

İÇİNDEKİLER

❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

Petrol Fiyatları Işığında Döviz Kuru Enflasyon Geçişkenliği

Ekonomide yüksek cari açığa karşı alınan önlemlere ek olarak, uluslararası piyasalarda Ortadoğu'daki siyasi belirsizlikler kaynaklı risk algılamalarının yükselişi, TL'nin değer kaybını destekler nitelikte görünmektedir. TL'nin değer kaybının dış denge açısından ele alınmasının yanı sıra enflasyon üzerinde yaratacağı etki de önemli olacaktır.

Önümüzdeki Dönemde Türkiye Büyümesine İlişkin Risk Var mı?

Son dönemde artan petrol fiyatlarının, ekonomiye ve finansal piyasalara etkileri gündeme gelirken, özellikle petrol fiyatlarındaki artışların global büyüme üzerinde oluşturacağı riskler önem kazanmıştır.

Ocak ayında 5.86 milyar dolar ile 1984 yılından itibaren en yüksek aylık cari açık açıklandı

Türkiye'nin cari işlemler açığı Ocak 2011 itibarıyla 12 aylık toplamda 51.4 milyar dolar ile Ağustos 2008'de ulaştığı tarihi rekor seviyesi olan 49.2 milyar doların üzerine çıkmıştır. Bu durum, Merkez Bankası'nın cari işlemler açığının istikrarsızlık unsuru haline gelmesini önlemek için aldığı parasal önlemlerin gerekli bir adım olduğunu gösterse de, cari açığın artmaya devam etmesini önlemekte ne kadar etkili olacağı konusundaki belirsizlikleri artırmaktadır.

Merkez Bankası'ndan Sürpriz Kararlar Devam Ediyor

Son yapılan Mart ayı PPK toplantısında beklentilere paralel olarak, son dönemde artan emtia fiyatlarına bağlı olarak artan enflasyonist baskılar ile faiz oranlarında yeni bir indirmeye gidilmemiş ve politika faiz oranı %6.25 seviyesinde sabit bırakılmıştır. TCMB'nin bekle gör politikası paralelinde zorunlu karşılık oranlarında artırıma gitmesi beklenmezken, TCMB sürpriz bir kararla zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Petrol Fiyatlarındaki Yükselişin Ekonomi ve Piyasalar Üzerindeki Etkisi

2011 yılının Ocak ayında Tunus'da çıkan ayaklanmalar, isyanın aynı bölgedeki daha büyük petrol üreticisi ülkelere de sıçrayabileceği endişelerine yol açarak petrol fiyatlarında sert artışlar görülmesine neden olmuştur. En son Libya'ya sıçrayan isyanlar, bu ülkede uzun bir süre petrol üretimi yapılamayacağı ve petrolde uzun süreli bir arz sıkıntısı yaşanacağı endişelerine neden olmuştur.

Avrupa Merkez Bankası'ndan Politika Değişikliği Sinyali

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Başkanı Jean- Claude Trichet, 3 Mart'ta Avrupa Parlamentosu'nda yaptığı açıklamada Mart ayı için faizi sabit tutma kararı verdiklerini, fakat Nisan ayında faiz artırımının sözkonusu olabileceğini belirtmiştir. Bu açıklama sonrasında ekonomi ve finans alanında yeni bir süreç başlamıştır. Trichet, yüksek enflasyon tehlikesi karşısında doğru zamanda doğru kararlar almak gerektiğini belirterek, teyakkuzda (strong vigilance) olunması gerekliliğini vurgulamıştır.

Japonya'da yaşanan deprem ve ekonomik etkileri

Japonya'da yaşanan felaketin yarattığı fiziki yıkımın Japonya ekonomisinde neden olacağı kayıpların yanısıra giderek artan ekonomik ve finansal bağlantılar da söz konusu gelişmelerin hızla küresel piyasalarda hissedilmesine neden olmaktadır. Orta Doğu'da yaşanan gelişmelerin petrol fiyatları üzerindeki baskısı devam ederken, depremin ilk aşamada talepte bir düşüşe neden olacağı beklentisiyle fiyatlarda aşağı yönlü hareketlerin oluşmasına neden olmuştur. Ancak Japonya'da enerji kaynaklarında meydana gelen yıkımın ardından orta vadede alternatif enerji kaynaklarına yönelmesi petrol fiyatlarında yükselişlere neden olabilecektir.

ABD konut sektörü neden toparlanmıyor?

Başta ABD olmak üzere dünya ekonomilerinde 2009 yılı ortasından itibaren hızlı bir toparlanma izlenirken, krizin kaynağında yer alan konut sektöründe son açıklanan verilerde pek çok sektördeki canlanmanın aksine toparlanmanın oldukça yavaş olduğu görülmektedir. Bu haftaki yazımızda konut sektörünün neden yavaş toparlandığı detaylı bir şekilde incelenecektir.

Petrol Fiyatları Işığında Döviz Kuru Enflasyon Geçişkenliği

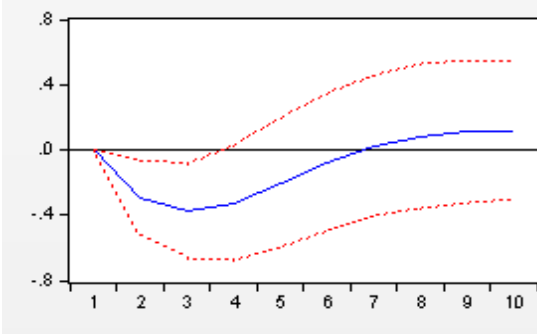
Cari işlemler açığının yüksek seviyelerini koruması ve söz konusu açığın finansmanında kısa vadeli fonların giderek daha fazla ağırlık kazanması, Merkez Bankası'nı (TCMB) bir takım önlemler almaya zorlamıştır. Bu çerçevede TCMB, iç talebi daraltacak ve TL'nin değer kaybetmesine yol açabilecek önlemler uygulamaya koymuştur. Son açıklanan Ocak ayı dış ticaret verilerine göre ithalat ve buna bağlı olarak dış ticaret açığı artışının devam etmesi, endişelerin sürmesine neden olmuştur. Ekonomide yüksek cari açığa karşı alınan önlemlere ek olarak, uluslararası piyasalarda Ortadoğu'daki siyasi belirsizlikler kaynaklı risk algılamalarının yükselişi, TL'nin değer kaybını destekler nitelikte görünmektedir. TL'nin değer kaybının dış denge açısından ele alınmasının yanı sıra enflasyon üzerinde yaratacağı etki de önemli olacaktır. Özellikle enflasyonda önümüzdeki dönemde beklentilerin üzerinde bir artışın görülmesi, TCMB'nin politikalarının devamlılığı açısından önemli görünmektedir. Bu çalışmada, kurdaki gelişmelerin enflasyona geçişkenliğinin yanı sıra, son dönemde ciddi artışların görüldüğü petrol fiyatlarının söz konusu geçişkenliği ne şekilde etkilediği incelenecektir.

Döviz Kuru Geçişkenliği: Kriz Öncesi ve Sonrasının Karşılaştırılması

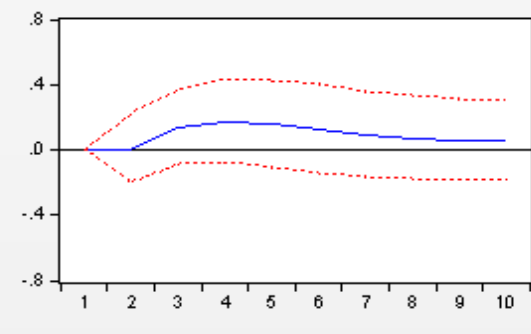
Etki Tepki Analizi:

Kriz Öncesi: 2004M01-2007M08

Grafik 1: Enflasyonun ÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kurundaki Şoka Tepkisi

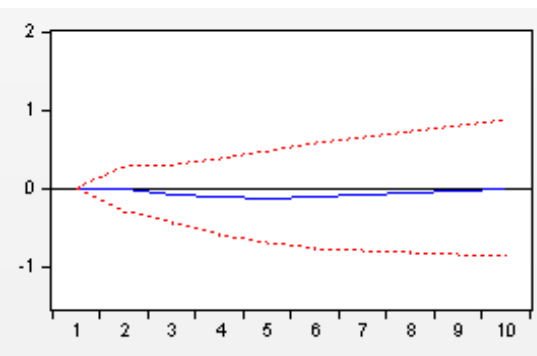


Grafik 2: Enflasyonun Petrol Fiyatlarındaki Şoka Tepkisi

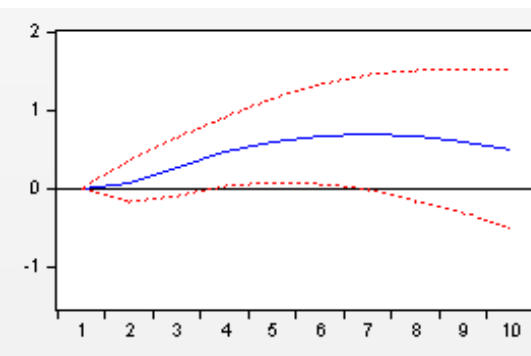


Kriz ve Sonrası: 2007M08-2011M01

Grafik 3: Enflasyonun ÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kurundaki Şoka Tepkisi



Grafik 4: Enflasyonun Petrol Fiyatlarındaki Şoka Tepkisi

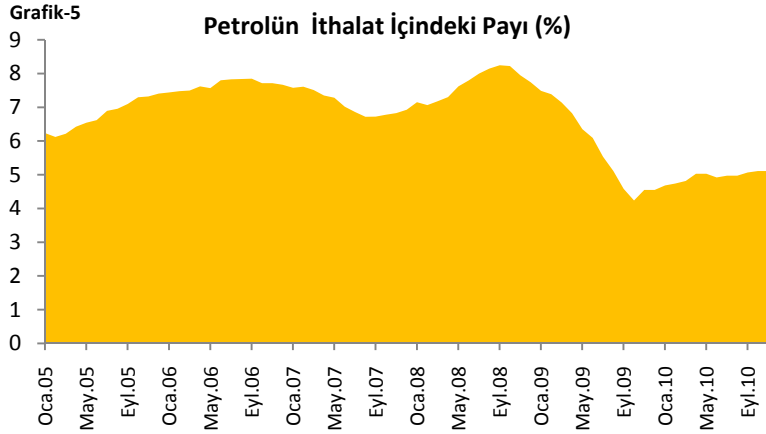


Kaynak: Vakıfbank

ÜFE bazlı reel efektif döviz kurundan ve petrol fiyatlarından gelebilecek olası şoklara karşı enflasyon oranının tepkisi, etki-tepki analizi ile incelenmiştir. Kriz öncesi dönem olan 2004 Ocak-2007 Ağustos ile kriz sonrası dönem olan 2007 Eylül -2011 Ocak dönemi olmak üzere iki dönem için ayrı ayrı etki-tepki analizi yapılmıştır. Analizimize göre kriz sonrasında kriz öncesine göre döviz kurundaki değişimlere enflasyonun daha sınırlı bir

tepki verdiği görülürken, petrol fiyatlarındaki değişimlere enflasyonun tepkisi 2007 yılından sonra artmıştır. Kriz öncesinde ÜFE bazlı reel efektif döviz kurundaki 1 standart sapmalık şoka enflasyonun -%0.4 standart sapma tepki verdiği izlenirken, kriz sonrasında %0.1 standart sapmadan daha az tepki verdiği görülmüştür. Kriz öncesinde ÜFE bazlı reel efektif döviz kurundaki olası şoka enflasyonun 10 ay sonra bile tepki vermeye devam ettiği gözlenirken, en yüksek etkinin 3. ayda görüldüğü dikkat çekmektedir. Kriz sonrasında ise enflasyonun şoka tepkisi 10 ay sonra tamamen yok olmaktadır. Diğer yandan kriz öncesinde şoka ilk tepki birinci ayın sonunda gözlenirken, 2007 yılından sonra tepkinin bir miktar ötelenildiğini 2. aydan sonra enflasyonun döviz kurundaki şoka ilk tepkiyi verdiği görülmektedir. Enflasyonun petrol fiyatlarındaki şoka verdiği tepkiye baktığımızda ise, kriz öncesinde petrol fiyatlarındaki olası 1 standart sapmalık şoka enflasyonun %0.2'den daha az tepki verdiği görülmesine karşın, kriz sonrasında %0.5 standart sapmanın üzerinde tepki verdiği izlenmiştir. Kriz sonrasında, ilk tepki süresi 1 ay öne çekilerek, 1. ayın sonunda enflasyonun petrol fiyatlarındaki şoka tepki vermeye başladığı görülmüştür. ÜFE bazlı reel efektif döviz kuru ile petrol fiyatlarına verilen tepkinin şiddeti karşılaştırıldığında ise, kriz öncesinde enflasyonun ÜFE bazlı reel efektif döviz kuruna petrol fiyatlarından yaklaşık iki kat daha fazla duyarlı olduğu görülmüştür. Kriz sonrasında ise petrol fiyatlarına duyarlılığın arttığı söylenebilir.

