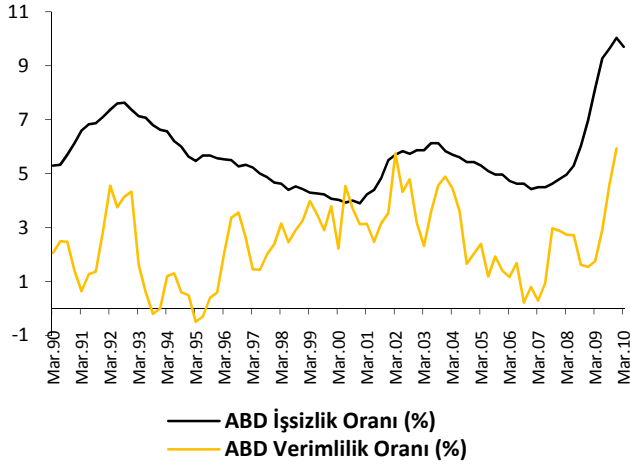
Küresel ekonomide görülen bazı resesyonlar, ABD Tarım dışı İstihdam verisindeki değişimlere göre incelendiğinde, son krizde istihdam sektörünün daha sert bir şekilde etkilendiği görülmüştür (Bkz Grafik 3). Bu durum, piyasalarda global ekonomilerde genel olarak gözlemlenen, istihdam piyasasındaki dengesizliklerin aşılmasının zaman alacağı ve gelişmekte olan ülkelerle birlikte yapısal sorunları nispeten daha az olan gelişmiş ülkeler işsizlik oranlarında da artışın bir süre daha devam edeceği beklentisini kuvvetlendirmiştir.

Grafik 4. ABD Haftalık İşsizlik Başvuruları (4 Haftalık H.O.) ile ABD Yıllık Büyüme Oranı



Erken açıklanması bakımından ABD istihdamı açısından öncü gösterge olarak bilinen Haftalık İşsizlik Başvuruları ile GSYİH Büyüme Oranı arasındaki ters ilişkinin kuvvetliliği dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik 4). 2009 yılı ilk çeyrekte sonra büyüme oranlarında görülen yükseliş ile Haftalık İşsizlik Başvurularının aynı dönemde aynı şekilde düşmüştür. Son haftalarda haftalık işsizlik başvurularında görülen artış ise, 2010 yılı ilk çeyrekte sonra büyüme oranlarında bir miktar aşağı yönlü hareketin etkili olabileceği sinyali vermektedir.

Grafik 5. ABD Verimlilik Oranı (Yıllık %) ile ABD İşsizlik Oranı



ABD’de saat başına çıktı miktarına düşen verimlilik oranının yıllık değişimi ile ABD işsizlik oranı arasındaki ilişki incelendiğinde, işsizlik oranının düştüğü zamanlarda verimliliğin de düştüğü, arttığı zamanlarda ise arttığı görülmektedir (Bkz. Grafik 5). Basitçe üretimin performansı olarak nitelenen verimliliğin, işsizlik oranının 1982 yılından beri ilk defa %10 seviyelerine kadar ulaşmasıyla birlikte yükselmesi beklenmektedir. Halihazırda %5.9 olan verimliliğin bir miktar daha yükselmesinin ardından ABD işsizlik oranının düşmeye başlamasıyla da yeniden düşmesi öngörülmüyor.

Buna karşın, 1929 Büyük Buhran’ından beri en sert resesyon olarak belirtilen yaşanan son krizin istihdam sektöründeki sorunların kısa zamanda sonlanmayacağı düşünüldüğünden verimlilik artışlarının da bir süre daha devam etmesi mümkün gözükmemektedir.

Getiri Eğrisi ve Swap Spread

Bu çalışmada son dönemde getiri eğrilerinde başlayan hareketlilik nedeniyle getiri eğrileri hem teorik açıdan ele alınmış hem de kriz öncesi ve sonrası getiri eğrilerinin davranışları incelenmiştir. Buna paralel olarak son dönemde yaşanan 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirilerinde yaşanan yükselişle birlikte son olarak swap spreadlerde yaşanan daralmaya değinilmiştir.

Getiri Eğrisine Teorik Yaklaşım:

Getiri eğrisi, borçlanma maliyetleri yani faizler ile borçlanma vadeleri arasındaki ilişkiyi gösteren eğri olarak tanımlanabilir. Normalde getiri eğrisi, gecelik vadeden, örneğin 5-10 yıl vadeye kadar, her gün her vade için hesaplanabilir. Ancak, ikincil piyasada her vade için getiri gözlemlenememektedir. Bu nedenle işlem gerçekleşmeyen vadelerdeki getirileri belirleyebilmek için interpolasyon yöntemi ile getiri eğrisi tahmini yapılabilmektedir.

Normal şartlarda getiri eğrisinin pozitif eğime sahip olması gerekirken, vade uzadıkça getirinin artması beklenmektedir. Uzun vadede parasını bağlayan yatırımcılar, hem belirsizlikler ve riskler arttığı için risk priminin artmasına bağlı olarak hem de gelecek için faiz oranlarının yükselme ihtimaline karşın daha yüksek bir getiri elde etmek isterler. Normal şartlarda rasyonel yatırımcılar gelecekte ekonominin büyüyeceği ve bu büyümenin enflasyonda artışa yol açacağı beklentisiyle daha uzun vade için daha yüksek bir faiz oranı isterler. Tabii gelecekte faiz oranlarının yükselme ihtimaline karşın düşme ihtimali de bulunmaktadır. Ancak, eğer piyasa gelecek için volatil bir seyir beklerse, faiz oranlarının düşme beklentisine karşın risk primindeki yükseliş getiri oranlarının da yükselmesini beraberinde getirebilir. Getiri eğrisinde bu durumun tersi bir durum da yaşanabilir. Yani kısa dönem getiri oranı uzun dönem getiri oranından daha yüksek olabilir (inverted yield curve). İleriki dönemlerde faiz oranlarının düşeceği beklentisi getiri eğrisinin tersine dönmesine neden olmaktadır. Bu durum 19. yy ile 20. yy'nin başlarında ABD'de yaşanmıştır. Bu dönemde ABD ekonomisi deflasyonla beraber büyüme trendini tecrübe etmiştir ve bu durum getiri eğrisinin negatif eğimli olmasına neden olmuştur (inverted). Faiz oranlarının değişmeyeceği ya da kısa dönem volatilitésinin uzun dönem volatilitésinden fazla olduğu dönemlere bağlı olarak getiri eğrisinin düz ya da tümsekleştiği durumlar da görülebilir. Getiri eğrisi piyasalar açık olduğu müddetçe hareket eder ve piyasanın haber, veri ve gelişmelere verdiği tepkiyi yansıtır.

Grafik 1



Kaynak: Bloomberg

Grafik 2



Yukarıdaki grafiklerden 30 yıllık ABD Hazine tahvil getirisi ile 3 aylık bono getirisi arasındaki ilişki incelendiğinde, 1980'li yılların başlarında 30 yıllık ABD Hazine tahvil getirisinin 3 aylık bono getirisinin altına gerilediği dikkati çekerken, 1980 – 1981 döneminde ABD'de yaşanan krizle birlikte teknik olarak güvenli liman alımlarının gelmesi 30 yıllık ABD Hazine tahvil getirisini aşağı çekmiştir. Bu durum 1998 yılında LTCM'nin iflasında da yaşanmıştır.

