

## İÇİNDEKİLER

### ❖ Yurt İçi Ekonomi Raporu

#### **TL'nin uzun vadede görünümü nasıl olacak?**

Gelişmekte olan ülkelerin reel efektif döviz kurları tarihsel olarak incelendiğinde, genel olarak 2000'li yılların başından itibaren söz konusu ülkelerin para birimlerinin değer kazandığı görülmektedir. Aynı şekilde Türk Lira'sı (TL) da son yayınlanan ÜFE bazlı reel efektif döviz kuru 2003 yılından itibaren %36 değer kazanmıştır.

#### **TÜFE beklentilerimize paralel olarak Ağustos ayında %0.40 oranında arttı...**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Ağustos ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.40 oranında artmıştır. Böylece %0.18 olan piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşen TÜFE %0.45 artış yönünde olan bizim beklentimize yakın bir hareket izlemiştir.

#### **GSYH büyüme beklentimizi %6.8'e, cari açık beklentimizi ise 38.5 milyar \$'a revize ediyoruz...**

2010 yılı ikinci çeyreğe ilişkin hesaplanan Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) değeri bir önceki yılın aynı dönemine göre %10.3 oranında artış göstermiştir. Bu çerçevede yılsonu büyüme ve cari açık beklentilerimiz incelenecektir.

#### **Finansal ve makroekonomik veriler Türkiye tahvil bono piyasası için neye işaret ediyor?**

Çalışmamızda ,daha önce ABD tahvil piyasalarında olduğu düşünülen 'bond bubble' konusunun araştırılmasının ardından, benzer şekilde Türkiye tahvil piyasaları için halihazırda durumun nasıl olduğu araştırılacak ve bu sorunun cevabını bulabilmek için kurduğumuz ekonometrik modelin sonuçları çerçevesinden getirilerde yaşanan hareketlerin nedenleri açıklanacaktır.

### ❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

#### **ABD Japonya'ya benzer bir deflasyona girebilir mi?**

Amerikan ekonomisinin 2007-2009 resesyonunun ardından toparlanma gücünün son aylarda zayıflamaya başlaması, azalan enflasyonla birlikte ABD'nin deflasyona gireceği kaygısını gündeme getirmiştir. Bu çalışmada ABD'nin içinde bulunduğu durum Japonya'nın deflasyon süreci ile benzerlik ve farklılıkları açısından değerlendirilerek, Amerikan ekonomisinin deflasyona girme olasılığı ele alınacaktır.

#### **BASEL III Kriterleri**

Bu çalışmada, Basel III ile uluslararası bankacılık sistemine getirilmesi amaçlanan yenilikler ve öngörülen uygulama süreci, finans sisteminin ihtiyaçları bağlamında değerlendirilecektir.

#### **FED'in Niceliksel Genişlemede Başarılı Olması Avrupa Borç Krizinin Devam Etmesine Bağlıdır**

Bu çalışmada, Amerikan Merkez Bankası FED'in Lehman Brothers'ın iflasının ardından varlık alımlarını hızla artırarak uyguladığı niceliksel genişleme politikasına yeniden geçmesinin neden gerekli olduğu, söz konusu politikanın ne ölçüde başarılı olabileceği ve bunun için gereken koşullar değerlendirilecektir.

### ❖ Finans Raporu

#### **Mayıs ayında Euro Bölgesi'nde Başlayan Kriz Gerçekten Geride mi Kaldı?**

2010 yılının Mayıs ayında Euro Bölgesi borç ve bankacılık endişelerine dönüşen bu kriz, AB ve IMF tarafından yapılan görüşmeler sonucunda, 750 milyar euroluk yardım paketinin uygulamaya girmesiyle yatıştırılmaya çalışılmıştır. Kısa süreli çözümlerle yatıştırılmaya çalışılan Euro Bölgesi'ne ilişkin endişeler dikkati çekerken, yapılan bu analizde Mayıs ayında Euro Bölgesi'nde başlayan krizin gerçekten geride kalıp kalmadığı incelenmiştir.

#### **Altın ve Petrol Fiyatları Arasındaki İlişki**

Yaşanan son krizle beraber global ekonomiye yönelik endişelerin artmasının ardından güvenli liman olarak görülen altın ile riskli bir yatırım aracı olan kabul edilen petrol arasındaki ilişki önem kazanmaktadır.

#### **Uluslararası Tahvil-Bono Piyasasında Gerçekten Balon Var mı?**

2007 yılında başlayan 2008 yılında derinleşen global kriz ve gelişmiş ülke merkez bankalarının krizden çıkmak için tahvil alımına yönelmeleriyle global piyasalarda tahvil balonu oluşmaya başladığından söz edilmektedir. Bu ortamda merkez bankalarının bir yandan faiz indirimine giderken bir yandan da yüksek miktarda tahvil alımına devam etmesi karşısında tahvil fiyatları hızla yükselirken getirileri de gerilemeye devam etmiştir.

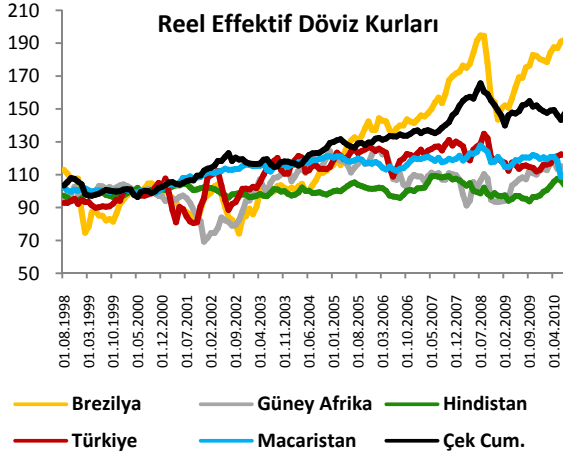
#### **Merkez Bankalarının Müdahalelerinin Kurlar Üzerindeki Etkileri**

Esnek döviz kuru rejiminin 1970'li yıllarda uygulamaya geçmesinin ardından, artan volatilité ile birlikte ülke merkez bankalarının koordineli bir şekilde döviz kuruna müdahale ettiği zaman kurlarda istenilen değişikliğin sağlandığı, diğer merkez bankaları ile koordineli bir şekilde yapılmadığı zaman ise kurlarda kısa süreli bir değişiklik olsa da genel trendin değişmediği görülmüştür.

## TL'nin uzun vadede görünümü nasıl olacak?

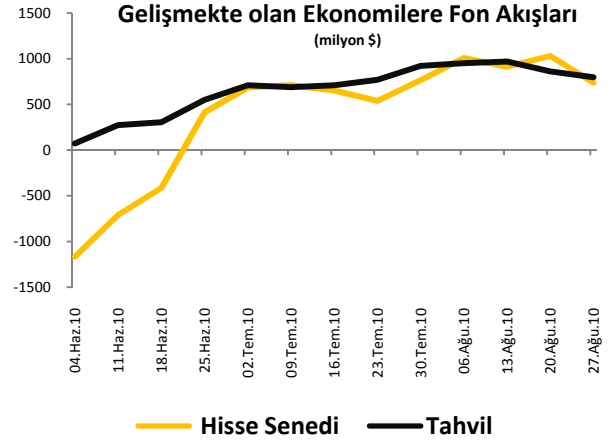
Gelişmekte olan ülkelerin reel efektif döviz kurları tarihsel olarak incelendiğinde, genel olarak 2000'li yılların başından itibaren söz konusu ülkelerin para birimlerinin değer kazandığı görülmektedir. Aynı şekilde Türk Lira'sı (TL) da son yayınlanan ÜFE bazlı reel efektif döviz kuru 2003 yılından itibaren %36 değer kazanmıştır. Bu haftaki raporumuzda gerek TL gerekse gelişmekte olan diğer ekonomilerin para birimlerinde izlenen bu hareketi ve önümüzdeki günlerdeki seyrin nasıl olabileceği sorusunu inceleyeceğiz.

**Grafik-1**



Kaynak: Bloomberg

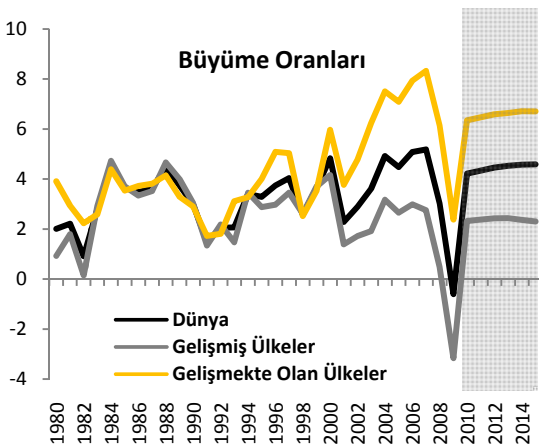
**Grafik-2**



Kaynak: Deutschebank

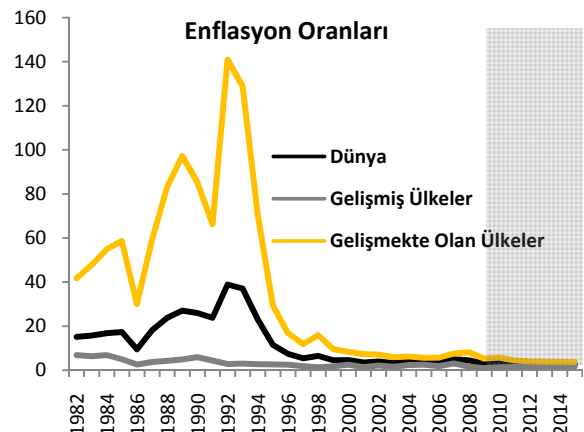
Gelişmekte olan ekonomilerin para birimlerindeki hareket incelendiğinde, yaşanan son kriz öncesinde pek çok gelişmekte olan ülke para biriminin değer kazandığı görülmektedir (Bkz. Grafik-1). Krizle birlikte söz konusu ülke para birimlerinde düşüşler izlenirken, son dönemde ise TL dahil olmak üzere Doğu Avrupa dışındaki pek çok gelişmekte olan ülke para birimlerinin yeniden yukarı yönlü hareket ettiği izlenmektedir. ABD'de açıklanan son verilerin toparlanma hızının yavaşladığına işaret etmesi, yapılan açıklamalarda global büyüme beklentilerinin aşağıya çekilmesi ve uygulanabilecek politikalarda değişikliğe gidilebileceğinin belirtilmesi piyasalardaki toparlanma beklentilerini bozarken yeni mali teşviklere ihtiyaç duyulacağı yönünde beklentileri arttırmıştır. Özellikle dünyanın diğer büyük ekonomileri olan Avrupa ve Japonya'da da benzer bir tablo izlenmesi son günlerde gelişmekte olan ekonomilere olan fon akışını arttırmıştır (Bkz Grafik-2). Bu nedenle gelişmiş ülkelerin para birimlerindeki görünüm ile ilgili endişelerin arttığı söylenebilecekken, alternatif yatırım alanı olarak dikkat çeken gelişmekte olan ülke piyasaları paralelinde söz konusu ülke para birimlerinde son dönemde yükseliş yaşanmıştır.

**Grafik-3**



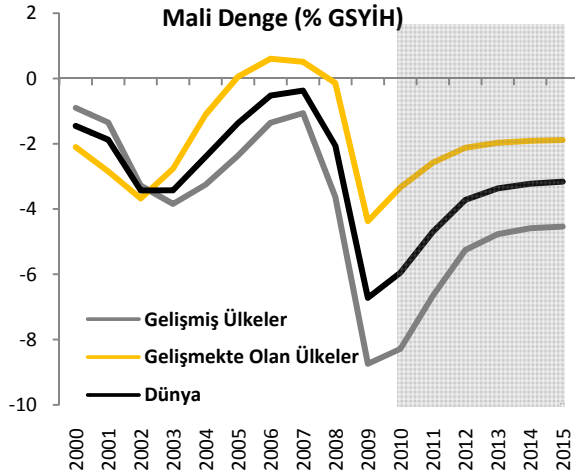
Kaynak: IMF

**Grafik-4**



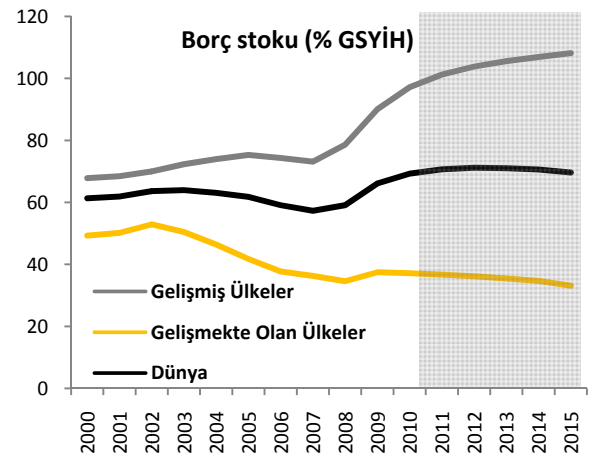
Kaynak: IMF

**Grafik-5**



Kaynak: IMF

**Grafik-6**



Kaynak: IMF

1990'lı yıllara kadar dünya ekonomisinde payı düşük olan gelişmekte olan ülkeler, ilerleyen yıllarda hızlı bir büyüme performansı yakalayarak dünya ortalamasının üzerinde, pozitif bir seyir izlemeye başlamış ve özellikle son yaşanan krizle birlikte gelişmiş ülkelerin sert düşüşler yaşadığı dönemde görece daha iyi bir performans sergilemişlerdir (Bkz Grafik-3). Ülke gruplarına göre incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarının dünya ortalamasının üzerinde, gelişmiş ülke büyüme rakamlarının ise bu ortalamanın altında bir seyir izlediği gözlenmiştir. Aynı şekilde enflasyon oranları incelendiğinde gelişmiş ekonomilerin enflasyon oranlarının dünya ortalamasının altında seyrettiği izlenirken, gelişmekte olan ekonomilerde ise enflasyonist baskıların daha güçlü olduğu görülmektedir (Bkz Grafik-4). Fakat önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun gerilemesi beklenmektedir. Mali gelişmeler incelendiğinde de, gerek bütçe açıklarının GSYİH'ya, gerekse borç stokunun GSYİH'ya oranının gelişmekte olan ekonomilerde gelişmiş ekonomilere kıyasla daha olumlu bir seyir izlediği ve önümüzdeki dönemde de bu seyrin devam etmesinin beklendiği görülmektedir (Bkz Grafik-5 ve Grafik-6). Dolayısıyla, temel makro ekonomik göstergelerde gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş ekonomilere kıyasla daha olumlu bir görünüm çizdiği görülmektedir.

**Tablo-1**

MSCI Endekslerinin 2009 yılsonu- 2010 Ağustos Ayları içindeki % Değişimi	
Dünya	-4.87
Gelişmekte Olan Ülkeler	0.03
Türkiye	13.45

Kaynak: Bloomberg

Bu çerçevede, Grafik-2'de gelişmekte olan ekonomilerde izlenen artan fon akımları gelişmekte olan ülkelere olan talebi gösterirken, Tablo-1'de de aynı şekilde gelişmekte olan ülke ekonomileri MSCI endeksi performansının dünya performansından daha güçlü olduğu görülmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan 49 ülkeye ilişkin hisse senedi performanslarını izleyen ve dünya borsalarının ortalamasını yansıtan (Morgan Stanley Capital International) MSCI endeksine yılbaşından itibaren baktığımızda, dünya endeksi %4.87 düşüş yaşarken, gelişmekte olan ülkeler endeksinin değişmediği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin borçlarının daha az olduğu, ekonomilerinin daha hızlı büyüdüğü bir ortamda MSCI endekslerinde izlenen bu hareket sürpriz görünmezken, Türkiye MSCI endeksinin aynı dönemde %13.45 oranında artması, Türkiye'nin gelişmekte olan ülkelere göre daha güçlü bir performans gösterdiğine işaret etmektedir. Son dönemde Avrupa'da yaşanan sorunlar ve ABD'de açıklanan son veriler ışığında artan çift dip resesyon beklentileri göz önüne alındığında, görece daha iyi durumda olan gelişmekte olan ekonomilere olan fon akışının önümüzdeki dönemde de artmaya devam edebileceğini bekliyoruz. Bu durum söz konusu ülke para birimlerinin önümüzdeki günlerde değer kazanabileceği ihtimalini yükseltmektedir.

## Türkiye ile ilgili görünüm nasıl?

**Tablo-2**

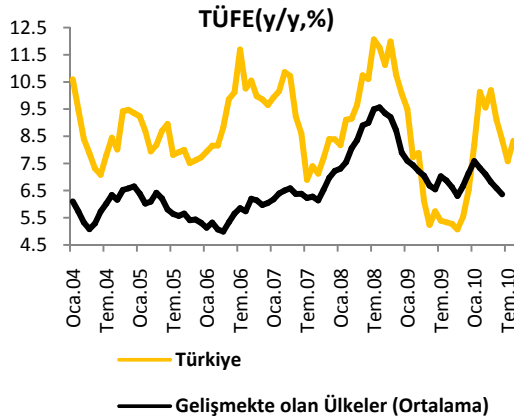
Para Biriminin Uluslararası İşlem Hacmi İçindeki Payı	2001	2010
ABD Doları	89.9	84.9
Euro	37.9	39.1
Yen	23.5	19.0
Kore Wonu	0.8	1.5
Meksika Pesosu	0.8	1.3
Rusya Rublesi	0.3	0.9
Türkiye TL	0.0	0.7
Brezilya Reali	0.5	0.7
Macaristan Forint	0.0	0.4

Kaynak: BIS

Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) verilerine göre, son dönemde diğer pek çok gelişmekte olan ülke para biriminin de uluslararası döviz piyasalarındaki işlem hacmini yükselttiği görülürken, uluslararası işlem hacmi en hızlı yükselen para birimleri, Güney Kore Won'u ve Türk Lirası olarak dikkat çekmektedir (Bkz. Tablo-2). Bu bölümde, TL'de izlenen değerlenmenin önümüzdeki dönemde devam edip etmeyeceğini, makroekonomik, parasal ve mali göstergelerin önümüzdeki dönem için seyrini ve bu bağlamda TL'nin dengelerdeki değişimlerden ne ölçüde etkilenebileceğini açıklayacağız.

## -Enflasyon, Faiz ve Beklentiler

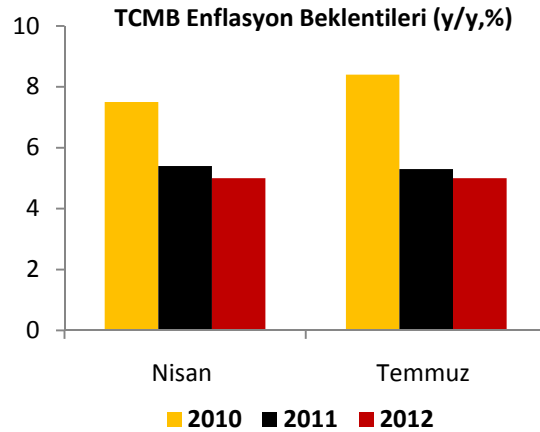
**Grafik-7**



Kaynak: TÜİK

Gelişmekte Olan Ülkelerin TÜFE ortalaması hesaplanırken, Türkiye, Macaristan, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Brezilya, Hindistan alınmıştır.

**Grafik-8**



Kaynak: TCMB

Bilindiği gibi bir ülkede nominal kur, o ülkedeki sermaye giriş çıkışlarına ya da o ülkenin uyguladığı para politikasına bağlıyken, reel kur fiyat hareketlerinden de etkilenmektedir. Bu nedenle analizimizde ilk etapta Türkiye'de reel kurun dinamiklerinden biri olarak kabul edilebilecek enflasyonun seyrini incelemek ve buna bağlı olarak faize ilişkin öngörülerde bulunmak faydalı olacaktır. Türkiye'de enflasyon yıllık bazda 2000'li yılların başında %50 seviyelerin üzerinde seyrederken, 2004 yılının ardından aşağı yönlü trendine devam ederek özellikle global piyasalarda yaşanan son krizle beraber tek haneli seviyelere kadar gerilemiştir. Aslında Türkiye enflasyon oranında izlenen bu hareket diğer gelişmekte olan ekonomilerin enflasyon görünümüne paralel bir tablo çizmektedir (Bkz Grafik-7). Krizle beraber gelişmekte olan ülkelerde enflasyon rakamlarında sert düşüşler yaşanması TL'de olduğu gibi diğer gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde de reel olarak artışların devam etmesini desteklemiştir (Bkz. Grafik-1). Reel kur kuramına göre<sup>1</sup>, Türkiye'de enflasyonun gerilemesine karşın görece hala yüksek seviyelerde seyretmesinin nominal TL'de değer kayıplarına neden olması beklenirken,

<sup>1</sup> Uzun dönem reel döviz kuru kuramında, reel kurun belirleyicileri olarak nominal döviz kuru, göreceli fiyatlar ve göreceli fiyatları etkileyen tüm reel şoklar ve beklenmeyen şoklar reel kurun tanımına dahil edilmiştir.

$$E = q \cdot (P / P^*) + \eta$$

E: reel kur

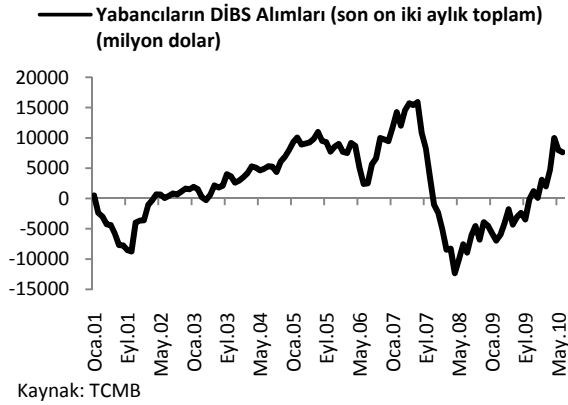
q: nominal kur

P / P\*: göreceli fiyatlar

$\eta$ : beklenmeyen şoklar

enflasyonun kaydettiği sert düşüş reel kurda artışa neden olmuştur. Diğer yandan TL’de yaşanan istikrarlı değerlendirme ve beraberinde ithalat artarken, bu durum özellikle son dönemde enflasyondaki düşüşte rol oynamıştır. TCMB’nin enflasyon beklentileri 2010 ve 2011 yılları için sırası ile %7.5 ve %5.3 gibi rakamlara işaret ederken, bu durum aslında merkez bankasının enflasyon artışını yavaşlatmak amacıyla yapacağı faiz artırımında sınırlı kalmasına da fırsat vermektedir (Bkz Grafik-8).

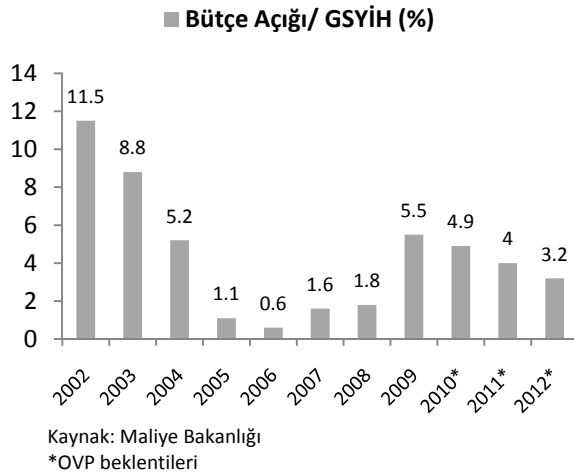
**Grafik-9**



Enflasyonun kontrol altına alınmasının ardından önümüzdeki dönemde düşeceği beklentileri merkez bankasının kredibilitasını artırırken, krizin etkileri ile oldukça gerileyen doğrudan yatırımlar da dahil olmak üzere gerek kredi piyasalarına gerekse hisse senedi piyasalarına fon akışlarının yeniden yükselmesine olumlu katkı yapabilecektir. Diğer yandan, global piyasalarda gıda fiyatlarında izlenen yukarı yönlü hareketler enflasyonist baskıların artmasına neden olabileceken, bu durum enflasyon beklentilerini olumsuz etkileyerek gelişmekte olan ülke para birimleri ile TL’nin değerlendirilmesi yönünde olan beklentilerimizi zayıflatmaktadır.

## -Bütçe Açığı

**Grafik-10**

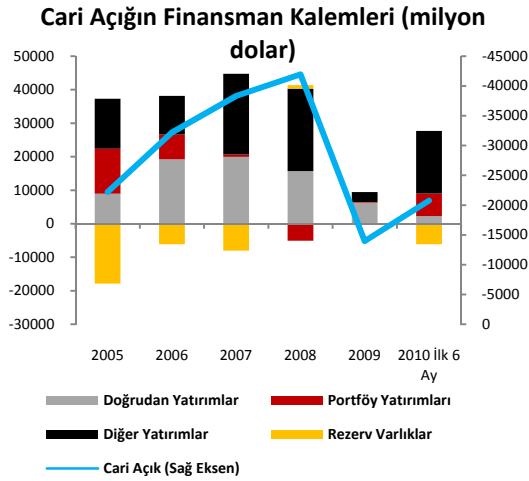


Gerek gelişmiş ülkeler gerekse gelişmekte olan ülkeler krizin etkilerini hafifletmek amacıyla ard arda likidite önlemleri açıklarken, uygulamaya konulan likidite önlemleri ülkelerin bütçe açıklarında ve kamu borç stoklarında artışlara neden olmuştur. Hatta başta Yunanistan olmak üzere birçok Euro Bölgesi ekonomisi borçlarını çeviremez durumu gelmiştir. Bu durum dikkatleri diğer ülkelerin de mali dengelerine çekerken, gelişmekte olan ülkelerin mali dengeler açısından da daha avantajlı bir konuma geldiği görülmektedir. Kriz süresince Türkiye’nin de mali dengelerinde bozulma yaşanmasına karşın, bozulmanın boyutları gelişmekte olan ülkeler ile karşılaştırıldığında sınırlı

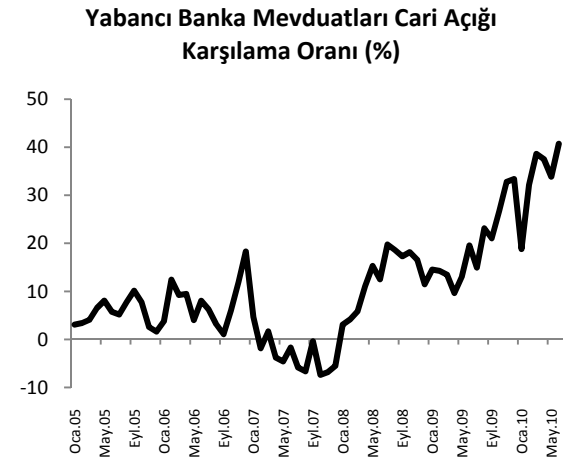
kalmaktadır. Bu durum ülkelerin mali durumlarının daha ön plana çıktığı bir ortamda önümüzdeki dönemde TL’nin değer kazanacağı beklentilerimize paralel bir görünüm çizmektedir. 2010 yılının ilk yarısına ilişkin bütçe verileri olumlu bir performans çizerken, harcamaların artırılması ile yılın ikinci yarısında aynı performans görülmeyebilir. Geçtiğimiz hafta yayınladığımız Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporu’ muzda gelişmiş ülkeler için yeni mali teşviklerin kaçınılmaz olduğuna Türkiye için ise bir seçenek olabileceğine değinmiştik. Bu çerçevede harcamaların artırılması iç tüketime bağlı olarak büyüyen Türkiye ekonomisi için olumlu olabilecektir. Bütçe harcamalarının ikinci yarıda yükseliş trendine girebileceği beklentimize karşın, yıl sonunda bütçe açığının OVP (Orta vadeli Program) hedefleri ile uyumlu olacağını söyleyebiliriz. Bütçe açığındaki olumlu seyre karşın, orta vadede bütçe açığının GSYİH içindeki payının %1’e indirilmesini öngören ve 2011’de uygulamaya konulması beklenen mali kuralın ertelenmesi TL’nin değer kazanacağı beklentimizde risk oluşturmaktadır. Uzun dönemde ise OVP paralelinde bütçe açığında kademeli düşüşün devam edeceği öngörüsü altında mali disiplinin TL’de değer artışı beklentimizi destekleyeceğini düşünüyoruz.