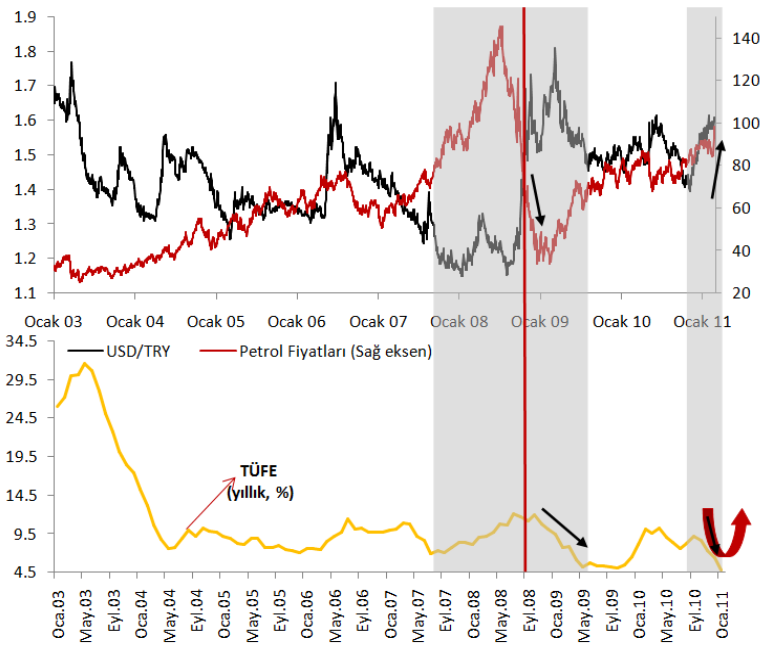
Petrol fiyatları ve kuru enflasyona yansımaları



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK

azalmış ancak ekonomideki toparlanma ile birlikte yeniden yükselişe geçmiştir ve kriz öncesi seviyelerine yaklaşmıştır.

Grafik-6



Kaynak: TCMB, Reuters, Eurostat

Türkiye ekonomisinde petrol ithalatının yüksek seviyelerde olması, döviz kuru enflasyon ilişkisinin incelenmesinde petrol fiyatlarının belirleyici rol oynamasına neden olmaktadır. Buna ek olarak, petrolün ülke ekonomisindeki rolünü yansıtan, bir diğer olgu olan ihracatın ithalata bağımlılığının yüksek oluşu da döviz kuru gelişmelerinin etkilerinin farklı şekilde yansımaya neden olmaktadır. Kriz öncesi dönemde istikrarlı bir seyir izleyen petrol fiyatlarının toplam ithalat içindeki payı krizle birlikte hızla

Orta Doğu'da başlayan isyanların etkisiyle global piyasalarda yaşanan dalgalanmaların yanı sıra, dünyada petrol rezervleriyle önemli bir yeri olan Libya'da halk ayaklanmalarının daha şiddetli olması, petrol fiyatlarında sert artışlara neden olmaktadır. Hızla yükselen petrol fiyatları dünya piyasasında şok etkisi yaratırken, Türkiye gibi petrol ithal eden ekonomilere yüksek bir ek maliyete neden olmakta ve bu durum özellikle toparlanma sürecindeki gelişmekte olan ülke ekonomilerinde enflasyon endişelerine yol açmaktadır.

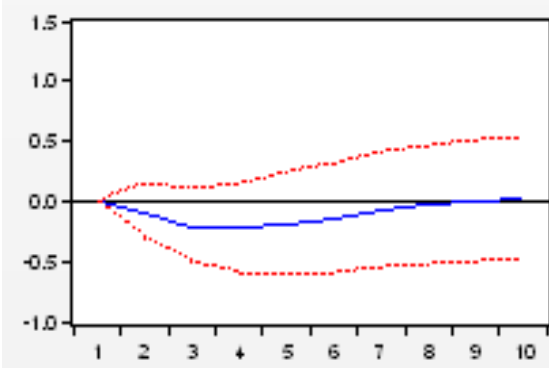
Türkiye’de petrol fiyatlarında yaşanan ani artış ve azalışların enflasyon üzerinde yarattığı etkilerin örnekleri özellikle Eylül 2007-Kasım 2008 döneminde belirgin olarak yaşanmış, petrol fiyatlarındaki sıçrama enflasyonda yukarı yönlü hareketlere neden olmuştur (Bkz.Grafik 6). Söz konusu ilişkinin olası sonuçları bugün için değerlendirildiğinde, petrol fiyatlarında yaşanan sert fiyat artışının, ithalat fiyatlarında olası bir artışa neden olması ve dolayısıyla enflasyonda yukarı yönlü baskı yaratması mümkün olabilir. Orta Doğu’da giderek yayılan siyasi gerginliklerin devam etmesi riski, artan petrol fiyatlarının piyasalarda yarattığı etki süresinin uzamasına neden olarak, gerek global ekonomide gerekse Türkiye ekonomisinde enflasyonda yukarı yönlü baskıların sertleşmesine neden olabilir.

Döviz kurunun enflasyona geçişkenliğinde, döviz kurunun yükseldiği seviyede ne süre kaldığı dikkat edilmesi gereken bir unsurdur. 2006 yılında kurda görülen hızlı artışın kalıcı olmaması ve böylece ekonomik aktörlerin kur artışlarını fiyatlama davranışlarına büyük ölçüde yansıtılmaları, enflasyon üzerindeki etkinin nispeten sınırlı kalmasına yol açmıştır. Son dönemde kurda görülen artışların kalıcı olup olmayacağı kur enflasyon ilişkisinde önemli olacaktır.

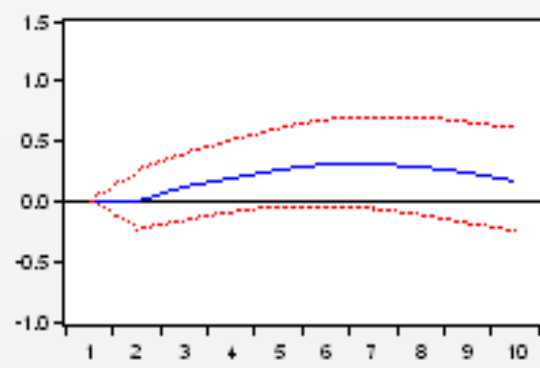
Döviz Kuru Geçişkenliği: Petrol Fiyatlarının Etkisi

Tüm Dönemler

Grafik 7: Enflasyonun ÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kurundaki Şoka Tepkisi

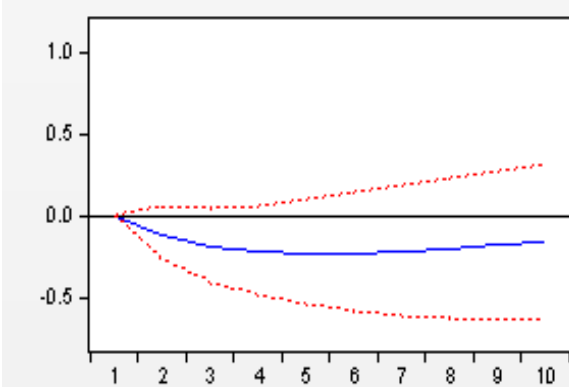


Grafik 8: Enflasyonun Petrol Fiyatlarındaki Şoka Tepkisi

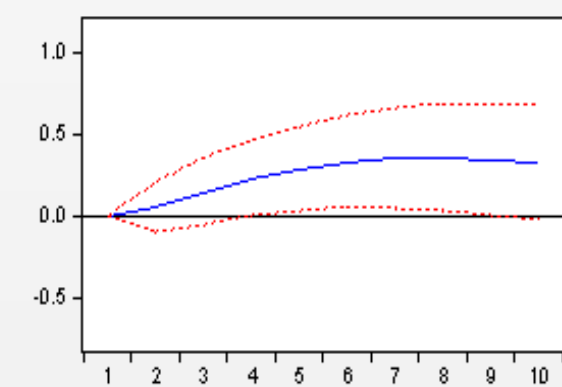


Petrol ve Kurun Aynı Anda Yükseldiği Dönemler

Grafik 9



Grafik 10



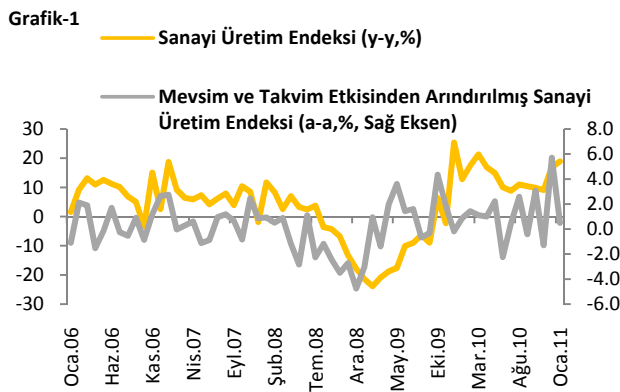
Krizle beraber kurun enflasyon üzerindeki geçişkenliğinin zayıfladığı söylenebilecekken, son dönemde kurdaki yükselişlerle beraber petrol fiyatlarında yaşanan sert artışlar göz önüne alındığında, söz konusu geçişkenliğin geçmiş dönemlere göre daha güçlü olması mümkün olabilir. Bu görüşü araştırmak için kurduğumuz

ekonometrik modeller çerçevesinde, Grafik-7 ve Grafik-8’de tüm dönemler Grafik-9 ve Grafik-10’da ise petrol ve kurun aynı anda yükseldiği dönemler alınarak enflasyonun petrol ve kurdaki şoklara tepkisi incelenmiştir. Grafiklerde dikkat çeken en önemli farklılıklardan birisi enflasyonun reel kur şokuna verdiği tepkinin petrol ve kurun aynı anda arttığı dönemlerde daha kalıcı olmasıdır. Ayrıca enflasyon petrol fiyatlarındaki şoka verdiği tepki petrol ve kurun aynı anda yükseldiği dönemlerde bir ay gecikmeliyken, petrol ve kurun aynı anda yükselmediği dönemlerde iki ay gecikmeli olduğu görülmektedir. Bu durum kurdaki geçişgenliğin zayıflamasına rağmen, petrol fiyatlarında ve kurdaki artışların aynı anda olduğu son günlerde söz konusu geçişgenliğin daha yüksek olabileceğine işaret etmektedir. Nitekim 2004 yılı başında 30 dolar olan petrolün varil fiyatı 2008 Haziran’ında 150 dolara kadar yükseldiği dönemde, Türkiye’de enflasyonun düştüğü görülmüştür. Bu durumun en önemli nedenlerinden birisi Türkiye’nin görece yüksek reel faize sahip olması, dolayısıyla Türk Lirası’nın özellikle Dolar karşısında değer kazanması olmuştur. Şimdiki durumda ise TCMB’nin faiz indirimleriyle birlikte TL’nin değer kaybettiği bir ortamda artan emtia fiyatlarının enflasyonist baskıları arttıracığı görülmektedir.

Sonuç olarak, kurda yaşanan yükselişlerle birlikte, son dönemde başta petrol ve gıda olmak üzere emtia fiyatlarında yaşanan sert artış, önümüzdeki dönemde enflasyonist baskıların artabileceğine işaret etmektedir. Açıklanan rakamlarda işsizlik oranındaki toparlanma ile sanayi üretimindeki artış büyümeye yönelik beklentileri güçlendirerek talep yönlü enflasyon baskısına işaret etmesine karşın, net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağı düşünülen TCMB’nin son dönemde aldığı önlemlerle, talep kaynaklı enflasyonun sınırlı olması beklenmektedir. Buna karşın önümüzdeki dönemde maliyet kaynaklı (arz şoku) risklerinin enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yapması ihtimali güçlüdür. Maliyet enflasyonu üzerinde en etkili faktörler ise emtia fiyatları ve döviz kurları olacaktır. Türkiye’nin üretiminde ithal ara malı payının yüksek olması, emtia ve ithal malların fiyatlarında oluşabilecek artışlar önümüzdeki dönemde enflasyonist baskıların arttırabileceğine işaret etmektedir.

Önümüzdeki Dönemde Türkiye Büyümesine İlişkin Risk Var mı?