Yine yukarıdaki grafiklerde de görüldüğü gibi 2 – 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisi ile 30 yıllık ve 3 aylık getiriler arasındaki farkın son dönemde tarihi rekor seviyelere yükseldiği dikkati çekerken, bu açığın yükselmesi, ekonominin gelecekte hızlı bir büyüme sürecine geçeceği beklentilerinin artmaya başladığı anlamına gelmektedir. Bu durum ekonominin genişleme dönemlerinin başlarında yaşanırken, getiri eğrisinin dikleşmesine neden olmaktadır. Tüm bu anlatılanlar doğrultusunda getiri eğrisinin, enflasyon ve faiz beklentilerinin

ölçülmesine olanak tanıdığı söylemek mümkün olurken, Türkiye’de Hazine’nin düzenli olarak uzun vadeli tahvil ihraç etmesi durumunda, getiri eğrisinin uzun vade dönemindeki tahvil sayısının artması ve beklentilerin daha istikrarlı hale gelmesi mümkün olabilecektir.

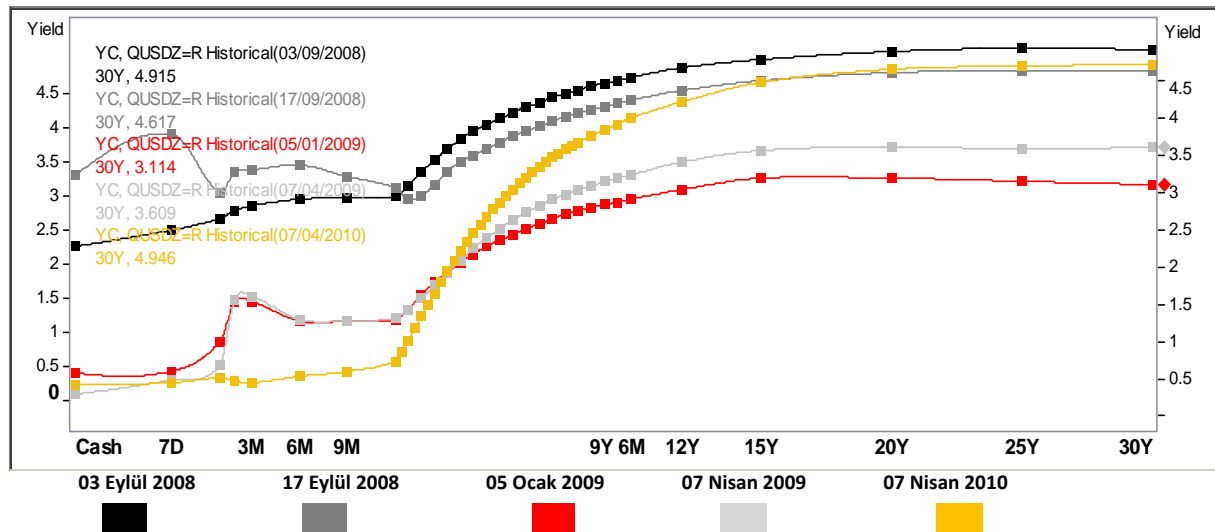
Getiri eğrisini belirleyen en önemli faktör, çıkarılan menkul kıymetin para birimi olurken, menkul kıymetin kim tarafından çıkarıldığı da getiri eğrisini belirleyen önemli bir faktördür. Ülke ya da kurumlar kredi değerlerine bağlı olarak farklı faiz oranlarından borçlanırlar ve farklı getiri eğrilerine sahip olurlar.

Getiri eğrilerinin açıklanmasında 4 ana teori bulunmaktadır:

- **Piyasa Beklentileri Hipotezi:** Bu hipoteze göre, vadeler arasında tam ikame olduğu varsayımı altında piyasa katılımcılarının gelecek faiz oranlarına ilişkin beklentileri getiri eğrisinin şeklini belirlemektedir.
- **Likidite Tercih Teorisi:** Saf beklentiler teorisi olarak da bilinen likidite tercihi teorisine göre, uzun dönem faiz oranı, sadece yatırımcıların gelecek faiz oranı beklentilerini yansıtmaz aynı zamanda yatırımcıların uzun dönem tahvillerini alması için de bir prim içermektedir. Çünkü normal şartlar altında yatırımcıların kısa vadeli yatırımları uzun vadeli yatırımlara tercih etmesi beklenir. Bu da vade primi ya da likidite primi olarak adlandırılır. Bu prim yatırımcıların paralarını uzun vadeye bağlamalarından ötürü karşı karşıya kaldıkları riskleri kompanse eder. Bu prim uzun vade için yatırımcıların neden daha yüksek getiri elde etmek istediklerini açıklamaktadır.
- **Piyasa Segmentasyonu Teorisi:** Bu teoriye göre, farklı vadelerdeki finansal enstrümanlar ikame edilemezler. Bu nedenle kısa ve uzun dönemli enstrümanlar için arz ve talep birbirinden bağımsız olarak gerçekleşmektedir. Yatırımcıların kısa vadeli ya da uzun vadeli yatırım ihtiyaçları arz ve talebi belirleyen temel faktördür. Bu nedenle eğer yatırımcı portföyünü likit tutmayı tercih ediyorsa kısa vadeli yatırımı tercih edecektir. Normal şartlar altında rasyonel bir yatırımcının da parasını daha güvenli alan olan kısa vadeye yatırım yapması beklenirken, bu durum kısa vadeli olan araçlara olan talebi artırarak getiri oranlarının gerilemesine neden olacaktır.
- **Tercih Edilmiş Habitat Teorisi (Preferred Habitat Theory):** Bu teori piyasa segmentasyonu altında ele alınan ve faiz oranı beklentisini de içeren bir teori olarak bilinir. Bu teoriye göre, yatırımcıların tercih ettikleri vadeden daha uzun bir vadeye razı olmaları için ek bir prim ödemesi gerekmektedir. Bu nedenle de vade uzadıkça getiri oranı artmaktadır.

Getiri Eğrisinin Gelişimi

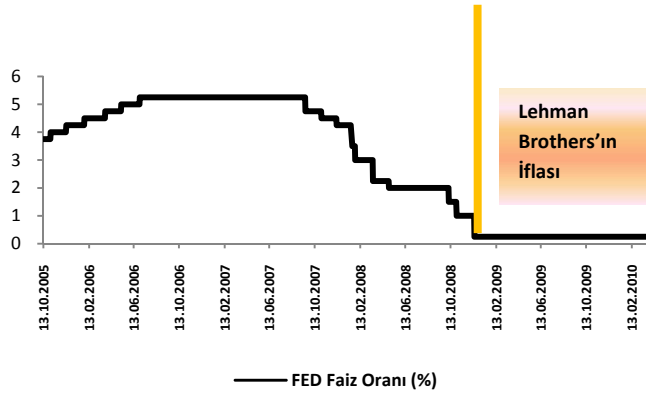
Grafik 3



Kaynak: Reuters

Getiri eğrileri krizlerin ve krizlerden çıkış sürecinin öncül göstergesi olduğundan hareketini incelemek yararlı olacaktır. Getiri eğrisinin krizin başlangıcı olarak kabul edilen Lehman Brothers'ın batışından önceki ve sonraki gelişimini ortaya koymak amacıyla 5 ayrı tarihteki (03 Eylül 2008, 17 Eylül 2008, 05 Ocak 2009, 07 Nisan 2009 ve 07 Nisan 2010) şekli incelenmiştir. İskontolu ve kupon ödemeli kağıtları bir arada çizdirmek eğrinin gelişimi açısından doğru bir sonuç vermeyeceğinden, kupon ödemesi olan kağıtlar iskonto edilerek eğriye dahil edilmiştir.