## -Cari Açık ve Büyüme

**Grafik-11**



**Grafik-12**

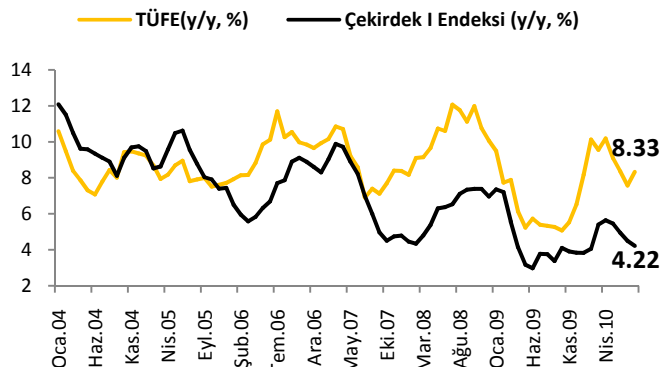


Kriz dönemlerinde dış ticaret hadlerinin daralmasının, yatırım ve sermaye girişlerinde azalma görülmesinin olağan olduğu düşünüldüğünde, yaşanan son global krizle beraber Türkiye’de cari açığın daralması sürpriz bir gelişme olarak değerlendirilmemektedir. Son dönemde ise cari açığa yaşanan genişleme dikkat çekmekle beraber söz konusu cari açığın finansman kalitesinin bozulmasına yönelik artan riskleri gündeme getirmektedir. Cari işlemler açığının 2010 yılının ilk altı aylık döneminde %40.7’sini yabancı bankaların Türk bankalarında tuttıkları mevduat ile finanse edilmesi ve doğrudan yatırımların düşük seviyelerde bulunması cari açığın finansmanının bozulduğunu yansıtmaktadır. Cari açığın genişlemeye devam etmesi ve beraberinde finansmanı konusunda yaşanabilecek sorunlar Türkiye’de faiz hadlerinin tarihin en dip seviyelerinde olduğu değerlendirildiğinde, bu durum TL’den çıkışa neden olabilir. Fakat uzun vadede dünyada büyümenin gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde normal trendinin altında olacağı beklentisi altında, cari açığın finansmanına yönelik sorunların zayıflayabileceği ve bu tür risklerin güçlü olmadığı söylenebilir.

**Sonuç olarak, gelişmiş ülkelerde son dönemde bozulan ekonomik göstergeler karşısında görece daha iyi bir performans sergileyen gelişmekte olan ülke para birimlerinde yaşanan değer artışlarının önümüzdeki dönemde de devam etmesini bekliyoruz. Bu beklentimize paralel olarak diğer gelişmekte olan ekonomiler içinde daha güçlü bir performans sergileyen TL’nin de önümüzdeki dönemde reel olarak değer kazançlarını arttırması mümkün olabilir. Bu beklentimiz üzerinde cari açığın finansman kalitesinin bozulması, mali disipline yönelik kaygılar ve uluslararası piyasalarda yaşanabilecek diğer bir dalga ihtimalinin risk oluşturduğu unutulmamalıdır.**

### ***TÜFE beklentilerimize paralel olarak Ağustos ayında %0.40 oranında arttı...***

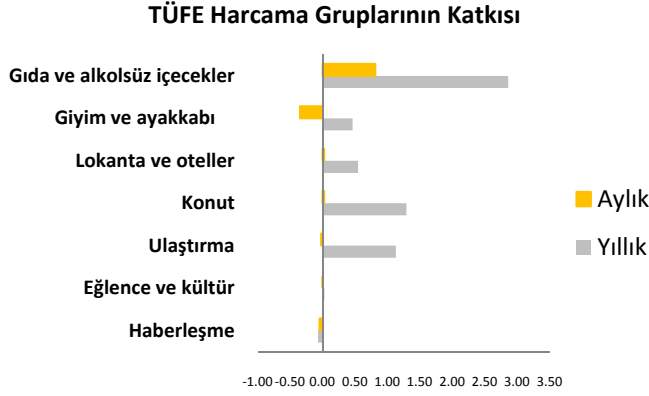
**Grafik-1**



Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Ağustos ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.40 oranında artmıştır. Böylece %0.18 olan piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşen TÜFE %0.45 artış yönünde olan bizim beklentimize yakın bir hareket izlemiştir. Nisan ayından beri gerileyen yıllık bazda TÜFE ise %7.58 seviyesinden %8.33 seviyesine yükselmiştir. Çekirdek enflasyon olarak

bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç "I Endeksi" ise aylık bazda %0.69 oranında gerileyerek yıllık çekirdek enflasyon %4.50 seviyesinden %4.22 seviyesine gerilemiştir. TÜFE'de yaşanan artışa rağmen çekirdek enflasyondaki düşüşün devam etmesi yaşanan artışın geçici etkilerden kaynaklandığını yansıtmaktadır.

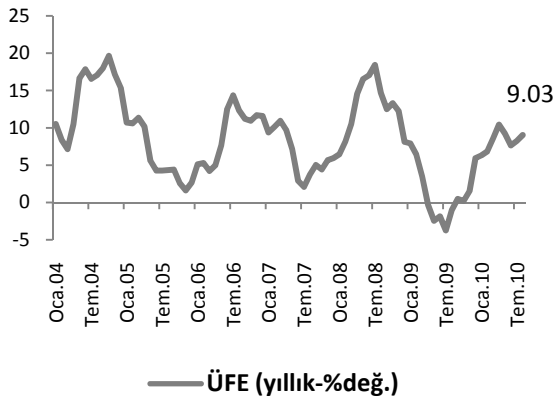
**Grafik-2**



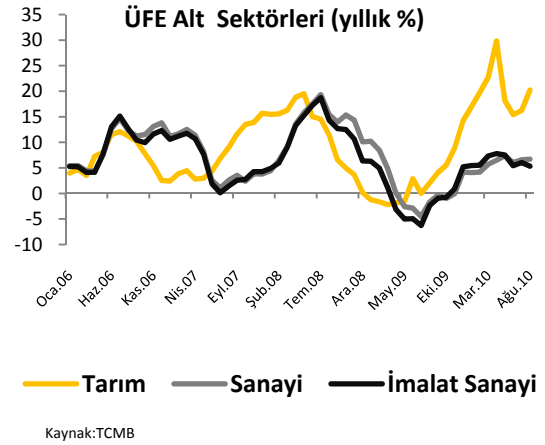
TÜFE'de yaşanan artışta beklentilerimize paralel olarak gıda fiyatlarında aylık bazda gerçekleşen %2.95 oranındaki yükseliş etkili olmuştur. Gıda fiyatlarının enflasyondaki artışa katkısı 0.81 puan olmuştur. Diğer yandan giyim grubunda da mevsimsel indirimlerle yaşanan düşüşün yine beklentilerimize paralel olarak %4.79 oranında genel trendinin altında kaldığı izlenmektedir. Ulaştırma grubunda aylık bazda son dört aydır izlenen yatay seyrin devam ettiği izlenirken, grup yıllık enflasyonu baz etkisi nedeniyle bir önceki aya kıyasla

belirgin bir düşüş göstermiştir. Aynı şekilde konut grubunda da aylık değişimin sınırlı olduğu izlenirken, grup yıllık enflasyonu %8.3 seviyesinden %7.7 seviyesine gerilemiştir.

**Grafik-3**



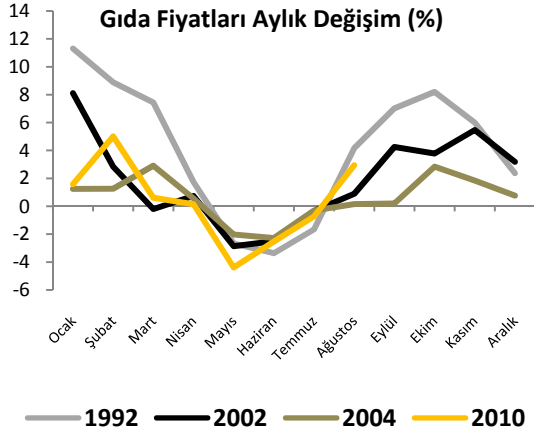
**Grafik-4**



Temmuz ayında ÜFE'de aylık bazda yaşanan %1.15 oranındaki artış, beklentilerimizin ve piyasa beklentilerin üzerinde yer alırken yıllık bazda ise ÜFE'nin %8.24 seviyesinden %9.03 seviyesine yükseldiği görülmektedir (Bkz Grafik-3). Yaşanan artışta tarım sektöründe izlenen %3.48 oranındaki yükseliş etkili olurken, önümüzdeki dönemde söz konusu tarım grubunda yaşanan bu artış tüketici enflasyonu içinde gıda fiyatları üzerinde risk oluşturmaktadır. Global piyasalarda gıda fiyatlarının rekor seviyelere çıktığı bir ortamda ÜFE'nin yükselmeye devam etme riski son derece güçlüdür. Böyle bir durumda önümüzdeki dönemde üreticilerin yükselen fiyatları tüketicilere yansıtması ihtimali piyasalarda şu anda geçici olarak nitelendirilen gıda kaynaklı fiyat artışlarının devam edebileceğine işaret etmektedir.

**Grafik-5**

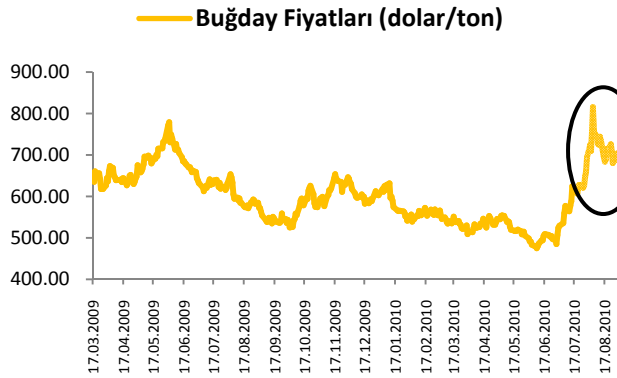




Kaynak: TCMB

görülmüştür<sup>2</sup>. Yandaki Grafik-5'te söz konusu yıllarda gıda fiyatlarındaki aylık değişimler incelendiğinde, geçmiş yıllarda yılın ilk aylarında yaşanan sert yükselişler ardından 2010 yılına benzer şekilde Mayıs, Haziran ve Temmuz ayları içinde gıda fiyatlarında sert düşüşler yaşandığı görülmüş ardından Ağustos ayı ile birlikte yükselişe geçen gıda fiyatlarının Ekim Kasım aylarında en yüksek seviyeye ulaştığı, Aralık ayında ise artış hızının bir miktar yavaşladığı görülmektedir. Söz konusu yılları 2010 yılı ile karşılaştırdığımızda önümüzdeki aylarda geçmiş yıllara benzer şekilde gıda fiyatlarında yükselişlerin devam edebileceği söylenebilir.

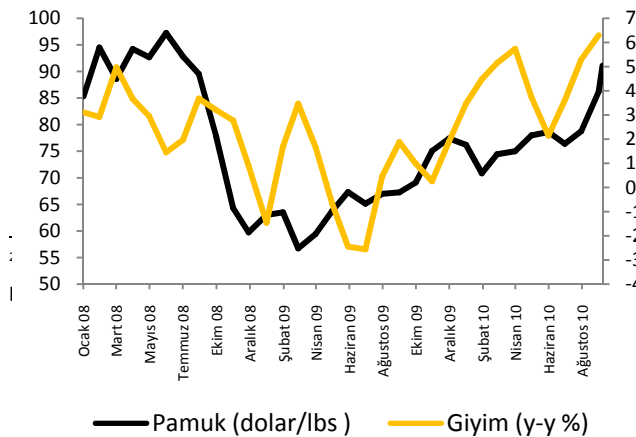
**Grafik-6**



Kaynak: Bloomberg

fiyatlarına yapılması planlanan zamlar buğday fiyatlarındaki yaşanan yükselişlerin bir sonucu olarak enflasyon üzerindeki baskıların arttığını yansıtmaktadır.

**Grafik-7**



Kaynak: TCMB, Bloomberg

2010 yılında gıda fiyatlarında son derece volatilitesi yüksek sert hareketler yaşanmıştır. Yıl başında aylık bazda %5 oranında artış yaşayan gıda ana harcama kalemi Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında toplamda %7.5 oranında düşmüştür. Yaşanan sert düşüşler ardından Ağustos ayında ise gıda fiyatlarının %2.95 oranı ile sert bir şekilde yükseldiği görülmektedir. Enflasyonda belirleyici olan gıda fiyatlarında önümüzdeki dönemdeki hareket ise son derece önemlidir. Gıda fiyatlarındaki seyri tahmin edebilmek için geçmiş dönemlerdeki gıda fiyatları incelendiğinde 1992, 2002 ve 2004 yıllarında gıda enflasyonunda 2010 yılına benzer volatilitesi yüksek yıllar yaşandığı

Türkiye'de gıda fiyatları üzerindeki önemli bir diğer risk ise son dönemde uluslararası piyasalarda rekor seviyelere yükselen tarım sektörü emtia fiyatlarıdır. Özellikle piyasalarda yaşanan buğday fiyatlarındaki sert yükselişler dikkat çekmektedir. Buğday fiyatlarında yaşanan sert yükselişlerin yurtiçi buğday fiyatlarına da yansımaları beklenirken, yurtiçi buğday stok seviyesinin yüksek seviyelerde olduğu değerlendirildiğinde, söz konusu artışların enflasyona etkisinin sınırlı kalması mümkün olabilir. Fakat Eylül ayı içinde ekmek

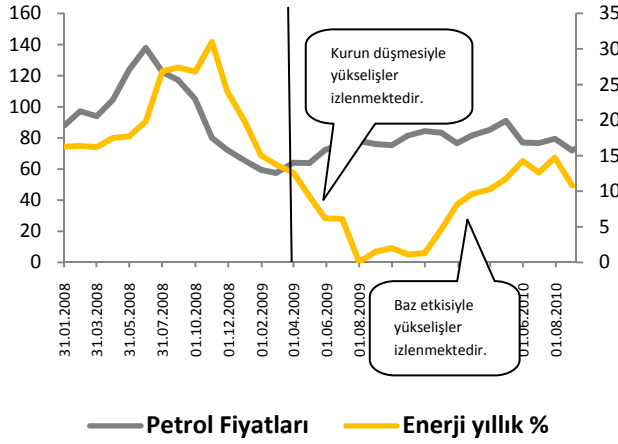
Buğday fiyatlarındaki artış yanında tarım sektörü emtia fiyatlarında dikkat çeken bir diğer artış ise pamuk fiyatlarında gerçekleşmiştir. Geçtiğimiz ay bir önceki aya göre hızlı bir artış gösteren pamuk fiyatları global piyasalarda endişelere yol açmıştır. Söz konusu artışın Türkiye enflasyonu

ile bu yılları karşılaştırmak sayısal olarak yanıltıcı olmakla farklılıkların göz ardı edilmemesi gerekmektedir.



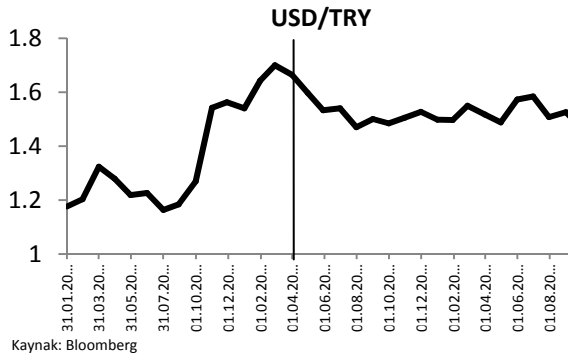
üzerindeki etkisini incelemek amacıyla pamuk fiyatları ile giyim alt ana harcama grubu yıllık fiyat değişimi yandaki Grafik-7’de çizilmiştir. Söz konusu değişkenler arasında yüksek bir korelasyon görülmemekle birlikte, ilişkinin pozitif olduğu söylenebilir. Özellikle son dönemde pamuk fiyatlarında yaşanan artışlar kapsamında aylık bazda giyim grubunda düşüşlerin mevsim trendinin altında kaldığı dikkate alındığında, düşük korelasyona rağmen pamuk fiyatlarındaki artışın giyim fiyatları ve paralelinde enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı yaratacağı söylenebilecektir. Bu durumda önümüzdeki dönemde yeni sezon ürünlerinin de etkisiyle yukarı yönlü hareket edecek olan giyim alt ana harcama kalemindeki yükselişlerin daha güçlü olması mümkün olabilir.

**Grafik-8**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik-9**



Kaynak: Bloomberg

Gıda ve giyim grubu fiyatlarında Ağustos ayı enflasyon rakamlarında yukarı yönlü hareketler ve önümüzdeki döneme ilişkin riskler dikkat çekerken, enerji fiyatlarında ise Ağustos ayında baz etkisiyle yıllık bazda sert bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Enerji fiyatları üzerinde etkili olan dünya ham petrol fiyat hareketlerini incelediğimizde (Bkz Grafik-8), değişkenler arasındaki ilişkinin pozitif olduğu söylenebileceken, dönem dönem söz konusu ilişkinin bozulduğu dikkat çekmektedir. Örneğin, petrolün varil fiyatı 2008 Haziran’ında 150 dolara kadar yükselmesinin ardından global piyasalarda yaşanan kriz nedeniyle 2009 yılının ilk çeyreğine kadar sürekli gerilemiş aynı dönemde Türkiye’de de enerji fiyatlarının düştüğü görülmüştür. Global piyasalarda toparlanmanın başlamasıyla ise 2009 yılının ilk çeyreği ardından yükselen petrol fiyatlarına rağmen enerji fiyatlarının Türkiye’de gerilemeye devam ettiği izlenirken, bu dönemde kurda yaşanan düşüşlerin bu harekette etkili olduğu görülmektedir (Bkz. Grafik-9). Dolayısıyla, Türkiye’nin üretiminde ithal ara malı payının yüksek olması sebebiyle,

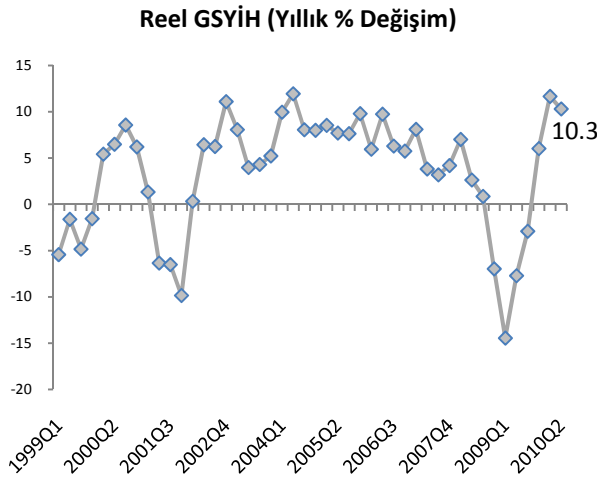
emtia ve ithal malların fiyatlarındaki hareket enflasyon üzerinde etkili olacakken, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki artışlar yanında kurdaki seyrinde takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Petrol fiyatlarının son dönemde yatay seyrettiği bir ortamda TL’nin değer kazanmaya devam etmesi enerji grubunda enflasyonist baskıların önümüzdeki dönemde de zayıflamaya devam edebileceğine işaret etmektedir.

TÜFE’nin piyasa beklentilerinin üzerinde gelmesine rağmen çekirdek göstergelerde yaşanan düşüş nedeniyle TCMB’nin 16 Eylül’de gerçekleştireceği toplantısında faizleri değiştirmeyerek sabit tutmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Açıklanan enflasyon göstergelerinde TÜFE’deki artışın beklentilerimize paralel bir hareket izlemesine rağmen gelen verilerde dikkat çeken ÜFE’de gerçekleşen sert yükselişin ise takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Yukarıda da belirttiğimiz gibi ÜFE’de yaşanan artışın önümüzdeki dönemde de devam etmesi enflasyonist baskıların artmasına neden olabileceken, bu beklentileri global piyasalarda tarım emtiası fiyatlarında yaşanan yükselişler desteklemektedir. Ancak şu an için enflasyonun tek haneli seyrini devam

ettireceği beklentimiz altında, TCMB'nin ilk faiz artırımına 2011 yılının ilk yarısı sonuna doğru başlamasını bekliyoruz.

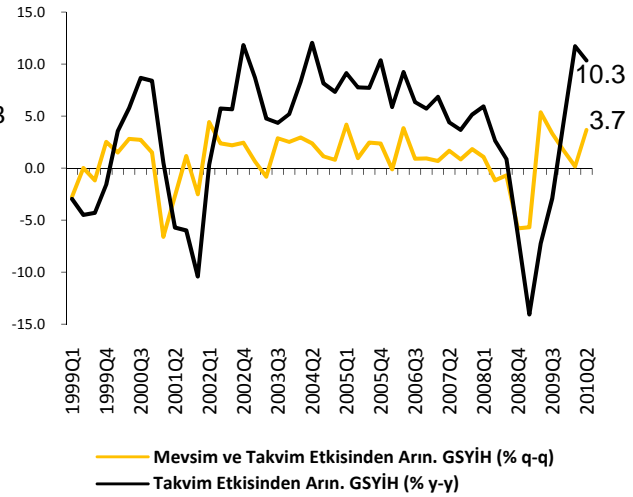
**GSYH büyüme beklentimizi %6.8 , cari açık beklentimizi ise 38.5 milyar dolara revize ediyoruz ...**

**Grafik-1**



Kaynak: TÜİK

**Grafik-2**

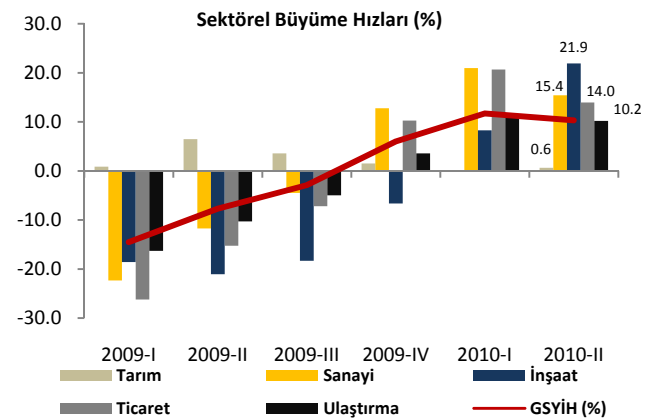


Kaynak: TÜİK

2010 yılı ikinci çeyreğe ilişkin hesaplanan Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) değeri bir önceki yılın aynı dönemine göre %9.9 olan beklentilerimize paralel, %8.5 olan piyasa beklentisinin ise üzerinde, %10.3 oranında artış göstermiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH değeri ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %3.7 artmıştır. Krizin dip noktası olan 2009 ikinci çeyreğinden bu yana mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış GSYİH %9.96 oranında büyüme kaydetmiştir. Yılın birinci çeyreğinde %0.4 oranında gerçekleşen mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH değerinde, yılın ikinci çeyreğinde yaşanan güçlü performans yıl sonu büyüme rakamları açısından olumlu bir görünüm sergilemektedir. Gerçekleşen son olumlu büyüme rakamları, piyasadaki 2010 yılsonu GSYİH beklentilerinde yukarı yönlü revizyonlara neden olmuştur.

Büyüme verilerinin detayları incelendiğinde, sektörel bazda tüm sektörlerde artış yaşanmış olması dikkat çekmektedir. Sanayi sektörü artış hızının 2010 yılının ilk çeyreğinde %21.0 oranında yıllık büyüme göstermesinin ardından yılın ikinci çeyreğinde beklentimize paralel olarak bir miktar yavaşladığı ve %15.4 oranında gerçekleştiği görülmektedir. Buna rağmen sanayi sektöründe yaşanan büyüme sektörler içinde büyümeye en yüksek katkı yaparken (3.80 puan), sektördeki bu performansta olumlu baz etkili olmuştur. 2009 yılında sert bir şekilde daralan inşaat sektörü ise yılın ikinci çeyreğinde olumlu baz etkisiyle %21.9 oranında büyüyerek en hızlı büyüyen sektör olmuştur. İnşaat sektörünün büyümedeki yükselişe katkısı ise 1.15 puan olarak gerçekleşmiştir. TÜİK tarafından açıklanan 2010 yılı ikinci çeyrek inşaat işgücü girdi endekslerinde yer alan, inşaat sektörü istihdam endeksinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaşanan %3.1 oranındaki artış inşaat sektöründe yaşanan büyümeye paralel bir görünüm çizerken, olumlu baz etkisinin yaşanan çift haneli rakamlarda rol oynadığı söylenebilir. Yılın ikinci çeyreğinde yükseliş yönünde katkı sağladığı

**Grafik-3**



Kaynak: TÜİK

dikkat çeken diğer sektörler ise, yine olumlu baz etkisiyle %14.0 oranında büyüyen toptan ve perakende ticaret ile %10.2 büyüyen ulaştırma sektörleridir. Tarım sektörünün de yılın ikinci çeyreğinde %0.6 büyüdüğü dikkat çekerken, 0.05 puan ile tarım sektörünün büyüme katkısı diğer sektörlerle kıyasla oldukça sınırlı görünmektedir.

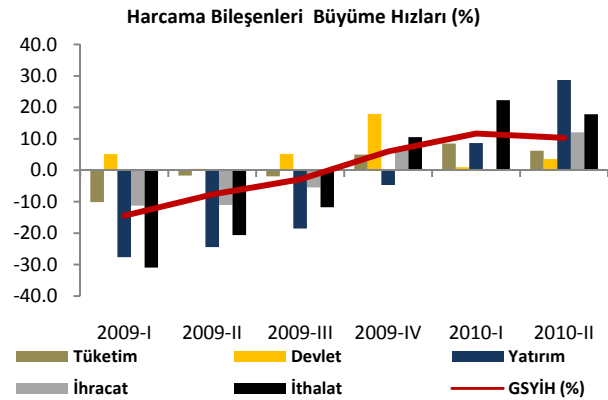
**Tablo-1**

Harcama Grubu	Payı 2010	2010	2010
	yılı II.Çey	I.çey.	II.çey.
	%	büy.	büy.
		katkısı	katkısı
Yurtiçi Tüketim	70.5	6.4	4.47
Yatırım	23.9	3.2	5.80
Devlet Harcamaları	10.1	0.11	0.38
İhracat	24.9	-0.07	2.91
İthalat	27.5	5.6	4.52

Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

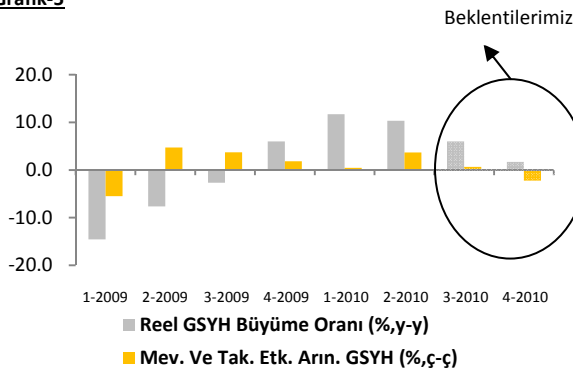
Büyüme verileri harcamalar yöntemiyle incelendiğinde, 2010 yılı ikinci çeyreğinde yerleşik hanehalklarının tüketiminde %6.2 oranında artış yaşandığı görülmektedir. Bu artış, büyümeye 4.5 puanlık katkı sağlarken, söz konusu gruptaki artışın yılın birinci çeyreğine kıyasla yavaşladığı dikkat çekmektedir. Devletin nihai tüketim harcamaları, 2010 yılı ikinci çeyreğinde büyümeye 0.38 puanlık katkı sağlayarak %3.6 oranında artmıştır. Yılın birinci çeyreğinde sert bir şekilde daralan kamu sektörü yatırımlarının yılın ikinci çeyreğinde %14.6 oranında arttığı görülmektedir. Kamu harcamalarında yaşanan artışın, yapılan alt yapı çalışmalarının artmasından, özellikle inşaat sektöründeki harcamaların artmasından kaynaklandığı söylenebilir. Özel sektör yatırımları ise %32.1 oranında büyüyerek, büyümeye 5.22 puan ile en yüksek katkıyı sağlayan grup olmuştur. Kamu yatırımlarındaki artışla beraber toplam yatırımların büyümeye katkısı 5.8 puan olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde %0.1 oranında daralan ihracatın yılın ikinci çeyreğinde %12.1 oranında büyüdüğü izlenirken, ithalattaki artış hızının daha güçlü olması nedeniyle (%17.8) net ihracatın büyümeye katkısı beklentilerimize paralel olarak negatif gerçekleşmiştir (-1.6 puan). İthalattaki artış hızının ihracattaki artış hızına göre daha yüksek olması TCMB'nin iç talebin dış talebe göre daha istikrarlı olduğu söylemini desteklemektedir.

**Grafik-4**



Kaynak: TÜİK

**Grafik-5**



Kaynak: TÜİK

Açıklanan ikinci çeyrek büyüme oranı ardından piyasalarda pek çok finansal kuruluşun Türkiye ekonomisi yılsonu büyüme oranına ilişkin beklentisini %6.4 ila %8 oranına revize ettiği dikkat çekmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH değerinin bir önceki döneme göre %3.7 artması oldukça olumlu bir görünüm sergilerken, yatırım harcamalarında izlenen performans önümüzdeki günlere ilişkin büyüme de toparlanmanın devam edeceğine işaret ederek piyasalarda yükselen beklentilere paralel bir görünüm sergilemektedir. Fakat önümüzdeki dönemde, baz etkisinin desteğinin azalmasıyla yıllık büyüme hızlarında yavaşlama olacağı düşünülmelidir. Nitekim GSYH'nin seyrine ilişkin olarak kullanmakta olduğumuz ekonometrik modellerimiz ışığında büyümenin üçüncü çeyrek için %5.5, dördüncü çeyrekte ise %1 oranında gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bu durumda 2010 yıl sonu GSYH büyüme oranı %6.8 oranında gerçekleşecektir. **Sonuç olarak açıklanan ikinci çeyrek büyüme rakamları sonrasında piyasa genel beklentilerinin bir miktar altında olsa da yılsonu büyüme tahminimizi %6.8'e revize ediyoruz. Buna ek olarak son açıklanan cari açık verisinin yılın ilk yedi ayında 24.2 milyar dolara ulaşması değerlendirildiğinde, 35 milyar dolar olan yılsonu cari açık beklentimizi 38.5 milyar dolara revize ediyoruz. GSYİH ve cari açık tahminlerimiz yapılan revizyonlar sonunda Cari Açık/GSYH oranının %5.3 olacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki**

hafta yayınlanacak olan Haftalık Yurtiçi Ekonomi raporumuzda açıklanan GSYH rakamlarının enflasyon ve para politikası üzerindeki etkileri ele alınacaktır.