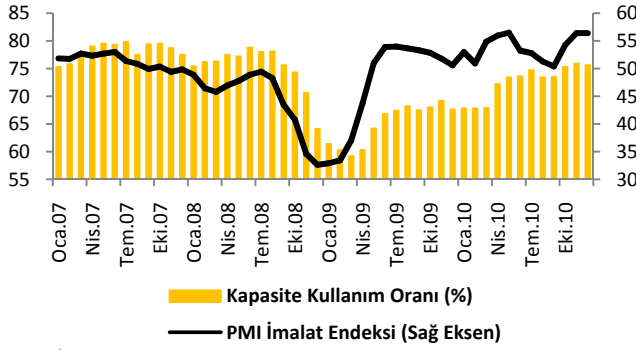
Son dönemde artan petrol fiyatlarının, ekonomiye ve finansal piyasalara etkileri gündeme gelirken, özellikle petrol fiyatlarındaki artışların global büyüme üzerinde oluşturacağı riskler önem kazanmıştır. Bu haftaki yazımızda, geçtiğimiz hafta açıklanan Ocak ayı sanayi üretim endeksi incelendikten sonra, ikinci bölümde petrol fiyatlarında yaşanan yükselişin Türkiye büyümesine etkileri hem tarihsel yaklaşım hem de ekonometrik olarak detaylı bir şekilde analiz edilmiştir. Petrol fiyatları ile Türkiye büyümesi arasında uzun dönemli bir ilişki bulunamazken, petrol fiyatları ile büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki bulunamamasının nedenleri iki temel başlık altında incelenmiştir. Sonuç bölümünde ise son gelişmeler ışığında 2011 yılsonu büyüme beklentimiz tartışılmıştır.



Kaynak: TÜİK
göstermiştir.

Sanayi üretim endeksi, Ocak ayında, 2010 yılının aynı ayına göre, %18.9 (piyasa beklentisi: %14.75) oranında artarak, 118.2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bir önceki aya göre ise endekste %13.2 oranında düşüş yaşanmıştır. Endekste yıllık bazda yaşanan artışta olumlu baz etkisi rol oynarken, aylık bazda yaşanan düşüşte ise Ocak ayında ihracat rakamlarında yaşanan düşüşle birlikte özellikle imalat sanayinin aylık bazda %15.5 daralması rol oynamıştır. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi de bir önceki aya göre % 0.5 artış

Grafik-2

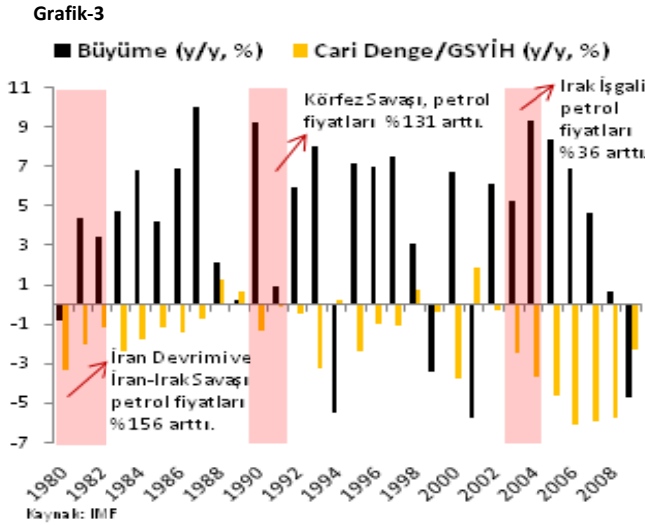


Kaynak: TCMB, Reuters

Sanayi üretim endeksi, Ocak ayında baz etkisinin desteğiyle %18.9 ile çift haneli güçlü seyrini devam ettirmiştir. Üç aylık ortalama olarak %15 oranına ulaşan sanayi üretim endeksi, PMI imalat verilerindeki olumlu seyir ile birlikte değerlendirildiğinde, 2011 yılının ilk çeyreğinde büyüme performansı konusunda olumlu bir görünüm ortaya koymaktadır. Şubat ayında PMI imalat endeksinin beklentilerin üzerinde tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmasına karşın, kapasite kullanım oranının Ocak ayındaki düşüşünün ardından Şubat ayında da düşüşünü devam ettirerek %73'e gerilemesi, sanayi sektöründeki olumlu rakamların devam etmesi üzerinde risk oluşturmaktadır.

Diğer yandan son dönemde Ortadoğu'daki siyasi belirsizlikler kaynaklı risk algılamalarının yükselişi ile petrol fiyatlarının rekor seviyelere ulaşması da önümüzdeki dönemde sanayi sektörü büyümesi ile Türkiye'nin ekonomik toparlanması üzerinde risk oluşturmaktadır. Raporumuzun bundan sonraki bölümünde petrol fiyatlarındaki söz konusu artışın Türkiye büyümesi üzerindeki etkileri incelenecektir.

Petrol Fiyatları ile Türkiye Büyümesi İlişkisi



İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde 1973-74, 1979-81, 1990 ve 2003 yıllarında olmak üzere arz yönlü 4 petrol şoku yaşanmıştır. Petrol şoklarının yaşandığı dönemde petrol fiyatlarında yukarı yönlü artışların yaşandığı bilinmektedir. Petrol fiyatlarında son dönemde yaşanan yukarı yönlü artışların, petrolde arz şoku yaşanabileceği endişelerinden kaynaklanıyor olması nedeniyle, geçmiş petrol şoklarında Türkiye büyümesinin ve cari açığının nasıl hareket ettiğini incelemek faydalı olacaktır. 1979 yılında İran Devrimi ve peşinden gelen İran-İrak savaşı sonucu petrol fiyatlarında %156 oranında bir artış görülmüştür. 1980 yılında Türkiye ekonomisinin daraldığı ve cari açığın arttığı görülmektedir. Ancak 1980 yılından sonra büyüme tekrar pozitif dönmüş ve cari açık azalmaya başlamıştır. Körfez Savaşı'nın çıktığı 1990 yılında Türkiye büyümesi %9 ile yüksek oranda gerçekleşmiş ancak cari açık bir önceki yıla göre artmıştır. Krizi takip eden 1991 yılında ise büyüme oranı ve cari açık azalmıştır. Irak'ta askeri müdahalenin yapıldığı 2003 yılında ise büyüme oranı bir önceki yıla göre düşerken, cari açık ise bir önceki yıla göre artmıştır. Ancak 2004 yılında büyüme oranı önemli ölçüde artmıştır. Cari açığın da artmaya devam ettiği görülmüştür. Sonuç olarak, tarihsel olarak incelendiğinde, petrol şoklarının yaşandığı dönemlerde Türkiye büyümesinin olumsuz etkilenmediği görülürken, cari açığın ise arttığı dikkat çekmektedir.

Tablo-1 Eşbütünlük Testi (Johansen Cointegration)

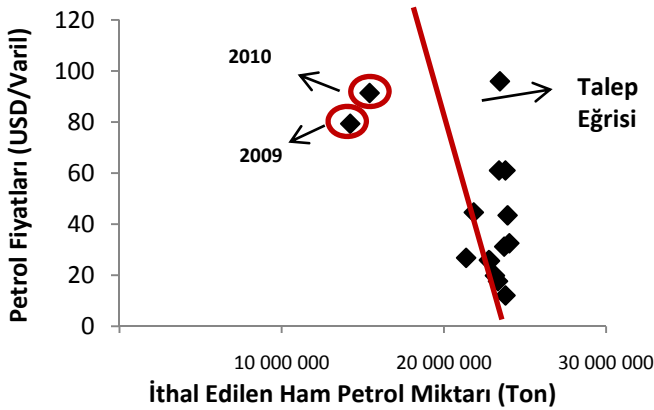
Hipotez	Petrol Fiyatları ile Büyüme arasında uzun dönem ilişkisi yoktur	%99 güven düzeyinde reddedilemedi.
---------	---	------------------------------------

Kaynak: VakıfBank

kullanılarak söz konusu değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı test edilmiştir. Yandaki tablodan görüldüğü üzere, petrol fiyatları ile büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı uzun dönemli bir ilişki bulunamamıştır. Bu durum petrol ithalatına bağımlı bir ülke olan Türkiye için sürpriz bir sonuçken, aşağıda bu sonucun nedenleri iki ana başlık altında tartışılacaktır.

1. Türkiye’de petrol talebinin fiyat esnekliğinin düşük olması

Grafik-4

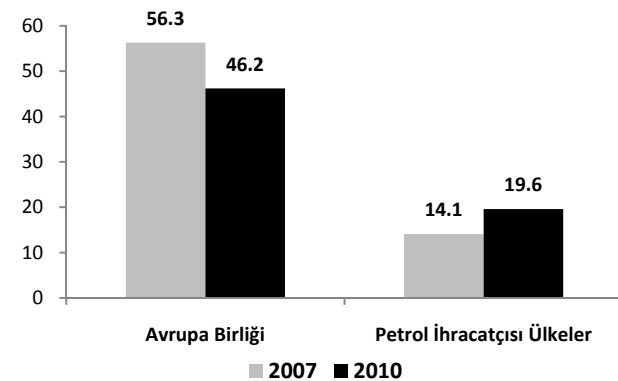


Kaynak: TÜİK, Reuters, VakıfBank

olduğuna işaret ederken, söz konusu fiyat artışlarının talebi düşürmemesinin nedeni fiyat artışlarının cari açıkla finanse edilmesidir. Açıklamak gerekirse, petrolün üretimde önemli bir girdi mal olduğu ve ihracatın yoğunlukla ithalata dayandığı değerlendirildiğinde, petrol fiyatları artsa dahi üreticiler, bu artışları petrol taleplerini azaltmak yerine borçlanarak ve sonrasında tüketicilere bu fiyat artışını yansıtarak telafi etme eğilimindedirler. Bu durum cari işlemler açığında artış ve enflasyonist baskılara işaret ederken, büyüme yönlü bir risk oluşturmamaktadır. Dolayısıyla yukarıda bahsettiğimiz sözkonusu uzun dönem ilişkinin var olmamasında Türkiye’de petrol fiyat esnekliğinin düşük olması önemli bir etkidir.

2. Petrol Üreticisi Ülkelerin İhracatımız İçindeki Payının Artması

Grafik-5 Ülke Gruplarının İhracatımız İçindeki Payı (%)



Kaynak: TÜİK

Tarihsel olarak incelendiğinde, petrol şoklarının Türkiye büyümesine etkisinin zayıf olduğu görülürken, söz konusu hipotezin doğruluğunu istatistiksel olarak incelemek önemli görünmektedir. Petrol fiyatlarındaki şokların Türkiye büyümesine etkisini ekonometrik olarak incelemek amacıyla öncelikle eşbütünlük testi

Büyümenin petrol fiyatlarındaki değişimlere duyarlılığının zayıf olmasının nedeni, öncelikle Türkiye petrol talebinin fiyat esnekliğinin düşük olmasıdır. Yandaki Grafik-4 incelendiğinde, ithal edilen ham petrol miktarı ile petrol fiyatları arasındaki ilişkiyi gösteren talep eğrisinin dik olduğu görülmektedir. Bu durum fiyatların talep üzerinde etkisinin oldukça sınırlı olduğuna işaret etmektedir. Diğer bir ifade ile petrol fiyat artışlarının petrol talebini azaltıcı yönde etkisinin zayıf olduğu söylenebilir. Bu durum Türkiye’de petrolün fiyat esnekliğinin zayıf

Diğer bir neden ise Türkiye ihracatında petrol ihraç eden ülkelerin payının artması olarak açıklanabilir. Petrol fiyatlarındaki yükseliş petrol tüketen ülkelere petrol üreten ülkelere doğru bir servet transferine neden olurken, Türkiye’nin, petrol ihracatçısı olan ülkelere yaptığı ihracatın krizin ardından artış yaşadığı görülmektedir (Bkz. Grafik-5). Türkiye’nin petrol ihraç eden ülkelere ihracatının artması göz önüne alındığında, petrol ihracatçısı ülkelerin artan gelirleri dolayısıyla daha fazla tüketmelerinin artan ihracat kanalı ile Türkiye büyümesine olumlu katkı yapması mümkün

olabilir. Büyümeye olumlu bir katkı sağlayamasa bile en azından bu durum petrol fiyatlarındaki yükselişin ithalat kanalı ile büyümeye verdiği negatif katkıyı azaltabilir.