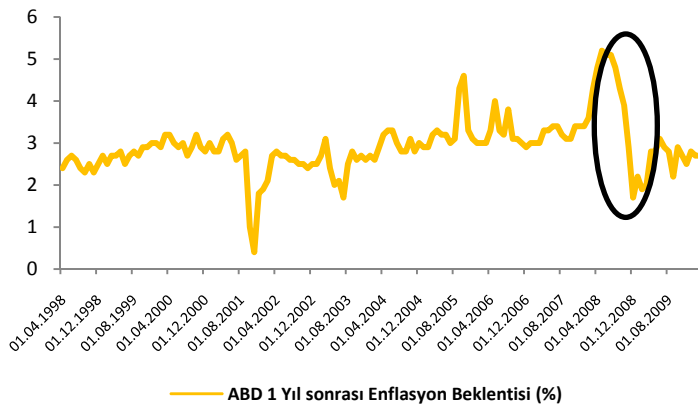
Grafik 4



Kaynak: Bloomberg

göre yatıklaştığı görülmektedir. FED 2007 yılının Eylül ayında başladığı faiz indirimlerine 2008 yılının Nisan ayında faiz oranını %2.00 seviyesine çekmesinin ardından 6 ay ara verirken, Lehman Brothers'ın iflası ile 2008 yılının Ekim ayında 50 baz puan faiz indirimine giderek faiz oranını %1.50 seviyesine çekmiş ve yeni bir faiz indirim sürecini başlatmıştır. FED'in faiz indirim sürecine girmesi getiriler üzerinde aşağı yönlü kırılma oluşmasına neden olurken, hem kısa vadeli hem de uzun vadeli kıymetli kağıtların getirilerinin gerilemesine bağlı olarak 2009 yılının Ocak ve Nisan ayına ait getiri eğrilerinin (Kırmızı ve Açık Gri) aşağı doğru kaydığı görülmektedir (Bkz: Grafik 3).

Grafik 5

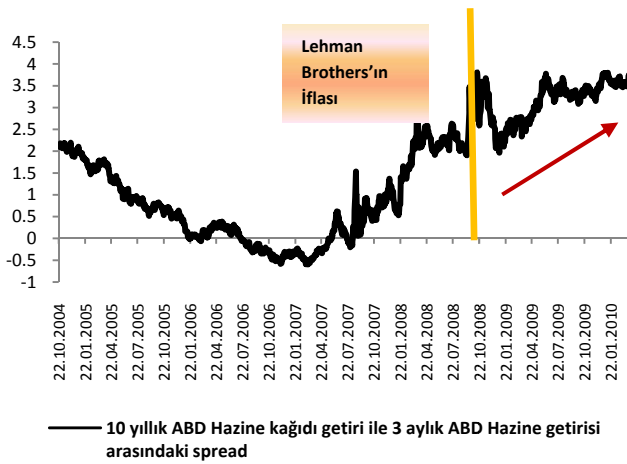


Kaynak: Bloomberg

Makroekonomik verilerdeki dengesizliklerin yanı sıra, söz konusu dönemlerde ABD'nin enflasyon beklentilerini incelemek getiri eğrilerinin hareketini açıklamak bakımından önemli görünmektedir. 2008 yılının Ağustos ayında 1 yıl sonrası için %4.8 olan enflasyon beklentileri, 2008 yılının Aralık ayında %1.7 seviyesine kadar gerilemiştir (Bkz: Grafik 5). Daralan talebe bağlı olarak enflasyon beklentilerinin gerilemesi tahvil getirilerinin de gerilemesine neden olurken, enflasyonist baskıların olmadığı bir ortamda özellikle uzun vadeli tahvil getirilerinde sert düşüşler görülmüştür. 2009 yılının Mart ayında krizde dip seviyenin görüldüğü kabul edildiğinde, 2009 yılının Nisan ayına ait olan getiri eğrisini incelemek yerinde olacaktır. Söz konusu getiri eğrisi ayrıca bugünkü durumun 1 yıl öncesini yansıtmaları bakımından da önemli görünmektedir. 2009 yılının Mart ayından sonra enflasyon beklentileri yeniden %2.00 seviyesinin üzerine çıkmıştır. Ekonomiye dair düzleme algılamalarının artmaya başlaması ile birlikte uzun vadeli tahvillerde satış görülürken, geleceğe yönelik enflasyon kaygılarının da artması satışlara destek vermektedir.

Hali hazırdaki durumu yansıması bakımından 07 Nisan 2010 tarihine ait getiri eğrisini incelediğimizde ise kısa vadeli kağıtlarda önemli bir hareket görülmezken, uzun vadeli kağıtların getirilerindeki yükselişler dikkat çekmektedir. Bu bağlamda getiri eğrisinin bir yıl öncesine göre dikleştiği söylenebilir. Getiri eğrilerinin dikleşmesi krizden çıkışın belirgin göstergelerinden biri olarak kabul edildiğinden, ABD ekonomisinde toparlanma sürecinin başladığını söylemek yanlış olmamaktadır. ABD’de açıklanan Mart ayı tarım dışı istihdam rakamlarının ardından istihdam piyasasının beklentilerin altında kalsa da önemli bir toparlanma gösterdiği dikkati çekerken, enflasyon beklentilerinin (1 yıl sonrası enflasyon beklentisi: %2.7) yanı sıra büyüme ve istihdam rakamlarının da ABD’de olumlu bir tablo çizmesi FED’in faiz artırım beklentilerini artıracığından getiriler üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilir. Bu durumda hali hazırda ekonomide canlanma ve enflasyon baskıları nedeniyle giderek dikleşmiş olan verim eğrisinin faiz artırım sürecinin başlamasıyla birlikte özellikle daha kısa vadeli kağıtlara gelebilecek sert satışlarla yataylaşmaya başlaması beklenebilecektir.

Grafik 6

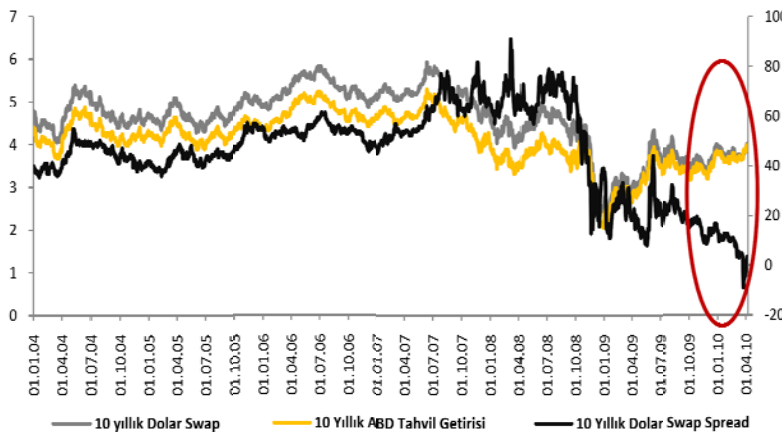


Kaynak: Bloomberg

3 aylık ve 10 yıllık kağıtların faizleri arasındaki spread getiri eğrisinin dikliğini ortaya koymak bakımından gösterge olarak kullanılabilir. 2008 yılının Eylül ayında spread 196 baz puan seviyelerine kadar gerilemesine karşın, sonrasında yeniden yükselişe geçmiştir. Spreadin genişlemesi daha dik getiri eğrisine işaret ederken, şu an spreadin 370 baz puana kadar genişlemiş olması dikkat çekmektedir.