### **Bono piyasaları neden yüksek fiyatlanıyor?**

Geçtiğimiz hafta Haftalık Finans Raporu'nda ABD 10 yıllık Hazine tahvil fiyatlarının son zamanlarda çok yükselmesi ve getirilerin tarihi düşük seviyeleri görmesi üzerine ABD tahvillerinde gerçekten bir balon olup olmadığı sorusu incelenmişti. Bu çerçevede 10 yıllık hazine tahvil getirileri ile yüksek ilişki içinde olan bazı veriler kullanılarak bir model<sup>3</sup> oluşturulmuştu. Model sonuçları, son dönemde ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirilerinin %2.9-3 arasında olması gerektiğine işaret ederken, bu durum normalde %2.46 civarında Ağustos ayını sonlandıran getirilerin ekonomik indikatörlere bağlı modelden daha düşük seviyelerde olduğunu göstermişti. Modelin tahmininin gerçekleşen değer üzerinde kalması, ABD tahvil piyasalarında var olduğu düşünülen "bond bubble"ın da bir göstergesi olarak değerlendirilmişti. Bu çalışma ardından bu haftaki raporumuzda benzer şekilde Türkiye tahvil piyasaları için halihazırda durumun nasıl olduğu araştırılacak ve bu sorunun cevabını bulabilmek için kurduğumuz ekonometrik modelin sonuçları çerçevesinde getirilerde yaşanan hareketlerin nedenleri açıklanacaktır.

Türkiye'deki bono fiyatlamasının makro ve finansal göstergelerin çizdiği tablo ile uyumlu olup olmadığını araştırmak amacıyla gösterge tahvil getirisi ile ilişkili olduğu düşünülen değişkenler arasında korelasyon matrisi hesaplanmıştır (Bkz Ek-1). Ekte görüldüğü gibi Merkezi Yönetim borç stoku, Merkezi Yönetim iç borç stoku, cari işlemler açığı, manşet enflasyon, çekirdek I-endeksi, TCMB gösterge faiz oranı, gelişmekte olan ülke ortalama faiz oranları ile gelişmiş ülke ortalama faiz oranları ve 5 yıllık Türkiye CDS değerinin gösterge tahvil getirisi ile yüksek korelasyona sahip olduğu görülmektedir.

**Tablo-1**

Değişken	Katsayı	p - Olasılık Değerleri
<b>Sabit Katsayı</b>	48.7559	0.0000
<b>Sanayi Üre. Endeksi (3 Aylık Ort.)</b>	0.0832	0.0000
<b>24 Ay Sonrası Enflasyon Beklentisi</b>	1.8796	0.0013
<b>12 Aylık Kümülatif Cari İşlemler Açığı</b>	-0.00009	0.0004
<b>Çekirdek I Endeksi</b>	-0.2591	0.0001
<b>İç Borç Stoku</b>	-0.0671	0.0183
<b>R<sup>2</sup></b>	0.978	
<b>Düzeltilmiş R<sup>2</sup></b>	0.975	
<b>Durbin Watson</b>	1.880	

Modelde White Heteroscedastic Standard Hata Terimleri kullanılmıştır.

**Kaynak: VakıfBank**

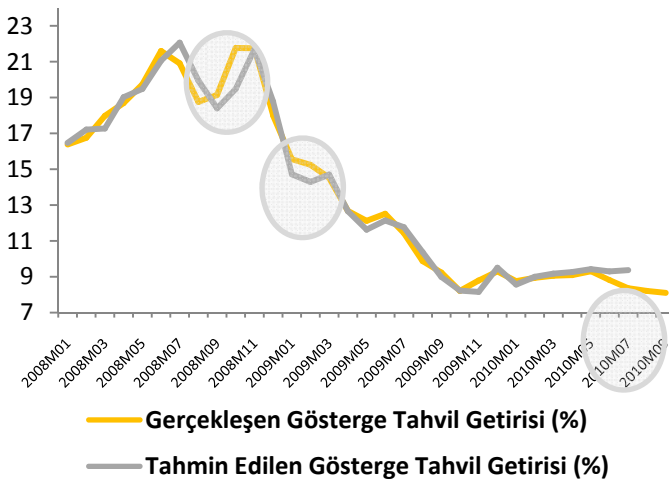
Gösterge tahvil getirisinin piyasada oluşan değerinin makro ekonomik ve finansal göstergeler ile uygunluğunu incelemek amacıyla kurduğumuz ekonometrik modelimizde (gösterge tahvil getiri verisinin 2004 yılı Eylül ayından başlamasına bağlı olarak), 2004 yılı Eylül ayı ile 2010 yılı Eylül ayı arasındaki 73 veri ile çalışılmıştır. Oluşturduğumuz korelasyon matrisine dayanarak ekonometrik modelimizde makro ekonomik veriler yer almıştır. Korelasyon matrisinde yüksek korelasyona sahip olmamasına karşın, teorik olarak yüksek ilişkisi olduğu

düşünülen ekonomik büyümeyi yansıtan sanayi üretim endeksi modele dahil edilmiştir. Modelimize sanayi üretim endeksinin 3 aylık hareketli ortalama serisi alınırken, sanayi üretim endeksinin kendisi de modelde denenmiş ancak genel trendi göstermesi bakımından sanayi üretiminin 3 aylık hareketli ortalaması modelde daha anlamlı sonuçlar vermiştir. Diğer yandan teorik olarak merkez bankası faizlerinin piyasa faizleri üzerinde temel belirleyici olduğu korelasyon matrisinde de desteklenirken, diğer makroekonomik ve finansal veriler ile yüksek ilişkisi dikkate alındığında politika faizi modele dahil edilmemiştir. Politika faizinde önemli belirleyicilerden biri olan enflasyon göstergelerinden geçici fiyat artışlarını da yansıtan manşet enflasyon yerine çekirdek enflasyon tercih edilmiştir. TCMB'nin yayınladığı toplantı özetlerinde politika faiz kararının

<sup>3</sup> Modeller ilgili detaylar 20-27 Eylül Haftalık Finans Raporu'nda yer almaktadır.

gerekçelerinde sık sık çekirdek enflasyona vurgu yapması bu düşüncemizi destekler niteliktedir. 12 ay sonraki enflasyon beklentileri daha yüksek bir korelasyona sahip olmasına karşın, gösterge tahvil getirisinin vadesinin 2 yıla yakın olması nedeniyle 24 ay sonraki enflasyon beklentileri modele dahil edilmiştir. Enflasyon ile enflasyon beklentileri arasında yüksek bir ilişki beklenmesine karşın, beklenildiği kadar yüksek bir ilişki bulunmadığı değerlendirildiğinde modelde enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bir arada yer alınmasında ekonometrik bir sorun görünmemektedir. Diğer yandan kamu borçlanmasının faizler üzerindeki baskısını göstermek amacıyla iç borç stoku modele dahil edilmiştir. Yurt içi tahvil-bono piyasasında yerli yatırımcının oranının yüksek olması nedeniyle modele borç stoku yerine iç borç stoku eklenmiştir. Son dönemde cari açık sert şekilde açılırken, cari açığın finansman problemi gündeme gelmiştir. Bu çerçevede getiri ile ilişkisi %92 olarak hesaplanan cari açığın son 12 aylık kümülatif toplamı modele dahil edilmiştir. Modelin tahvil getirisini açıklama gücü %97.8 ile oldukça güçlü olduğu görülmektedir.

**Grafik-1**

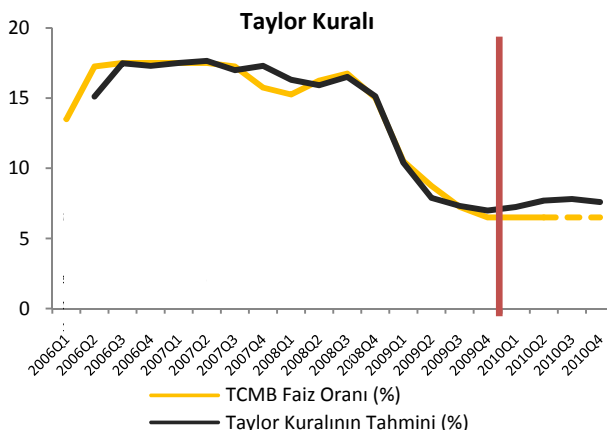


Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

Oluşturduğumuz model çerçevesinde tahmin edilen tahvil getirilerinin gerçekleşen rakamlarla<sup>4</sup> uyumlu olduğu görülmektedir (Bkz Grafik-1). Model tahminlerinin güçlü olduğu söylenebilecekken, bazı dönemlerde bu gücün zayıfladığı dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki 2008 yılının Eylül döneminde Lehman Brothers'ın batmasıyla azalan risk iştahına bağlı olarak getirilerin sert şekilde yükseldiği dönemdir. Model tahmininde söz konusu yükseliş gecikmeli olarak yakalanmıştır. Model tahmininin gerçekleşen tahvil getirisinden ayrıştığı diğer bir dönem ise 2009 yılının başı

olarak dikkat çekmektedir. Bu dönemde modele dahil edilen sanayi üretiminde yaşanan sert düşüş yanında enflasyon ve enflasyon beklentilerinde yaşanan gerileme gerçekleşen tahvil getirilerinin altında bir tahmini getiri oranı hesaplanmasına neden olmuştur. Modelin ilerleyen dönemde, özellikle TCMB'nin sert faiz indirimlerine gittiği 2009 yılı süresince gerileyen tahvil getirilerine paralel tahminler verdiği dikkat çekmektedir. 2009 yılında tahmin ve gerçekleşen getiri oranları arasındaki uyumun 2010 yılının Şubat ayı itibariyle ise bozulduğu görülmektedir. Model tahmininin gerçekleşen tahvil getirisinin üzerinde yer aldığı dikkat çekerken, bu durum yurtdışı piyasalar için kurduğumuz ve bono piyasalarında bir balon olduğunu gösteren modelin sonuçlarına paralel bir görünüm çizmektedir. Dolayısıyla, kurduğumuz model çerçevesinde yurtiçi piyasalarda da son dönemde getirilerin olması gerekenden düşük olduğu söylenebilecektir.

**Grafik-2**



Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

Tahvil getiri oranını açıklamak için kurduğumuz çok değişkenli ekonometrik model dışında, politika faizlerinin belirlenmesi hususunda çıktı açığını ve enflasyonu birlikte değerlendirilen Taylor Kuralı<sup>5</sup> çerçevesinde

<sup>4</sup>Modelde ayrıca nominal faizlerin bir gecikmeli değişkeni eklenmiş değişken varyans ve <sup>5</sup>değişkenler %0.05 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Kurulan model

oluşturduğumuz model tahminleri Grafik-2’de yer almaktadır. Taylor Kuralı olarak bilinen nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenenenden sapsması ( $\pi - \pi^*$ ) ve çıktı açığının ( $y - y^*$ ) bir fonksiyonu olarak tanımlanan

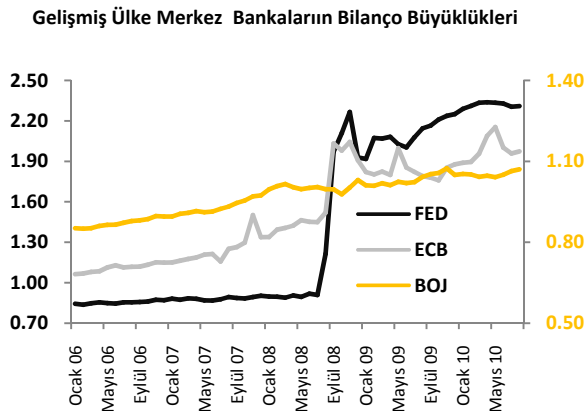
$$i = b_0 + b_1(\pi - \pi^*) + b_2(y - y^*)$$

denklem tahminleri incelendiğinde, Taylor Kuralı tahminiyle, gerçekleşen TCMB faiz kararının birbirine oldukça paralel bir görünüm çizmekle beraber, 2009 4. çeyreğinden itibaren özellikle 2010 yılının 1. çeyreğinde birbirinden ayrıştığı, Taylor Kuralına göre politika faizlerinin son dönemde daha yüksek seviyede olduğu görülmektedir. Bu durum Grafik-1’de kurduğumuz ilk modele paralel bir görünüm çizmekle beraber, tahvil piyasalarındaki düşük getiriler üzerinde etkili olan politika faiz oranlarının da Taylor Kuralı çerçevesinde olması gerekenden düşük olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla Türkiye’de de Amerika’ya benzer şekilde yapılan iki analizde tahvil piyasalarının son dönemde yüksek fiyatlandığı görülmektedir. Yukarıdaki analiz çerçevesinde, Türk tahvil piyasasının yüksek fiyatlanmasının nedenleri aşağıda 5 madde altında incelenecektir.

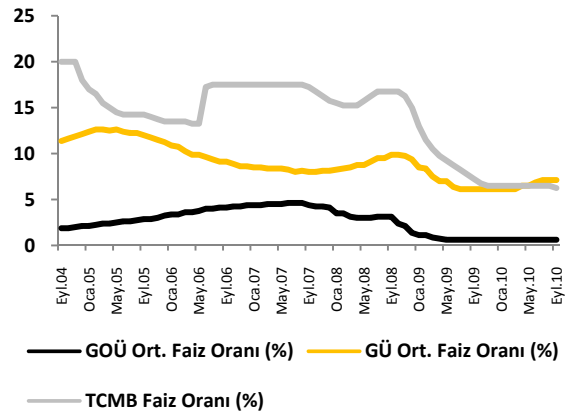
## Türk Tahvil-Bono Piyasaları neden yüksek fiyatlanıyor?

### 1- Artan Likidite

Grafik-3



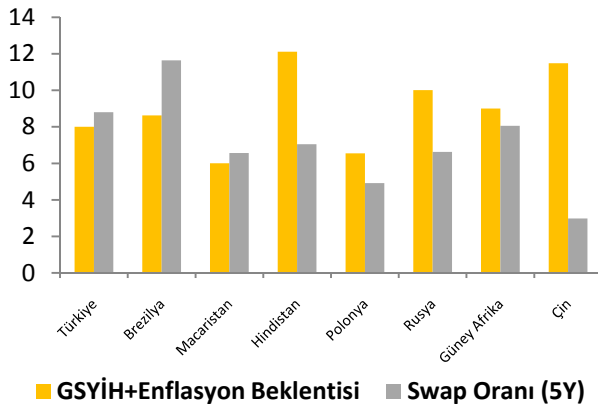
Grafik-4



Global piyasalarda yaşanan kriz ardından başta gelişmiş ülkeler olmak üzere tüm dünyada alınan önlemlerle artan likidite Türkiye tahvil piyasalarında görülen düşük getiri oranları üzerinde de etkili olmaktadır. 2007 yılında 880 milyar dolar seviyesinde olan Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) bilanço toplamı Lehman Brothers'in batışı ardından Fed'in finansal sisteme olan güvensizliğini azaltmak için zor durumda olan şirketlere doğrudan kredi vermesi ve bu şirketlerin tahvillerini almasıyla 2008 yılı sonunda 1.9 trilyon dolara ulaşmıştır. Benzer şekilde söz konusu dönemde 1.9 trilyon euroya ulaşan Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) bilanço büyüklüğü ise, kriz döneminde alınan önlemler ve yapılan harcamaların 2010 yılında pek çok ülkeyi içine alan bir borç ve bankacılık krizine dönüşmesi sonucu artmaya devam ederek 2.15 trilyon euroya ulaşmıştır. Uluslar arası piyasalarda yaşanan talep yetersizliği ile hızla gerilemiş olan enflasyon rakamları paralelinde alınan önlemler kapsamında, tüm dünyada merkez bankalarının faiz oranlarını sert bir şekilde indirmesi TCMB'nin kriz süresince uyguladığı genişleyici para politikalarında faiz indirimlerinin alanının artmasına imkan sağlarken, dünya piyasalarında artan likidite faiz indirimleri sürecinde Türk tahvil piyasalarına olan talebi destekleyerek tahvil piyasalarındaki getirilerde yaşanan düşüş üzerinde etkili olmuştur.

## 2- Global tahvil piyasalarının yüksek fiyatlanması

**Grafik-5**

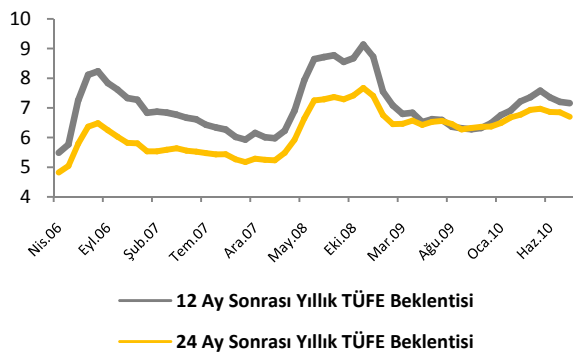


Kaynak: Bloomberg, IMF

Türk tahvil piyasalarının yüksek fiyatlanmasının arkasındaki diğer bir sebep ise global piyasalarda özellikle gelişmekte olan pek çok ekonomide de tahvil piyasalarının yüksek fiyatlanmasıdır. Başka bir deyişle ilk bölümde belirttiğimiz yüksek likiditenin getiriler üzerindeki olumlu etkisi yalnız Türkiye'ye özgü değil, ülkemizde içinde bulunduğu pek çok gelişmekte olan ülkede görülen bir sonuçtur. Bilindiği üzere teorik olarak uzun vadeli getiriler enflasyon ve büyüme beklentileri ile risk primi toplamını yansıtmalıdır. Ancak IMF'in bazı gelişmekte olan ülkeler için 2015 yılı büyüme ve enflasyon beklentileri ile bu ülkelerin 5y5y yıllık swap faiz oranları karşılaştırıldığında, pek çok gelişmekte olan ülke faiz oranının enflasyon ve büyüme beklentilerinin toplamının oldukça altında kaldığı görülmektedir (Bkz Grafik-5). Özellikle Çin ve Hindistan'da büyüme ve enflasyon beklentileri toplamının 5y5y swap oranının çok altında kaldığı dikkat çekerken, Brezilya ve Macaristan dışında diğer gelişmekte olan ülkelerde de tablonun benzer bir şekilde olduğu görülmektedir. IMF'nin %4 ve %4 olan 2015 büyüme ve enflasyon beklentileri büyüme için ihtiyatlı, enflasyon için iyimser bir tablo çizerken, bu durum Türkiye swap oranının söz konusu toplamın üzerinde kalmasına neden olmuştur. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak 2015 tahminlerimiz çerçevesinde ise swap oranının büyüme ve enflasyon beklentilerimizin toplamının altında kaldığı söylenebilir. Türkiye'nin swap oranının IMF beklentilerine göre hesaplanan orandan yüksek olduğu görülmekle birlikte söz konusu değişkenler arasındaki farkın son derece düşük olduğu söylenebilir. Sonuç olarak yüksek global likiditenin gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarını makro ekonomik indikatörlerin gösterdiğinden daha düşük seviyede tuttuğu görülmektedir.

## 3- Türkiye için enflasyon beklentilerinin düşük olması

**Grafik-6**



Kaynak: TCMB

Krizle birlikte daralan talep nedeniyle düşüş trendine giren tüketici fiyatları, 2009 yıl sonunu %6.5 seviyesinden tamamlarken, 2010 yılı genelinde gıda fiyatlarındaki harekete paralel dalgalı bir seyir izlemiştir. Çift haneli rakamlardan tek hanelere gerileyen enflasyon oranı beraberinde enflasyon beklentilerini de düşürürken, yaşanan düşüş tahvil piyasalarındaki düşük faiz oranları üzerinde etkili olmaktadır.

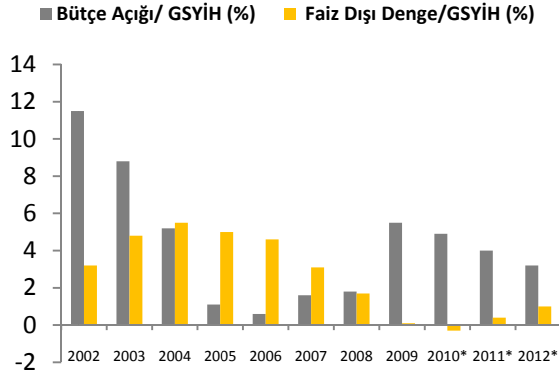
## 4- Güçlü Mali Görünüm

Yaşanan küresel krizle birlikte tüm dünya ülkelerinde krizin etkilerini hafifletmek amacıyla uygulamaya konan genişletici maliye politikaları bütçe açıklarının sert şekilde artmasına neden olmuştur. Küresel krizin 2009 yılının Haziran ayında dibi görmesinin ardından ekonomiler toparlanma eğilimine girerken, 2010 yılında Euro Bölgesi borç krizi ile birlikte dikkatler ülkelerin artan bütçe açıklarına ve kamu borç stoklarına çekilmiştir. Gelişmiş



ülkelerin kamu borç stoklarının gelişmekte olan ülke ekonomilerine göre daha yüksek olduğu görülürken, Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler arasında da mali disiplini ile ön plana çıkması tahvil piyasalarına olumlu yansımıştır.

**Grafik-7**



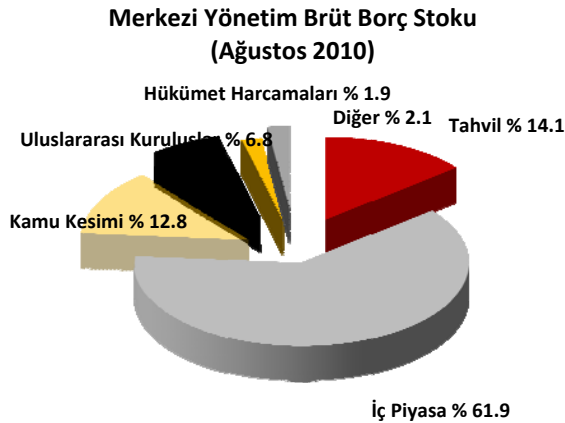
Kaynak: Maliye Bakanlığı

\*: OVP

önemli görünmektedir.

Türkiye'nin bütçe açığının 2009 yılında %5.5 ile görece olumlu bir performans sergilediği dikkat çekerken, 2010 yılının ilk 8 ayında bütçenin 14 milyar TL açık verdiği değerlendirildiğinde %4.9 açık yönünde olan OVP hedefinin gerçekleşmesi kesinleşmiş görünmektedir. Faiz dışı dengenin de 2009 yılında pozitif alanda kalmayı başarması önemli görünürken, 2010 yılının ilk 8 ayında da faiz dışı dengenin fazla vererek olumlu bir performans sergilediği izlenmektedir. Gelişmiş ülkelerin bir kısmında kamu borç stokunun GSYİH içindeki payının %100'leri aştığı bir ortamda Türkiye'nin %50'nin altında bir borçlanma ile 2009 yılını tamamlaması

**Grafik-8**



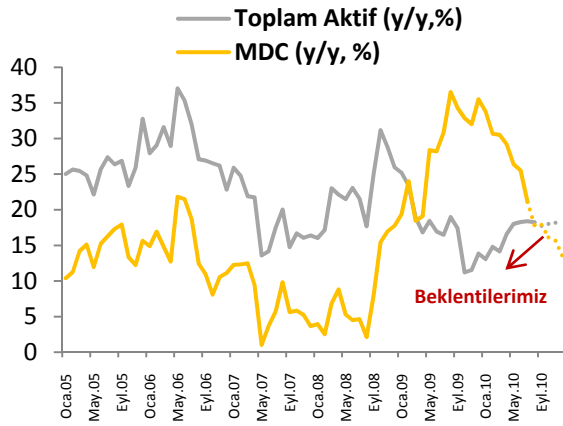
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

piyasada öncül olarak takip edilen 'Toplam İç Borç Çevirme Rasyosu'nun program çerçevesinde %99.5 olması beklenirken, ilk yedi aylık dönemde %87.5 olarak gerçekleşmiştir. Hazine tarafından yapılan borçlanmanın beklentilerin üzerinde gerilemesi mali dengelerin getiriler üzerinde oluşturduğu baskının Türkiye'de görülmemesine neden olmuştur. Mali disiplin açısından 2010 yılında olumlu bir performans dikkat çekerken, Mali Kural'ın ertelenmesi bir miktar olumsuz algılanmakla beraber tahvil piyasalarında yukarı yönlü bir baskı yaratmamıştır.

Ağustos 2010'da Merkezi Yönetim Brüt borç stoku geçen yılın aynı dönemine göre %9 artışla 462.9 milyar TL'ye yükselmiştir. Borç stokunun alt kalemleri incelendiğinde, borç stoğunun, %75 oranındaki kısmının kamu kesimi ve iç piyasa kalemlerinden oluşan iç borç stoğundan, geri kalan %25'lik kısmın ise dış borç stoğundan oluştuğu görülmektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından yayınlanan 2010 Finansman Programı çerçevesinde ise Ocak-Aralık döneminde; 200.3 olması beklenen toplam borç servisi Ocak-Temmuz döneminde 119.3 olarak gerçekleşmiş ve gerçekleşen rakama, iç borç servisinin beklentilerin oldukça altında gelmesinin payı fazla olmuştur. Hazine tarafından hesaplanan ve

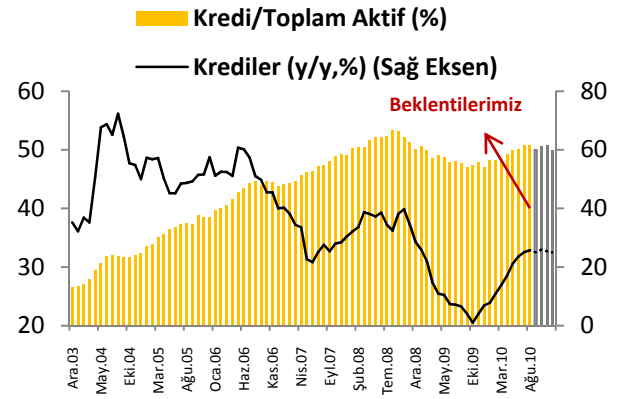
## 5- Bankacılık Sektörünün Hızlı Aktif Büyümesi Yönündeki Eğilimi

**Grafik-9**



Kaynak: BDDK, VakıfBank

**Grafik-10**



Kaynak: BDDK, VakıfBank

Türk bankacılık sektörü 2000-2001 döneminde yaşadığı, tarihinin en büyük krizinin akabinde alınan önlemler çerçevesinde 2003 yılı sonrasında sağlıklı bir mali bünyeye sahip olmuştur. Grafik-9 ve Grafik-10'dan da görülebileceği üzere söz konusu dönem sonrasında sektörün aktiflerinde hızlı bir büyüme gerçekleşmiş ve bu büyümenin ana unsurları krediler ve menkul değerler cüzdanı (MDC) olmuştur. Ancak 2008-2009 döneminde ABD'de başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan kredi krizi Türk bankacılık sektörünün global ekonomik konjonktürden aldığı desteği kısmen azaltmıştır. Uluslararası piyasalarda yaşanan krizle ekonomik daralmaya bağlı olarak bankacılık sektörünün aktif büyümesinde kredilerin önemi kısmen azalırken, MDC'nin önemi artmıştır. Başka bir deyişle krizin bankacılık sisteminin toplam aktif büyümesi üzerindeki olumsuz etkisi MDC'deki artış ile bertaraf edilmeye çalışılmıştır. Ancak 2010 yılında sabit getirili menkul kıymet piyasalarında getirilerin tarihi dip seviyelere yaklaşmasıyla birlikte, büyüme imkanı önemli ölçüde azalmış, bu nedenle bankacılık sektörü göreceli olarak yüksek olan kredi plasmanına yeniden yönelmiştir. 2010 yılının ilk iki çeyreğinde baz etkisinin de yardımıyla hızla genişleyen kredi portföyünün, yılın 2. yarısında global piyasalarda yeniden gelen durgunluğun etkisiyle bir miktar yavaşladığı görülmektedir. Bu durum sektördeki rekabetin de etkisiyle kredi getirilerinde önemli sayılabilecek düzeyde gerilemeye neden olmaktadır. Başka bir deyişle, Türk bankacılık sektörünün gerek menkul değer portföyünün gerekse kredi portföyünün getirisinin azalması net faiz marjları üzerinde baskı yaratır hale gelmiştir.