Tüm bu gelişmeler ışığında, petrol fiyatlarındaki son dönemde yaşanan yükselişin büyümeye olumsuz etkisinin olmayabileceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak 2011 yılının geneline ilişkin %4 olan büyüme beklentimizde şimdilik bir değişikliğe gitmiyoruz. Beklentilerimiz üzerinde petrol fiyatlarında yaşanan artışlardan daha çok, TCMB'nin son dönemde aldığı politika tedbirleri risk oluşturmaktadır. TCMB'nin net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağını belirttiği kararları ardından öncül veriler incelendiğinde, kredilerde ve cari işlemler açığında beklenen ölçüde bir etki görülmemiştir. Bu durumda piyasaların gerisinde kaldığı yönünde eleştirilere maruz kalan TCMB'nin, enflasyonist baskıların da artması ile beklenenden daha sert bir faiz artırımına geçmesi, büyüme üzerinde risk oluşturabilecektir. Diğer yandan petrol fiyatlarındaki yükselişlerin devam etmesinin, sınırlı olduğunu düşündüğümüz petrol fiyatlarındaki artışın büyümeye olumsuz etkisinin artmasına neden olabileceği de göz ardı edilmemelidir. Genel olarak petrol fiyatlarında 120 dolar/varil seviyesinin sınır olduğu düşünülürken, Libya'daki gerginliklerin Suudi Arabistan ve İran'a da sıçraması durumunda petrol arzına ilişkin endişelerin daha da hızlanması ile petrolün sınır değer olarak kabul edilen 120 dolar/varil seviyesini aşması mümkün olabilir. Böyle bir durumda analizimizde ilk etapta olumsuz etkilenmeyeceğini düşündüğümüz Türkiye büyümesinin petrol fiyatlarındaki artışların kalıcı olması ile birlikte olumsuz etkilenmesi söz konusu olabilecektir.

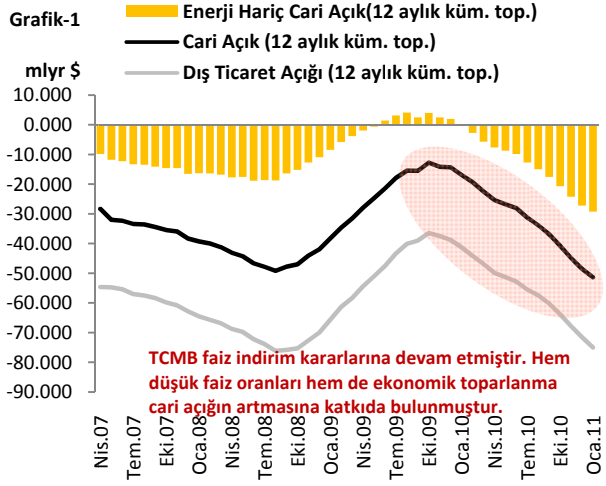
Ocak ayında 5.86 milyar dolar ile 1984 yılından itibaren en yüksek aylık cari açık açıklandı

Türkiye'nin cari işlemler açığı Ocak 2011 itibariyle 12 aylık toplamda 51.4 milyar dolar ile Ağustos 2008'de ulaştığı tarihi rekor seviyesi olan 49.2 milyar doların üzerine çıkmıştır. Bu durum, Merkez Bankası'nın cari işlemler açığının istikrarsızlık unsuru haline gelmesini önlemek için aldığı parasal önlemlerin gerekli bir adım olduğunu gösterse de, cari açığın artmaya devam etmesini önlemekte ne kadar etkili olacağı konusundaki belirsizlikleri artırmaktadır.

Tablo 1: Ödemeler Dengesi (Milyon Dolar)

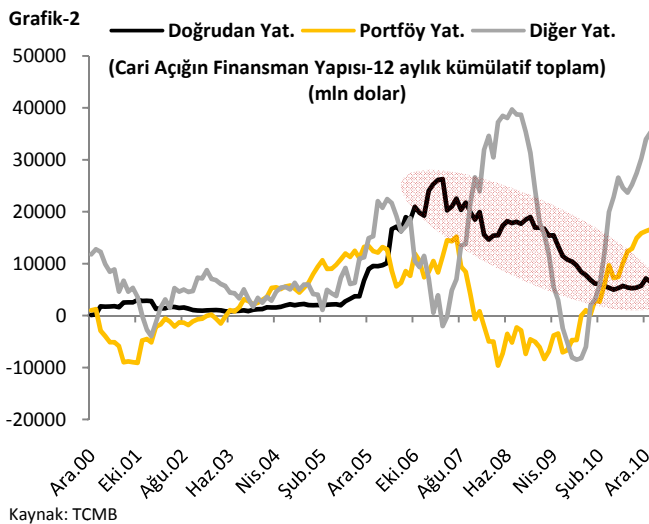
	2010 Ocak	2011 Ocak	% Değişim	2010 (12 Aylık)	2011 (12 Aylık)	% Değişim
Cari İşlemler Hesabı	3.062	-5.680	91.4	-16.586	-51.359	210
Dış Ticaret Dengesi	-2809	-5888	109.6	-27282	-59.433	117.8
İthalat	-11183	-15986	43	-136934	-182.080	33
İhracat	8374	10098	20.5	109652	122.647	11.8
Hizmetler Dengesi	272	338	24.2	16847	14.311	-15
Gelir Dengesi	-617	-575	-6.8	-8307	-7.774	-6.4
Cari Transferler	92	265	188	2156	1.537	-28.7
Finans Hesabı	1283	2209	72	11045	45.407	312
Doğrudan Yatırımlar	394	-270	-168	6149	6.490	5.5
Portföy Yatırımları	1915	2255	17.7	2983	16.631	457.5
Diğer Yatırımlar	-287	1087	-485.4	3140	35.304	1024.3
Net Hata Noksan	1783	3651	104.7	5585	5.884	5.3
Rezerv Varlıklar	-744	-863	16	-1227	-12.918	952

Kaynak: TCMB



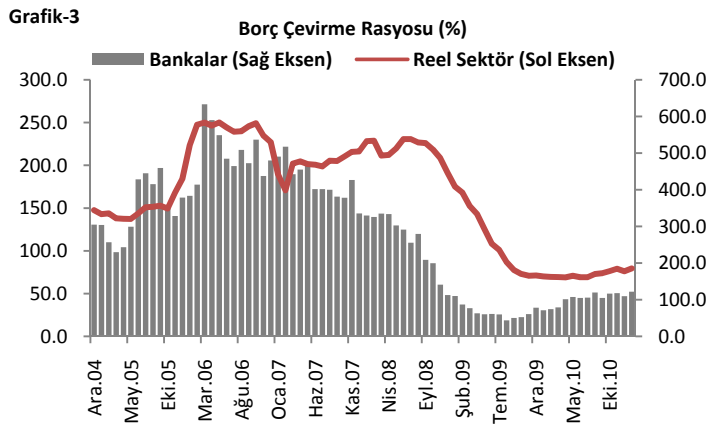
2010 yılının Ocak ayında 3 milyar dolar açık veren cari işlemler hesabı, geçen yılın aynı ayına göre %91.4 oranında artarak, 2011 yılının Ocak ayında 6.1 milyar dolar olan piyasa beklentilerinin altında 5.86 milyar dolar açık vermiştir. Böylece 2011 yılının Ocak ayı itibarıyla yıllık cari işlemler açığı, 2010 yılının aynı dönemine göre %210 oranında artış göstererek, 16.6 milyar dolardan 51.4 milyar dolara yükselmiştir. Cari işlemler açığının beklentilerin altında kalmasında, TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret rakamları (7.3 milyar dolar) ile ödemeler dengesinin alt kalemlerinden olan dış ticaret rakamları (5.9 milyar dolar) arasındaki yüksek fark etkili olmuştur.

Alt kalemler itibarıyla, ödemeler dengesindeki dış ticaret açığının 2009 yılının Ocak ayına göre %109.6 oranında artarak 2.8 milyar dolardan 5.88 milyar dolara yükselmesi, cari işlemler açığının 2011 yılının Ocak ayında bir önceki yılın aynı ayına göre sert bir biçimde artmasında etkili olurken, cari transferlerden kaynaklanan net girişlerin %188 oranında artarak 265 milyon dolara çıkması ise cari açığın beklentilerin altında kalmasında önemli rol oynamıştır. Hizmetler dengesinin altında yer alan turizm kaleminde geçen yıla göre önemli bir değişiklik görünmezken, ücret ödemeleri ve yatırım geliri kalemlerinden oluşan net gelir dengesi kaleminde ise, 2011 yılının Ocak ayında 575 milyar dolar net çıkış yaşandığı görülmektedir. Bu gelişmeler paralelinde 2011 yılı Ocak ayında cari açığın artmaya devam ettiği gözlenirken, Aralık ayına göre artış oranının yavaşladığı dikkat çekmektedir. Böylece TCMB'nin cari işlemler açığını azaltma yönünde aldığı önlemlerin ilk etkilerinin Ocak ayında hafif de olsa görülmeye başladığını söylemek mümkün olmakla beraber, alınan önlemlerin etkisinin beklenen düzeyde olmadığı görülmektedir. Yaşanan küresel krizin etkilerinin 2010 yılında da devam etmesi ile ihracatımız içinde en yüksek paya sahip olan Euro Bölgesi'ne ilişkin endişeler, petrol ithalatına dayanan bir ülke olan Türkiye'de son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan artışlar cari açığın artmasında temel faktörler olmuştur. Nitekim 07-14 Mart Haftalık Uluslararası Raporumuzda da Türkiye'nin petrol fiyatlarındaki yükselişi tolere edebilme sınırının diğer ülkelere kıyasla daha düşük olduğunu ve bu durumun yurtiçi talebinde yüksek olması nedeniyle cari açık üzerinde olumsuz bir etki yaratabileceğine değinmiştik. Enerji hariç cari denge rakamları incelendiğinde ise petrol fiyatlarındaki yükselişin ve iç talebin yüksekliğinin cari dengeyi ne kadar arttırdığı görülmektedir. 12 aylık toplam cari açığın 51.4 milyar dolar olmasına karşın enerji hariç cari dengenin 29.3 milyar dolara kadar gerilediği dikkati çekmektedir. Türkiye'nin enerji ithal eden bir ülke olması, tarihsel olarak cari işlemler açığının yüksek seviyelere ulaşmasında önemli rol oynamaktadır.



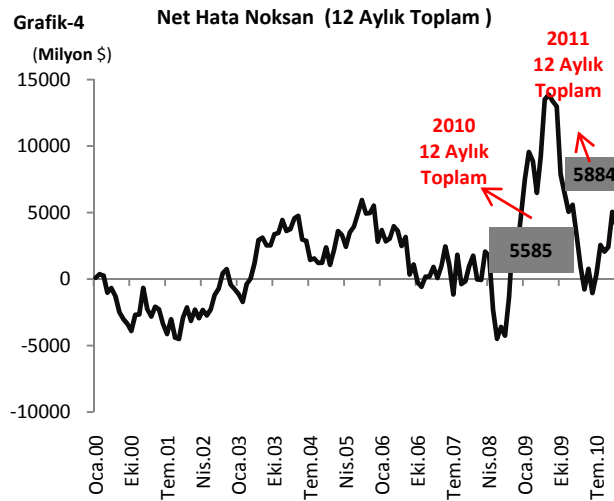
Cari işlemler açığının 2011 yılının Ocak ayında kümülatif olarak (son on iki aylık toplam) artışını devam ettirmesi dikkat çekerken, cari işlemler açığının finansman kalitesi de önem kazanmıştır. Sermaye ve finans hesaplarında bir önceki yılın Ocak ayında 1.28 milyar dolar net sermaye girişi gerçekleşmişken, bu yılın Ocak ayında %72.7 artışla 2.21 milyar dolar net sermaye girişi olmuştur. Yine bir önceki yılın Ocak ayında 394 milyon dolar net giriş kaydeden doğrudan yatırımlar kalemi, bu

yılın Ocak ayında 270 milyon dolar net çıkış göstermiştir. Bu gelişmede, geçen yılın Ocak ayında 38 milyon dolar olan yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında yaptıkları net yatırımların bu yılın Ocak ayında 672 milyon dolar seviyesine yükselmesi etkili olmuştur. Böylece 2010 yılının tamamında olumsuz bir performans sergileyen doğrudan yatırımların bu performansını 2011 yılının Ocak ayında da devam ettirdiğini söyleyebiliriz. Cari açığın finansman kalemleri 12 aylık kümülatif toplam (yıllık) şeklinde değerlendirildiğinde ise doğrudan yatırımlar kaleminin 2007 yılının Mayıs ayından itibaren başladığı aşağı yönlü trendini sürdürdüğü dikkati çekerken, kısa vadeli sermaye hareketlerini ifade eden portföy yatırımlarının ve ağırlıklı olarak reel sektör ile bankacılık sektörünün yurt dışından borçlanmasını ifade eden diğer yatırımlar kaleminin arttığı görülmektedir. Böylece 2010 yılının tamamında olumsuz bir performans sergileyen doğrudan yatırımların bu performansını 2011 yılının Ocak ayında da devam ettirdiği dikkati çekerken, cari açığın finansmanında portföy yatırımlarının yüksek yer tutması cari açığın finansman kalitesi üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Cari işlemler açığının finansman kalitesindeki bozulma finansal istikrara ilişkin riskleri de beraberinde getireceğinden, önümüzdeki dönemde de söz konusu kalemlerdeki hareketler önemli olacaktır.