Son dönemde 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirilerinde görülen yükselişle birlikte 10 yıllık Dolar Swap Spreadi tarihinde ilk defa “0” seviyelerini görmüştür. 10 yıllık ABD Hazine bonusu veya Fed referans faizi ile özel sektör borçlanma senetlerinin getirileri arasındaki farkı ölçen swap spreadinin verinin toplanmaya başladığı 1988 yılından beri en düşük seviyeye gerilemesinin arkasındaki faktörler incelendiğinde, aşağıdaki tespitler yapılmıştır.

Grafik 7



Kaynak: Bloomberg

Swap spreadinin negatif olması hazine getirilerinin swap oranından yüksek olması anlamına gelmektedir. Geçmiş yıllara bakıldığında swap oranlarının hazine tahvillerinin üzerinde seyrettiği görülmektedir. Swap spreadinin hareketleri üzerinde, kısa vadeli faiz oranları, 10 yıl vadeli hazine tahvili faiz oranı, kamu ve özel sektör borçlanma

miktarı belirleyici olmaktadır. Fed'in gösterge faiz oranını artırması Libor oranlarında da artışa yol açarak swap oranlarını yükseltmektedir. 10 yıllık faiz oranları ise swap spreadin içinde yer aldığından doğrudan bir etkiye sahiptir. Son yıllarda kamunun borçlanma ihtiyacının artması 10 yıllık tahvil getirilerinin yükselmesine neden olmuştur. Buna ek olarak kurumsal tahvil ihraçlarının artması, şirketlerin genelde sabit faiz oranını değişken faiz oranıyla swap yapmak istemeleri nedeniyle faiz oranı hedge işlemlerini artırarak swap piyasasında hareketliliğe yol açmıştır. Bu da swap oranlarının düşmesine ve dolayısıyla swap spreadlerin daralmasına neden olmaktadır. Bunlara ek olarak riskten kaçınma ve sistematik risklerin swap spreadleri üzerinde etkili olduğu da bilinmektedir.

Sonuç olarak Fed'in gevşek para politikasına tam olarak son vermedikçe, bütçe açıkları rekor seviyede kalmaya devam ettikçe ve özel sektörün tahvil ihracı artmaya devam ettikçe 10 yıllık swap spreadin aşağı yönlü trendini sürdürebileceği beklenmektedir. Diğer taraftan swap spreadlerin sıfır olması yatırımcıların bankalara ve swap piyasasındaki kuruluşlara kredi kullandırmanın ABD hükümetine kredi kullandırmaktan daha az riskli bulunduğu anlamına da gelmektedir. Bu da halihazırda devam eden ABD hazine ihraçlarının yakın zamanda azalmasına yol açabilecektir.

CDS'ler ve CDS Endekslerinin Piyasalar Üzerindeki Etkileri

Bu çalışmada son yıllarda gittikçe önem kazanan CDS piyasaları incelenmiş ve piyasalarda yüksek işlem hacmine sahip CDS endeksleri ile hisse senedi piyasaları arasında bir ilişki olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

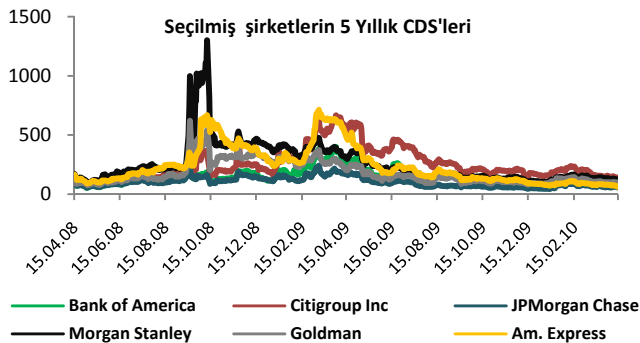
CDS Nedir?

Son 20 yıl içinde hızla büyüyen finans piyasalarında risk yönetimi amaçlı çok sayıda yeni ürün ortaya çıkmış, özellikle son 10 yıl içinde hızla büyüyen kredi piyasalarında likit enstrümanların çeşidi artmıştır. Kredi piyasalarının en önemli enstrümanı ise yüksek işlem hacmiyle CDS'ler olmuştur. CDS piyasaları yatırımcılar arasında riskin aktarılmasına izin veren ve oldukça hızlı büyüyen bir piyasadır.

CDS'lerin ne olduğuna kısaca değinmek gerekirse, Credit Default Swap-CDS (Kredi Temerrüt Swapları) taraflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsayan bir çeşit sözleşmedir. CDS bir araç olarak anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerinin karşılanmasını sağlamaktadır. Böylece alıcısına belirli risklerden korunma sağlamak ve yatırımcının riskini azaltmaktadır. Bu nedenle bir çeşit kredi ya da tahvil sigortası olarak değerlendirilmektedir. Belirlenen vade içinde şirket tahvilini (ya da kredisini) ödeyemeyecek hale gelirse CDS satan, tahvillerin nominal değeri ile batık değeri arasındaki farkı CDS alana ödemektedir. Ama eğer şirket o vadede tahvil faizlerini ödemekte gecikmezse, aldığı prim CDS satanın kazancı olmaktadır. CDS kontratları ikincil piyasalarda işlem görmekte olup vadeleri genelde 1, 3, 5, 7 ve 10 yıldır. Türev piyasaların standartlarını belirleyen Uluslararası Swap ve Türev Ürünleri Birliği (International Swaps & Derivatives Association) verilerine göre CDS piyasalarının büyüklüğü 2001'de 632 milyar dolardan 2007 yılında 62.2 trilyon dolara yükselmiştir. 2008 yılında yaşanan krizle birlikte 38.6 milyar dolara gerileyen piyasa büyüklüğü, 2009 yılının ilk altı ayında ise piyasalardaki sıkışıklığa bağlı olarak 31.2 trilyon dolara kadar gerilemiştir.

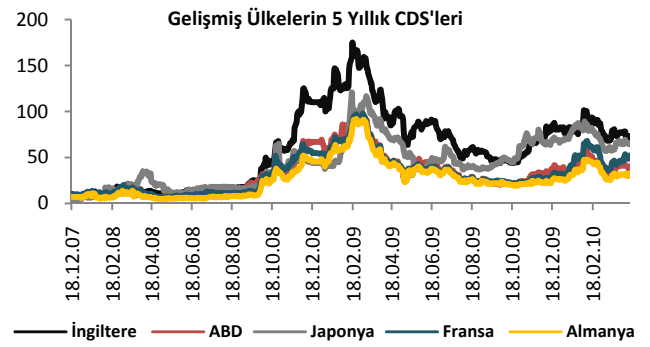
CDS'ler, sigorta edilen kurum ya da ürünler batmadığı sürece mükemmel bir getiri aracı olmakla birlikte bunun tersi gerçekleştiğinde riskli bir varlık haline gelebilmektedir. Bu da söz konusu enstrümanın spekülasyon olarak kullanılmasına yol açmaktadır. 2007'de ABD'de başlayan ve 2008 yılında yatırım bankası Lehman Brothers'ın çöküşüyle derinleşen mortgage krizi CDS piyasalarının bankalar açısından risk unsuru haline gelebileceğini göstermiştir. CDS sözleşmelerinin mortgage kredilerine dayalı varlıkları kapsamaması nedeniyle bu varlıkları çıkaran şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirememeleri söz konusu piyasada riskleri artırmıştır. Piyasada CDS kapsamındaki tahvillerin çoğunun değeri düşüp ödeme riski artarken, özellikle mortgage sektöründe, bu tahvilleri alan, satan ya da bunları sigortalayan kuruluşlar zor duruma düşmüştür. Grafiklerden de görüldüğü üzere, mortgage krizi sırasında hem finansal kurumların hem de ülkelerin CDS spreadlerinde piyasalardaki tedirginliği gösteren ciddi sıçramalar gerçekleşmiştir. Toparlanmanın başlamasıyla birlikte ise CDS'lerde yeniden gerileme yaşandığı görülmektedir.