Ancak sektörde yaşanan tüm bu olumsuz gelişmelere karşın, aktif büyümesini bir miktar sınırlamak yerine agresif bir biçimde artırmayı sürdürmektedir. **Bu nedenle tahvil piyasaları düşük getiri düzeyine rağmen, hala sektör için önemli bir plasman kalemi olmaya devam etmektedir.**

**Sonuç olarak,**

- ✓ Artan rekabet,
- ✓ Hızlı aktif büyümesi yönündeki eğilim

**Türk tahvil piyasasına olan talebi, getirileri düşük düzeyde tutacak ölçüde desteklemektedir.**

## Korelasyon Matrisi

	Gösterge Tahvil Getirisi	San. Üre.	Sanayi Üretim (3 Ay Har. Ort.)	KKO	Borç Stoku	İç Borç Stoku	Bütçe Dengesi	Cari Denge	Cari Denge (12 Aylık Toplam)	Portföy Yatırımları (12 Aylık Toplam)	Portföy Yatırımları (12 Aylık Toplam)	Menk. Değ. Cüz.	Enflasyon	I Endek.	Enf Bek. (12 Ay Sonrası)	Enf Bek. (24 Ay Sonrası)	Politika Faizi	Gel. Ülk. Ort. Faiz. Oranı.	GOÜ Ort. Faiz.	Tüfe bazlı reel Kur	Üfe Bazlı Reel Kur	Kur Sepeti	EMBI (Global)	EMBI (TR)	EMBI (Spread)	TR CDS (5Y)	CDS (Spread)	MSCI	ABD 2 Yıllık Tahvil Getirisi	ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi	Almanya 2 Yıllık Tahvil Getirisi	Almanya 10 Yıllık Tahvil Getirisi
Gösterge Tahvil Getirisi	1.00	0.16	0.31	0.45	-0.88	-0.92	0.23	-0.25	-0.92	-0.33	-0.53	-0.89	-0.75	-0.70	0.50	0.07	0.96	0.76	0.95	0.09	0.11	-0.55	-0.36	-0.65	0.51	0.54	0.74	-0.46	0.61	0.26	0.82	0.74
Sanayi Üretim		1.00	0.86	0.83	-0.27	-0.15	0.38	-0.56	-0.20	0.09	0.34	0.04	-0.21	-0.16	-0.02	-0.19	0.23	0.47	0.11	0.56	0.61	-0.63	0.64	0.42	0.65	-0.56	0.52	0.60	0.51	0.39	0.48	0.45
Sanayi Üretim (3 Ay Har. Ort.)			1.00	0.94	-0.42	-0.29	0.45	-0.62	-0.37	0.03	0.30	-0.10	-0.31	-0.25	0.13	-0.13	0.40	0.61	0.31	0.70	0.71	-0.78	0.61	0.37	0.67	-0.48	0.58	0.56	0.59	0.57	0.62	0.55
KKO				1.00	-0.57	-0.45	0.49	-0.64	-0.51	-0.05	0.25	-0.19	-0.49	-0.46	0.09	-0.24	0.56	0.77	0.42	0.74	0.76	-0.88	0.57	0.26	0.81	-0.40	0.72	0.51	0.74	0.68	0.75	0.68
Borç Stoku					1.00	0.99	-0.29	0.33	0.80	0.31	0.43	0.72	0.95	0.92	-0.10	0.35	-0.96	-0.93	-0.79	-0.28	-0.24	0.77	0.03	0.32	-0.61	-0.22	-0.82	0.17	-0.82	-0.45	-0.94	-0.88
İç Borç Stoku						1.00	-0.24	0.23	0.81	0.35	0.52	0.79	0.94	0.90	-0.16	0.28	-0.97	-0.87	-0.83	-0.15	-0.12	0.66	0.19	0.46	-0.52	-0.36	-0.77	0.32	-0.75	-0.35	-0.89	-0.83
Bütçe Dengesi							1.00	-0.37	-0.27	0.03	0.06	-0.10	-0.20	-0.17	0.10	-0.07	0.26	0.33	0.18	0.40	0.43	-0.43	0.27	0.13	0.38	-0.18	0.40	0.15	0.35	0.37	0.39	0.39
Cari Denge								1.00	0.38	-0.24	-0.23	0.09	0.19	0.27	-0.04	0.19	-0.29	-0.46	-0.22	-0.55	-0.54	0.57	-0.56	-0.34	-0.63	0.34	-0.51	-0.43	-0.44	-0.42	-0.49	-0.44
Cari Denge (12 Aylık Toplam)									1.00	0.23	0.33	0.86	0.62	0.61	-0.57	-0.14	-0.90	-0.73	-0.97	-0.30	-0.34	0.60	0.26	0.53	-0.48	-0.48	-0.65	0.35	-0.54	-0.17	-0.75	-0.62
Portföy Yatırımları										1.00	0.41	0.25	0.34	0.33	0.01	0.16	-0.35	-0.28	-0.32	0.13	0.21	0.03	0.32	0.39	-0.06	-0.39	-0.20	0.28	-0.15	-0.03	-0.19	-0.16
Portföy Yatırımları (12 Aylık Toplam)											1.00	0.67	0.40	0.36	-0.16	-0.05	-0.40	-0.12	-0.42	0.56	0.57	-0.13	0.54	0.65	-0.06	-0.65	-0.33	0.76	0.00	0.17	-0.27	-0.31
Menk. Değ. Cüz.												1.00	0.57	0.49	-0.59	-0.27	-0.79	-0.50	-0.89	0.09	0.03	0.31	0.52	0.71	-0.27	-0.68	-0.53	0.66	-0.32	0.06	-0.60	-0.52
Enflasyon													1.00	0.96	0.15	0.55	-0.87	-0.89	-0.62	-0.19	-0.14	0.70	-0.02	0.24	-0.55	-0.13	-0.74	0.10	-0.83	-0.45	-0.86	-0.83
I Endek.														1.00	0.22	0.62	-0.83	-0.88	-0.58	-0.24	-0.17	0.69	-0.06	0.20	-0.58	-0.11	-0.72	0.06	-0.78	-0.45	-0.82	-0.79
Enf Bek. (12 Ay Sonrası)															1.00	0.88	0.32	0.02	0.61	-0.01	0.12	-0.03	-0.49	-0.56	0.01	0.52	0.14	-0.48	-0.06	-0.14	0.15	0.07
Enf Bek. (24 Ay Sonrası)																1.00	-0.15	-0.45	0.19	-0.23	-0.08	0.37	-0.50	-0.42	-0.31	0.42	-0.23	-0.44	-0.45	-0.35	-0.29	-0.32
Politika Faizi																	1.00	0.90	0.91	0.26	0.24	-0.71	-0.19	-0.48	0.56	0.37	0.78	-0.27	0.76	0.37	0.90	0.81
Gel. Ülk. Ort. Faiz. Oranı.																		1.00	0.70	0.53	0.48	-0.90	0.21	-0.10	0.73	-0.03	0.82	0.14	0.91	0.61	0.94	0.87
GOÜ Ort. Faiz.																			1.00	0.17	0.20	-0.52	-0.39	-0.64	0.40	0.58	0.62	-0.46	0.48	0.11	0.72	0.60
Tüfe bazlı reel Kur																				1.00	0.96	-0.77	0.61	0.47	0.48	-0.53	0.33	0.63	0.47	0.49	0.41	0.34
Üfe Bazlı Reel Kur																					1.00	-0.76	0.58	0.42	0.50	-0.51	0.33	0.60	0.46	0.50	0.40	0.32
Kur Sepeti																						1.00	-0.47	-0.19	-0.73	0.34	-0.74	-0.41	-0.87	-0.70	-0.86	-0.80
EMBI (Global)																							1.00	0.91	0.48	-0.91	0.27	0.87	0.33	0.48	0.20	0.20
EMBI (TR)																								1.00	0.07	-0.94	-0.17	0.86	0.04	0.22	-0.15	-0.15
EMBI (Spread)																									1.00	-0.22	0.89	0.28	0.70	0.70	0.79	0.79
TR CDS (5Y)																										1.00	0.02	-0.92	-0.21	-0.45	0.01	-0.02
CDS (Spread)																											1.00	0.00	0.78	0.67	0.93	0.94
MSCI																												1.00	0.30	0.50	0.02	0.03
ABD 2 Yıllık Tahvil Getirisi																													1.00	0.79	0.89	0.88
ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi																														1.00	0.63	0.75
Almanya 2 Yıllık Tahvil Getirisi																															1.00	0.96
Almanya 10 Yıllık Tahvil Getirisi																																1.00

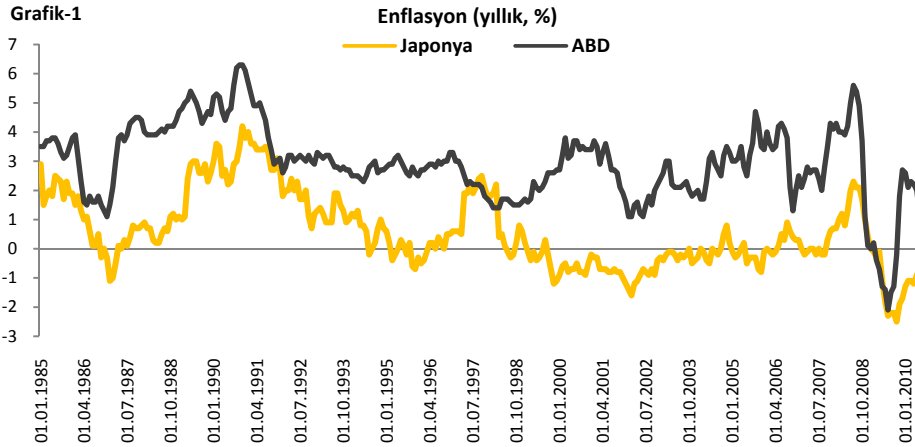
## ABD Japonya'ya benzer bir deflasyona girebilir mi?

Amerikan ekonomisinin 2007-2009 resesyonunun ardından toparlanma gücünün son aylarda zayıflamaya başlaması, azalan enflasyonla birlikte ABD'nin deflasyona gireceği kaygısını gündeme getirmiştir. Dünyada deflasyon yaşayan son ülke olan Japonya'nın 1990'ların ortalarından beri devam eden deflasyon tecrübesi, ABD'nin de benzer bir sürece girebilme ihtimalini akla getirmektedir. Bu çalışmada ABD'nin içinde bulunduğu durum Japonya'nın deflasyon süreci ile benzerlik ve farklılıkları açısından değerlendirilerek, Amerikan ekonomisinin deflasyona girme olasılığı ele alınacaktır.

### Japon Ekonomisinin 1990'lardan itibaren karşılaştığı şoklar

Japonya 1990'lı yılların ilk yarısında, finansal liberalizasyon ve deregülasyon sürecinin hızlanmasıyla birlikte, emlak sektörü ve hisse senedi piyasasında oluşan balonların patlaması sonucu finansal şoklara maruz kalmış ve bu dönemde başlayan süreç 2007-2009 küresel resesyon dönemine kadar devam etmiştir. 2006'dan itibaren deflasyon mücadelesinin sonuçlarını az da olsa almaya başlayan Japonya'nın deflasyon sarmalından çıkma umutları, 2007 yılında küresel krizin başlamasıyla birlikte iyice azalmıştır.

Japonya, 1980'li yıllarda araştırma-geliştirme faaliyetleri ve inovasyona dayalı olarak yaptığı teknoloji hamlesi ile büyüme performansını artırırken, gelişme potansiyeli risk profilini düşürmüştü, yaşanan finansal liberalizasyonla birlikte, piyasalarda ürün çeşitliliğine paralel olarak varlık fiyatları hızla artmıştır. Deregülasyon sürecinin bir sonucu olarak faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılmış, tahvil piyasasının genişlemesine izin verilmiştir. Şirketler kesiminin borçlanma imkanları arttıkça piyasalarda kredi genişlemesi hızlanmıştır. Bu durum bankalar ve diğer finans kuruluşları arasındaki rekabeti ve dolayısıyla kredi risklerini artırmıştır. Bankalar tıpkı 2007 küresel finans krizi öncesinde ABD'de yaşandığı gibi, borçluların kullandıkları kredileri geri ödeyebilme güçlerini sorgulamadan kredi sağlamış, kredi risklerini izleme gereğini göz ardı etmişlerdir.



Kaynak: Bloomberg

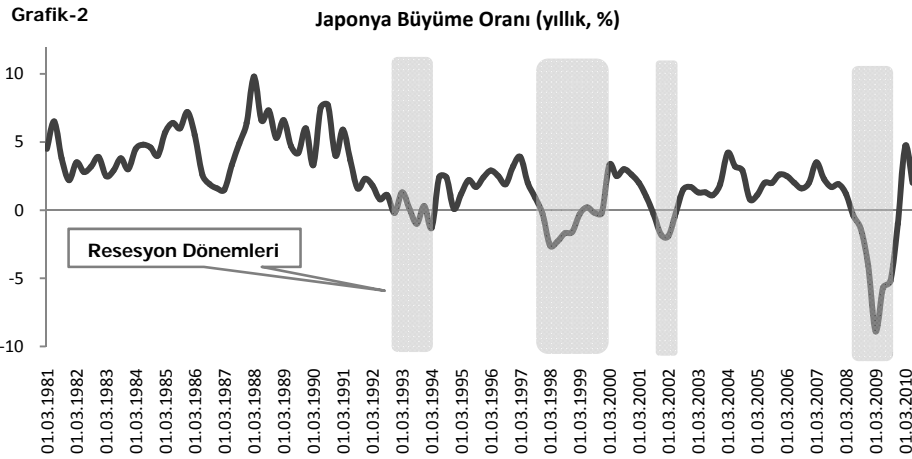
Bu arada gayrimenkul fiyatları hızla yükselirken, hisse senedi piyasalarına girişler artmıştır. Tüm bu yaşananlar artan enflasyonla birlikte ekonominin aşırı ısınmasına neden olurken, BOJ 1989 yılı sonuna doğru faiz oranlarını artırmaya başlamıştır. Kredi genişlemesi karşısında rahat davranan Japon hükümeti emlak sektöründe artan riskler karşısında Nisan 1990'da gayrimenkul kredilerine kısıtlama getirdiğini açıklamıştır. Hükümetin bu müdahalesi banka kredilerindeki artışı durdururken, gayrimenkul fiyatları ve hisse senedi fiyatları düşmeye, bankaların mali durumları zayıflamaya başlamıştır.

Japonya'da 1990'ların başında seyrek olarak görülen iflaslar mali kurumlar arasında giderek yayılmaya başlarken, merkez bankası ve hükümet mali kuruluşların bünyelerinin zayıflaması karşısında çözümler sunmakta

oldukça yetersiz kalmıştır. Özellikle krizler karşısında yetersiz kalan Mevduat Sigorta Sisteminin geliştirilmesi için çözümler üretilse de bankalara gerektiğinde sermaye aktarımı sağlayacak bir sistem geliştirilememiştir.

Temmuz 1997'de patlak veren Asya krizi, Japon banka ve finans kuruluşlarının 1990'ların başından beri sarsıntıda olan mali durumları için önemli bir tehdit olmuştur. 1997 yılının Ekim ayında zincirleme biçimde banka iflasları yaşanırken, oluşan panik havası spekülasyonları artırarak tüm finans sistemini çöküşün eşiğine getirmiştir. Banka iflaslarını önlemek için Mart 1998'e kadar Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın (GSYİH) yaklaşık %0.4'ü kadar sermaye aktarımı yapılsa da bu tutarın yetersiz olması, piyasaları sadece geçici olarak sakinleştirebilmiştir. Mayıs 1998'de Japonya'da Long Term Credit Bank'ın (LTCB) iflas etmesi ile o tarihe kadar yaşanan en büyük banka iflası gerçekleşmiştir. Bunun üzerine yaşanan krizin çözümü ve finansal sisteme olan güvenin yeniden oluşması için bankalara sermaye aktarımı ve mevduat sigortasının geliştirilmesi için yeni önlemler açıklanmış, daha sonrasında ise finans sisteminin yapısal sorunlarının çözümüne odaklanılmıştır. 1999-2001 döneminde bankaların aktif kalitesinin artırılmasının yanında, banka birleşme ve satın almaları ile bankaların sermaye yapısı güçlendirilmeye çalışılmıştır.

1990'ların başından 2000'li yıllara kadar bankacılık sisteminin sorunlarının bir türlü çözülememesi, kredi daralmasını devam ettirerek Japonya'nın büyüme performansına da olumsuz şekilde yansımıştır.



Kaynak: Bloomberg

1990'ların başından beri görülen kredi daralması Asya krizinin etkisiyle giderek artarken, Japonya'yı 1997'nin son çeyreğinden 1999'un sonuna kadar sürececek olan çift dipli bir resesyona sürüklemiştir (Bkz. Grafik-2). Japonya bundan önce 1990'lardaki ilk resesyona 1992-1993 döneminde, para politikasının daraltılması ve emlak sektörü ile hisse senedi piyasalarında oluşan balonların patlaması sonucu yaşamıştır. Bu ilk resesyondan toparlanmaya çalışan Japon ekonomisi, 1997 sonunda, Asya krizinin yansımaları ve dolaylı vergi artırımlarının etkisiyle tekrar resesyona girmiş, bu kez toparlanma gücü daha da zayıflamış ve resesyonda ikinci bir dip oluşmuştur.

Japonya ilk resesyondan çıkmasını henüz sorunların çok artmamış ve tam olarak anlaşılammış olmasına borçludur. İkinci resesyondan çıkması ise Asya krizinin sona ermesi ve ABD'de başlayan teknoloji balonu sayesinde olmuştur. Japonya'yı çift dipli resesyondan çıkararak teknoloji balonunun 2001 yılında patlaması, ülkenin 1990'lardan beri üçüncü resesyona girmesine neden olmuştur. Üçüncü resesyona başlatan bir diğer faktör ise BOJ'un büyümedeki kırılganlığa rağmen faiz indirimine gitmiş olmasıdır.

Her üç resesyon döneminin ortak özelliği tüketici güveninin ve enflasyon beklentilerinin giderek bozulmasıdır. Resesyon dönemlerinin bir diğer özelliği kamu borç stokunun GSYİH'ya oranının sürekli olarak artmasıdır. Japonya bu süreçte enflasyon beklentilerindeki bozulma karşısında faiz oranlarını %0'a kadar düşürüp, kamu yardımları ve harcamalarını artırarak para ve maliye politikalarının desteğiyle ayakta kalabilmiştir.

Japonya bu 10 yıllık finansal karmaşa dönemini 2003'ten 2008'e kadar süren bir genişleme süreciyle atlarmaya başlamışken, küresel finans krizi nedeniyle yeni bir resesyona girmiştir. Son resesyon öncesinde, bankacılık sistemi istikrara kavuşturulurken, döviz kurunun değerin düşük tutulması suretiyle rekabet avantajı korunmuş, ihracata dayalı büyüme performansı artırılmıştır.

Ancak,1998 yılında negatif düzeylere gerileyen enflasyon oranının artırılmasında ve deflasyonun sona erdirilmesinde başarılı olunamamıştır. 2005 yılının sonlarından itibaren enflasyonda gözlenen hafif artış BOJ'un faiz oranını 2006 Temmuz'u itibariyle sadece %0.5'e çekebilmesini sağlayabilmiştir. Ayrıca, finans sistemine çeki düzen verebilmek ve iflasları önleyebilmek için kamu yardımlarına ihtiyaç duyulması, bütçe açığını sürekli hale getirmiş, borç stoku rekor düzeylere ulaşmıştır. Bunun sonucunda Japonya 2007 yılında başlayan küresel finans krizine kırılgan bir ekonomik yapı ile girmiştir.

Özet olarak, Japon ekonomisinin 1990'ların başından beri içinde bulunduğu çıkmaza:

- i. Finans sisteminin 1980'lerin ikinci yarısından itibaren gerekli gözetim, denetim ve şeffaflıktan yoksun bir şekilde yeniliklere açılması,
- ii. Japon otoritelerinin finans sistemindeki sorunların risk algılamasının artması durumunda sistemik hale geleceğinden endişe etmeleri,
- iii. Japonya'nın imalata dayalı bir ekonomi olması sebebiyle, sorunlu bankacılık sektörüne sermaye enjekte edilmesinin önemi ve gereğinin göz ardı edilmesi,
- iv. Finansal sistem ve ekonomiye çeki düzen verebilmek için gereken önlemlerin zamanında alınmamış olması,

sebepleriyle girdiği görülmektedir.

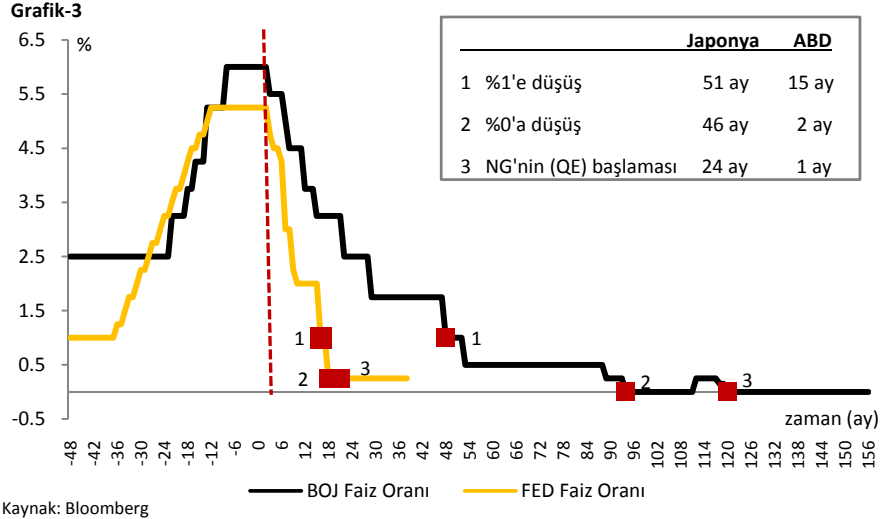
### **ABD'nin Japonya'nın deflasyon sürecinden çıkardığı dersler**

ABD'li politika yapıcılar, 2007'de başlayan kriz sürecine Japonya'nın kriz tecrübelerinden önemli dersler çıkarmış olarak girmiştir. Bu derslerden en başta geleni politika kararlarının hızla ve en etkili biçimde uygulanması gereğidir. ABD'nin, gerek para politikası gerekse maliye politikası alanında bu konuda kararlı davrandığı söylenebilir. Ancak, yine de bu konuda net bir sonuca varabilmek ve uzun vadeli bir perspektif ile bakılması için kriz sürecinin tamamen sona ermesi gerekmektedir.

Japonya'nın deflasyon sürecinden çıkarılan bir diğer önemli ders ise, alınan parasal ve mali önlemlerin ve uygulanan politikaların sona erdirilmesi için ekonominin tamamen sürdürülebilir bir toparlanma içine girmesi gerektiğidir. Ayrıca, iyileşme sürecinde beklentilerin kontrol altında tutulmasının da enflasyon veya deflasyonun engellenmesi açısından gerekli olduğu bilinmekte idi.

#### **i. Para Politikası**

ABD'nin bugünkü durumu ile Japonya'nın 1990'lardaki ekonomik görünümü karşılaştırıldığında varlık piyasalarında oluşan balon ve bankacılık sisteminin yaşadığı krizler açısından benzerlikler bulunduğu görülmektedir. Ancak her iki ülkede söz konusu varlık balonlarının patlaması sonrasında Merkez Bankaları tarafından verilen tepkiler belirgin biçimde farklıdır. Japonya'da bundan 20 yıl önce başlayan ve halen sona erdiği söylenemeyen deflasyon sürecinin, bu dönemde ne tür politikalar uygulanması gerektiği konusunda diğer ülkeler için de örnek oluşturduğu, FED'in ise Japonya'nın kriz tecrübesinden dersler çıkararak bugün yaşamakta olduğu krize karşı daha temkinli olduğu ve Japonya'ya nazaran daha doğru adımlar attığı söylenebilir.



İlk olarak, piyasaya müdahalede FED, Japon Merkez Bankası'na (BOJ) göre daha hızlı ve daha kararlı davranmıştır (Bkz. Grafik-3). BOJ 1989 yılının sonunda ekonominin varlık balonlarıyla aşırı ısınmasına karşı önlem olarak faiz oranlarında artışa gitmiş, Ağustos 1990 ile Haziran 1991 arasında faiz oranlarını %4.75'ten %6'ya çıkarmıştır. Faiz oranını 11 ay boyunca %6 seviyesinde tutan BOJ, bu tarihte faiz indirimlerine başlamış ve ancak 1995 Nisan ayında yani krizin başlangıcından yaklaşık 51 ay sonra oranları %1'e çekebilmiştir. FED ise kredi piyasalarında problemler ortaya çıkmaya başladıktan 1 ay sonra faiz indirimine başlamış ve BOJ ile karşılaştırıldığında oldukça hızlı bir şekilde 15 ay sonra faiz oranını %1'e çekmiştir.

Ayrıca BOJ genişletici para politikası uygulamaya başlamakta geç kalmış olmasının da etkisiyle, piyasa güvenini ve desteğini sağlayamamıştır. Ancak FED kararlı tavrıyla piyasalara güven vermiş, her türlü sorun karşısında hazırlıklı olacağını her fırsatta ve her şekilde ifade etmiştir.

## ii. Maliye Politikası

Japon hükümeti 10 yıllık süreçte bankacılık sisteminin sorunlarına kısa süreli ve etkisi düşük küçük önlem paketleri ile çözüm aramıştır. ABD hükümeti ise kredi krizinin olası sonuçları karşısında katı bir tutum sergilemiştir. Bankalara sermaye aktarmayı hedefleyen 750 milyar dolar tutarındaki TARP planı, 787 milyar dolarlık ekonomik teşvik paketi, işsizlik maaşından yararlanma sürelerinin uzatılması, konut sektörü ile küçük ve orta ölçekli şirketlere kredi avantajları sağlanması ile tek seferlik vergi iadesi gibi önlemler, Amerikan hükümetinin gösterdiği mali çabanın önemli bir kısmını yansıtmaktadır.

## iii. Politika Zamanlaması ve Sorunların Yanlış/Eksik Değerlendirilmesi

Japonya'da hükümetin bankacılık sektörü için yetersiz kalan yardımları yanında, hatalı bir zamanlama ile vergi artırımlarına girişmesi, Merkez Bankası'nın ise yerinde olmayan ve aceleci faiz artırımı kararları ve açıklamaları, kaydedilen ilerlemelerin çoğu kez kaybolmasına neden olmuştur. ABD ise krizle mücadelede erken bir zafer ilan etmekten hala kaçınmakta, olabildiğince temkinli davranmaktadır.

Öte yandan, Japonya'nın 1990'ların başında başlayan sorunlarının boyutları hakkında hiç kimse net bir tahmin ortaya koyamamıştır. Bir anlamda, Japonya bu tür bir sorunu ilk kez yaşayan ülke olmaktan muzdardır. ABD'de ise kredi krizinin yol açabileceği zararlara ilişkin tahminlerin olduğundan küçük algılanmamaya çalışıldığı gözlenmiştir.



## **ABD'nin Japonya'nın deflasyon sürecinden gerekli dersleri çıkarması, benzer bir deflasyona girme olasılığını azaltmaktadır**

2007 yılında başlayan ve hala sona erdiği söylenemeyen ABD kaynaklı küresel resesyonun başlangıç ve gelişimi Japonya'nın 1990'lardan 2000'lerin başlarına kadar yaşadığı inişli çıkışlı finansal kriz süreci ile büyük benzerlikler taşımaktadır. Krizler karşısında uygulanan politikalar da benzer olmakla birlikte, ABD'nin kriz karşısındaki proaktif tutumu, kararlı ve etkili davranışı her iki ülkenin kriz tecrübeleri arasında belirgin bir fark yaratmaktadır. Yukarıda sayılan nedenlerin yanında ABD'nin finans sistemine Japonya'dan çok daha kısa sürede çeki düzen vermesi ve yeni düzenlemeleri yasalaştırmaya başlaması, ayrıca, toplumsal olarak alınan önlemlere daha az direnç gösterilmiş olması ve her iki toplumun demografik ve kültürel farklılıkları, Japonya benzeri bir deflasyonun ABD'de yaşanması ihtimalini azaltmaktadır.

Bu açıdan, ABD'nin Japonya benzeri bir "kayıp on yıl"a girmesi beklenmeyebilir. Ancak, ABD için deflasyon olasılığı yok olmadığı sürece, Japonya'ya benzemese de kendine özgü yeni bir depresyon/deflasyon deneyimi yaşamakta olduğu söylenebilir. ABD'li politika yapımcıların parasal ve mali önlemler almakta büyük bir gayret içinde olmalarına rağmen, bu politikaların yetersiz veya aşırı olduğu, ayrıca zamanlama sorunları yaşanıp yaşanmadığı konusunda kesin bir yorum ancak tüm bu süreç tamamlandıktan sonra mümkün olabilecektir.

ABD'de yaz mevsimi ile birlikte öncül ekonomik aktivite göstergelerinin toparlanma sinyalleri giderek zayıflasa da ve hızlı düşüşler sergileseler de hala kritik seviyelerin üzerinde bulunmaları, elde edilen avantajların kaybolmadığını göstermektedir. ABD'de çekirdek enflasyonun düşük seviyelerinin sadece ABD'ye özgü tüketim davranışlarından kaynaklanmayıp, daha çok global fiyat hareketlerini yansıtması da ABD'nin deflasyona girme olasılığını azaltmaktadır.