Ödemeler dengesinin sermaye ve finans hesabından diğer yatırımlar alt kalemi incelendiğinde ise, özel sektörün ve özellikle bankaların yurtdışı borçlanmalarındaki güçlü seyrin devam ettiği izlenmektedir. Bankacılık ve bankacılık dışı sektörler Ocak ayında yurtdışından sırasıyla 740 milyon dolar ve 249 milyon dolar net uzun vadeli borçlanma gerçekleştirirken, borç yenileme oranları %323 ve %112 gibi yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Reel sektör borç çevirme rasyosunun 12 Aylık

toplam rakamları incelendiğinde, 2010 Ocak ayında %76 seviyesinde olan borç çevirme rasyosunun Ocak 2011'de %79'a yükseldiği görülürken, bankalar için bu oranın aynı dönemde %71'den %121 seviyesine çıktığı görülmektedir. Bu noktada, kredi cephesinde Merkez Bankası'nın mevduata uygulanan zorunlu karşılıklarda artırma gitmesi kararına karşın, bankaların yurt dışı borçlanmalardaki artışla kredi hacmini artırmaya devam etmesi de bir başka olasılık olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum ise cari açığa ilişkin kaygıları artırmaya devam ettirmektedir.

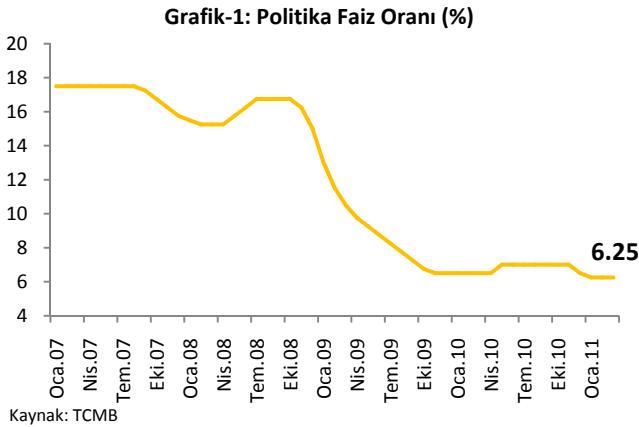


Net hata noksan kaleminde Temmuz 2010'da başlayan artışın devam ettiği görülmektedir. Geçen yılın tamamında 4 milyar dolar olarak gerçekleşen net hata noksan kaleminin, Ocak 2011'de 3.7 milyar dolar gibi çok yüksek gelmesi dikkat çekmektedir. Bu yılın Ocak ayında finansman hesabında bir önceki yılın aynı ayına göre %73 artış gözlenirken, net hata noksan kaleminin yüksek artış oranıyla ana finansman kaynağı olduğunu söylemek mümkündür. Kaynağı belli olmayan döviz giriş ve çıkışlarını gösteren kalem olarak ifade edilen net hata noksan kalemindeki artışın tam olarak neden kaynaklandığını söylemek zor olmakla birlikte, Orta Doğu'da yaşanan siyasi gelişmelerin ardından yaşanan fon hareketlerine dayandığını söylemek de mümkün olabilir. Söz konusu artışın torba yasasında yer alan vergi affından yararlanmak için bir hazırlık hareketi

olarak yorumlanması durumunda ise net hata noksan kalemindeki artışın önümüzdeki aylarda da devam etmesi beklenebilir.

Son dönemde petrol üreticisi ülkelere ilişkin endişelerin hızlandığı görülürken, bu durum petrol fiyatlarında da yukarı yönlü hareketleri desteklemektedir. Petrol ithalatına dayanan bir ülke olan Türkiye’de petrol fiyatlarında yaşanan artışların cari işlemler açığı üzerindeki olumsuz etkisinin önümüzdeki dönemde daha net gözlenmesi mümkün görünürken, bu durum halihazırda son on iki aylık toplamda 51.4 milyar dolara ulaşan cari işlemler açığı üzerinde risk oluşturmaktadır. Diğer yandan ihracatımız içinde en yüksek paya sahip olan Euro Bölgesi’ne ilişkin endişeler de ihracat olanaklarımız açısından risk oluşturmaya devam etmektedir. TCMB’nin cari işlemler açığını azaltma yönünde aldığı önlemlerin ilk etkileri Ocak ayında görülmeye başlanmıştır. Son on iki aylık toplamda cari işlemler açığının artmaya devam etmesine karşın yıllık bazda artış hızının yavaşlaması önemli bir gelişme olarak dikkat çekmektedir. Alınan kararların etkisinin Şubat ayından sonra daha net görülebileceğini söyleyebiliriz. Bununla birlikte cari açığın finansmanında portföy yatırımlarının (sıcak para) yüksek yer tutması cari açığın finansman kalitesi açısından ise risk oluşturmaya devam etmektedir. Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında, 2010 yılındaki hızlı artışın ardından cari açığın 2011 yılında bir miktar hız keserek 53 milyar dolara ulaşmasını bekliyoruz.

Merkez Bankası’ndan Sürpriz Kararlar Devam Ediyor



2008 yılında yaşanan krizin etkilerinin giderek azalmasıyla, kriz esnasında uygulanan gevşek para ve maliye politikalarının geri çekilmeye başlandığı bir dönemde, Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılı Aralık ayında aldığı kararla politika faiz oranını 50 baz puan düşürmüştü, ardından Ocak ayında 25 baz puan daha indirmişti. Fakat faiz indirimlerinin yanında, TCMB Eylül ayından itibaren zorunlu karşılık oranlarında artırıma giderek bir yandan da sıkılaştırıcı bir politika izlemiştir. Özellikle Aralık ayında, TL için zorunlu karşılıklarda mevduatın vade yapısına göre de farklılaştırmaya gidilmiştir.

Son yapılan Mart ayı PPK toplantısında beklentilere paralel olarak, son dönemde artan emtia fiyatlarına bağlı olarak artan enflasyonist baskılar ile faiz oranlarında yeni bir indirmeye gidilmemiş ve politika faiz oranı %6.25 seviyesinde sabit bırakılmıştır. TCMB’nin “bekle gör” politikası ile zorunlu karşılık oranlarını da artırması beklenmezken, TCMB sürpriz olarak zorunlu karşılık oranlarında artırıma gitmiştir.

TL Zorunlu Karşılık Oranları (%)

	Eski Oran	23.03.2011
Vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplar	12	15
1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (1 ay dâhil)	10	15
3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (3 ay dâhil)	9	13
6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (6 ay dâhil)	7	9
1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları	6	6
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları	5	5
Mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler	9	13

Kaynak: TCMB

Zorunlu karşılık oranlarının beklentilerin tersine sert bir şekilde arttırıldığı bu kararda, TCMB'nin daha önceki söylemlerinde ön plana aldığı finansal istikrarı pekiştirmenin yanı sıra, son dönemde petrol ve diğer emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışların enflasyon üzerindeki olası ikincil etkilerini sınırlamanın da amaçlandığı dikkat çekmektedir. Bu çerçevede zorunlu karşılık oranları vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplar için %12'den %15'e, 1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları için %10'dan %15'e, 3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları için %9'dan %13'e, 6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları için %7'den %9'a, mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler için ise %9'dan %13'e çıkarılmıştır. 1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları için %6, 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları için %5 olarak sabit tutulmuştur. Böylece mevcut verilere göre piyasadan 19.1 milyar TL likidite çekilmesi planlanmaktadır. TCMB'nin Eylül ayından beri TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında yaptığı artırımlarla, piyasadan şimdiye kadar yaklaşık olarak 21.6 milyar TL ve 1.7 milyar dolar çekilmiştir. Son artırımlarla birlikte piyasadan toplam 40.7 milyar TL likidite çekilmiş olacaktır. Son artırımlarla çekilmesi planan likidite miktarının, son toplantıya kadar yapılan artırımlarla piyasadan çekilen toplam likidite miktarına yakın olması, son artırımların oldukça sert olduğunu göstermektedir.

TCMB son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş nedeniyle artan enflasyonist baskıların önüne geçebilmek için zorunlu karşılık oranlarını sert bir şekilde yükselterek sıkılaştırıcı bir politika izlemiştir. Böylece TCMB'nin artan cari açık ve enflasyon ile mücadelede 'sıra dışı önlemler' olarak adlandırılan, faiz oranları yerine zorunlu karşılık oranlarında sert artışa gitmeyi tercih ettiği görülmektedir.

TCMB Kararları ve Banka Kredileri

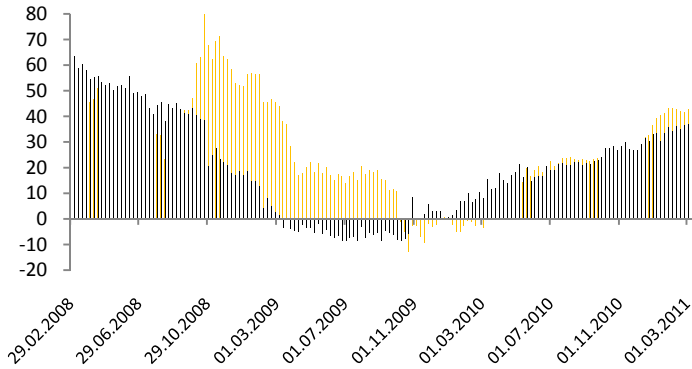
Tablo-2011 Yılı Kredi Gelişimi (Haftalık Rakamlara Göre)					
ZK Tesis Süresi	Tarih	milyar TL	h-h,%	2010 yılsonuna göre,%	γ-γ,%
	07.01.2011	531.285	-0.76	-0.76	34.19
	14.01.2011	532.651	0.26	-0.50	33.35
Aralık ayı ZK'daki Değişimin Tesis Süresi	21.01.2011	535.349	0.51	0.00	34.45
	28.01.2011	543.072	1.44	1.45	35.23
	04.02.2011	542.993	-0.01	1.43	34.95
	11.02.2011	546.493	0.64	2.08	35.12
Ocak ayı ZK'daki Değişimin Tesis Süresi	18.02.2011	550.267	0.69	2.79	35.56
	25.02.2011	556.211	1.08	3.90	34.55
	04.03.2011	558.660	0.44	4.36	35.56
	11.03.2011	560.324	0.30	4.67	35.50

Kaynak: BDDK

TCMB, 2010 yılının Eylül ayından itibaren toplamda 5 kez TL cinsi zorunlu karşılık oranında artırım gerçekleştirmiş, 3 kez de TL zorunlu karşılık oranında mevduatların vade yapısına göre farklılaştırmaya gitmiştir. Özellikle son üç kararda zorunlu karşılık artışlarının daha da sertleştiğini söylemek mümkün görünürken, yandaki tablodaki söz konusu artışların tesis sürelerinin ardından kredilerde yaşanan hareketler incelenmiştir. Açıklanan son rakamlarda kredilerin haftalık bazda artış hızının yavaşladığı görülmesine karşın, yıllık bazda %35'in üzerinde kalan artışlar dikkat çekmektedir. Bununla birlikte %35.50 düzeyinde açıklanan 11 Mart tarihli

yıllık kredi büyümesi aylık verilerde açıklanan Ocak ayı kredi büyümesi olan %36.2'nin altında kalmaktadır. Yılın başından itibaren kredilerin yıllık artış hızının ivme kaybettiği görülmesine karşın, krediler TCMB'nin daha önce belirttiği %20-25 aralığının oldukça üzerinde seyretmektedir. Etkisini gördüğümüz zorunlu karşılık oranı artışlarının bankaların fiyat davranışlarına yansımada oldukça katı olduğu dikkat çekerken, faiz artırım beklentilerinin arttığı bir ortamda toplam aktiflerini küçültmek istemeyen bankacılık sektörünün kredi hacminde bir daraltmaya gitmek istemediğini söz konusu rakamlar ışığında söyleyebiliriz.