Grafik 1



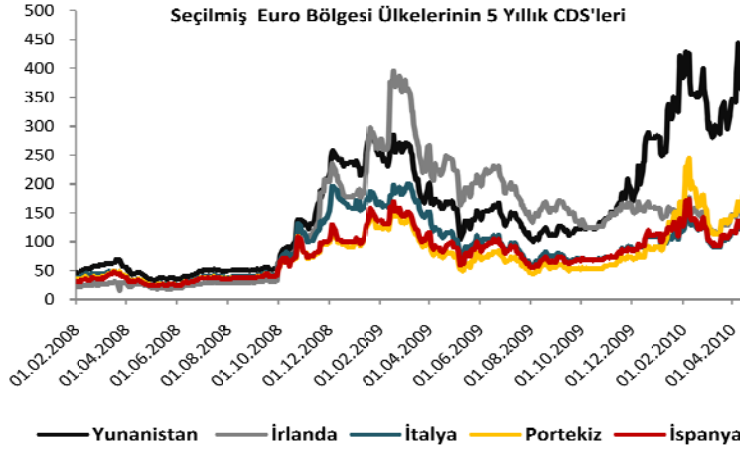
Kaynak: Bloomberg

Grafik 2



Kaynak: Bloomberg

Grafik 3



Kaynak: Bloomberg

Ülkelerin finansal durumlarına yönelik beklentileri göstermesi açısından önemli bir gösterge olarak görülmekte hem de ülkelerin borçlarını geri ödeyememe riskinin belirlenmesinde önemli bir yer tutmaktadır. Örneğin; Şubat başında Yunanistan'ın beklentilerin üzerinde gelen bütçe açığının piyasalarda borçlarını geri ödeyememe riski yaratması ve yüksek bütçe açığına sahip İtalya, İspanya, Portekiz ve İrlanda gibi ülkelerin risk algılamasının Euro Bölgesi'nin geneline yayılması söz konusu ülkelerin CDS'lerinin rekor seviyelere yükselmesine yol açmıştır. Yunanistan'ın CDS'lerindeki yükseliş ülkeye yönelik risklerin arttığına bir göstergesi olarak görülünce piyasalardan borçlanma maliyetinin de artmasına neden olmuştur.

CDS Göstergeleri

Son yıllarda CDS piyasalarında işlem hacmi artması ile, kredi risk korelasyonlarının işlem görmesine olanak sağlayan pek çok yeni likit enstrümanın oluşmuştur. Piyasada CDS'lerin tek tek kullanılarak kredi riskinin hedge edilmesinden standart bir sepet oluşturularak riskin hedge edilmesi hem daha pratik hem de daha likit olduğundan CDX, iTraxx gibi CDS ürünleri kullanılmaya başlanmıştır. CDS endekslerinin (Bkz. Tablo 1) temel amacı yatırımcılara daha geniş kredi yelpazesinden düşük maliyetli işlem yapma olanak sağlamaktır. CDS endeksi, endeksin içerisinde yer alan ürünlerin ödememe riskini karşılayan bir çeşit sigorta sözleşmesidir.

Tablo 1

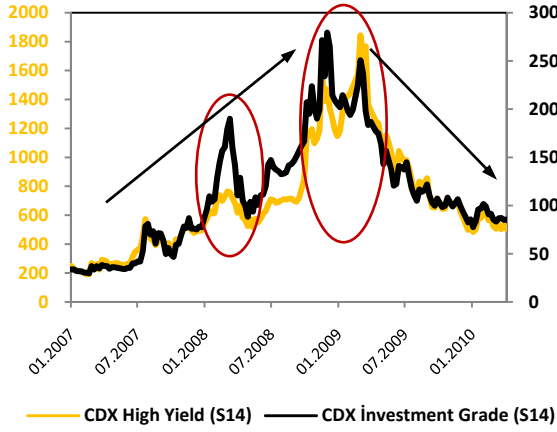
CDS Endeksleri (Bölgelere Göre)						
	Kuzey Amerika	Avrupa	Japonya	Japonya hr. Asya	Avustralya	Gelişim. olan Ülk.
Ana Endeks	CDX.NA.IG (125) CDX.NA.HY (100)	iTraxx Av. (125) iTraxx şirket (52) iTraxx Crossover (30)	iTraxx CJ (50)	iTraxx Asya (30)	iTraxx Avustralya (25)	CDX.EM (14)
Alt Endeksler	Finans (24) Tüketici (34) Enerji (15) Sanayi (30) TMT (22) Hvol(30) B (44) BB (43) HB (30)	Finans (15) Otomotiv (10) Tüketici Dön. (15) Tüketici Dönemsiz (15) Enerji (20) Sanayi (20) TMT (20) HiVol (30)	Finans (10) Sermaye Malları (10) Teckn. (10) Hivol (10)	Kore (8) Çin(9) Asya'nın Geri Kalanı	Yok	Yok

Kaynak: Amato D Jeffery, Gyntelberg Jacob, CDS Index tranches and the pricing of credit risk correlations, BIS Quarterly Review March 2006

CDS Göstergelerine Bakış

CDS Endeksi (CDX)

Grafik 4



Kaynak: Bloomberg

CDS göstergelerinden birisi olan CDX endeksi, pek çok sektörü kapsayan değişik endekslerden oluşmasına karşın, en temel CDX endeksi Kuzey Amerika'daki yatırım yapılabilir (investment grade) 125 şirketin CDS'ini içeren CDX North American Investment Grade (CDX NA. IG.) olarak dikkat çekmektedir. Diğer bir önemli CDX endeksi ise Kuzey Amerika'daki yatırım yapılamaz 100 şirketin oluşturduğu CDX North American High Yield (CDX NA. HY.) endeksidir.

Kredi riskini göstermede kritik önem taşıyan CDX endekslerinin ABD'de 2007 Ağustos ayında başladığı kabul edilen Mortgage krizinden önceki ve sonraki hareketlerini incelediğimizde, mortgage