### **BASEL III Kriterleri**

*Lehman Brothers'ın iflası sonrasında G20 ülkelerinin küresel finansal istikrarı yeniden oluşturma ve sistemdeki dengesizlikleri gidermek amacıyla başlattıkları çabalar, Kasım ayında Seoul'de yapılacak olan G20 toplantıları öncesinde ilk sonuçlarını Basel III bankacılık kriterlerinin hazırlanmasıyla vermiştir. Bu çalışmada, Basel III ile uluslararası bankacılık sistemine getirilmesi amaçlanan yenilikler ve öngörülen uygulama süreci, finans sisteminin ihtiyaçları bağlamında değerlendirilecektir.*

#### **Neden Basel III?**

Bankacılık ve finans sektörünün küreselleşmesi sonucu, bu sektörlerin işleyişini sorunsuz hale getirmek ve denetimini sağlamak için uluslararası standartlara ihtiyaç duyulmuştur. Bunun sonucunda ilk kez 1988 yılında bankacılık denetimiyle ilgili önemli hususların anlaşılması ve dünya genelinde bankacılık denetiminin kalitesinin artırılması ve standartlaştırılması için Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) bünyesinde faaliyet gösteren Basel Bankacılık Denetim Komitesi'nce BASEL I düzenlemeleri hazırlanmış, 2004 yılında söz konusu düzenlemelerde BASEL II adı altında revize edilmiştir. BASEL II düzenlemeleri kapsamında bankaların piyasa ve operasyonel riskleri için karşılık ayırmaları zorunluluğu, yapılan en önemli değişiklik olmuştur.

ABD'de başlayan finans krizinin küresel ekonomiye verdiği hasarın tekrarlanmaması için bankacılık sektörünün daha sıkı gözetim ve denetime tabi tutulmasını sağlayacak yeni önlemlerin alınması gereği doğmuştur. Bunun sonucunda BASEL II kriterleri, 27 ülkenin merkez bankaları ve bankacılık düzenleme kurumlarının uzun süren çalışmalarının ardından 12 Eylül tarihinde gerçekleştirilen son toplantıyla gözden geçirilmiş ve getirilen yeni düzenlemeler BASEL III kriterleri adı altında toplanmıştır.

### Basel III'ün Basel II'den Farklılıkları

BASEL III ile birlikte getirilen temel düzenleme, 2007 küresel finans krizinde bankaların sahip oldukları sorunlu varlıkların değer kaybı nedeniyle uğradıkları zararın yol açtığı sermaye kayıplarının tekrarlanmasını önlemek ve bankacılık sisteminde finansal istikrarı tehdit eden unsurların olumsuz etkisini azaltmak amacıyla sermaye rasyolarının arttırılmasıdır. BASEL III'ün getirdiği değişiklikler, sermaye gerekliliklerinin yükseltilerek şartların sıkılaştırılması olarak özetlenebilir.

BASEL II ve BASEL III karşılaştırıldığında belli farklılıklar göze çarpmaktadır.

	BASEL II	BASEL III
<b>Birincil Sermaye Rasyosu</b>	4.0%	6.0%
<b>Çekirdek Birincil Sermaye Rasyosu</b>	2.0%	4.5%
<b>Sermaye Koruma Tamponu</b>	--	2.5%
<b>Konjonktürel Sermaye Tamponu</b>	--	%0-%2.5
<b>Minimum Ana Sermaye Gereksinimi</b>	2.0%	4.5%
<b>Sistemil Olarak Önemli Bankalar İçin Ek Sermaye</b>	--	Henüz belirsiz, çalışmalar sürüyor

BASEL II'de %2 olan **minimum ana sermaye gereksinimi** Basel III ile %4.5'e çıkarılmaktadır. Bununla beraber ana sermaye ve diğer sınırlandırıcı finansal araçları içeren birincil sermaye rasyosu (Tier 1) da %4'ten %6'ya çıkarılmıştır. Ayrıca %2 olan çekirdek birincil sermaye rasyosu da %4.5'e yükseltilmiştir.

Ayrıca, BASEL II'de olmayan ana sermaye tarafından karşılanacak olan **sermaye koruma tamponu**, BASEL III'de %2.5 olarak kararlaştırılmıştır. Sermaye koruma tamponunun amacı finansal ve ekonomik kriz dönemlerinde banka sermayelerinde meydana gelebilecek olan kayıpları önlemek için bir tampon oluşturulmasıdır. Bankaların koruma tamponunu azaltmaları halinde denetleyici otoriteler tarafından temettü, hisse geri alımları ve primler konusunda kısıtlamalar getirilecektir.

Ana sermaye rasyosu ve sermaye koruma tamponu bir arada düşünüldüğünde bankaların, ellerinde tutması istenen sermayenin risk taşıyan varlıklara oranı %7 olacaktır. Bu oranın %4.5'in altına düşmesi halinde ise düzenleyici kuruluşlar tarafından müdahale edilecektir. Bu oran BASEL II düzenlemelerine göre ise %2 seviyesinde bulunmaktadır.

Yine BASEL II'de olmayan ve amacı bankacılık sektörünü aşırı kredi büyümesinden korumak olan **konjonktürel sermaye tamponu** ülke konjonktürüne bağlı olarak ortak sermayenin %0 ila %2.5'u aralığında olacaktır. Ancak amacına paralel olarak bu tampon sadece aşırı kredi dağıtımı olduğu durumlarda ve sermaye koruma tamponunun bir uzantısı olarak kullanımda olacaktır. Amaç, bankacılık sisteminde, kredi kayıplarına yol açacak ölçüde aşırı kredi genişlemesi görülmesi durumunda bankaları sermaye artırımına gitmek zorunda bırakmayacak, ek bir koruma sağlamaktır.

BASEL III düzenlemelerinin bankaların daha az risk almasını ve ellerinde daha fazla nakit tutmalarını gerektirmektedir. Yüksek sermaye rasyolarını içeren yeni gereklilikleri karşılayabilmek için bankaların sermaye artırımına gitmeleri gerekecektir.

### BASEL III'e Geçiş Aşamaları

Temmuz ayında yapılan Basel Komitesi toplantısına göre 2012 yılında yürürlüğe girmesi beklenen Basel III kriterlerinin, 1 Ocak 2013 tarihinden itibaren uygulamaya konacak olması ve toplam dokuz yıllık bir süreç içinde tüm geçiş aşamalarının tamamlanarak 2019 yılı itibarıyla nihai şekliyle uygulanması öngörülmektedir. Ocak

2013'ta başlayacak uyum sürecinde Asgari Ana Sermaye ve Birincil Sermaye rasyolarının 2015 yılına kadar hedeflenen seviyelere (%4.5 ve %6) çekilmesi öngörülmekte, diğer kriterlerin ise Ocak 2019 itibarıyla sağlanmış olması gerekmektedir. Uyum sürecinin yıllara yayılmış olması, Basel III'ün sermaye artırımını gerektirecek olmasına rağmen bankalarca olumlu karşılanmasına neden olmuştur.

Son yapılan toplantıyla BASEL III'e geçiş aşamaları (Bkz. Tablo-2) aşağıdaki şekilde kararlaştırılmıştır:

- 1 Ocak 2013 tarihinde BASEL III düzenlemeleri uygulanmaya başlanacaktır. Bu nedenle bu tarihe kadar üye ülkeler yeni kuralları ulusal yasalarına uyumlaştırmış ve gerekli düzenlemeleri yapmış olmaları ve aynı tarihte, bankaların Risk Ağırlıklı Varlıklara (RAV) oranı açısından minimum seviyeleri karşılamış olmaları gerekmektedir. Bunlar;
  - Ana Sermaye/ RAV = %3.5
  - Birincil Sermaye/RAV = %4.5
  - Toplam Sermaye/RAV = %8.0

Minimum ana sermaye ve birincil sermaye oranı 1 Ocak 2013 ve 1 Ocak 2015 tarihleri arasında tamamlanacaktır. Minimum ana sermaye rasyosu 1 Ocak 2013 itibarıyla %2'den %3.5'e, 1 Ocak 2014'te %4'e, 1 Ocak 2015'te %4.5'e yükseltilmiş olacak; birincil sermaye rasyosu da 1 Ocak 2013'te %4'ten %4.5'e, 1 Ocak 2014'te %5.5'e ve 1 Ocak 2015'te %6'ya yükseltilmiş olacaktır. Toplam sermaye rasyosu ise %8'de kalacak ve herhangi bir değişikliğe gidilmeyecektir. %8'lik toplam sermaye rasyosu ve birincil sermaye rasyosu arasındaki fark ise ikincil sermaye rasyosu tarafından karşılanacaktır.

2. Finansal kuruluşlarda toplamda %15'in üzerinde olan yatırımlar, ipotek hizmet hakları (mortgage servicing rights) ve zamanlama farklarından dolayı ertelenen vergileri içeren tasfiyelerin ise 1 Ocak 2018 tarihi itibarıyla ana sermayeden tamamen düşürülmesi gerekmektedir. Bu düzenleyici tasfiyelerin, %20'si 1 Ocak 2014'te, %40'ı 1 Ocak 2015'te, %60'ı 1 Ocak 2016'da, %80'i 1 Ocak 2017'de ve %100'ü 1 Ocak 2018'de tamamlanmış olacaktır. Ancak bu süreçte ana sermayeden düşürülmeyen kısım mevcut ulusal anlaşmalara konu olmaya devam edebilecektir.
3. Sermaye koruma tamponunun uygulama aşamaları ise 1 Ocak 2016'da başlayacaktır. 1 Ocak 2016'da %0.625 oranı ile uygulanmaya başlayacak ve her yıl %0.625 oranında artırılarak 1 Ocak 2019 tarihinde %2.5 oranıyla tamamıyla uygulamada olacaktır. Aşırı kredi büyümesi yaşayan ülkeler, sermaye koruma tamponunun ve konjonktürel tamponun aşamalarını hızlandırmak zorunda kalacaktır. Ülke yetkililerinin geçiş süreçlerini kısaltmak konusunda takdir yetkisi bulunmaktadır.
4. Bu süreçte minimum rasyo gerekliliklerini karşılayan ancak %7'lik ana sermaye rasyosu hedefinin altında kalan bankalar, koruma tamponunu karşılayabilmek için kazanç tutma politikalarını uygulamak zorundadır.
5. Bankalara yapılan mevcut devlet yardımları ise 1 Ocak 2018'e kadar devam edecektir. 1 Ocak 2013'ten başlayarak 10 yıllık bir süreçte birincil veya ikincil ana sermaye olarak nitelenemeyen sermaye araçları kullanımdan kaldırılacaktır. Bu araçların oranı 1 Ocak 2013'te %90 tavan seviyesinden her yıl %10 oranında azaltılacaktır. Bunlara ek olarak itfa edilen teşvik araçları uygulamada olacakları son tarihe dek aşamalı olarak kullanımdan kaldırılacaktır.
6. Birincil ana sermaye rasyosuna dahil olmak için gerekli kriterleri taşımayan sermaye araçları 1 Ocak 2013 tarihine kadar bu sermaye rasyosundan çıkarılacaktır. Ancak, aşağıdaki üç kriteri taşıyan sermaye araçları 5. maddede belirtildiği şekilde işlem görecektir. (1) herhangi bir ortaklığa dahil olmayan anonim şirketler tarafından ihraç edilen, (2) geçerli muhasebe standartları sermaye olarak işlem gören, ve (3) ülkenin mevcut banka kanununca birincil sermayenin bir unsuru olarak tanımlanan sermaye araçları.
7. Sermaye araçlarına dair bütün bu kurallar, ancak bu kurallara dair BIS basın açıklamasının yayınlandığı tarihten önce uygulamaya konan sermaye araçları için geçerlidir.

8. Kaldıraç oranlarının uygulama aşamaları ise şu şekilde olacaktır: Denetleyici gözetim 1 Ocak 2011'de başlayacak, 1 Ocak 2013-1 Ocak 2017 tarihleri arasında eş anlı çalışma yürütülecek ve kaldıraç oranına ilişkin bilgilendirme çalışmaları 1 Ocak 2015'te başlayacaktır. Eş anlı çalışma döneminden elde edilen sonuçlara göre, 2017 yılının ilk yarısında 1 Ocak 2018 tarihinde 1. Yapısal Bloğa geçebilmek amacıyla nihai düzeltmeler yapılacaktır.

**Tablo-2 Basel III'e Geçiş Aşamaları (%)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1 Ocak 2019	
Minimum Ana Sermaye Rasyosu			3.5	4	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	
Sermaye Koruma Tamponu						0.625	1.25	1.875	2.5	
Minimum Ana Sermaye + Sermaye Koruma Tamponu			3.5	4	4.5	5.125	5.75	6.375	7	
Ana Sermaye Rasyosu'ndan Yapılacak Kesintilerin Aşamaları				20	40	60	80	100	100	
Minimum Birincil Sermaye (Tier 1 ) Rasyosu			4.5	5.5	6	6	6	6	6	
Minimum Toplam Sermaye			8	8	8	8	8	8	8	
Minimum Toplam Sermaye + Sermaye Koruma Tamponu			8	8	8	8.625	9.25	9.875	10.5	
Çekirdek Olmayan (non-core) Birincil veya İkinci Sermaye Olarak Nitelenemeyen Sermaye Araçları	2013'ten başlayarak 10 yıllık süreçte tamamlanacak									
			90	80	70	60	50	40	30	
Tier-1 Kaldıraç Rasyosu		Denetleyici Gözetim	Eş-anlı çalışma (1 Ocak 2013 - 1 Ocak 2017) Bilgilendirme 1 Ocak 2015 itibariyle başlayacak				Nihai Uyum	1. Yapısal Bloğa Geçiş		
Likidite Teminat Rasyosu	Gözetleme Dönemi				Asgari Standardın İlanı					
Net Durağan Finansman Rasyosu		Gözetleme Dönemi						Asgari Standardın İlanı		

2011 yılında başlayacak gözlem döneminin ardından, 1 Ocak 2015 tarihinde Likidite Teminat Rasyosu uygulamaya başlanacaktır. Revize edilmiş net sabit sermaye rasyosu ise 1 Ocak 2018 tarihinde minimum düzeyde uygulanmaya başlayacaktır. Geçiş dönemi boyunca rasyoları izlemek için Komite bir raporlama süreci başlatacak ve yeni getirilen standartların finans piyasaları, kredi genişlemesi ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemeye devam edecektir.

### **Küresel finans sistemindeki istikrarsızlıklar karşısında Basel III yeterli mi?**

Basel III kriterleri bankaların sermaye yapılarını güçlendirecek olması açısından olumlu bir girişimdir. Küresel krizi en hafif şekilde atlatan Kanada bankalarının sermaye yapıları örnek alınarak hazırlanan kriterlere geçiş için başlangıç tarihinin 1 Ocak 2013 olması ve 2019 yılı itibariyle tamamlanmasının öngörülmesi, küresel kriz nedeniyle daralan ve halen arttığı gözlenen kredi arzının olumsuz etkilenmeyecek olması açısından Basel III'ün küresel ekonomiyi destekleyici rolünü yansıtmaktadır.

Buna karşın küresel krizin başlamasına neden olan; bankaların riskli varlıklara yatırım yapmaları, büyük boyutlarda bilanço dışı işlemleri olması, iflas etmesi durumunda sistemik risk yaratacak olan bankaların sistemdeki varlığının devam etmesi gibi unsurlar karşısında henüz bir önlem ortaya konmamış olması Basel III'ün yeterli ve etkin olabileceğine dair kuşku yaratmaktadır. Kamu maliyesi riskleri nedeniyle özellikle Avrupa'da bankacılık sisteminin kırılganlığının devam etmesi de finans sisteminin çok da güvenli olmadığını göstermektedir. Bu ortamda Basel III'ün tek finansal istikrarı sağlamak için başına yeterli olması beklenemez.

Basel III'ün uygulanmasına dair güçlükler, küresel kriz sonrası ekonomilerin toparlanma aşamasında bulunması ve özellikle gelişmiş ülkelerde bu toparlanmayla ilgili belirsizliklerin varlığı, bankaların sermaye yapılarında

önemli bir değişiklik yapılmasını güçleştirebilecek bir faktördür. Merkez bankalarının kredi daralmasını gidermek için piyasalara verdiği aşırı likidite halen finansal sistemin işlerliğini koruması için önemli bir güç unsurudur. Piyasalardaki aşırı likiditenin sistemden ne zaman ve ne ölçüde çekilebileceği ekonomik toparlanmaya bağlı iken, bunun gerçekleştirilmesi de makroekonomik dengesizliklere yol açma riski taşımaktadır.

Küresel finans krizi sonrasında piyasalarda oluşan likidite bolluğu ve faiz oranlarının tarihi düşük seviyelerde bulunması, halen sistem için ciddi bir dengesizlik yaratmaktadır, çünkü bu koşullar yeni bir finans krizi için en uygun ortamı sunmaktadır. Ayrıca, 2007 küresel krizinin başka bir sonucu olan yüksek kamu açıkları da 2010 yılının ilk yarısında yaşandığı üzere önemli bir sistemik risk unsuru olmaya devam etmektedir.

**Şekil 1 - Basel III'ün Olumlu ve Yetersiz Yönleri**

<b>Olumlu Yönleri</b>	<b>Yetersiz Yönleri</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>•Bankaların daha fazla sermaye ayırmasının öngörülmesi ve böylece bankaların yarattığı sistemik riskin azaltılması</li><li>•Uyum sürecinin uzun olmasının ekonominin toparlanmasını destekleyecek olması</li><li>•Küresel kriz sonrası küresel finans sisteminin istikrarı konusunda atılan ilk kapsamlı uluslararası girişim olması</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•Uyum sürecinin uzun olması nedeniyle sistemin yeni risklere karşı korumasının az olması</li><li>•Küresel finans sistemindeki istikrarsızlıkların devam ediyor olması</li><li>•Büyük ölçekli kuruluşların sistemik risk yaratmaması için somut bir adım atılmaması</li><li>•Bankaların daha fazla sermaye ayırmalarının karlılığı azaltılabilecek olması</li></ul>

Basel III kriterleri, iflas etmesi finans sistemini sarsabilecek olan bankaların sistemik risk yaratmaları ihtimalini azaltsa da, bankaların “iflas edemeyecek kadar büyük” (too big to fail) olmaları sorununun önüne geçebilecek bir öneri sunmamaktadır. Ancak, G20 ülkelerinin bankacılık sistemi hakkındaki taahhütlerini yerine getirmek için kurulan Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board) da bu bankalarla ilgili ne tür tedbirler alınması gerektiği konusundaki tavsiyelerini Kasım ayına kadar açıklayacak olması nedeniyle bu konudaki umutlar devam etmektedir.

Bu arada, sermaye rasyolarının artırılması bankaların kullanabileceği kaynakları azaltarak karlılığı olumsuz etkileyebilecek bir faktördür. Basel III kriterlerinin esas olarak büyük ölçekli bankaların sermaye ihtiyacını artıracak olması ve genelde Küçük ve Orta Ölçekli şirketlere finansman sağlayan nispeten küçük bankaların halen Basel III'ün öngördüğü sermaye rasyolarını büyük oranda karşılıyor olmaları karlılık bakımından daha çok büyük bankaların etkileneceğine işaret etmektedir.

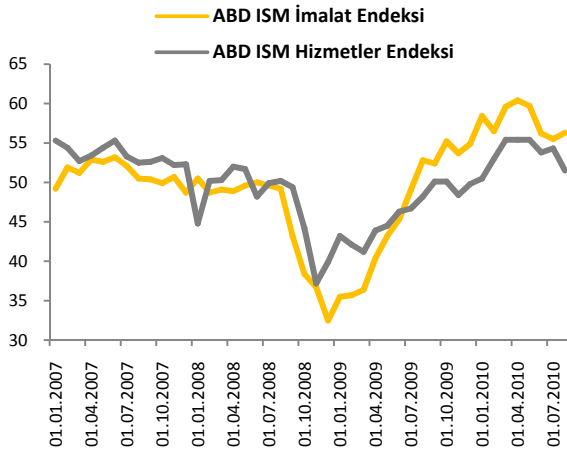
Basel III kriterleri ve G20 ülkelerinin global finansal istikrar açısından alması beklenen diğer önlemlerin banka bilançolarını ve toplam global kredi hacmini küçültmesi ihtimali de dikkate alınmalıdır. Bu durum ekonomik toparlanma süreci tamamlandığında, şirketlerin banka kredilerine daha az oranda ulaşmalarına sebep olabilecektir. Bunun sonucunda firmaların tahvil ve hisse senedi ihracı gibi yöntemlere başvurarak kaynak sağlamaları söz konusu olacaktır.

## FED'in Niceliksel Genişlemede Başarılı Olması Avrupa Borç Krizinin Devam Etmesine Bağlıdır

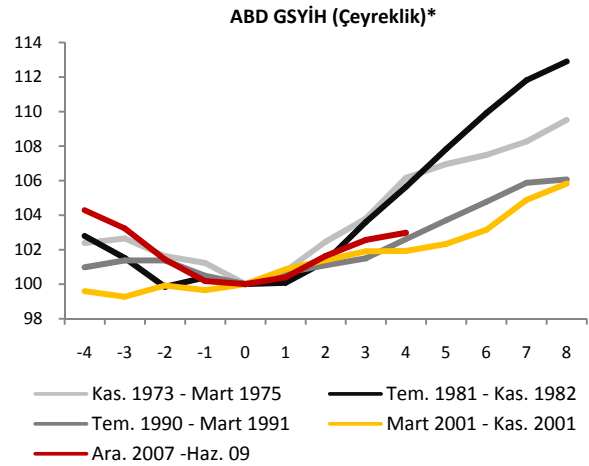
Amerikan ekonomisinin toparlanma temposunun düşmesi ve aynı zamanda enflasyonist baskıların da azalması Amerikan para ve maliye otoritelerinin, ekonominin deflasyona girmemesi için ek tedbirler alması gerektiği tartışmalarına neden olmuştur. Bu çalışmada, Amerikan Merkez Bankası FED'in Lehman Brothers'ın iflasının ardından varlık alımlarını hızla artırarak uyguladığı niceliksel genişleme politikasına yeniden geçmesinin neden gerekli olduğu, söz konusu politikanın ne ölçüde başarılı olabileceği ve bunun için gereken koşullar değerlendirilecektir.

### ABD'de İkinci Kez Niceliksel Genişlemeye Gidilmesine Neden Gerek Duyulmaktadır?

Amerikan ekonomisinde 2009'un son çeyreğinden itibaren toparlanmaya başlayan büyüme ve büyümenin öncü göstergeleri son derece olumlu bir tablo çizmekte idi. Ancak, yılın ikinci yarısından itibaren açıklanan verilerin sürpriz şekilde aşağı yönde işaretler vermeye başlamasıyla birlikte pek çok kuruluş ABD ekonomisine ilişkin beklentilerini aşağı yönde revize etmiştir. ABD'nin 2007-2009 resesyonundan çıkışının daha önceki kriz dönemlerinde olduğu gibi sert bir toparlanma ile gerçekleşeceğine dair bazı sinyaller yanlış anlaşılmıştır. ABD'nin mali dengelerinin de çok bozuk olduğu dikkate alındığında bu beklentiler bizce abartılı idi. ABD ekonomisinde V şeklinde bir toparlanma yaşanmayacağını uzun süredir vurguluyorduk. Aynı zamanda resesyonun "çift dibe" (double dip) dönüşmeyeceğini öngörüyoruz ve ABD'nin potansiyel çıktı düzeyinin altında uzun dönemli bir büyüme sorunu yaşayacağını düşünüyorduk. Son dönemde piyasa algılamalarının da bu yöne yakınsadığını gördük.

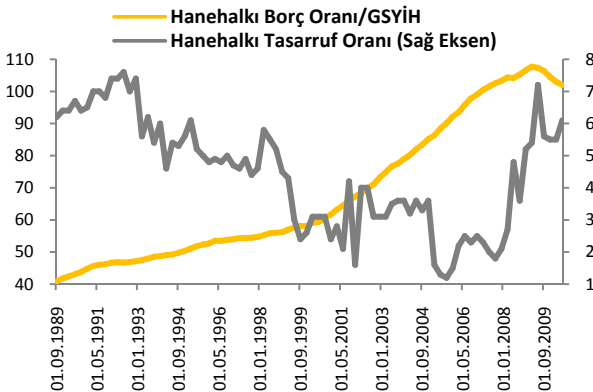


Kaynak: Bloomberg



Kriz bitiş tarihleri "0" alınmıştır.

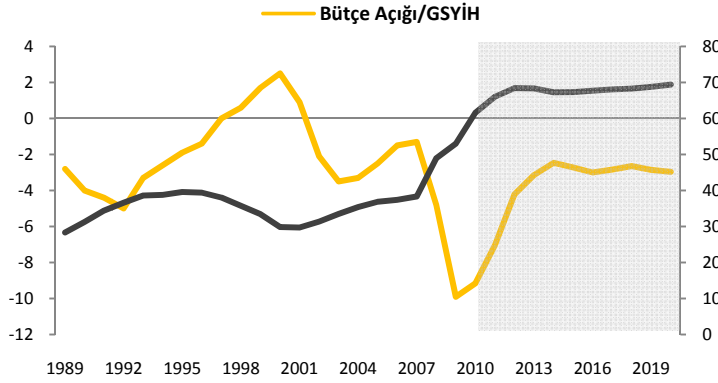
Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar



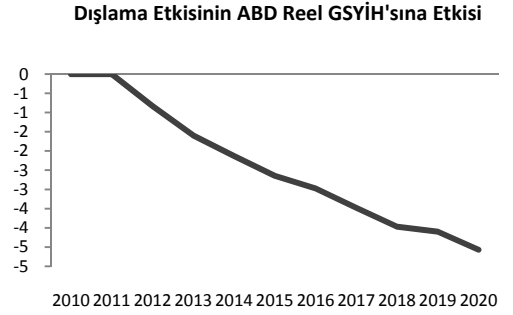
Kaynak: Bloomberg

Bilindiği gibi ABD'de tüketim harcamaları önemli bir büyüme dinamiği oluşturmaktadır. Ancak işsizlik oranının ve hanehalkı borçluluğunun halen yüksek seviyelerini koruması tüketim harcamalarının toparlanmaya sağladığı katkıyı sınırlayıcı faktörlerdir. Bunun yanında stok birikiminin yavaşlaması da ayrı bir kaygı unsurudur. Bu durumda ekonomi politikalarını yönlendiren Merkez Bankası ve Hazine'nin büyümeyi desteklemek amacıyla telafi edici politika uygulamalarına yönelmeleri normaldir. Bu

çerçeve de piyasalarda uzun zamandır dile getirilen niceliksel genişlemenin de başlaması gündemdedir.



Kaynak: Bloomberg, Congressional Budget Office



Kaynak: Congressional Budget Office

Öte yandan ABD'nin mali dengelerinin bir hayli bozuk olduğu bilinmektedir. ABD'de bütçe harcamaları artarken yavaş büyüme performansı ve ekonomiyi desteklemek için halen gündemde olan vergi indirimleri sonucu bütçe gelirlerinin azalması söz konusudur. Bütçe yapısının bozuk olmasına ek olarak borç stokunun Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ya (GSYİH) oranının uzun dönemde artmaya devam etmesi de beklenmektedir. Ayrıca, ABD Kongre Bütçe Ofisi (CBO) tahminlerine göre ABD'de yüksek borç stokunun ekonomiye yapacağı dışlama etkisi reel GSYİH'ı 2020 yılına kadar giderek artan bir şekilde olumsuz etkileyecektir. Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşları da ABD'nin kamu maliyesi göstergelerinin hiç de parlak olmadığını her fırsatta dile getirmektedir. Dolayısıyla maliye politikası ile alınabilecek önlemler son derece kısıtlı hale gelmiştir. Bu durumda parasal otorite olan FED'in niceliksel genişlemeyi artırması kaçınılmaz olarak önümüzde durmaktadır.

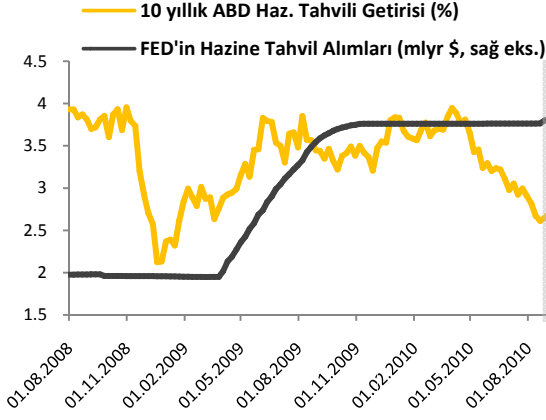
Aslında ABD'de halen Merkez Bankası para politikası bir hayli genişleyici ve faiz oranları sıfıra yakın olduğu için niceliksel genişlemenin etkileri bizce politikanın marjinal katkısının düşük olmasını da beraberinde getirmektedir. Bazı tahminlere göre ABD'de 1 trilyon dolar tutarında niceliksel genişleme yapıldığında, politikanın marjinal etkisinin azalması sebebiyle (diminishing marginal policy) 10 yıllık faizler sadece 25 baz puan gerilemektedir. Bunun büyümeye katkısı da sadece yarım puan civarındadır.