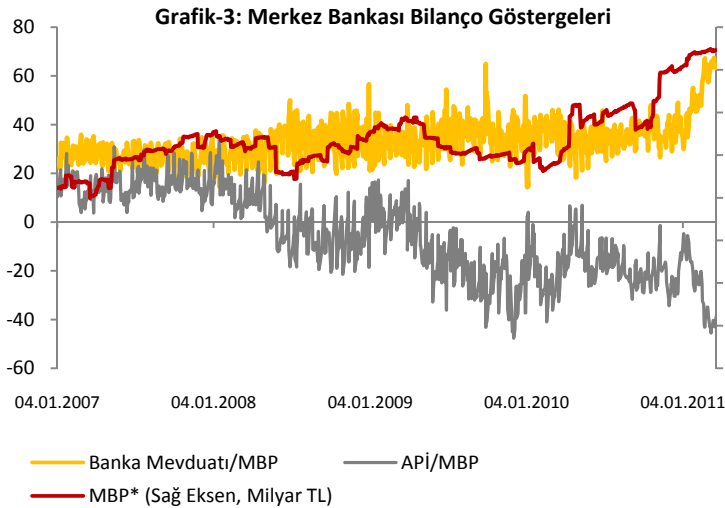
Grafik-2 ■ Toplam YP Krediler(y-y,%)
■ Kur Etkisinden Arındırılmış Toplam YP Krediler (y-y,%)



Kaynak: BDDK

TCMB'nin TL cinsi zorunlu karşılıklarda sert artırıma gitmesi ile birlikte YP kredilerin gelişimi önem kazanmıştır. Son dönemde TCMB'nin politikaları ile birlikte kurun arttığı bir ortamda YP cinsi kredilerin yıllık bazda arttığı dikkat çekerken, kur etkisinden arındırılmış olarak YP cinsi kredi gelişiminin incelenmesi gerekmektedir. Arındırılmış YP kredilerin yıllık artış hızının 2011 yılında %35'in üzerine çıktığı görülürken, bu seviyeler 2008 yılının Ekim ayından beri görülen en yüksek artış hızı olarak dikkat çekmektedir. Bu durum 2011 yılı ile birlikte sektörün YP cinsi kredilere yöneliminin arttığını göstermektedir.

TCMB'nin geçtiğimiz haftaki toplantısında ortalamada 400 baz puan artırıma gittiği görülürken, bu karar üzerindeki bir takım riskler önemli görünmektedir. Öncelikle kriz döneminde dahi büyümenin motoru olmuş bankacılık sektöründe kredilerinin sekteye uğraması hızlı kredi genişlemesinin hızlı kredi daralmasına dönüşebileceği riskini beraberinde getirirken, bu durum önce sektör ardından da Türkiye büyümesi açısından olumsuz sonuçlar doğurabilecektir. Zorunlu karşılık artışlarının sertleşmesi ile birlikte kararın bütün kredi türlerini içermesi de üzerinde düşünülmesi gereken bir konu olarak dikkat çekmektedir. Özellikle ihracat ve proje kredilerinin uzun vadede cari açığı azaltıcı etki yapacağı dikkate alındığında, bu tür kredilerin de frenlenmesine yönelik politikalar makul görünmemektedir. TCMB'nin vade ayırımına gittiği gibi kredi türleri itibari ile de ayırma gitmesi önümüzdeki dönemde gündeme gelebilecektir.



Kaynak: TCMB

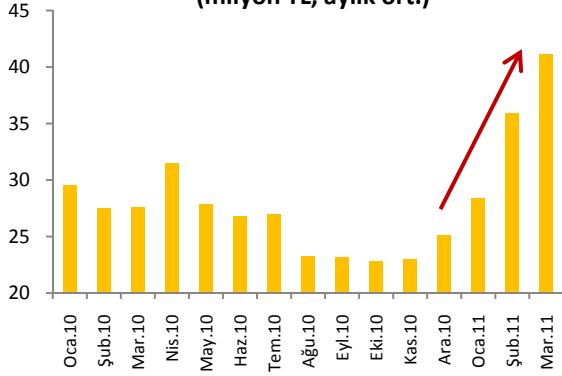
Merkez Bankası'nın son dönemde uyguladığı ve farklı politika bileşenlerini kullandığı para politikasının yansımaları TCMB bilançosunda da kendisini göstermektedir. Bilindiği gibi TCMB enflasyon hedeflemesi politikası çerçevesinde politika faiz oranını belirlemektedir. TCMB son dönemdeki alışılmışın dışındaki uygulamaları çerçevesinde yurtiçi kredi genişlemesinin hızının düşürülmesi amacıyla zorunlu karşılık oranlarını da yükseltmektedir. Bu durum faiz istikrarının sağlanması amacıyla

bankacılık kesimine yoğun bir likidite sağlamaktadır. Merkez Bankası'nın politika bileşenlerini içeren para politikaları uygulamaları bilançoda da bir takım değişikliklerin de ortaya çıkmasına neden olmuştur. Grafik-3'de görüldüğü gibi Merkez Bankası Parası'nda son dönemde hızlı bir artış dikkat çekerken, APİ verileri piyasaya sağlanan likiditenin boyutlarını göstermektedir.

Likidite Göstergeleri

Gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetlerdeki olumsuz görünümün zararlarını en aza indirmek amacıyla uygulanan genişletici para politikaları küresel likiditeyi artırırken getiri arayışı ile gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının artmasına neden olmuştur. TCMB tarafından yayınlanan 2011 yılının ilk enflasyon raporuna göre de küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini önümüzdeki dönemlerde de desteklemesi beklenmektedir. Bu kapsamda, global piyasalarda yaşanan ekonomik dengesizlikler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde farklı etkilere ve dolayısıyla ayrışmalara neden olurken, 2010 yılının son çeyreğinde TCMB kısa vadeli faizlerle birlikte likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da kullanıldığı bir politika karışımı ile finansal istikrara yönelik önlemler almıştır. Bu kapsamda alınan önlemlerden, politika faiz oranlarının düşürülmesi genişleyici bir politika iken, zorunlu karşılık oranlarındaki artış sıkılaştırıcı bir politika olarak dikkat çekmektedir. TCMB ayrıca, gerek küresel likidite bolluğundan faydalanabilmek, gerekse likidite akımlarının değişkenliğine karşı daha esnek olabilmek amacıyla döviz alım ihalelerinde de yöntem değişikliğine gitmiştir.

Grafik-4: TCMB Gün Başı Toplam Likidite (milyon TL, aylık ort.)



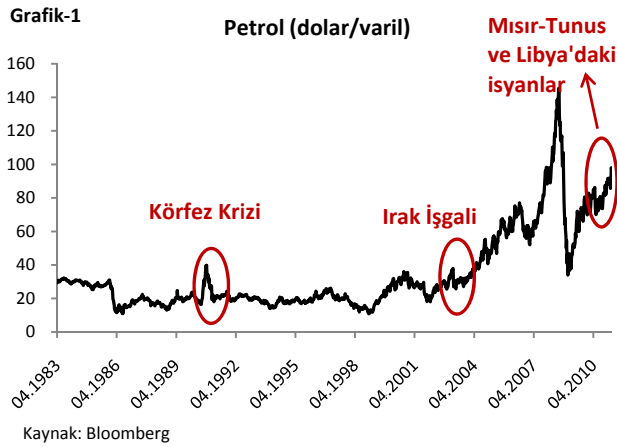
Kaynak: TCMB, Vakıfbank

TCMB, uyguladığı zorunlu karşılık politikasının piyasalarda yol açtığı olumsuz hava dolayısıyla faizlerde yukarı yönlü bir riskin oluşmasını engellemek amacıyla, piyasaya likidite sağlamaktadır. TCMB tarafından açıklanan gün başı toplam likiditenin aylık ortalama grafiği incelendiğinde, TCMB'nin likiditeyi artırmak amacıyla uyguladığı politikaların 2010 yılının son çeyreğinden itibaren etkili olmaya başladığı gözlenmektedir. Özellikle zorunlu karşılıklarda ilk kez çeşitliliğe gidilen 2010 Aralık ayı PPK toplantısı sonrasında hızla artan likiditenin, takip eden dönemlerde de sert bir şekilde yükseliş trendine devam etmesi dikkat çekmektedir.

2010 yılı sonundan itibaren başlayan Merkez Bankası'nın politika bileşenleri içeren ve alışılmıştan farklılaşan para politikaları son PPK toplantısında da kendisini göstermiştir. Merkez Bankası politika faizinde bir değişikliğe gitmezken, zorunlu karşılık oranlarında beklentilerin çok üzerinde bir artış gerçekleştirmiştir. Söz konusu kararda bankacılık sektörü kredi genişlemesindeki yavaşlamanın beklenen düzeyde olmadığı ortaya konulmaktadır. Bu noktada, yurtiçinde kredi hacmindeki artış hızının daha fazla yavaşlatılması için ek zorunlu karşılık artışı gerçekleştirilmiştir. Yukarıda da belirtildiği gibi Merkez Bankası bankacılık sektörünün kredi verilebilir fonlarını kısalmaya çabalarken piyasada likidite sıkıntısına karşı piyasayı fonlamaktadır. Söz konusu politikanın etkinliğine dair başlıca soru işaretleri temelinde bankacılık sektörü ve cari işlemler açığına yansımaları olmak üzere iki ekseninde incelenebilmektedir. Yaşanan kriz sürecinde güçlü bir görünüm sergileyen bankacılık sektörüne son alınan sert zorunlu karşılık artışının önemli etkilerinin olması ve özellikle kar oranlarında bir düşüşe neden olması beklenmektedir. Kredi hacminin daralmasına yönelik atılan adımların kredi artışı ile cari işlemler açığı arasındaki ilişkinin niteliği ve boyutuna göre de şekilleneceği unutulmamalıdır.

Petrol Fiyatlarındaki Yükselişin Ekonomi ve Piyasalar Üzerindeki Etkisi

2011 yılının Ocak ayında Tunus'ta çıkan ayaklanmalar, isyanın aynı bölgedeki daha büyük petrol üreticisi ülkelere de sıçrayabileceği endişelerine yol açarak petrol fiyatlarında sert artışlar görülmesine neden olmuştur. İlerleyen süreçte, piyasalardaki endişeleri destekler şekilde Tunus'taki isyan Mısır, Yemen ve ardından da önemli bir petrol üreticisi ve ihracatçısı olan Libya'ya da sıçramıştır. Libya'daki isyan ise büyüyerek bu ülkede uzun bir süre petrol üretimi yapılamayacağı ve petrolde uzun süreli bir arz sıkıntısı yaşanacağı endişelerine neden olmuştur. Bunun sonucunda ham petrol fiyatları 100 dolar seviyesini test etmiş, Brent petrol fiyatları ise 115 dolara kadar çıkmıştır. Bu analizimizde yaşanan gelişmeler doğrultusunda petrol fiyatlarındaki artışın ekonomi ve piyasalar üzerindeki etkisi incelenirken, petrol fiyatlarındaki bu yükselişten hangi ülke ekonomilerinin fayda sağlayıp hangi ülke ekonomilerinin olumsuz şekilde etkileneceği analiz edilmiştir.

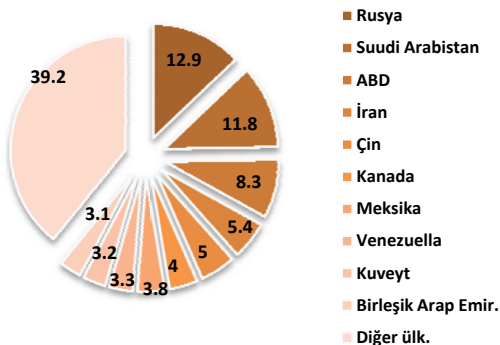


İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde 1973-74, 1979-81, 1990 ve 2003 yılları olmak üzere 4 tane arz yönlü petrol şoku yaşanmıştır. 1973 yılında yaşanan Arap-İsrail savaşı sonucu petrol fiyatları 1974 yılında resesyon öncesi döneme göre %367 oranında artış göstermiştir. Bu artışta İsrail'i destekleyen Batı ülkelerine karşı Arap dünyasının ambargo uygulaması ve fiyatı artırmak için petrol üretimini kısmaları etkili olmuştur. İkinci petrol krizi ise 1979 yılında İran devrimi ile başlamıştır. Devrim esnasında İran'daki üretim azalırken, devrimin ardından artan petrol üretimi bu sefer de Irak'ın İran'ı işgal etmesiyle azalmış ve

bu dönemde petrol fiyatları 1978 yılına göre %156 oranında artış göstermiştir. 1990 yılında yaşanan Körfez Krizi de, bu dönemde petrol fiyatlarında aşırı bir yükselişe neden olmuştur. Bölgede üretimin azalması ve belirsizliğin artması sonucu petrol fiyatları bu dönemde %131 civarında bir artış yaşamıştır. Körfez savaşını takip eden yıllarda ise petrol fiyatlarında 1994 yılına kadar yeniden düşüş görülmüştür. 1994 yılından sonra yaşanan fiyat artışlarında ise ABD ve Asya ekonomilerindeki güçlü büyüme sonucu petrol tüketiminin artması etkili olmuştur. 2003 yılında ise Irak'a askeri müdahalenin yapılması sonucu petrol arzında yeniden düşüş görülmüş ve bunun sonucunda petrol fiyatlarında %36'lık bir artış yaşanmıştır. Son dönemde ise petrol ihracatçısı olan Libya'da çıkan ayaklanmalar petrol arzında sıkıntıların ortaya çıkabileceği endişelerini doğurmuş ve böylece petrol fiyatlarında sert yükselişler görülmüştür. Ortadoğu isyanlarından önce 80-88 dolar seviyesinde seyreden ham petrol fiyatları 98 dolar seviyesine kadar yükselip 100 dolar seviyesini test ederken, Brent petrol ise 115 dolar ile 2008 yılı Ağustos ayından beri görülen en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