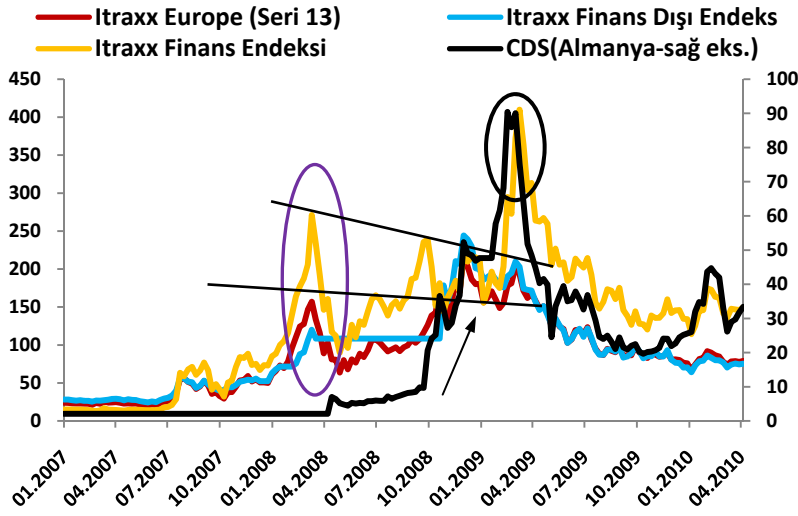
krizine ilk etapta sınırlı bir tepki verdikleri görülmektedir. Endekslerde yaşanan yukarı yönlü hareketten kısa bir süre sonra düzelmeye görülmesine karşın, 2008 yılından itibaren özellikle CDX NA. IG. endeksi yeniden yükseliş trendine girmiştir. Lehman Brothers'ın batışının ardından ise zaten yükseliş trendinde olan endekslerde yukarı yönlü hareket sertleşmiştir. CDX NA. IG. endeksi 21 Kasım 2008 tarihinde tepe noktasına ulaşırken, CDX NA. HY Endeksi 6 Mart 2009 tarihinde tepe noktasını görmüştür. Bu seviyelerden yeniden aşağı yönlü hareketin başladığı görülmesine karşın endekslerin hala kriz öncesi seviyelerin üzerinde seyretmesi dikkat çekmektedir.

iTraxx Endeksi

iTraxx, Avrupa, Avustralya, Japonya ve Japonya dışındaki Asya ülkelerinin CDX ürünlerine verilen isim olarak tanımlanırken, yatırımcıları bu ülkelerdeki şirketlerin default riskine karşı korumaktadır. Bu nedenle iTraxx'ın şirketlerin default sigorta primini gösterdiği de söylenebilir. CDS göstergelerinden olan iTraxx'ın, CDS'in aksine kredi riskini transfer etmekte çok daha verimli ve pratik olmasının yanı sıra, çok daha likit ve standardize edilmiş ürünler olduğu dikkati çekmektedir. iTraxx, CDS gibi tek bir şirketin ya da tek bir ülkenin sigorta primini göstermeyip çok sayıda şirketin sigorta priminden oluşmaktadır. Uluslararası piyasalarda en çok işlem gören iTraxx, Avrupa'da 125 yatırım yapılabilir seviyede bulunan şirketlerin CDS'lerinden oluşan iTraxx Avrupa Endeksi olurken, HiVol ve Crossover göstergeler de önemli hacimlerde işlem görmektedir. HiVol Endeksi, ana endeks oluşturulurken en riskli olan 30 şirketin default riskini gösterirken, crossover da benzer şekilde oluşturulmuş bir endeks olup, ikincil derece yatırım yapılabilir 50 şirketin default riskini ölçmektedir.

Oluşturulan bu endeksler her altı ayda bir (20 Mart ve 20 Eylül) roll edilmekte, 5 yıllık vadelerle piyasaya çıkarılmaktadır. En son çıkarılan iTraxx, 13. Seri olup 20 Mart'ta roll edilmiştir. iTraxx Crossover 5 ve 10 yıllık vadelere sahipken, Avrupa ve HiVol Endeskleri 3, 7 ve 10 yıllık vadelerle piyasada işlem görmektedir.

Grafik 5



iTraxx'ın kısa bir anlatımından sonra, iTraxx'taki gelişmeler alt sektörler bazında tarihsel olarak incelendiğinde, 2007 yılında uluslararası piyasalarda yaşanan krizle birlikte en sert yükselişin iTraxx finans endeksinde yaşandığı görülmektedir. iTraxx'ta yaşanan bu yükseliş risk algılamalarının arttığını gösterirken, iTraxx Europe ve finans dışı endeksinde ise 2007 yılının sonundan itibaren finans endeksinde göre daha sınırlı bir yükseliş yaşanmıştır. iTraxx ve ülke CDS'leri birlikte

incelendiğinde ise (Bkz. Grafik 5) yaşanan kriz sonucunda ülkelerin açıkladıkları banka kurtarma ve ekonomiyi canlandırma paketleri sonrasında artan borçlanma rasyolarının default riskinin bir süre sonra ülkelere de sıçramasına neden olduğu görülmektedir. Örnek ülke olarak incelenen Almanya'nın 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren artan CDS'i bu durumu açıkça göstermektedir. Bu nedenle burada riskin özel sektörden kamu sektörüne transfer edildiğini de söylemek çok yanlış olmayacaktır. Grafik 5'de iTraxx finans endeksinde 2008 yılının ikinci çeyreği ile 2009 yılının ilk çeyreği arasında yaşanan aşağı yönlü yatay seyre karşın, ülke CDS'inde yaşanan sert yükseliş bu durumu yansıtmaktadır.

CDS Göstergeleri ve Borsa Fiyatları Arasındaki İlişki

Literatürde borsa fiyatları ile CDS göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalara bakıldığında, bunlardan en çok bilineni kredi riskine dayalı hisse senedi modellerinden biri olan Merton Modeli (1974) olup, firmanın aktif değerinin, hisse senedi fiyatları ve bilanço bilgilerinden elde edildiği bu modelde, firmanın default olasılığı stok fiyatlarının ve kaldıraç oranının non lineer bir fonksiyonu olarak açıklanmıştır. Fama ve French (1993) tahvil ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi incelerken, Kwan (1996) kurumsal tahvillerle hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi incelemiş ve tahvil getirileri ile hisse senedi getirisi arasında negatif bir korelasyon bulmuştur. Ayrıca Kwan yaptığı çalışmada hisse senedi piyasasının borçlanma piyasasının öncüsü olduğunu tespit etmiştir. Yine benzer bir çalışmayı Longstaff, Mithal ve Neis (2003) ABD hisse senedi piyasası ve ABD CDS'leri için yapmış ve bu iki piyasanın tahvil-bono piyasası için öncü olduğu sonucuna varırken, hisse senedi ve CDS piyasaları arasında hangisinin öncül ya da ardıl olduğuna dair kesin bir sonuca ulaşamamışlardır. Bununla birlikte Norden ve Weber (2004) Avrupa CDS'lerini incelemiş, CDS spreadlerdeki değişim ile borsa getirileri arasında negatif korelasyon bulmuş ve borsa getirisinin CDS piyasaları açısından öncü olduğu sonucuna varmışlardır. Bir genelleme yapıldığında literatürdeki çalışmalar, CDS spreadleri ile borsa getirileri arasında yakın bir ilişki tespit ederken, hisse senedi fiyatlarında bir gerileme yaşandığında CDS spreadlerinin de genişlemeye başladığı görülmektedir. Şirket bilgilerinin CDS spreadlerinden önce borsa fiyatlarını etkilemesi bu durumun sebebi olarak gösterilmiştir. Bu nedenle de hisse senedi fiyatları CDS piyasaları için öncü bir gösterge niteliği taşıırken, bu şirketlere ilişkin bilgiler arbitraj yatırımcıları için özel bir önem arz etmektedir.

Borsa ve CDS göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen literatürdeki çalışmalara ve sonuçlarına kısaca değindikten sonra, 2007 yılının Haziran ayında DAX'taki 397 puanlık gerilemeye karşın iTraxx'taki yatay seyrin sürdüğü ve iTraxx'taki yükselişin gecikmeli olarak yaşandığı görülmektedir.

CDS endeksleri ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla yaptığımız ekonometrik çalışmada, CDS endekslerinden iTraxx Europe endeksinin ve Almanya hisse senedi piyasası (Dax) fiyatlarının logaritmik dönüşümleri değişken olarak alınmış, Granger Nedensellik testi uygulanmıştır. iTraxx Europe endeksinden Dax endeksine doğru ilişki istatistiki olarak anlamlı bulunmazken, Dax endeksinden iTraxx endeksine doğru ilişkinin anlamlı olduğu saptanmıştır.