Dolayısıyla genişleyici para politikasına bir de niceliksel genişleme eklenmesi çok da rahatlık sağlamamaktadır. *ABD'de ikinci kez niceliksel genişlemeye gidilse bile toparlanmanın beklendiği kadar hızlı olmayacağını ve U şeklindeki ne siyah ne de beyaz olan gri senaryonun uzun yıllar devam edeceğini düşünüyoruz.*

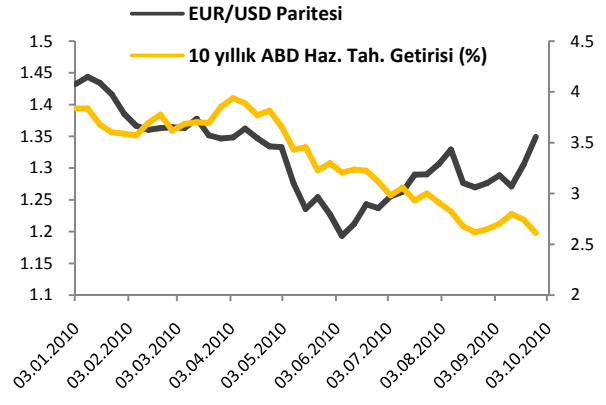
### Niceliksel Genişleme Politikası ile Doların Değeri Arasındaki İlişkinin Çok Önemli Olduğunu Düşünüyoruz

Amerikan Merkez Bankası FED, 21 Eylül'de yaptığı toplantıya dair açıklamalarında Hazine tahvili alımlarına başlayacağı konusunda açık bir ifade kullanmasa da bu ihtimale kapıyı iyice araladığının işaretini vermiştir. FED'in toplantıyla ilgili açıklamalarında dikkat çeken ikinci temel nokta ise, ekonomik toparlanma ve fiyat istikrarı konusundaki vurgusunun yerini, ekonomik toparlanma ile birlikte enflasyondaki düşüşe dair kaygısının almasıdır. ABD'de çekirdek tüketici enflasyon son beş aydır yıllık bazda %0.9 oranında artmaktadır. Enflasyonun FED'in referans olarak aldığı %2 seviyesinden uzak olması, tüketim harcamalarının istenildiği kadar canlı olmaması açısından enflasyon konusunda aşağı yönlü riskleri gündeme getirmektedir. FED açıklamaları, niceliksel genişlemenin bir sonraki toplantı ile birlikte başlayacağı beklentisini artırmaktadır.





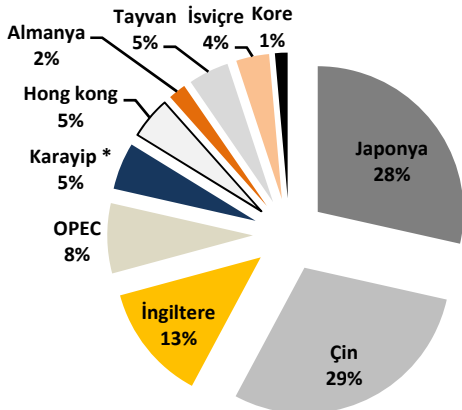
Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

Son haftalarda piyasalarda giderek daha fazla vurgulanan ve FED'in söylemleriyle de uygulanma ihtimali artmış olan niceliksel genişleme ile ilgili önemli bir noktanın çok irdelenmediğini görmekteyiz. Niceliksel genişleme beklentilerinin dile getirilmesi bile yılın ilk yarısı boyunca sürekli bir düşüş trendinde olan ve Haziran ayında 1.1875 seviyelerine kadar gerilemiş olan pariteyi hızla 1.34'lere yükseltmiştir.

#### ABD Hazine Tahvillerini Elinde Bulunduran Ülkeler (%)



\* Karayip: Bahamalar, Bermuda, Panama, Kayman Adaları, Hollanda Antilleri  
 Kaynak: FED

görülmektedir.

Bu aşamada şu unsurun göz ardı edilmemesi gerekmektedir: *10 yıllık vadede %2-2.5 oranında nominal getiriye razı olacak yabancı yatırımcının, yatırım yaptığı paranın değer kaybetmesine çok fazla tahammülü olmayacaktır. Bizim kanaatimiz, dolardaki niceliksel genişleme kaynaklı değer kaybının bir miktar azalabilmesi ve bu sayede ABD'nin niceliksel genişleme uygulamasında başarılı olabilmesi için Avrupa borç krizinin devam ediyor olması gerektiği yönündedir.* Halen 1.34 seviyelerinden yukarı hareketini sürdüren euro/dolar paritesinin 1.40'lara doğru yükselmeye devam etmesi, Avrupa kaynaklı risklerin azaldığı bir ortamda Amerikan Hazine tahvillerine gelen alımların durmasına ve faiz oranlarındaki aşağı yönlü trendin kırılmasına yol açabilecektir. Bu durum, FED'in 1 trilyon dolar tutarında tahvil alımı yapsa bile, niceliksel genişleme yoluyla piyasa faizlerini düşük tutma başarısını sınırlayacaktır.

Ayrıca, dünyanın diğer bölgelerinde para birimlerinin dolar karşısında daha değersiz hale gelmesi de doların değerini korumaya yardımcı olacaktır. Son aylarda Japon yatırımcıların sahip oldukları fonları daha çok Japon tahvillerine yatırmayı tercih ettikleri görülmektedir. Japon yeni'nin dolar ve diğer para birimleri karşısında hızla

değer kazandığı bu ortamda Japonya'nın para birimindeki aşırı değerlenmeyi önlemek için döviz piyasasına yaptığı müdahale bu açıdan çok önemlidir.

*Dolayısıyla, beklediğimiz şekilde doların değeri azalmaya devam ettiği takdirde yabancı yatırımcıların tahvil alımlarına devam etmeleri beklenemez. Öte yandan, bazı yatırım kuruluşları ABD'de niceliksel genişlemeye tahvillerin fazla tepki vereceğini hatta, 10 yıllık Hazine tahvil getirilerinin %2'nin altına dahi inebileceğini düşünmektedir. Bizim görüşümüz bu ihtimalin o kadar da güçlü olmadığı ve 10 yıllık tahvil getirisinde 25 baz puanlık bir düşüşün bile zor olabileceği yönündedir.*

### **Niceliksel Genişleme Politikası (Quantitative Easing) Nedir?**

Niceliksel genişleme, Merkez Bankası'nın faiz indirimleri ile istenen likidite genişlemesini sağlayamaması üzerine para arzını sınırsız bir şekilde artırmasıdır. Klasik bir para politikası aracı olan faiz indirimi yönteminde, faizler sıfıra yaklaştığı için artık faiz indirimi daha fazla mümkün olmadığından, sıra dışı bir para politikası aracı olarak niceliksel genişleme politikası kullanılmaktadır.

### **Nasıl Uygulanır?**

Niceliksel genişlemenin uygulanma şekli en basit haliyle merkez bankasının açık piyasa işlemleri ile varlık satın alarak piyasaya likidite enjekte etmesidir. Genellikle bankaların ellerindeki menkul kıymetlerin (özellikle Hazine tahvillerinin) satın alınması tercih edilir. Böylelikle bankaların kullanımındaki nakit para artacaktır. Bu şekilde bankaların kredi arzını artırması ve böylece toplam talebin canlanması sağlanarak ekonominin iyileşmeye başlaması beklenir. Varlık alımları sonucu merkez bankası bilançosu da büyüyecektir.

### **Tarihi**

Niceliksel genişleme politikası ilk olarak, 2000'li yılların başlarında Japonya'da devam eden deflasyonu engellemek amacıyla uygulanmıştır. Japonya Merkez Bankası (BOJ), bu dönemde kısa vadeli faiz oranlarını %0 düzeyinde tutmakta idi. Daha fazla faiz indirimine gitme imkanı kalmayan BOJ, yeni bir uygulama ile piyasadan devlet tahvili satın alarak, bankalara özel borçlanma için likidite sağlamış oldu. Niceliksel genişleme politikası Japonya'da uygulandığı dönemde "teşvik edici para politikası" (stimulatory monetary policy) olarak adlandırılmıştır.

Bu politika Japonya'nın ardından, son yaşanan küresel krizde Lehman Brothers'ın iflasının ardından ABD ve İngiltere'de de hızlı ve etkili bir şekilde uygulamaya konmuştur.

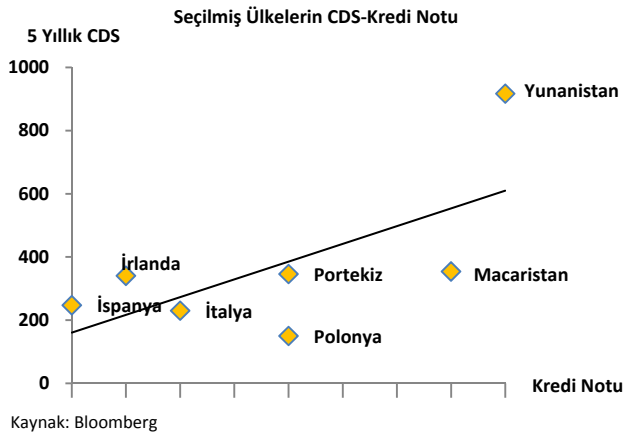
### **Riskleri**

Niceliksel genişleme politikası sonucu piyasadaki likidite artırılabacağı için, enflasyondaki yükselişin kontrolden çıkması ihtimali vardır. Yöntemin kullanımında aşırıya kaçılması halinde hiper enflasyon oluşması riski dahi vardır.

## Mayıs ayında Euro Bölgesi'nde Başlayan Kriz Gerçekten Geride mi Kaldı?

2007 yılının üçüncü çeyreğinde ABD'de konut piyasasında başlayan kriz, kısa sürede kredi ve likidite krizine dönüşerek ticaret ve finansal bağlantılar kanalıyla global ölçekte dünya ekonomisine büyük zarar vermiştir. Kriz döneminde kamu ve merkez bankaları tarafından alınan önlemler ve krizin etkilerini hafifletmek için yapılan harcamalar sonraki yıllarda krizi özel sektörden kamu sektörüne kaydırırken, bu doğrultuda 2010 yılında ülkelerin borç ve bütçe problemleri ön plana çıkmıştır. 2010 yılının Mayıs ayında ise Euro Bölgesi borç ve bankacılık endişelerine dönüşen bu kriz, AB ve IMF tarafından yapılan görüşmeler sonucunda, 750 milyar euroluk yardım paketinin uygulamaya girmesiyle yatıştırılmaya çalışılmıştır. Yardım paketiyle birlikte Euro Bölgesi'ne ilişkin endişelerin kısmen hafiflemesinin ardından ABD'de son dönemde açıklanan ve beklentilerden kötü gelen verilerin toparlanma yönündeki endişeleri artırması, piyasalardaki endişelerin, Euro Bölgesi'nden ABD ekonomisindeki yavaşlamaya doğru kaymasına neden olmuştur. Kısa süreli çözümlerle yatıştırılmaya çalışılan Euro Bölgesi'ne ilişkin endişelerin geçtiğimiz haftalarda uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu S&P'nin İrlanda'nın AA olan kredi notunu bir basamak indirerek AA-ye düşürmesiyle yeniden alevlendiği dikkati çekerken, yapılan bu analizde Mayıs ayında Euro Bölgesi'nde başlayan krizin gerçekten geride kalıp kalmadığı incelenmiştir.

**Grafik 1**



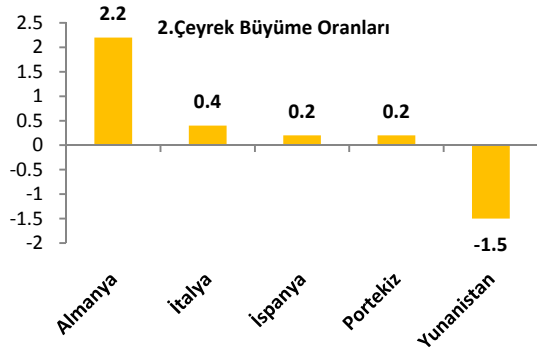
Euro Bölgesi'nde başlayan krizle birlikte Mayıs ayında uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch'in İspanya'nın kredi notunu düşürmesinin ardından geçtiğimiz haftalarda S&P'nin İrlanda'nın AA olan kredi notunu bir basamak indirerek AA-ye düşürmesi, bu ülkelerin borçlanma araçlarını artık eskisi gibi güvenli yatırım yapılabilir olarak görmediğine işaret etmektedir. Not indirimlerine gerekçe olarak İrlanda ve İspanya'da zor durumda olan finansal sektörün desteklenmesinin maliyetinin, ülkelerin finansal esnekliğini daha da zayıflatacağı endişeleri gösterilmiş, kamu borç stokunun GSYİH'ye oranının yükseleceği ve bu durumun hükümetin orta vadeli mali hedeflerini

tutturmasını engelleyebileceği kaydedilmiştir. Bilindiği gibi İrlanda krizinin zirve yaptığı 2008 yılında en büyük bankalarından bazılarını iflastan kurtarmış, Anglo Irish Bank'ı kamusallaştırmasının bütçe üzerindeki yükü artırdığı konusunda çok eleştirilmişti. İspanya'da da bankacılık sisteminin krizin ardından likidite sıkışıklığı içine girmesi ve yalnızca büyük bankaların yurtdışından fon bulabilmesi hükümetin küçük bankalara likidite desteği sağlamasına ve bütçe üzerinde ek yük oluşmasına yol açmıştı. Avrupa'nın sorunlu ülkeleri olarak görülen ülkelerin S&P kredi derecelendirme kuruluşundan alınan notlarının ve 5 yıllık CDS'lerinin saçılım grafiği incelendiğinde; CDS'i 240 seviyesinde olan İspanya'nın notunun 'AA' olduğu görülürken, aynı CDS seviyelerine sahip olan İtalya'nın notunun 'A+' olduğu görülmektedir. Bu durum aslında İtalya'nın katı mali önlemleri kararlı bir şekilde uygulamasının ülkeye yönelik risk algılamasını azalttığını yansıtmaktadır. İrlanda'nın ise CDS seviyesinin İspanya'dan daha yüksek olduğu ve kredi notunun İspanya'dan daha düşük olduğu izlenmektedir. Euro Bölgesi'nde en riskli grup olarak görülen ve PIGS olarak adlandırılan ülkelerden olan Portekiz, İtalya ve Yunanistan'ın ardından İrlanda'nın notlarında son dönemde yapılan indirimler tartışılarda neden olmakla birlikte, bu ülkelerin görünümünün 'negatif' olarak belirlenmesi ise önümüzdeki dönemde bu ülkelerin kredi notlarının düşürülmeye devam edilebileceği ihtimalini arttırmaktadır.

## Euro Bölgesi'ndeki Problemlere Makro Açıdan Bakış:

### 1- Ülke ekonomilerinin ekonomik görünümündeki derin farklılıklar:

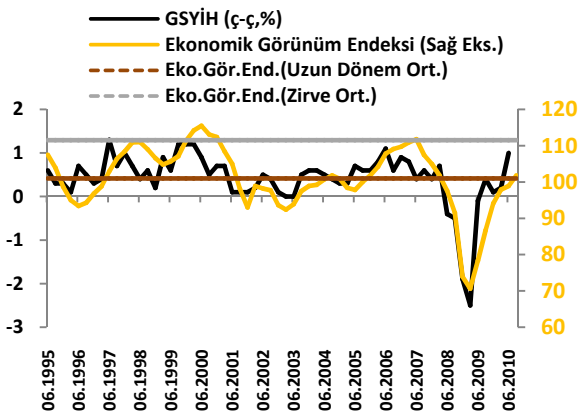
Grafik 2



Kaynak: Bloomberg

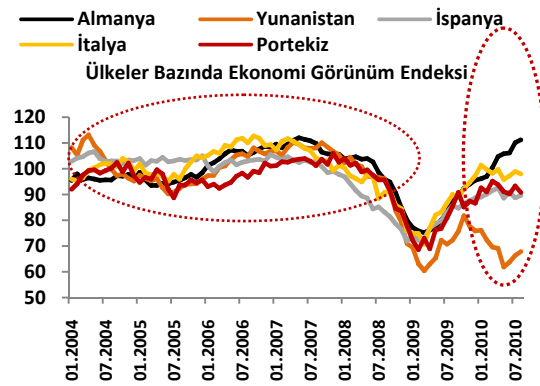
2010 yılının ikinci çeyreğinde %1 büyüyerek son dört yılın büyüme rekorunu kıran Euro Bölgesi'nde büyümenin itici gücü bölgenin en büyük ekonomisi olan Almanya'dan gelirken, Alman ekonomisi, 2. Çeyrekte %2.2 ile son 19 yılın en yüksek büyümesini kaydetmiştir. Ülkede küçülen tek ekonomi ise -%1.5 ile Yunanistan olurken, Euro Bölgesi ülke ekonomilerinin büyümelerindeki farklılıklar ve bu yüksek büyümenin daha ne kadar sürdürülebileceği bölgedeki temel sorunlardan birini teşkil etmektedir.

Grafik 3



Kaynak: Bloomberg

Grafik 4



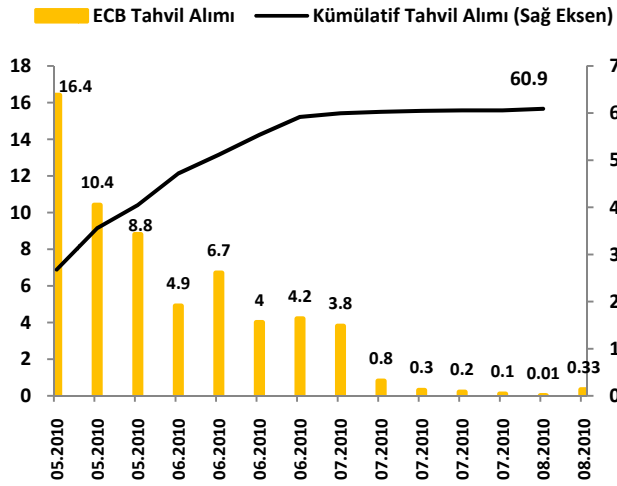
Kaynak: Bloomberg

Euro Bölgesi'nde büyümenin öncü göstergelerinden biri olarak yakından takip edilen Ekonomik Görünüm Endeksi (economic sentiment indicator-ESI) incelendiğinde de ülke ekonomileri arasındaki bu derin farklılık hemen göze çarpmaktadır. Euro Bölgesi'nde Ağustos ayında 101.8'e yükselen Ekonomik Görünüm Endeksi'nin 101 seviyelerinde olan uzun dönem ortalamasının da üzerine çıkması olumlu bir gelişme olarak dikkati çekerken, Ekonomik Görünüm Endeksinin GSYİH ile olan korelasyonun yüksekliği ikinci çeyrekte %1 olarak gerçekleşen Euro Bölgesi GSYİH'nin üçüncü çeyrekte de artmaya devam edeceğini göstermektedir. Ancak Euro Bölgesi ülke ekonomilerinin makro görünümü arasındaki bu derin farklılıklar bu büyümenin kalıcı olup olmayacağını sorgulanmasına neden olmaktadır. Ülkeler bazında incelenen Ekonomik Görünüm Endeksi de bu derin farklılaştırmayı yansıtırken, Almanya 111.2 ile en yüksek seviyeye sahip ülke olarak dikkati çekmektedir. Ancak Almanya'nın tüm Euro Bölgesi'nin büyümesini devam ettirebilmesi artık zor görünürken, önümüzdeki dönemlerde bu sürecin yeniden tersine dönmesi beklenebilecektir. Önümüzdeki dönemlerde büyümenin yeniden sekteye uğrayabilecek olması çevre ülkeler üzerindeki baskının daha da artmasına neden olacakken, büyümenin işsizlik oranını düşürememesi Euro Bölgesi'ndeki yapısal sorunların da varlığına işaret etmektedir. Tüm bu gerekçelerle ECB'nin politika faiz oranlarını 2011 yılsonundan önce artırması pek mümkün görünmemektedir.

## 2- ECB'nin çıkış stratejini uygulamaya koyması durumunda ekonomik büyümenin sekteye uğrayacak olması:

Hem düşük faiz oranları hem de ECB tarafından piyasalara yüksek miktarlarda verilen likidite enjeksiyonları Euro Bölgesi'ndeki yüksek büyümeyi desteklerken, ECB'nin fonlamayı azaltması ya da durdurması durumunda (exit strategy) ekonomik büyümenin sekteye uğraması mümkün olabilecektir.

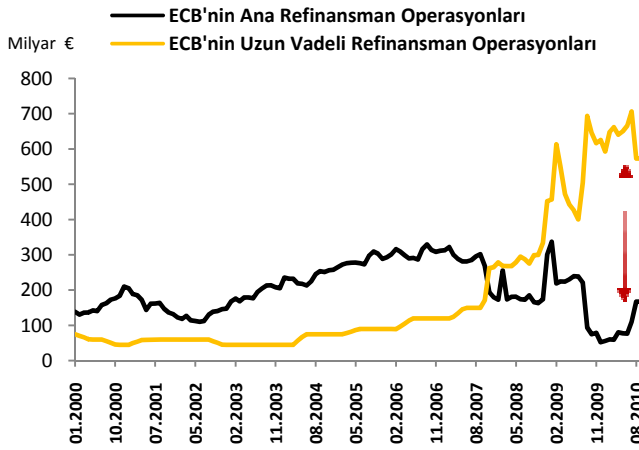
**Grafik 5**



Kaynak: Bloomberg

dair endişelerin yeniden canlanması durumunda yeniden gündeme gelebilecektir. Bu nedenle bu durumun büyüme üzerindeki olası etkilerinin daha net bir şekilde ortaya çıkması ancak önümüzdeki dönemlerde mümkün olabilecektir.

**Grafik 6**



Kaynak: Bloomberg

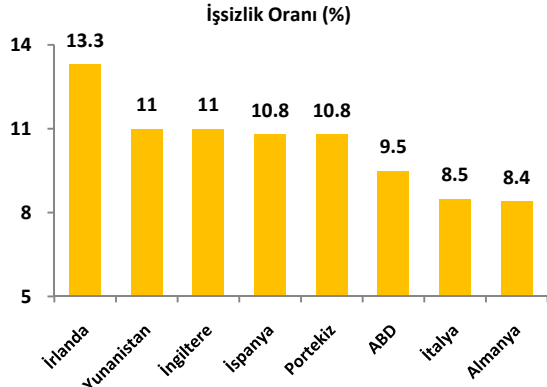
ulaştığı, son aylarda ise bu farkın azalmaya başladığı görülmektedir. ECB'nin tahvil alımlarını gerçekleştirirken, refinansman operasyonlarının vadesini kısaltması ve ana refinansman operasyonlarının sabit oranlı arz edilirken Mart ayında üç aylık uzun dönem refinansman operasyonlarının değişken oranlı arza dönüşeceğini ilan etmesi bu spreadin daralmasında etkili olmuştur.

Euro Bölgesi'nde Yunanistan'ın yüksek bütçe açığı ve kamu borcu ile başlayan problemlerin diğer sorunlu ülkeler olarak görülen İrlanda, İspanya ve Portekiz'e sıçraması sonucunda ECB Euro Bölgesi'ne ilişkin endişeleri azaltmak ve piyasalara likidite sağlamak amacıyla tahvil alımına gitmiştir. Mayıs ayının ortalarında 16.4 milyar euroluk Yunanistan, Portekiz ve İrlanda tahvillerinin alımıyla başlayan süreç, Ağustos ayının üçüncü haftasından itibaren sadece 0.33 milyar euroluk alımla düşüş eğilimine girmiştir. Toplamda ECB tarafından gerçekleşen 60.9 milyar euroluk tahvil alımı Euro Bölgesi GSYİH'nin yaklaşık %0.7'sine denk gelmektedir. Ancak ECB'nin büyük ölçüde biten tahvil alım programı, Euro Bölgesi'ne

ECB piyasaya likidite enjekte ederken aslında aldığı önlemlerle piyasaları kriz öncesinde olduğu gibi kısa vadeli finansman yerine uzun vadeli finansmana yönlendirmeye çalışmıştır. Ana refinansman işlemleri haftalık olarak gerçekleşmekte olup on dört gün vadelidir ve likiditenin yaklaşık %70'i bankalara bu şekilde sunulmaktadır. Üç ay vadeli olan uzun vadeli refinansman işlemleri ise ayda bir kez yapılmakta ve toplam açık piyasa işlemleri hacminin yaklaşık %30'unu oluşturmaktadır. Yandaki grafikten de görüldüğü üzere ECB'nin ana refinansman operasyonları ile uzun vadeli refinansman operasyonları arasındaki farkın 2010 yılının Şubat ayında en yüksek seviyeye

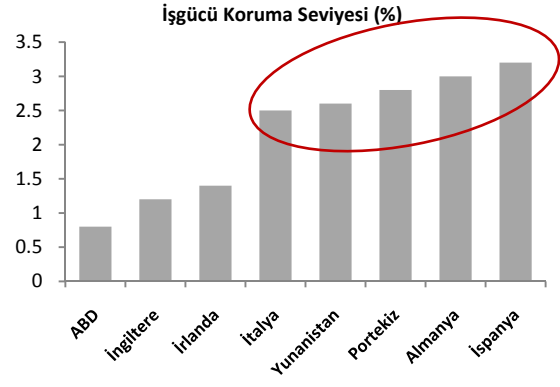
### 3- İstihdam piyasasındaki yapısal sorunlar:

Grafik 7



Kaynak: Bloomberg

Grafik 8



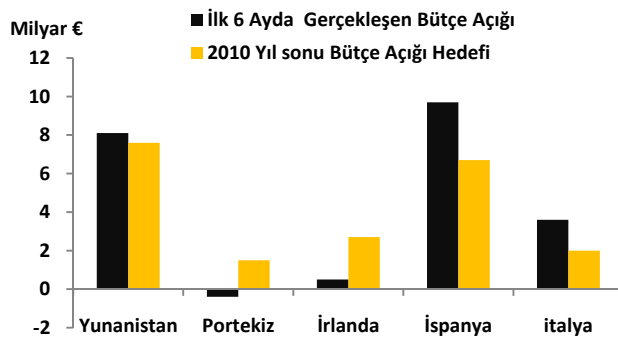
Kaynak: Bloomberg

PIGS olarak adlandırılan ülkelerde (Portekiz, İspanya, Yunanistan, İspanya) mali problemler halledilse bile, yüksek işsizlik oranı ve işgücü piyasasına yönelik yapısal sorunları ekonomilerin büyümesinin önünde önemli bir engel teşkil edebilecektir. Yani kamu borcu krizi ortasında kalan Euro Bölgesi ülkeleri aynı zamanda artan işsizlikle de mücadele etmek zorundadırlar. Ülkelerin işgücü piyasalarındaki yapısal zayıflık dikkat çekerken, işten çıkarma koşullarının ağır olması Euro Bölgesi iş piyasasının diğer ülkelere göre daha az esnekliğe sahip olmasına yol açmaktadır. Bu konuda bazı önlemler alınmaya çalışılsa da uzun vadeli kalıcı reformların yapılması gerektiği açıktır. Son dönemde yapılan reformlara örnek olarak İspanya'da işten çıkarma tazminatının düşürülmesi, Yunanistan'da yeni işe girişte deneme süresinin uzatılması, Portekiz'de ise işgücü koruma seviyesinin düşürülmesi gösterilebilir. İtalya ise istihdama yönelik herhangi bir reform ajandasına sahip değildir. (İşgücü koruma, işçi çıkarma ve geçici işçi kontratlarına ilişkin kuralları içeren yasal kanunlar) OECD'nin istihdam piyasasındaki katılımı ölçmek için oluşturduğu iş gücü koruma seviyesinden de Euro Bölgesi ülkelerinin istihdam piyasalarının ABD'ye göre çok daha katı olduğu görülmektedir.

### 4- Bütçe Açığına İlişkin Endişeler:

Ülkelerin ilk altı ayına ilişkin bütçe verilerindeki gerçekleştirmeler ve planlanan rakamlar incelendiğinde, sorunlu ülkelere yapılan yardımlar ve bu ülkelerin uygulamaya koyduğu katı mali önlemler, ülkelerin bütçe açıklarının istenilen seviyelere ulaşmasında zorluk yaratırken, bu konuda da ülkeler arasındaki farklılıklar dikkati çekmektedir.

Grafik 9



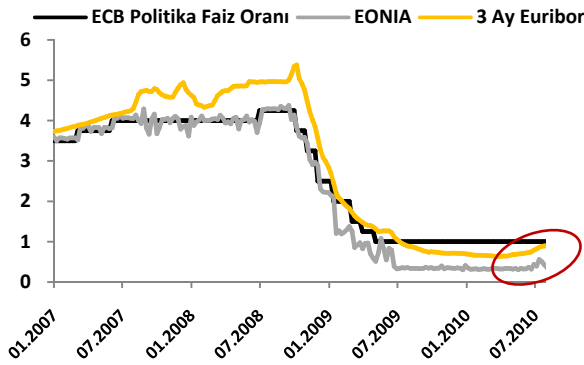
Kaynak: Bloomberg

Portekiz, artan işsizliğe bağlı olarak sosyal güvenlik harcamalarının yükselmesi ve vergi gelirlerinin düşmesine bağlı olarak bütçe açıklarını azaltma konusunda şimdiye kadar önemli bir mesafe kaydedememiş, hatta 2010'un ilk altı ayında bütçe açığı geçen yıla göre genişlemeye devam etmiştir (Bkz. Grafik 7). Bu çerçevede Portekiz'in ikinci yarı yılda daha olumlu bir performans sergileyeceği beklentilerine karşın bütçe açığı/GSYİH rasyosunun %7.3 seviyesine çekileceği

beklentilerinin gerçekleşmesi zor gibi gözükmektedir. Grafik 7 incelendiğinde 2010'un il altı ayında Yunanistan, İspanya ve İtalya'nın bütçe açıklarını azaltma konusunda İrlanda ve Portekiz'e göre çok daha başarılı oldukları görülürken, bütçe açıklarını 2010 yılsonu hedefinin ötesinde azaltmayı başardıkları dikkati çekmektedir. Portekiz ve İrlanda'nın ise yılsonu bütçe açığı hedeflerini tutturması zor gibi gözükmekte olup, 2010 yılında çift haneli bütçe açığı rasyosuna ulaşılması bile mümkün olabilecektir.