➤ Petrol Fiyatlarındaki Yükselişin Ekonomi Üzerindeki Etkisi

Grafik-2 Ülkelerin Dünya Petrol Üretimdeki Payı (%)



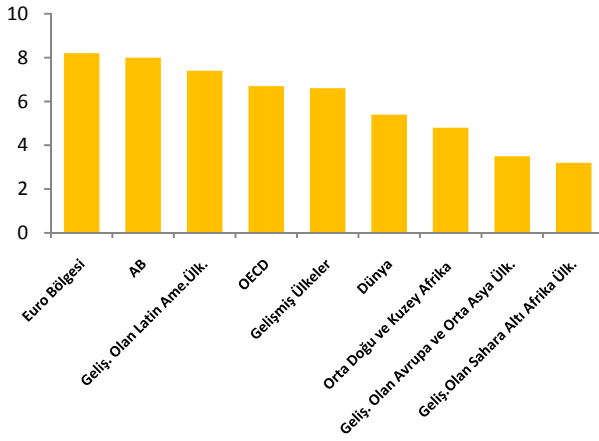
Kaynak: IEA 2009 verisi

Net Petrol İhracatçısı Ülkeler	Net Petrol İthalatçısı Ülkeler
Suudi Arabistan	ABD
Rusya	Japonya
İran	Çin
Birleşik Arap Emir.	Hindistan
Nijerya	Kore
Angola	Almanya
Norveç	İtalya
Kuveyt	Fransa
İrak	İspanya
Venezuela	Hollanda

Kaynak: IEA 2009 verisi

Bilindiği gibi, ekonomilerin temel girdilerinden olan petrol fiyatlarının artışı, petrol ithalatçısı ülkeler için girdi maliyetlerinin artmasına ve buna bağlı olarak da enflasyon artışına ve büyümenin yavaşlamasına yol açmaktadır. Petrol fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi durumunda, ABD, Japonya ve Çin gibi net petrol ithalatçısı ülkelere orta vadede enflasyon artışıyla beraber satın alma gücünün azalması, ekonomik yavaşlama yaşanması durumunda da yatırımcıların bu ülkelere ilgisini yitirmesi kaçınılmaz olacaktır. Petrol üreticisi ülkelere ise tam tersi bir durum söz konusu olup, bu ülkeler artan petrol fiyatları ile gelirlerini artırabilmektedir. Bu noktada net petrol ihracatçısı konumunda olan Suudi Arabistan, Rusya gibi ülkeler sağlayacakları gelir artışı ile en avantajlı ülkeler konumunda bulunmaktadır.

Grafik-3
Enerji Tüketiminin GSYİH İçindeki Payı (%)

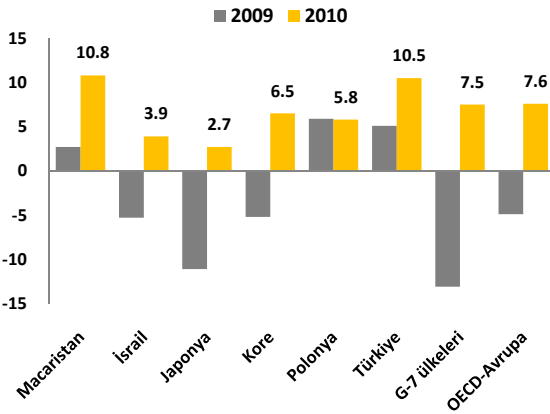


Kaynak: Dünya Bankası 2007 verileri

Global ekonomik toparlanmayla beraber kriz döneminde gerileyen enerji tüketiminin GSYİH içindeki payının yeniden artmaya başladığı bir ortamda, petrol fiyatlarının yüksek düzeyde seyretmesi, özellikle enerji tüketiminin GSYİH içindeki payının yüksek olduğu ekonomileri, artan maliyet kanalıyla olumsuz etkileyecektir. Yandaki grafikte gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) enerji tüketiminin payının %7-%8 seviyesinde olup OECD ülkelerinin üzerinde seyrettiği görülmektedir. Yaşanan son global krizin ardından halen gevşek para politikalarına devam eden gelişmiş ülkelerdeki enerji sektörünün yüksek seviyeleri de dikkati çekmektedir. Her iki ülke grubu açısından enerji fiyatları artışı, orta vadede petrol talebinin azalması

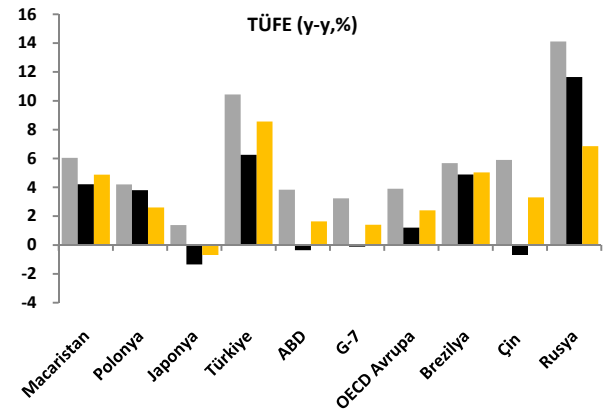
sonucu üretimin azalmasına ve ekonomik toparlanmalarının yeniden hız kesmesine yol açabilecektir.

Grafik-4
Enflasyon Sepetinde Enerjinin Payı (%)



Kaynak: OECD

Grafik-5
TÜFE (y-y,%)



Kaynak: OECD

Hızla yükselen petrol fiyatlarının petrol ithal eden ekonomiler açısından yüksek bir ek maliyet yaratarak bu ülkelere enflasyon artışına yol açması da kaçınılmaz olacaktır. Özellikle global krizin ardından gelişmiş ülkelere göre daha hızlı bir toparlanma süreci yaşayan GOÜ'lerde girdi fiyatlarındaki artış kaynaklı maliyeti tüketiciye yansıtma olasılığının daha yüksek olması nedeniyle, enflasyonist baskıların petrol fiyatlarındaki sert artışla beraber güçleneceğini söylemek mümkündür. Enflasyon açısından en riskli ülkeler enflasyon sepetinde enerji payının yüksek olduğu ülkeler olurken, Macaristan ve Türkiye en riskli ülkeler olarak sıralanabilir.

➤ Petrol Fiyatlarındaki Yükselişin Piyasalar Üzerindeki Etkisi

Petrol Şokları Boyunca Hisse Senedi ve Bono Piyasalarının Hareketi			
	Petrol Fiyatları	S&P 500	ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi
Ocak 73	2.48	116	%6.5
Ocak 74	11.58	96	%7
% Değişim	+%367	-%17	+50 bp
Ocak 79	12.91	100	%9.1
Mart 80	30.10	102	%12.8
% Değişim	+%133	+%2	+370 bp
Temmuz 90	17.07	358	%8.4
Ekim 90	39.51	306	%8.8
% Değişim	+%131	-%15	+40 bp
Aralık 2002	26.89	936	%4.2
Mart 2003	36.60	841	%3.7
% Değişim	+%36	-%10	-50 bp

Kaynak: Reuters, Bloomberg, BP

Petrol fiyatlarındaki artışın önümüzdeki dönemde ekonomik gelişmeleri etkileyebileceği beklentileri, iktisadi büyüme ve sermaye piyasaları arasındaki ilişki nedeniyle petrol fiyatlarındaki yükselişin hisse senedi piyasaları ile tahvil-bono piyasaları üzerinde de etkili olabileceği beklentilerinin doğmasına neden olmuştur. Tabloda tarihsel olarak yaşanan petrol şokları ve bu şokların S&P500 endeksi ile ABD 10 yıllık Hazine tahvil getirisi üzerindeki etkisi incelenmiştir. Dört resesyon dönemi boyunca hisse senedi ve tahvil bono piyasalarının kırılğan olduğunu söylemek mümkünken, hisse senedi piyasaları en sert tepkiyi ilk resesyon döneminde vermiş, bu süre zarfında S&P500 endeksi %17 oranında, Dow Jones endeksi ise %14 oranında

gerilemiştir. Diğer yandan 2003 yılında Irak'ın işgaliyle yaşanan resesyonla birlikte petrol fiyatları diğer resesyon dönemlerine göre daha az artış kaydetmiştir. Son dönemde geniş petrol yataklarına sahip olan Libya'da isyanın derinleşmesiyle birlikte Ocak 2011'den bu yana petrol fiyatları yaklaşık %5 oranında değer kazanırken endekslerde sınırlı düşüşler yaşandığı görülmektedir. Petrol fiyatlarındaki yükselişin henüz sınırlı kalmasında GOÜ faiz artırımı kararları ile ekonomideki ısınmanın ve enflasyonun önüne geçmeye çalışmaları etkili olmaktadır.

Petrol fiyatları ile GOÜ'lerin hisse senedi piyasaları incelendiğinde ise, bu resesyon dönemlerinde GOÜ MSCI endeksi 1990 yılından itibaren sırasıyla %17 ve %7 oranında değer kaybederken, Ortadoğu kaynaklı endişeler sonucunda petrol fiyatlarının sert bir biçimde yükselmesi ile GOÜ MSCI endeksi 2011 yılının başından itibaren yaklaşık %3.5 oranında değer kaybetmiştir.

Sonuç olarak petrol fiyatlarındaki artışın piyasalar üzerindeki negatif yönlü etkisi göz ardı edilemezken, şu an için hisse senedi piyasasındaki düşüşleri sınırlayıcı etkiler bulunduğunu söylemek mümkündür. GOÜ'lerin faiz artırımı kararı bu sınırlamada önemli bir etken olurken, petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketten yine en çok bu ülkelerin etkilendiğini hesaba katarsak, bu yükselişlerin devam etmesi halinde GOÜ'lerde yaşanan politika belirsizliklerinin de etkisiyle hisse senedi piyasalarının önümüzdeki dönemde daha sert satışlarla karşılaşması olası görünmektedir.

Petrol fiyatlarındaki yükselişten hangi ülke ekonomileri fayda sağlayıp hangi ülke ekonomileri olumsuz etkilenecek ?

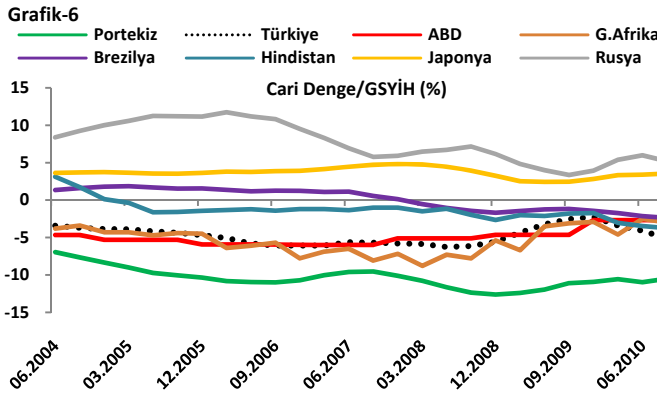
Yükselen petrol fiyatları, gelirleri GOÜ'lere göre çok daha yavaş iyileşen batı ülkelerinde tüketimi baskılayarak GOÜ'lerin faiz artırımı kararları petrol fiyatlarının yükselişini sınırlandırmaktadır. Petrol fiyatlarındaki yükseliş gerek üretici sektörlerde maliyet kanalıyla şirket gelirlerini azaltıcı yönde etki ederken, gerekse de tüketici kesiminin harcanabilir gelirleri içinde petrol harcamalarının payını artırmak yoluyla gelirleri olumsuz etkilemektedir.

Bu noktada birçok ekonomi de petrol fiyatlarındaki yükselişten olumsuz etkilenirken, bazı ülkeler de bu durumdan olumlu etkilenebilmektedir. Net enerji ithalatçısı ülke durumunda olan Çin, Japonya, Almanya, Hindistan, Kore, Endonezya, Brezilya ve Türkiye gibi ülkeler bu durumdan olumsuz etkilenirken, Körfez Arap

Ülkeleri ve Rusya gibi net petrol ihracatçısı ülke konumunda olan ülkeler petrol fiyatlarındaki bu yükselişten olumlu etkilenmektedir.