Tablo 2

Değişken	Katsayı	Standard hata	p-değeri
Sabit	12.418	0.626	0.000
Log(Dax)	-0.954	0.034	0.000
Garch01	0.071	0.012	0.000
AR(1)	1.001	0.001	0.000
Değişken	Varyans Denklemleri		
Hata terimleri(-1) ²	0.249	0.022	0.000
GARCH(-1)	0.775	0.016	0.000
R ² =0.99	Radj ² =0.99	N=1521	Durbin Watson:1.90

Kaynak: Vakıfbank
düşeceği hesaplanmıştır.

Analizimizde günlük veri kullandığımız için finansal veriler için uygun olan GARCH (Standart Garch(1,1)) yöntemi tercih edilmiştir. Oluşturduğumuz ekonometrik modele ilişkin sonuçlar yandaki tabloda özetlenmektedir (Bkz. Tablo 2). 1521 günlük veri seti üzerinden yapılan analizimize ilişkin sonuçlar değerlendirildiğinde, Dax endeksi ile iTraxx Europe endeksi arasındaki ilişkinin yönünün negatif olduğu saptanmıştır. Model katsayıları değerlendirildiğinde ise Dax endeksinde %1 artış yaşanması durumunda, iTraxx endeksinin %0.95

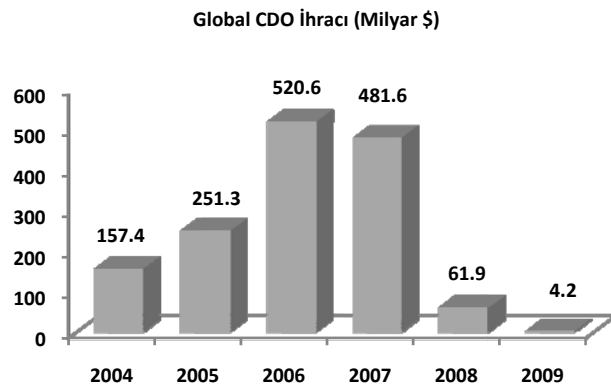
Goldman Sachs'a Yönelik Suçlamalar ve Piyasaların Tepkisi

Geçtiğimiz hafta Cuma günü piyasalar, ABD'nin sermaye piyasası kurulu SEC (Securities and Exchange Commission)'in, Wall Street'in önde gelen bankalarından Goldman Sachs'a yönelik yolsuzluk suçlamalarıyla sarsılmıştır. 2008 yılında pek çok şirketin aksine rekor kar eden Goldman Sachs'a yönelik suçlamalar piyasalarda çok etkisi yaratırken, artan risk algılaması hisse senedinden emtiya kadar pek çok üründe sert satışlara yol açmıştır. Bu çalışmada suçlamaların arkasındaki nedenler, CDO piyasaları ve Goldman Sachs haberinin piyasalar üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Goldman Sachs'a yönelik suçlamalar, şirketin 2007 yılında başlayan 2008 yılında derinleşen krizin temel nedeni olarak gösterilen mortgage'a dayalı türev ürünlerden haksız kazanç sağlamasına dayanmaktadır. Goldman Sachs'ın en önemli müşterisi konumunda olan ABD'nin büyük hedge fonlarından Paulson & Co'nun mortgage portföyüne, aslında sentetik bir CDO olan ABACUS AC-1 adlı fon koymasına neden olduğu, ardından da şirketin bu fonun batacağına dair ters pozisyonlar alarak milyar dolara ulaşan bir kâr elde etmesini sağladığı iddia edilmektedir. Ayrıca Goldman Sachs'ın bu işlemlerde kendi adını kullanmamak için ACA adlı aracı bir şirket kurarak bu CDO'ların altına konacak menkul kıymetleri seçmesi için suça ortak ettiği kaydedilmektedir (Bkz. Şema 1). Goldman Sachs'ın yaptığı hileli işlem sonucunda elde ettiği bir milyar doları bulan karın 840 milyon dolarlık kısmının geçtiğimiz Haziran ayında Goldman Sachs'a karşı bu işlemlerden zarar yazan Rabobank'tan (Hollanda Bankası) geldiği ise bir başka iddia olarak dikkat çekmektedir. Buna ek olarak Goldman Sachs'ın zarar etmesine neden olduğu belirtilen kurumlar arasında Almanya Bankası IKB'nin de bulunması ve Alman bankanın Abacus'a yatırdığı 150 milyon doların neredeyse tamamını kaybetmesi, konunun Avrupa'da da büyük yankı bulmasına yol açmıştır. İngiliz hükümetinin kurtarmak için 70 milyar dolar maddi destek verdiği ve %84'üne sahip olduğu Royal Bank of Scotland'ın (RBS) bazı operasyonlarını satın aldığı ABN Amro'nun Abacus yatırım ürünündeki pozisyonunu rahatlamak için Ağustos 2008'de Goldman Sachs'a 841 milyon dolar ödediğini belirtilmektedir. Bu da konunun sadece ABD sınırları içinde kalmayacağını, çemberin Avrupa'yı da içine alacak şekilde genişleyeceğini göstermektedir. Bu nedenle ilk olarak bu soruşturmaya konu olan türev ürünlerden CDO piyasalarına değinmekte fayda görülmektedir.

Teminatlı Borçlanma Aracı (Collateralized Debt Obligation - CDO):

Grafik 1



Kaynak: Securities Industry and Financial Markets Association

Kredi riski piyasalarında son yıllarda büyük gelişmeler yaşanırken, bu piyasalarda kullanılan finansal araçlar da çeşitlenmiş ve artmıştır. Özellikle krediye dayalı türev ürünler piyasası büyüdükçe, riski yönetme ve transfer etme amaçlı ürünler de yaygınlaşmıştır. Bunlar arasında yer alan teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (CDO'lar) ise varlığa dayalı finansal araçlar piyasasında en hızlı büyüyen sektörlerden biri haline gelmiştir. 2006 yılında 520.6 milyar dolara ulaşan global CDO miktarı, 2007 yılının Ağustos ayında başlayan krizle

birlikte hızla gerileyerek 2009 yılında 4.2 milyar dolara kadar düşmüştür. CDO, borca dayalı finansal araçlardan oluşan bir portföyden, çok çeşitli risk düzeylerini içeren ve kredi riskini transfer etmeye yarayan varlığa dayalı bir menkul kıymet türüdür (ABS). CDO'lar nakit ve sentetik olmak üzere iki farklı yapıda oluşturulmaktadır. Nakit CDO'larda yükümlülükler, tamamıyla kredi, tahvil-bono gibi varlıklardan oluşurken, Goldman Sachs olayına konu olan sentetik CDO'lar ise, CDS'ler üzerine yazılan ve korunma amaçlı çıkarılan finansal ürünler olarak tanımlanmaktadır. Sentetik CDO'lar bono ve kredi gibi nakit varlıklardan oluşmamakta, bunun yerine bu varlıklara sahip olmaksızın CDS'ler yoluyla yeni bir türev ürün oluşturulmaktadır. Bu sentetik CDO'lar, CDO'yu

ihraç eden şirketin bilançosundan kredi riskini transfer etmek için kullanılırken, bu ürünlerin kullanılması bilançoda gösterilen riskle bilanço dışı risklerin birlikte görülmesine engel teşkil etmektedir. 2005 yılında %18 seviyelerine kadar yükselen sentetik CDO'ların toplam CDO'lar içindeki payı yaşanan krizin ardından 2008 yılında %2.2 seviyelerine kadar gerilerken, 2009 yılında yeniden %6 seviyelerine yükselmiştir. Bu ürünlerin ağırlıklı olarak kullanılmaya başlanması bankaların risklerini bilanço dışına taşıırken, finans kuruluşlarının var olan risklerini de saklamaktadır. Bu bağlamda yasal olarak denetlenebilen bir repo işlemi, üzerine yazılan sentetik bir ürünle (swap gibi sözleşmelerle) eğer herhangi bir yasal düzenleme olmaz ise denetim dışına çıkarılabilmektedir.