## Makro Görünüm Altında Piyasa Bazında Değerlendirme ve EUR/USD Paritesinin Durumu:

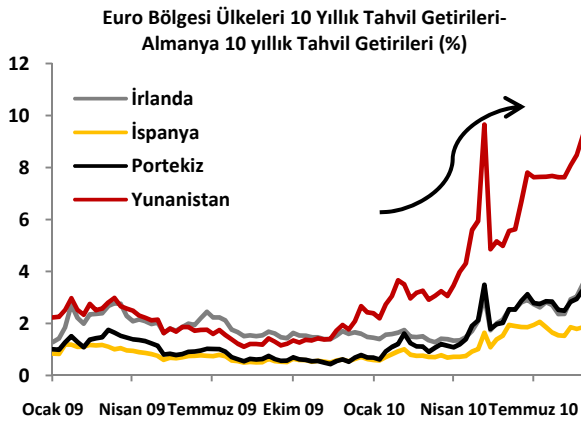
Grafik 10



Kaynak: Bloomberg

Yukarıda analiz edilen makro görünüme ilişkin endişe ve gerekçelerle birlikte piyasalarda ECB'nin politika faiz oranlarını 2011 yılsonundan önce artırması pek mümkün görünmemektedir. Ancak ECB politika faiz oranı ile piyasa faiz oranları incelendiğinde, Euro Bölgesi ülkelerine ilişkin bütçe ve borç problemlerine dair artan endişelerle Mayıs ayından itibaren piyasa faiz oranlarında yaşanan yükseliş dikkati çekerken, bu yükselişin tedrici olması ECB'yi çok da rahatsız etmemektedir. ECB bu durumu normalleşme süreci olarak algılamakta, bu durumun bankalararası piyasada daha uzun vadeli borçlanmaları teşvik etmesi adına olumlu bir gelişme olarak bile görmektedir.

Grafik 11

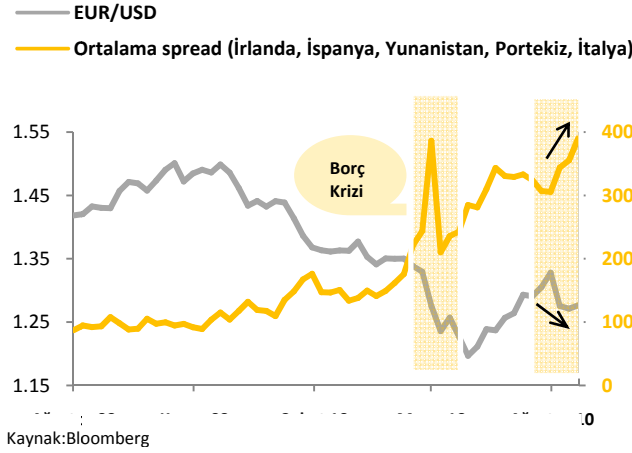


Kaynak: Bloomberg

Son haftalarda, Euro Bölgesi'nde piyasaların Euro Bölgesi çevre ülkelerinin kamu finansmanı çerçevesinde konsolide olup olmayacağına dair endişeli olduğu görülmektedir. Bu endişeler güvenli liman olan Alman hükümet tahvillerine olan talebi artırırken, riskten kaçınma eğilimi diğer problemlili ülkelerin getirilerinin yükselmesine neden olmaktadır. Euro Bölgesi'nde kredi piyasalarında oluşan stres ortamı ile İrlanda 10 yıllık hükümet tahvil getirileri ile güvenli liman olarak görülen Almanya 10 yıllık hükümet tahvil getirileri arasındaki farkın 1988'den beri görülen en yüksek seviye olan 352 baz puanına kadar yükseldiği görülmektedir. Görülen bu spreadin 1992-1993 yıllarında yaşanan İrlanda ve İngiltere'nin döviz kuru rejiminden kaynaklanan krizin etkilediği dönemden bile daha fazla olduğu görülmektedir. Aynı şekilde Yunanistan ve Portekiz spreadlerindeki gelişme de Avrupa Para Birliği'nin kuruluşundan itibaren en yüksek değerlerini görmüşlerdir.

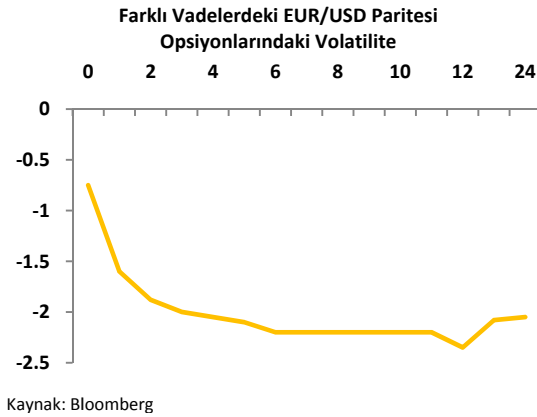


**Grafik 12**



oluşturulmuştur. Bu genel ortalama spread ile EUR/USD paritesinin seyri incelendiğinde Mayıs ayında başlayan borç krizi sırasında bu iki değişken arasındaki makasın genişlediği görülürken, benzer durumun son dönemde yeniden yaşandığı dikkat çekmektedir.

**Grafik 13**



CDS'lerinin 800 seviyelerinin altına gerileyememesi hem de çevre ülkelerin CDS'lerinde yaşanan yükseliş eurodaki bu değerlenmenin kalıcı olmayacağını teyit eder niteliktedir. Yandaki grafikte de (Alım opsiyonları için beklenen volatilité – Satım opsiyonları için beklenen volatilité) farklı vadelerde EUR/USD paritesi alım ve satım opsiyonlarındaki beklenen volatilitenin seyri incelendiğinde vade uzadıkça (1 yıla kadar) risk algılamalarının bozulduğu görülürken, 1 yıl ve üzerinde risk algılamalarının yeniden toparlanmaya başladığı dikkati çekmektedir. Bu durum ise Euro Bölgesi'ndeki risk algılamalarının henüz normale dönmediğini ve yatırımcıların bu riski fiyatladıklarını göstermektedir.

### Sonuç:

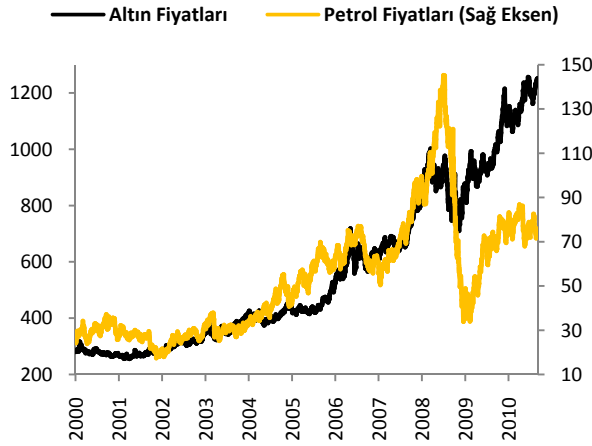
Avrupa'da Yunanistan'dan sonra sorunlu ülkeler olarak görülen İrlanda ve İspanya'nın büyümeye devam eden bütçe açığı ve borçlarıyla ilgili sorunların devam etmesi, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülkelerin not indirimlerine gitmesi gibi gelişmelere rağmen kısa vadede Euro Bölgesi'ne ilişkin kaygıların azaldığı gözlenmektedir. ECB'nin tahvil alımları ile piyasaya likidite enjekte etmesi, Euro Bölgesi'nin lokomotif olarak görülen Almanya'nın diğer Euro Bölgesi ülkelerine göre nispeten daha olumlu duruş sergilemesi, diğer tarafta ABD'de özellikle istihdam ve konut sektörü kaynaklı endişelerin ekonomik toparlanma beklentilerini sekteye

uğratması, ABD'nin Euro Bölgesi'ne kıyasla daha riskli görülmesine yol açmaktadır. Ancak Euro Bölgesi'nde açıklanan verilerin ABD ekonomisine göre daha olumlu bir tablo çizmesi, hükümetlerin uyguladıkları reformların ardından, pek çok ülkede bütçe açıklarının azalmaya başlamasına karşın işsizlik oranlarının artmaya devam etmesi, imalat verilerinin halen güçlü bir toparlanma olmadığını göstermesi söz konusu ülkelerde mali problemler çözülsün de yapısal problemlerin ekonomilerin büyümesi önünde önemli engel olacağını göstermektedir. Diğer taraftan 2008 yılında yaşanan resesyonun global ekonomiyi daraltıcı etkisi henüz tam olarak ortadan kalkmamışken, Euro Bölgesi ülkelerinde alınan katı mali önlemlerin de büyüme üzerinde olası olumsuz etkileri olabileceği de göz ardı edilmemelidir. Buna ek olarak hükümetlerin 2011 yılında bütçe açıklarını azaltmak için önümüzdeki dönem için harcama kısıtlamaları ve vergi artışlarına odaklanması ve buna bağlı olarak da politik tansiyonun artmaya devam etmesi beklenmektedir.

### Altın ve Petrol Fiyatları Arasındaki İlişki

*Altın, tarih boyunca bir değişim ve değer saklama aracı olarak taşıdığı önemi günümüzde de korumaktadır. Yaşadığımız krizle birlikte altına olan talebin artması sonucunda altın fiyatları tarihi rekor seviyelere yükselirken, riskli bir varlık olarak nitelendirilen petrol fiyatları değer kaybetmektedir. Bu çalışmada yaşanan son krizle beraber global ekonomiye yönelik endişelerin artmasının ardından güvenli liman olarak görülen altın ile riskli bir yatırım aracı olan kabul edilen petrol arasındaki ilişki ele alınmıştır.*

**Grafik 1**

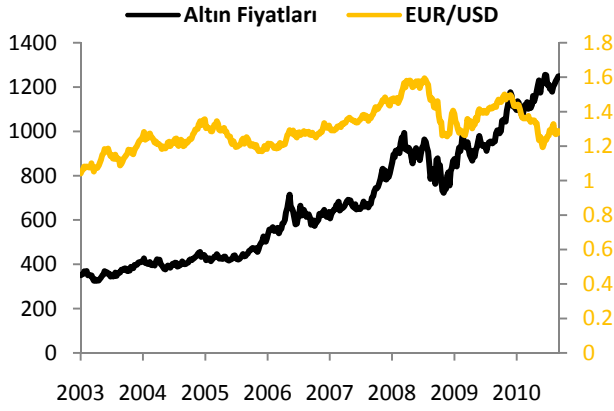


Kaynak: Reuters

Geçmiş yıllara baktığımızda değeri piyasalar tarafından yakından takip edilen altın ve petrol fiyatlarının çoğu zaman aynı yönde hareket ettiği ve petrol fiyatlarının altın fiyatları üzerinde pozitif yönde bir etki yarattığı görülmektedir. Bu iki emtianın aynı yönde hareket etmesinin nedeni petrol fiyatlarının varil başına, altın fiyatlarının ise ons başına dolar olarak ifade edilmesidir. Geçmiş dönemlerde petrol fiyatlarının altın fiyatları üzerinde pozitif bir etki yaratması iki nedene bağlanabilir. İlk olarak dünya çapında petrol üreticisi ülkelere OPEC ülkelerinin petrol kazancının dolar cinsinden olduğu ve bu ülkelerin aynı zamanda altın talebinde önemli ülkeler olduğu dikkate alınırsa, dolar cinsinden

petrol fiyatlarının artması, OPEC ülkelerinin gelirlerinin artmasına ve bu durumda altın fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. İkinci olarak ise dünyadaki pek çok ülkenin petrol ithalatçısı olması nedeniyle petrol fiyatlarının yükselmesi enflasyonist bir ortama yol açmıştır. Bu durumda geçmiş dönemlerde yükselen petrol fiyatlarıyla birlikte enflasyon beklentisinin artması altının değer kazanmasına ve altın fiyatlarının yükselmesine yol açmıştır.

**Grafik 2**

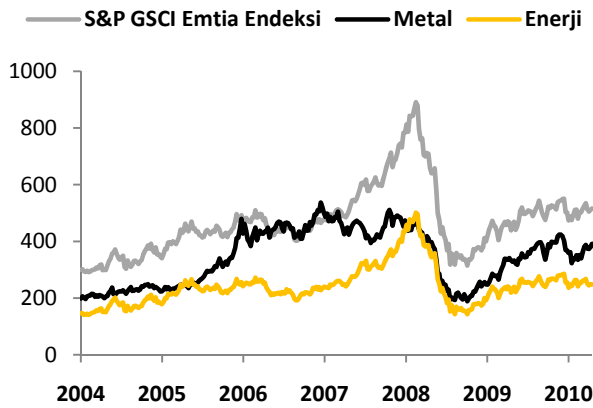


Kaynak: Reuters

Altın fiyatlarının artmasının arkasındaki bir diğer unsur da doların değeri ve buna bağlı olarak EUR/USD paritesinde yaşanan hareketler olmuştur. Normal şartlarda dolar değer kaybederken altın fiyatlarının yükselmesi beklenirken, 2009 yılının son çeyreğinden itibaren doların diğer para birimlerine karşı değer kazanmasına karşın altın fiyatlarının yükseldiği görülmektedir. Bunun arkasındaki temel unsur Merkez Bankalarının yaşanan son krizle beraber konjonktürel dalgalanmaların kontrol edilemeyeceği üzerine yoğunlaşması, buna ek olarak son global krizin, yatırımcıların para birimlerine olan bakış açısını değiştirmesidir. Çift dip endişeleri ve bunun getirebileceği deflasyon korkuları devam ettiği sürece

güvenli liman olarak görülen altına olan talebin ve dolayısıyla fiyatının artması beklenmektedir.

**Grafik 3**



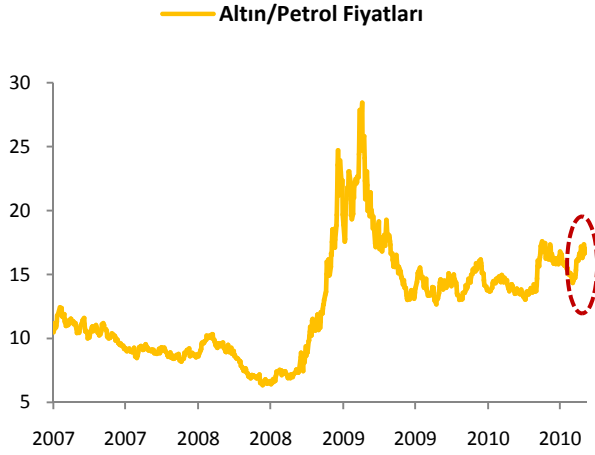
Kaynak: Bloomberg

Forward kontratlar üzerinden alınıp satılabilen emtialar, spekülasyona açık ürünlerdir. Bir başka ifadeyle beklentiler gerçekleşmeden önce yatırımcılar vadeli piyasalarda "leverage" (kaldıraç) pozisyonları ile emtia fiyatlarını yükseltip düşürebilmektedir. Piyasalarda önemli bir göstere olarak izlenen S&P GSCI emtia endeksine (birçok emtia grubunu içinde barındıran emtia endeksi olup, metal ve enerji kalemleri en çok paya sahip olan kısımlardır) bakıldığında, son dönemde düşüş görüldüğü, ancak bu düşüşlerin 2008 yılının

ortalarında görülen düşüşler kadar şiddetli olmadığı görülmektedir. Özellikle 2010 yılının ortalarından itibaren artan çift dip endişeleri ile yönünü aşağı çeviren emtia fiyatları endeksinin 2009 yılında gördüğü dip seviyelere halen daha yaklaşmadığı görülmektedir.

Altın ve petrol fiyatları arasındaki ilişki incelendiğinde, normalde petrol fiyatları ve altın fiyatlarının pozitif ilişkiye sahip olması beklenirken, kriz dönemlerinde altın/petrol fiyatları oranının arttığı ve iki emtia arasındaki ilişkinin bozulduğu gözlenmektedir.

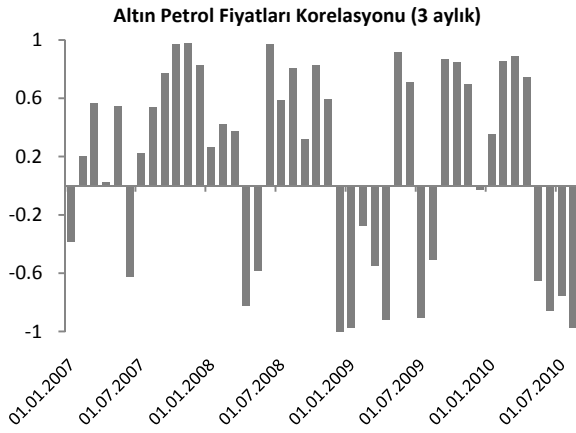
**Grafik 4**



Kaynak: Reuters

Yandaki grafikte 2008 yılında yaşanan global krizin etkisiyle altın ve petrol fiyatlarının ters yönlü hareket etmeye başladığı, iki emtia arasındaki ilişkinin bozulduğu gözlenmektedir. Krizin etkisiyle hem global tüketim hem de global üretimde yaşanan daralma kaynaklı olarak petrol fiyatları gerilerken, altının kriz ortamında artan güvenli liman alımlarıyla diğer emtialara göre ya daha az değer kaybettiği ya da değer kazandığı görülmektedir. Bu bağlamda altın fiyatları ve petrol fiyatları arasındaki fark giderek açıldığından, altın/petrol fiyatları oranının da arttığı izlenmektedir.

**Grafik 5**

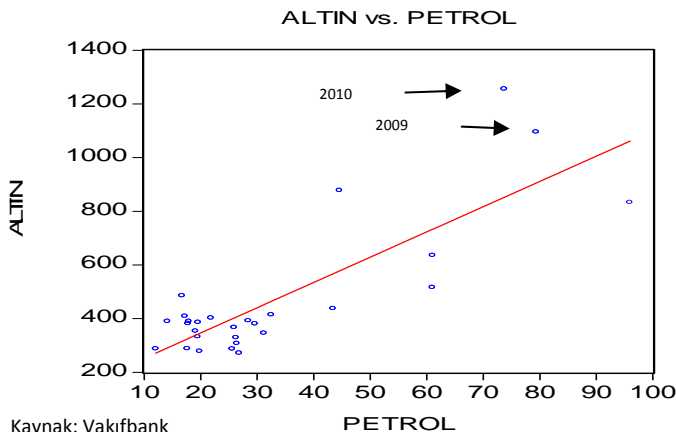


Kaynak: Reuters

Risk iştahındaki artışın yüksek olduğu dönemlerde petrol fiyatlarındaki pozitif yükselişin altın fiyatlarındaki yükselişten daha hızlı olması pozitif bir korelasyona neden olmaktadır. Kriz dönemlerinde altının enflasyonist etkilere karşı bir korunma aracı olması nedeniyle altın fiyatlarında artış olması, petrol fiyatlarında ise artan risk algılamaları ile düşüş yaşanması sonucu korelasyon negatif olmaktadır. Son aylarda Euro Bölgesi'nde yaşanan borç krizinin global piyasalara yayılabileceği endişelerinin artması, hatta çift dip ihtimalinin bile konuşuluyor olmasına bağlı olarak altın ve petrol fiyatlarında negatif yönlü bir korelasyon görülmektedir. Buna göre

küresel krizle birlikte artan risk algılaması sonucunda altın fiyatları zirve seviyelere ilerlerken petrol fiyatlarının gerilediği izlenmektedir.

**Grafik 6**



Kaynak: Vakıfbank

Altın, uzun vadede reel satın alma gücü bakımından değerini koruması nedeniyle merkez bankalarının rezervlerinin küçük de olsa bir kısmını oluşturmaya devam etmektedir. Gelişmekte olan ülke Merkez

Bankaları paralarının değer kaybetmemesi için altını hedge olarak kullanabilmektedir. 1983 yılından itibaren alınan yıllık verilerle oluşturulan regresyon saçılım grafiğine bakıldığında, son yıllara kadar altın fiyatları arttıkça değeri düşen para birimlerinin petrol gibi diğer emtiaların fiyatlarında da yukarı yönlü hareketi desteklediği görülmektedir. Ancak altın fiyatları ve petrol fiyatları arasındaki bu pozitif korelasyon son yıllarda 'best fit' (optimal saçılım noktaları sonucunu veren doğru) doğrusundan uzaklaşmıştır. Bu bağlamda altın ve petrol fiyatları arasındaki korelasyonun özellikle 2009 ve 2010 (son veriye göre) koptuğu görülmektedir.

**Tablo 1**

	Kriz Dönemi		Kriz Sonrası Dönem		Kriz Dönemi		Kriz Sonrası Dönem		Kriz Dönemi	
	Temmuz 1990- Mart 1991		1991-1993		Mart 2001- Kasım 2001		2002-Aralık 2007		Aralık 2007- 2010	
	Petrol	Altın	Petrol	Altın	Petrol	Altın	Petrol	Altın	Petrol	Altın
Petrol		P*:0.96		P:0.53		P:0.80		P:0.96		P:0.36
Altın	P:0.35		P:0.48		P:0.10		P:0.35		P:0.39	
Granger Nedensellik İlişkisi	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır

P\*=p değeri

Kaynak: Vakıfbank

Tablo 1'de görüldüğü üzere altın ve petrol arasındaki ilişkiyi açıkladıktan sonra iki emtia arasındaki nedenselliğin yönünü belirlemek amacıyla Granger Causality analizi uygulanmıştır. Söz konusu emtiaların tarihsel verisi 1983 yılından başladığından bu tarihten sonraki üç kriz dönemi ve kriz sonrası dönemler incelenmiştir. Temmuz 1990 - Mart 1991, Mart 2001 - Kasım 2001 ve Aralık 2007'den<sup>6</sup> günümüze kadar alınan üç kriz dönemi ayrı ayrı analiz edilmiş, kriz dönemi ve kriz sonrasında her iki emtianın birbirine doğru nedenselliği istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

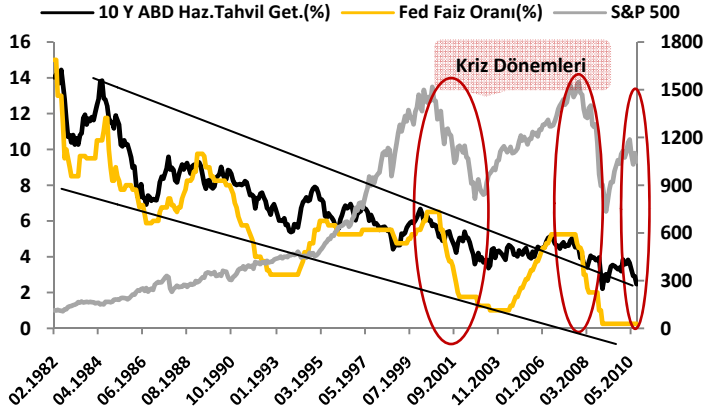
Tüm bu değerlendirmeler altında, altın ve petrol fiyatlarının birbirinin öncülü olmadığını, özellikle 2009 ve 2010 yılında aralarındaki korelasyonun kopmasına bağlı olarak önümüzdeki dönemde yaşanabilecek olası bir global krizin etkisiyle altın fiyatlarının yükselmesi durumunda petrol fiyatlarının aşağı yönlü hareket edebileceğini söylemek mümkündür. Özellikle son günlerde global piyasalarda artan çift dip endişelerinin gerçekleşmesi ve önümüzdeki dönemde ekonomilerde yeni bir dip oluşması durumunda Merkez Bankalarının piyasaya likidite enjekte etmesi sonucu oluşan likidite fazlasının bir kısmının altına yönelmesi mümkün olabilir. Önümüzdeki dönemde altına olan talebin artacağı beklentisini destekleyen bir başka unsur ise halihazırda Merkez Bankalarının faiz oranlarının düşük seviyelerde seyretmesidir.

### Uluslararası Tahvil-Bono Piyasasında Gerçekten Balon Var mı?

2007 yılında başlayan 2008 yılında derinleşen global kriz ve gelişmiş ülke merkez bankalarının krizden çıkmak için piyasalara likidite enjekte etmeleri ve daha sonra da yarattıkları bu likidite ile tahvil alımına yönelmeleriyle global piyasalarda tahvil balonu oluşmaya başladığından söz edilmektedir. Aynı dönemde gerek global üretim gerekse de global tüketimin daralmasına bağlı olarak gerileyen emtia fiyatlarının da etkisiyle enflasyonun gerilemeye başlaması ise düşük faiz ortamına uygun bir zemin hazırlamıştır. Bu ortamda merkez bankalarının bir yandan faiz indirimine giderken bir yandan da yüksek miktarda tahvil alımına devam etmesi karşısında tahvil fiyatları hızla yükselirken getirileri de gerilemeye devam etmiştir. Bu çalışmada ABD tahvillerinde gerçekten bir balon olup olmadığı incelenmiştir.

<sup>6</sup> Kriz dönemleri NBER (National Bureau of Economic Research)'den alınmıştır.

**Grafik 1**



Kaynak: Bloomberg

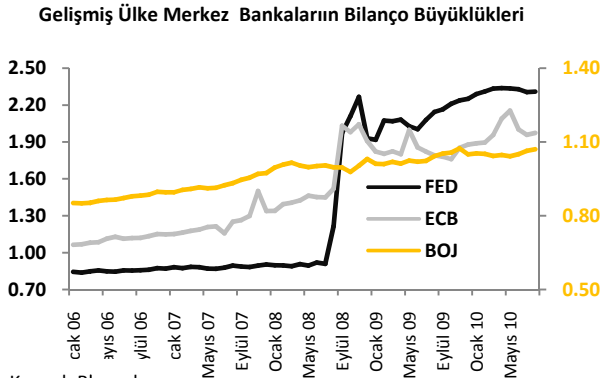
bankaları tarafından krizin etkilerini hafifletmek için yapılan harcamalar 2010 yılında ülkelerin borç ve bütçe problemlerini ön plana çıkarmıştır. Bu bağlamda 2010 yılının Mayıs ayında Euro Bölgesi borç ve bankacılık endişelerine dönüşen bu krizin etkisiyle yeniden bozulmaya başlayan piyasalarda, güvenli liman alımları 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirilerinin sert bir şekilde gerilemesine yol açmıştır. Getiri oranlarındaki gerileme son dönemde tahvil-bono piyasalarında yeni bir balon mu (bond bubble) oluşuyor endişelerini gündeme getirmiştir.

ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirilerinin yaklaşık 30 yıldır aşağı yönlü bir trend içerisinde olduğu görülürken, sadece kriz dönemlerinde ve risk algılamalarının arttığı durumlarda hem ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirilerinin hem de hisse senedi piyasalarının aynı anda birlikte aşağı yönlü bir hareket içerisinde oldukları izlenmektedir. 2007 yılının üçüncü çeyreğinde ABD’de konut piyasasında başlayan krizin ardından bozulan piyasalar, 2009 yılının Mart ayından itibaren toparlanmaya başlarken, kamu ve merkez

### Tahvil-Bono Piyasalarında Yaşanan Balon Tartışmalarını Besleyen Faktörler

#### 6- Artan Likidite

**Grafik 2**



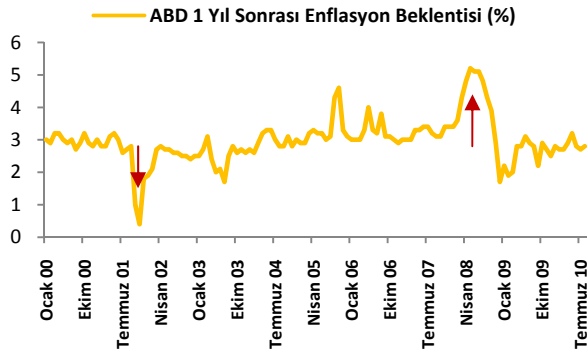
Kaynak: Bloomberg

sonucu artmaya devam ederek 2.15 trilyon euroya ulaşmıştır. Kriz sırasında Japonya Merkez Bankası'nın (BOJ) bilançosunda ise bankalara doğrudan likidite vermesi ve şirketlerin finansman bonolarını almasına karşın bir yandan da portföyündeki devlet tahvil ve bonolarını azaltmasına bağlı olarak sınırlı büyüme yaşanmıştır. Ancak yenin aşırı değerlemesini engellemek adına yapılan son kur müdahalesinin parasal tabanı artırarak bilanço büyüklüğüne yol açması beklenmektedir.

2007 yılında 880 milyar dolar seviyesinde olan Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) bilanço toplamı Lehman Brothers'ın batışının ardından Fed'in finansal sisteme olan güvensizliğini azaltmak için zor durumda olan şirketlere doğrudan kredi vermesi ve bu şirketlerin tahvillerini almasıyla 2008 yılı sonunda 1.9 trilyon dolara ulaşmıştır. Benzer şekilde söz konusu dönemde 1.9 trilyon euroya ulaşan Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) bilanço büyüklüğü ise, kriz döneminde alınan önlemler ve yapılan harcamaların 2010 yılında pek çok ülkeyi içine alan bir borç ve bankacılık krizine dönüşmesi

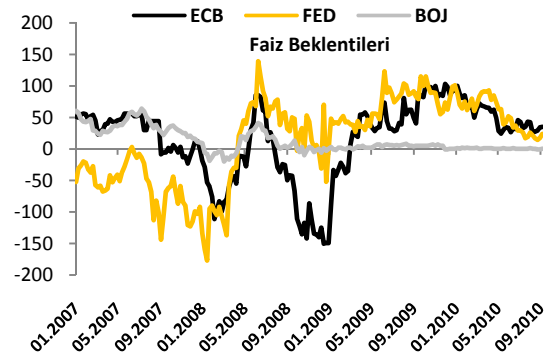
## 7- Enflasyon ve Faiz Oranlarına İlişkin Beklentiler

Grafik 3



Kaynak: Bloomberg

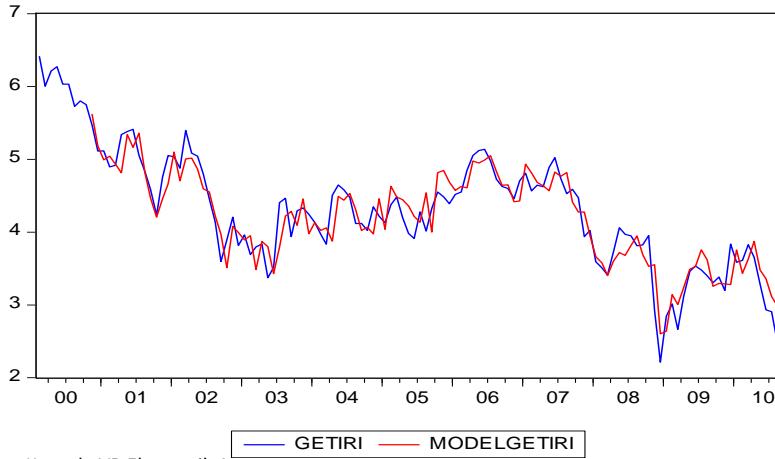
Grafik 4



Kaynak: Bloomberg

Uluslararası piyasalarda talep yetersizliği ile hızla gerilemiş olan enflasyon rakamlarının ve bu gerilemenin enflasyon beklentileri üzerindeki olumsuz etkilerinin tahvil-bono piyasasında yaşanan balonu desteklediği düşünülmektedir. Bunun yanı sıra deflasyonist beklentiler ile mücadele edilebilmesi için kanımızca 500 milyar dolar tutarında ve yıl sonunda uygulanması muhtemel olan niceliksel gelişme politikasına ilişkin beklentilerde söz konusu balonu desteklemektedir.

### Getiri Modeli



Kaynak: VB Ekonomik Araş.

ABD 10 yıllık hazine tahvil fiyatlarının son zamanlarda çok yükselmesi ve getirilerin tarihi düşük seviyeleri görmesi üzerine 10 yıllık hazine tahvil getirileri ile yüksek ilişki içinde olan bazı veriler kullanılarak bir model oluşturulmuştur. Modelde açıklanan değişken olarak ABD 10 yıllık hazine tahvil getirileri alınırken, açıklayıcı değişkenler olarak 2000 yılından itibaren aylık Economic Cycle Research Institute'ın yaptığı enflasyon beklentileri indikatörü, ISM hizmetler endeksi,

harcanabilir gelirin yüzdesi olarak tasarruf oranları, çekirdek enflasyon, konut fiyatları, işgücü piyasalarını gösteren Chicago anketi işgücü endeksi ve 3 aylık USD LIBOR oranları kullanılmıştır. Bu değişkenlerden işgücü endeksinin ve tasarruf oranlarının getirilerle negatif ilişkili olduğu görülürken diğer değişkenlerin getirilerle pozitif ilişkisi olduğu görülmektedir.



**Tablo 1: Getiri Model Sonuçları**

Bağımlı Değişken: GETİRİ		
Metot: EKK		
Değişken	Katsayı	t istatistiği
Çekirdek Enflasyon	0.12	2.49
Konut Fiyatları*	0.22	4.52
3 Aylık LIBOR	0.19	5.67
ECRI Enflasyon Beklentileri*	3.64	4.19
İşgücü Endeksi*	-3.68	-4.31
Tasarruf Oranı	-0.06	-2.58
ISM Hizmetler Endeksi*	0.96	2.48
R <sup>2</sup> : 0.8661 Düzeltilmiş R <sup>2</sup> : 0.8522 Durbin Watson İstatistiği: 1.9187 White Heterosikadastik Tutarlı hata terimleri kullanılmıştır.		

\*Endekslerin uyumluluk açısından yıllık değişimleri alınmıştır.

ABD 10 yıllık hazine tahvil getirileri en küçük kareler (EKK) yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir. Değişkenlerin anlamlı olup olmadıklarını gösteren t istatistiğinin mutlak değer olarak t tablo değeri olan 1.96 değerinden büyük olmaları açıklayan değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu yansıtmaktadır. Hata terimleri arasındaki korelasyon olup olmadığını gösteren ve 2 değerine yakın olduğunda “hata terimleri arasında ilişki yoktur” olarak değerlendirilen Durbin Watson istatistiği ise 2 değerine oldukça yakın çıkmıştır. Modelin R karesi (açıklama gücü) %86 olarak bulunmuş ve açıklayıcı değişkenlerin getirilerdeki değişimi oldukça yüksek bir başarıyla açıkladığı sonucuna varılmıştır. Oluşturulan model ile tahmin yapıldığında (grafikte görüldüğü gibi) modellenen ve tahmin edilen getirinin genel olarak gerçek getiri hareketine paralel hareket ettiği görülmektedir (Good fit). Grafikte görüldüğü gibi modellenen getiri tahmini ile gerçek getiri arasındaki en belirgin ayrışmanın getirilerin %2.2'lere düştüğü zaman, başka bir deyimle Lehman Brothers'ın batışından sonraki 2008 yılının Aralık ayında olduğu görülmektedir. 2010 Ağustos ayı tahmin değerine bakıldığında ise getirilerin %2.9 civarlarında olduğu görülmektedir ve bu durum normalde %2.46 civarında Ağustos ayını sonlandıran getirilerin ekonomik indikatörlere bağlı modelden çok daha düşük seviyelerde olduğunu göstermektedir. Model ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirilerinin %2.9-3 arasında olması gerektiğine işaret ederken, bu durum ABD'de tahvil piyasalarında var olduğu düşünülen “bond bubble”ın da bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Ancak 2008 yılının sonlarında getirilerin çok daha düşük seviyelerde bulunduğu da dikkatlerden kaçırılmaması gereken bir husus olarak karşımıza çıkarken, veri setinin 2000 yılından başlamış olması sebebiyle, ABD'nin 2000 yılından önce yaşamış olduğu krizleri de modelin ne kadar yansıtıp yansıtmadığı da dikkate alınmalıdır.

### Merkez Bankalarının Müdahalelerinin Kurlar Üzerindeki Etkileri

*Esnek döviz kuru rejiminin 1970'li yıllarda uygulamaya geçmesinin ardından, artan volatilité ile birlikte ülke merkez bankalarının döviz kurlarına müdahale etme gerekliliği doğmuştur. Merkez Bankaları tarafından yapılan bu müdahalelerin diğer ülkelerin merkez bankaları ile koordineli bir şekilde yapıldığı zaman kurlarda istenilen değişikliğin sağlandığı, diğer merkez bankaları ile koordineli bir şekilde yapılmadığı zaman ise kurlarda kısa süreli bir değişiklik olsa da genel trendin değişmediği görülmüştür. Bu çalışmada, Japonya, İsviçre ve Türkiye'de kura yapılan müdahaleler bu çerçevede incelenmiştir.*

Serbest kur rejiminin daha işlevsel olmaya başladığı 1980'lerden bu yana, ülkeler kendi para birimlerinin diğer para birimleri karşısında yaşadığı volatiliteleri düzeltmek için zaman zaman döviz kuruna müdahalelerde bulunmuşlardır. Bu müdahalelerin çoğunlukla, ekonomisi ihracata dayalı ülkelerin merkez bankalarının rekabet kabiliyetini düşürmemek amacıyla yapıldığı, ancak buna rağmen müdahalelerin başarılı olmadığı görülmektedir.

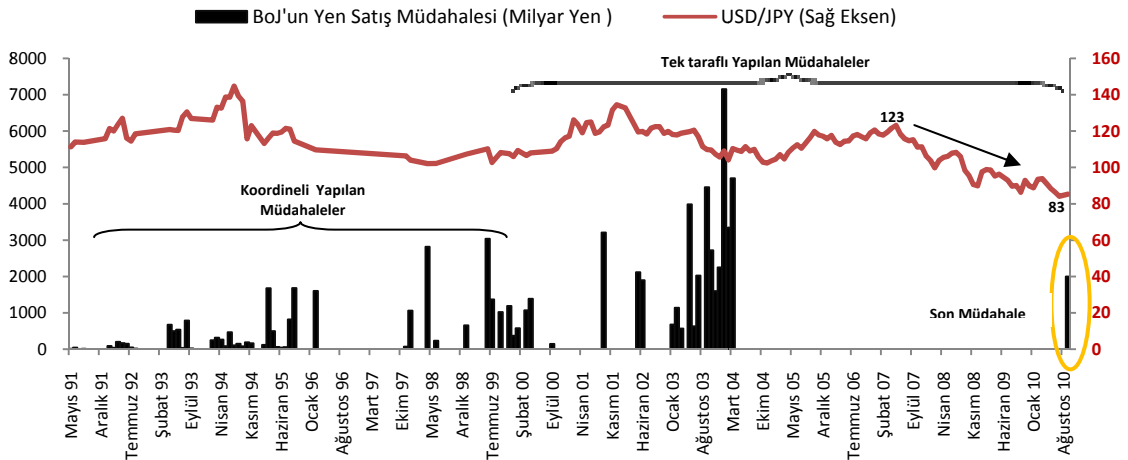
Merkez bankaları para birimlerini stabilize edebilmek için bu müdahaleleri yapma gereği duyarken, literatürde merkez bankaları tarafından yapılan müdahalelerin gerçekten işe yarayıp yaramadığı konusunda üç farklı görüş oluşmuştur. Birinci görüşe göre, müdahaleler spekülative para hareketlerinin önüne geçebilmekte ve para birimindeki volatilitenin azalmasına yardım etmektedir. İkinci görüş, merkez bankaları müdahalelerinin piyasalardaki belirsizlikleri ve spekülative işlemleri arttırması nedeniyle volatilitenin arttığını öne sürmektedir. Üçüncü görüş ise yapılan bu müdahalelerin piyasalar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunmaktadır. Bu nedenle literatürde merkez bankaları tarafından para piyasalarına yapılan müdahalelerin sonuca ulaşip ulaşmadığı konusunda kesin bir fikir birliği mevcut değildir.

Bu çalışmada Japonya, İsviçre ve Türkiye örnekleri irdelenerek, merkez bankalarının kura müdahalelerinin etkisi üzerinde bir analiz yapılmıştır.

## 1) Japonya

1980 yılından bu yana Japonya'nın yine yaptığı müdahalelerin arkasında büyük ölçüde ihracata dayalı Japon ekonomisindeki büyümenin kırılgan olması yatmaktadır. Aslında ABD'nin büyük dış açığından dolayı doların değer kaybetmesi, Japonya'nın ise yüksek cari fazlasından dolayı yenin dolar karşısında değerlendirilmesi teorik olarak normal bir durumken, Japonya Merkez Bankası (BOJ) Japonya ekonomisinin ihracat gücünü korumak için yen yükseldiğinde piyasalara müdahale etmek yoluyla USD/JPY kurunu yukarı çekerek yenin zayıflamasını amaçlamaktadır. Yıllardır yaşadığı durgunlukla mücadele eden Japonya'da, tasarruf oranının yüksek olması nedeniyle yurt içi talebin de zayıf seyrettiği göz önüne alındığında, Japonya'nın ihracatta rekabet gücünü korumayı amaçlaması kaçınılmaz bir durum olarak ortaya çıkmaktadır.

Grafik 1



Kaynak: Bloomberg

1980'lerin ikinci yarısında doların aşırı değer yitirmesi üzerine, BoJ 1986 yılında tek taraflı olarak ABD dolarını destekleyecek müdahaleler yapmaya başlamıştır. 1986'nın sonunda Bundesbank'ın (Eski Almanya Merkez Bankası) ve 1987 yılında Fed'in de katılımıyla devam eden müdahaleler 1991 yılına kadar yoğun bir şekilde devam etmiştir. 1980'li yıllarda diğer merkez bankalarıyla koordineli olarak gerçekleştirilen tüm bu müdahaleler döviz kurlarını etkilemede oldukça başarılı olmuştur. 1990'lı yıllara gelindiğinde ABD ekonomisi uzun süreli büyüme sürecine girerken, Japon ekonomisi daralmaya başlamıştır. ABD'nin ekonomik aktivitenin canlanmasının etkisiyle yüksek cari açık vermeye başlaması, yenin dolar karşısında değer kazanmaya başlamasına yol açmıştır. BOJ yenin aşırı değerlendirilmesini engellemek için bu yıllarda özellikle yen satışı yönünde büyük miktarda müdahaleler yapmayı sürdürmüştür.

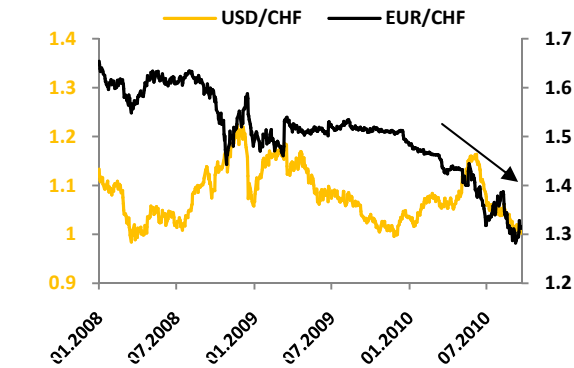
2000'li yıllarda Japonya dışında diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının oldukça seyrek müdahale etme eğilimini sürdürdüğü, Japonya'nın ise müdahalelerine devam ettiği görülmektedir. Daha önceki yıllarda BOJ'un diğer merkez bankalarıyla koordineli bir şekilde yürüttüğü müdahalelerin başarılı olduğu görülürken, 2002-2004 yılları arasında yen satışı yoluyla döviz piyasalarında gerçekleştirdiği tek taraflı müdahalelerin etkisi kısa süreli olmuştur. 2002 Mayıs-2004 Mart tarihleri arasında toplam 39 trilyon yen tutarında gerçekleşen müdahalelere karşın, USD/JPY paritesinin 123 seviyesinden 105 seviyesine gerilemesi, büyük ölçüde bu dönemde Japonya Merkez Bankası'nın tek başına müdahale yapmasından kaynaklanmaktadır.

2008 yılında Lehman krizi sonrası yaşanan global resesyon ile dünya ekonomilerinde yaşanan hızlı küçülme halihazırda deflasyonla mücadele eden Japonya'nın deniz aşırı ülkelerde rekabet gücünün giderek azalmasına neden olurken, şirketlerin karlarını da olumsuz etkilemiştir. Buna paralel olarak, USD/JPY paritesi 2007 yılında gördüğü 123 seviyesinden 2010 yılı Eylül ayında 83 seviyesine kadar gerilemiştir. Böylece, yenin dolar karşısında son 15 yılın en yüksek değerine ulaşmasıyla bir süredir sözlü müdahalelerle yendeki spekülasyon hareketleri ve yenin değerlenmesini engellemeye çalışan BoJ, uluslararası baskılara rağmen 6 yıl aradan sonra ilk defa tek taraflı olarak döviz piyasalarına müdahale etmiştir. 15 Eylül'de gerçekleşen bu müdahalede döviz piyasalarına 2 trilyon yen satılmıştır. Müdahale öncesi 83 seviyesinde olan USD/JPY paritesinin müdahalenin hemen ardından 85 seviyesine çıktığı görülürken, paritenin 1 hafta içerisinde yeniden 84 seviyesine gerilemesi müdahalenin çok da amacına ulaşmadığını göstermektedir. ABD'de faizlerin uzun bir süre daha düşük tutulacağı beklentilerine ek olarak Fed'in gevşek para politikasına devam edileceğinin neredeyse kesinlik kazandığı bir ortamda yenin değerini artırmak için yapılan müdahalenin başarılı olma olasılığı azalmaktadır. Buna ek olarak literatürde diğer merkez bankaları ile koordineli şekilde yürütülen müdahalelerin daha başarılı olduğu görülmektedir. Ancak 2007 Aralık'ta başlayan global resesyonun 1930 yılında yaşanan resesyondan sonra en uzun resesyon olması ve gerek ABD gerekse Euro Bölgesi ekonomilerinin halen tam olarak toparlanamaması, BOJ'un diğer merkez bankalarıyla ortak bir müdahale gerçekleştirmesini zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla son müdahalenin USD/JPY paritesinde kısa süreli yukarı yönlü harekete yol açarak daha çok yendeki güçlenmeyi yavaşlayacak bir etki yaratacağı, ancak genel trendde bir değişikliğe yol açmayacağı düşünülmektedir.

## 2) İsviçre

Uluslararası döviz piyasalarında gerek Avrupa Birliği bünyesinde olmaması gerek gelişmiş bir finans sistemine sahip olması nedeniyle İsviçre önemli bir ülke konumundadır. Yaşanan resesyon ve kredi kriziyle birlikte Euro Bölgesi'nde güvenli bir liman olarak görülen İsviçre frangına olan talep artmaktadır. İsviçre Merkez Bankası'nın ise ihracatı teşvik amacıyla para biriminin değerlenmesini önleme müdahaleleri yaptığı görülmektedir.

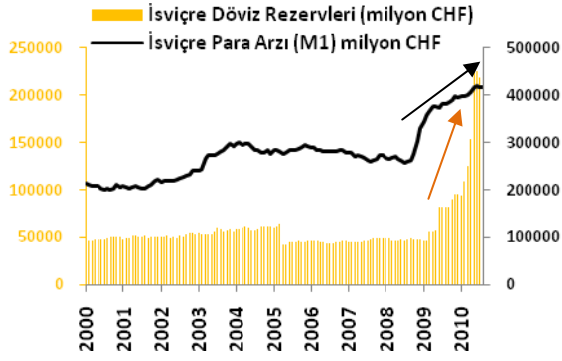
Grafik 2



Kaynak: Bloomberg

Euro Bölgesinde oluşan borç krizinin diğer Avrupa ülkelerine de sıçrayabileceği endişeleriyle Mart ayından Haziran ayının ortalarına kadar euronun diğer para birimleri karşısında, en çok da %10 ile ABD doları karşısında değer kaybettiği görülürken, söz konusu dönemde İsviçre frangının (CHF) ise Euro karşısında %5 civarında değer kazandığı görülmektedir. EUR/USD'deki %10'luk düşüş yaşanırken İsviçre frangının değer kazancının %5 ile sınırlı kalmasının nedeni İsviçre Merkez Bankası'nın (SNB) frangın fazla değerlenmesini önlemek amacıyla Euro alımı ile yaptığı müdahaledir. Bu müdahalelerin temel sebebi İsviçre'nin ihracatında Avrupa Birliği ülkelerinin önemli bir yer tutmasıdır.

Grafik 3



Kaynak: İsviçre Merkez Bankası (SNB)

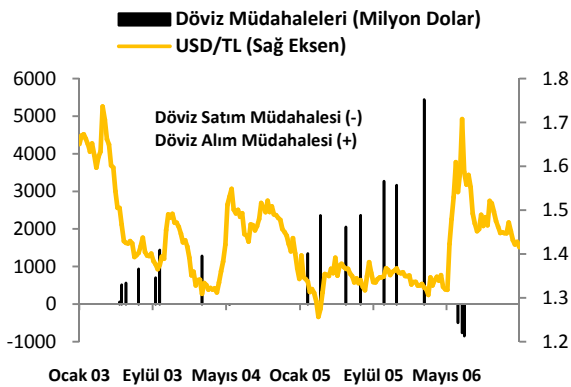
müdahalelerin başarısızlığı sonrasında İsviçre Merkez Bankası geçtiğimiz günlerde İsviçre frangına müdahale etmekten artık vazgeçtiğini açıklamıştır.

### 3) Türkiye

Yukarıda irdelediğimiz Japonya ve İsviçre örneklerinin ortak özelliği her iki ülkenin de ihracat ağırlıklı olması ve cari fazla vermesidir. Bundan dolayı rekabetçi bir kurun ihracat kanalıyla ekonomilerine yaptığı katkının önemli olması bu ülkelerin son dönemlerde değerlenen kurlarının daha da aşırı derlenmesini engellemek amacıyla müdahale yapmalarına yol açmaktadır. Türkiye örneğine geldiğimizde gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan ülkemizin ekonomisinin bu iki ülke örneğinin tersine ihracata dayalı bir ekonomi olmaması, iç tüketime yönelik bir ekonomi olması ile TL'nin değerlenmesi durumunda özellikle enflasyonu düşürücü etki yarattığından olumlu bir olgu olarak da algılanmaktadır. Ancak aşırı değerlenen kurun yarattığı artan yüksek cari açık, iç tasarruf oranlarının düşük olması dış fon ihtiyacının önemini artırmaktadır. Değerlenen kurun ekonomiyi olumlu etkilediği düşüncesi doğru olsa da ülkenin yapısal olarak giderek artan cari açık sonucu yurtdışı fonlamaya daha çok maruz kalması, yapısal olarak ileride oluşacak ani fon çıkışlarının ekonomi üzerindeki yıkıcı etkisi daha fazla olmaktadır. Bu durum karşısında başta Brezilya olmak üzere birçok gelişmekte olan ülkenin özellikle Asya'nın 1999 krizinden sonra para birimlerinin değerlenmesini engellemek amacıyla kura daha fazla müdahale ettiği görülürken Türkiye Merkez Bankası da bu ülkelerle karşılaştırıldığında görece olarak daha aktif olmamasına karşın yine de kura müdahalelerde bulunmaktadır. Türkiye'de yapılan müdahaleleri incelediğimizde, farklı kur politikaları çerçevesinde yapılan müdahalelerin özellikle 1980 ve sonrası dönemde yoğunluk kazanmakla birlikte, müdahalelerin miktar ve sıklığının uygulanan kur politikasına bağlı olarak değiştiği görülmektedir. Doğrudan döviz alım-satım müdahaleleri ve döviz alım-satım ihaleleri döviz politikasının çerçevesini oluşturmakla beraber, Türkiye'de 2006 yılının Haziran ayından itibaren doğrudan alım satım müdahalesi yapılmadığı görülmektedir. TCMB, kurlardaki aşırı dalgalanmayı önlemek amacıyla sınırlı olarak doğrudan müdahalelerde bulunurken, bunun yanı sıra döviz piyasalarındaki arz ve talep fazlasını dengelemek için döviz alım ihaleleri düzenlemektedir.

2002-2009 yılları arasında TCMB, döviz alım ihaleleri yoluyla yaklaşık 44 milyar dolar tutarında rezerv elde etmiş, döviz satım ihaleleri sonucunda ise 2 milyar dolar tutarında satım yapmıştır. Diğer yandan TCMB 2002-2006 yıllarında döviz piyasasına müdahalede bulunurken bu müdahalelerin büyük bir kısmı alım yönünde olmuştur. Enflasyon hedeflemesi yanında dalgalı döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde mümkün olan en az sayıda müdahale ile döviz kurunda istikrarı sağlamak esas amaç olmakla birlikte, TCMB'nin 2001-2006 döneminde gerçekleştirdiği az sayıda doğrudan müdahaleler de bu duruma açıklık getirmektedir.

**Grafik 4**



Kaynak: TCMB, Bloomberg

müdahalede bulunmuş ve kur aşağı yönlü hareket etmiştir.

2002-2006 yılları arasında döviz kurlarında oluşan ya da oluşması beklenen aşırı oynaklık üzerine, TCMB 2003 yılı ve 2005 yılı içinde döviz piyasasına yedi defa doğrudan alım yönünde müdahalede bulunmuştur (Bkz Grafik 4). Aynı zamanda 2005 yılında alımı yapılan döviz tutarı, şimdiye kadar TCMB tarafından bir takvim yılı içinde alınan en yüksek tutar olmuştur. Doğrudan müdahale yapılan dönem içerisinde, aslında müdahalenin kurun volatilitesi üzerinde çok az etkili olduğu ve piyasadaki trendin değişmediği görülmektedir. Ancak alım yönünde müdahaleler yapıldıktan sonra volatilitenin daha da arttığı gözlenmiş ve TCMB bunun üzerine satım yönünde

### Kur Müdahale Modeli

Yapılan modelde<sup>7</sup> TCMB'nin çeşitli nedenlerle döviz kurlarına yaptığı müdahalelerin USD/TL üzerindeki etkisi incelenmektedir. Müdahaleler genellikle kurların düzeyinde bir değişim yaratmak ya da döviz kurlarındaki oynaklığı azaltmak amacıyla yapılmaktadır. Kurlardaki yükseliş TL'nin ABD doları karşısında değer kaybetmesini, düşüş ise değer kazanmasını ifade etmektedir. Türkiye'de Merkez Bankası'nın kurlara döviz alım-satım ihaleleri ve piyasaya döviz veya nakit vermek suretiyle direkt müdahaleler olmak üzere iki yöntemle müdahale ettiği görülmektedir. Modelde alınan aylık veri seti, dalgalı kur rejimini kapsamı açısından 29 Mart 2001 tarihinden 2010 yılının Temmuz ayına kadar olan dönemi kapsamaktadır.

**Tablo1 Kur Müdahale Modeli**

	Katsayı	p değeri
Net müdahale (Net)	-1.02E-05	0.1265
Faiz Oranı (Int)	-0.0015	0.0000
Müdahale Sıklığı (dummy)	-0.0621	0.0000
c	0.4061	0.0000
Varyans Denklemi (resid(-1)^2)	0.8223	0.0099
R <sup>2</sup> =0.3164		

Tabloda görüldüğü gibi Merkez Bankası'nın net müdahalelerinin göreceli olarak yüksek p değerine ve düşük katsayı rakamına bakıldığında kur üzerinde belirgin bir etkisi olmadığı görülmektedir. Gecelik faiz oranlarının kuru açıklamada başarılı olduğu ve negatif olarak etkilediği görülmektedir. Müdahale sıklığının ise açıklayıcı değişken olarak anlamlı olduğu ve sıklık arttıkça kurun düştüğü yani TL'nin değer kazandığı görülmektedir. Ancak modelin R<sup>2</sup>'sinin çok yüksek olmaması modelde açıklayıcı değişkenlerin döviz kurlarındaki değişimin oldukça küçük bir bölümünü açıklayabildiğini ve modelin birçok farklı değişken eklenerek zenginleştirilebileceğini göstermektedir.

<sup>7</sup> Modelde literatüre de uygun olarak GARCH model kullanılmıştır. Modelde açıklanan değişken olarak USD/TL'nin logaritması kullanılmıştır. Açıklayıcı değişken olarak döviz alım-satım ihaleleri ve doğrudan müdahaleler aylık olarak toplanarak Net değişkeni oluşturulmuştur. Diğer bir açıklayıcı değişken olarak müdahalelerin sıklığının yani zamanlarının kur üzerindeki etkisini incelemek amacıyla satım müdahalelerinin olduğu aylar -1, alım müdahalelerinin olduğu aylar +1 ve diğer aylar için 0 olacak şekilde kukla değişken (dummy variable) oluşturulmuştur. Diğer bir açıklayıcı değişken olarak ise bir para politikası aracı olan gecelik faiz oranları (Int) eklenmiştir.

$$Kur_t = \theta_0 + \theta_{net}Net + \theta_{dummy}dummy + \theta_{int}Int + \varepsilon_t$$

Sonuç olarak, literatürde yapılan müdahalelerin döviz kurları üzerindeki etkileri incelendiğinde, genel olarak müdahalelerin döviz kurlarının volatilitesi üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığı görülmektedir. İncelenen ülke örneklerinde, Türkiye, İsviçre ve Japonya Merkez Bankalarının döviz kuruna yaptıkları müdahalelerin kurlar üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığını, ancak son günlerde piyasayı şekillendiren yatırımcıların risk algılamalarının döviz kurlarının seyri üzerinde oldukça etkili olduğu söylenebilir.

Global ekonomide 2008 yılında yaşanan kriz sonrasında iç talebin beklenen düzeyde artmaması ülkelerin ihracat paylarını artırmak için daha fazla çaba göstermesine yol açmaktadır. Bu nedenle İsviçre ve Japonya gibi gelişmiş ekonomiler para birimlerinin değerlenmesini, dolayısıyla global ihracat paylarının azalmasını engellemek adına kura müdahalede bulunmuşlardır. Yakın zamanda Çin ile ABD arasında Çin'in para birimi yuanın değerini düşük tutması ve böylece ABD'ye karşı ihracat avantajı sağlaması nedeniyle iki ülke arasında yaşanan sorun bu duruma bir başka örnektir. Literatürde diğer merkez bankaları ile koordineli şekilde yürütülen ve gevşek para politikaları ile desteklenen müdahalelerin daha başarılı olduğu dikkat çekmektedir. Ancak global ekonomik yavaşlamaya yönelik endişelerin arttığı bir ortamda diğer merkez bankalarıyla bir ortak müdahalenin gerçekleşmesi zor gibi gözükmekte olup, bu durum ileride yapılacak müdahalelerin başarı olasılığını azaltabilecek bir unsur olacaktır.

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