Tablo 1

CDO Ürünlerine En Çok İşlem Yapan 10 Şirket (CDO Underwriters)		
	Sentetik CDO Miktarı (milyar \$)	Borsa Fiyatı Değişimi % (16.04.10)
Citigroup	120.8	-5.2
Deutsche Bank	107.5	-8.1
Societe General	69.6	-2.8
Merrill Lynch	67.5	-5.5
Royal Bank of Canada	39.5	0
UBS	35.1	-2.8
Bank of America	24.4	-5.5
Goldman Sachs	22.8	-12.8
Barclays	18	-2.6
HSBC	15.2	-2

Kaynak: JP Morgan

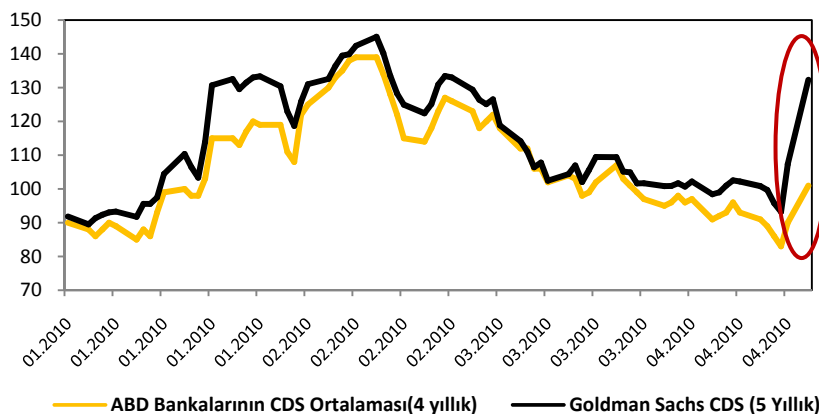
ABD'deki mortgage sektöründe mortgage sisteminin iflası ile başlayan türev piyasalar ve türev ürünler aracılığıyla küresel finans piyasalarını etkisi altına alan ve bu piyasalardaki kuruluşların iflasları ile yaygınlaşan küresel finansal krizin etkisi en son kendisini geçen hafta Goldman Sachs'a açılan davayla yeniden kendini hissettirmiştir. Düzenleyici ve denetleyici riskler geçen hafta sonuna doğru Amerika'nın Sermaye Piyasası Kurulu olarak adlandırılan SEC (The Securities and Exchange Commission) tarafından Goldman Sachs'a yatırımcılarına sattığı sentetik CDO'larla ilgili dolandırıcılık davası açmasıyla yeniden gündeme gelmiştir. Yaşanan bu gelişme güçlü gelen ekonomik verilerin ve bilanço sonuçlarının önüne geçerken, finans sektörü risklerinin artmasına neden olarak, borsaların zayıf bir performans sergilemesine neden olmuştur. Yandaki tabloda global düzeyde en çok CDO işlemi gerçekleştiren 10 finansal kuruluşla birlikte 16 Nisan Cuma günü yaşanan Goldman Sachs'a ilişkin gelişme sonrası bu kuruluşların borsa fiyatlarında yaşanan gelişme birlikte gösterilmiştir. İlk sırada 120.8 milyar dolarlık CDO işlemi ile Citigroup ilk sırada yer alırken, Goldman Sachs 22.8 milyar dolarlık işlem hacmi ile sekizinci sırada yer almaktadır. %12.8 ile en yüksek değer kaybı da bu

hisse senedinde yaşanmıştır.

ABD'de yaşanan Goldman Sachs'la ilgili hukuki gelişmelerinin sadece Goldman Sachs'la sınırlı kalıp kalmayacağı belirsizliğini korurken, SEC'in açtığı soruşturma finans sektörü ve CDO'lar üzerindeki potansiyel hukuki riskleri arttırmaktadır. Artan regülasyon riski finansal sektörün sağlığını ve kredi koşullarını bozarken, ekonomiye ilişkin riskleri de beraberinde getirmektedir.

Goldman Sachs'ın yolsuzluk davasının piyasalara etkisi ve olası sonuçları:

Grafik 2



Goldman Sachs'ın 5 yıllık CDS'leri, yaşanan bu gelişmenin ardından artan risk algılamalarına bağlı olarak sert bir şekilde yükselirken, banka CDS'lerinin ortalamasında da yaşanan sert yukarı yönlü hareket dikkat çekmektedir. Goldman Sachs gibi büyük bir

bankanın böyle bir suçlama ile karşı karşıya kalmasının ardından, diğer bankaların da mercek altına alınabileceği düşüncesi piyasalarda endişe yaratmaktadır. Goldman Sachs'ın adının böyle bir dolandırıcılık olayına karışması, Goldman Sachs'ı önemli miktarlarda zarara sokabileceği gibi, uzun vadede de zarar verebilecektir. Goldman Sachs'ın marka değerinin yıpranmasının yanısıra, Goldman Sachs'da çalışan bankacılara ya da dealerlara bir takım kısıtlamalar getirebileceğinden, banka daha muhafazakar bir yapı kazanarak piyasa rekabetinden kopabilecektir. Açılan kamu davasının, işlem hacmi bakımından dünyanın en büyük borsası konumunda olan New York Borsası'nda önemli bir ağırlığı olan Goldman Sachs için 2010 yılının en büyük krizi olarak kabul edilmektedir. Goldman Sachs'ın bu davadan aklanmak için savaş vermesi, yatırımcıların güvenini yeniden kazanması bakımından kritik önem taşırken, bu mücadeleden zaferle ayrılması iyi senaryo olarak dikkat çekmektedir. Kötü senaryo ise Goldman Sachs'ın açılacak yeni davalarla (müşteri davaları) başedemeyecek duruma gelmesidir. Böyle bir ortamda Goldman Sachs büyük bir güç ve statü kaybına uğrayabilecektir. Yolsuzluk davasının olası etkilerini yalnızca Goldman Sachs ile sınırlandırmak yanlış olacaktır. Dünya finans piyasalarında ses getiren bu soruşturma bir yandan finans sisteminin ve özellikle bankaların daha yakından sıkı denetlenmesi yönündeki siyasi iradenin güçlendiğine işaret ederken, diğer yandan da ABD'de finans piyasalarının güçlü bir şekilde denetlenmesini öngören yasa tasarısının kabul edilmesi olasılığını artırmaktadır. Ancak ABD'de finans sektöründe büyük ağırlığı olan yatırım bankacılığının bu olaydan ötürü büyük bir darbe almasına izin verilmesi beklenmezken, bu olayın piyasalar üzerindeki etkisinin de şimdilik çok sınırlı kaldığı görülmektedir.

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Eroğlu	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 Türkarıslan	Ekonomist	bilge.ozalpturkars@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Araştırmacı	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Naime Doğan	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
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hişbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.