Ayrıca OECD ve özellikle gelirleri görece çok daha yavaş iyileşen çevre Euro Bölgesi ülkelerinden İrlanda, Portekiz, Yunanistan ve İspanya olumsuz etkilenenler olarak sıralanırken, yüksek cari açık ve kamu açığı ile mücadele eden Euro Bölgesi ülkelerinin içinde bulunduğu durum yüksek petrol fiyatları ile birleşince söz konusu bu ülkelerde 2011 yılının zayıf bir ekonomik görünüm sergilemeye devam etmesi oldukça olası görünmektedir. Petrol fiyatlarındaki yükseliş petrol tüketen ülkelere petrol üreten ülkelere doğru bir servet transferine neden olmaktadır. Bu nedenle Euro Bölgesi'nin, petrol üreticisi olan ülkelere yaptıkları ihracatın son 10 yılda büyük bir artış göstermesi ve Euro Bölgesi ülkelerinin petrol üreticisi olan ülkelerle yaptıkları ticarete neredeyse net ihracatçı konumunda olma eğiliminde olduğu göz önüne alındığında, petrol üreticisi ülkelerin artan gelirleri dolayısıyla daha fazla tüketmeleri net ihracatı artırıcı etki yaparak büyümeye olumlu katkı yapması ya da en azından petrol fiyatlarındaki yükselişin ekonomiye verdiği zararı azaltıcı etki yapması muhtemel görünmektedir. Bu nedenle aslında çevre Euro Bölgesi ülkeleri (peripheral Europe) olarak adlandırılan ülkeler hariç diğer Euro Bölgesi ülkelerinin petrol fiyatlarındaki bu yükselişten sanıldığı kadar çok etkilenmemesi de mümkün olabilecektir.

Hali hazırda yüksek işsizlikle mücadele eden ABD ekonomisinin şu an içinde bulunduğu durum göz önüne alındığında, petrol fiyatlarındaki yükselişten net petrol ithalatçısı ülke konumunda olan ABD'nin de olumsuz etkilenmesi beklenirken, petrol fiyatlarındaki bu yükselişin ABD ekonomisinin uyguladığı politikaların etkilerini de sınırlandırması olası görünmektedir. Ancak ABD ekonomisinin diğer ülkelerle kıyaslandığında çok daha az kırılganlığa sahip olduğu görülmektedir. Bunun en önemli nedenleri arasında ABD ekonomisinde yıllar itibarıyla enerji sektörünün GSYİH içindeki payının 1980'li yıllardan itibaren %11'lerden %5.4'lere kadar gerilemesi önemli bir faktör olmaktadır.



Kaynak: Bloomberg

düşmekte, Türkiye'de ise bu seviye 100 dolara kadar gerilemektedir. Buradan da anlaşılacağı üzere ABD ekonomisinin en az kırılganlığa sahip ülke konumunda bulunduğu dikkati çekerken, Türkiye'nin bu sınırın en düşük olduğu ülkelere biri olduğu görülürken, ülkenin yüksek cari açığı ve yurt içi talebin yüksek olmasından dolayı artan enflasyon endişeleri tolerans seviyesindeki bu düşük seviyenin en temel nedeni olmaktadır.

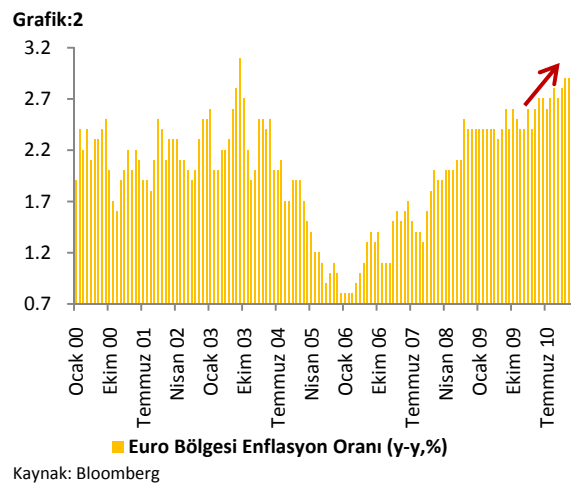
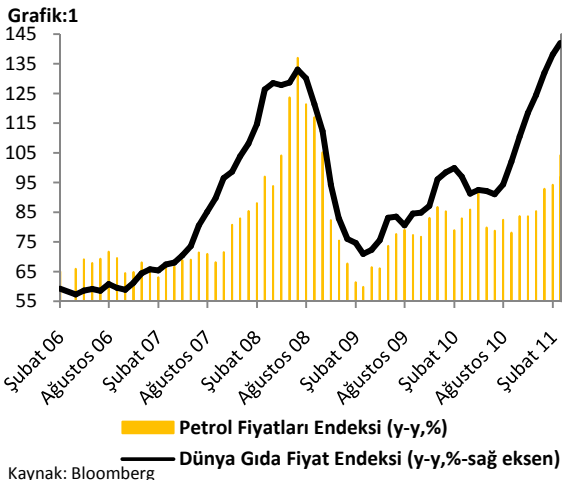
Sonuç olarak son dönemde petrol ihracatçısı ülkelere yaşanan siyasi istikrarsızlıklara bağlı olarak petrol fiyatlarında yaşanan hızlı artış ve en büyük üretici olan Ortadoğu ülkelerinde devam eden belirsizlik ortamının, dünyada zaten ön plana çıkmış olan enflasyon tedirginliğini bir miktar daha arttırdığı görülmektedir. Varil başına 100 doların üzerine çıkan petrol fiyatlarının önümüzdeki günlerdeki seyri, hatta fiyatların 120 dolara kadar çıkma olasılığı, enflasyon ve durgunluğun aynı anda yaşandığı 'stagflasyon' riskinin oluşabileceği yönündeki kaygıları giderek artırmaktadır. Faiz artırımlarına başlayan GOÜ'lerin aksine halen daha çıkış stratejisine geçemeyen gelişmiş ülkelere enflasyonist kaygılara ek olarak büyüme endişelerini de tetiklemektedir.

Avrupa Merkez Bankası'ndan Politika Değişikliği Sinyali

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Başkanı Jean- Claude Trichet, 3 Mart'ta Avrupa Parlamentosu'nda yaptığı açıklamada Mart ayı için faizi sabit tutma kararı verdiklerini, fakat Nisan ayında faiz artırımının sözkonusu olabileceğini belirtmiştir. Bu açıklama sonrasında ekonomi ve finans alanında yeni bir süreç başlamıştır. Trichet, yüksek enflasyon tehlikesi karşısında doğru zamanda doğru kararlar almak gerektiğini belirterek, teyakkuzda (strong vigilance) olunması gerekliliğini vurgulamıştır. 2010 yılı süresince uygulanan politikaları incelediğimizde öncelikle bekle-gör stratejisi kapsamında bir faiz artırımını yapılmadığını, ardından açıklanan verilerin para politikasında değişiklik yapılabileceği sinyallerini, beklenen ekonomik göstegeler açıklandıktan sonra ise faiz artırımının gündeme gelişi ve son olarak artık bir ay sonrası için faiz artırımını yapılmasının gündeme alınması izlemiştir. ECB Yönetim Konseyi üyesi Nowotny, ECB fiyat istikrarı hedefinin tutacağını beklediğini dile getirerek, eğer petrol fiyatlarındaki artış durdurulursa yükselen enflasyonun tehdit olmayacağını, ECB Yönetim Kurulu Üyesi Draghi ise, petrol fiyatlarında ani bir artışın enflasyon üzerinde kalıcı bir etkiye sahip olup olmadığını ya da bunun sadece bir kerelik bir şok mu olduğunu değerlendirmeye çalıştıklarını belirterek Trichet'in yaptığı açıklamaların etkilerini hafifletmeye çalışmış belki de belirtildiği gibi bir faiz artırımına gerek duyulmayacağını söylemiştir.

Sözkonusu artışın yapılması konusunda piyasa yorumcuları tarafından açıklanan bir takım endişeler bulunmaktadır. Öncelikli olarak tartışılan konu ise emtia fiyatlarının yükselişi ve bu yükselişin enflasyona yapacağı muhtemel etkidir. Sözkonusu etkinin büyüklüğünün ne kadar olacağı belirginleşmemişken faiz artırımına gidilmesi kimi ekonomistler tarafından erken bulunurken, kimi ekonomistler ise yapılacak artışı %2 olan enflasyon hedefinin zaten aşılmış olmasından dolayı yerinde bulmaktadır. Ayrıca geçmişteki emtia fiyatları artışları incelendiğinde, 2007-2008 yılları arasında yaşanan artışın, enflasyonu %4 seviyelerine çıkarmış olduğu göze çarpmaktadır. ECB'nin pek alışık olunmayan şekilde faiz artırımına gideceği yönündeki sinyalleri önceden vermesinin altında piyasaların bu açıklamaya vereceği tepkileri gözlemlemek yatmaktadır. Beklentiler olası faiz artırımının çeyrek puan olacağı yönündedir.

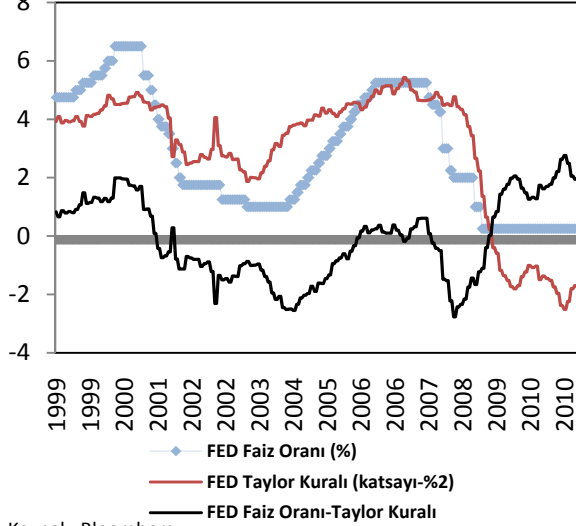
ABD Merkez Bankası (Fed) ile Avrupa Merkez Bankası arasında para politikası uygulamaları açısından izlenen veriler bağlamında bir takım farklılıklar bulunmaktadır. Fed, faiz kararları için öncelikle çekirdek enflasyonu takip ederken, ECB manşet enflasyonu izlemektedir. Bu nedenle emtia fiyatlarındaki artış ECB'yi daha önce harekete geçirmiş ve faiz artırımını gündeme getirmiştir. Fed, enflasyon verisine ek olarak, istihdam verilerine ve konut fiyatlarını da yakından takip etmektedir. Fed, faiz artırımını söz konusu nedenlerle kısa vadede gerekli görmemekle beraber, petrol fiyatlarındaki artışın devam etmesi durumunda beklentilerden daha erken faiz artırımına gitmek zorunda kalabilecektir.



Avrupa Merkez Bankası (ECB) Başkanı Trichet'nin, son yapılan ECB toplantısında Euro Bölgesi faiz oranlarının %1 seviyesinde sabit tutulmasının ardından, yükselen emtia fiyatlarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir

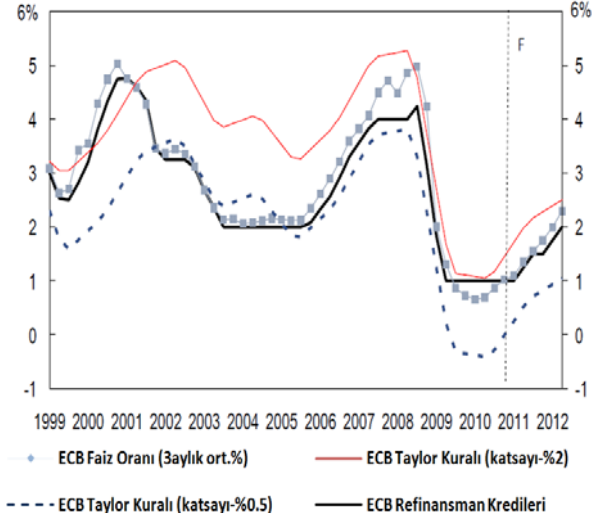
baskısının söz konusu olması nedeniyle bir sonraki toplantıda faiz artırımına gidilebileceğinin sinyallerini vermesi, piyasalarda hareketlenmelere neden olmuştur. Son zamanlarda Orta Doğu'da yaşanan karışıklıkların etkisiyle artan petrol fiyatlarının yanı sıra, hızla artan dünya gıda fiyatları da dünya ekonomilerinde endişelere yol açan bir diğer unsur olmaktadır. Gıda fiyatlarının Euro Bölgesi enflasyonu içindeki katkısının Temmuz 2010 itibariyle artış trendine girmiş olması ve bu artışa paralel olarak söz konusu dönemde enflasyon oranının da yükselmeye başlaması, ECB yetkililerinin endişelerini doğrular nitelikte bir görünüm sergilemektedir.

Grafik:3



Kaynak: Bloomberg

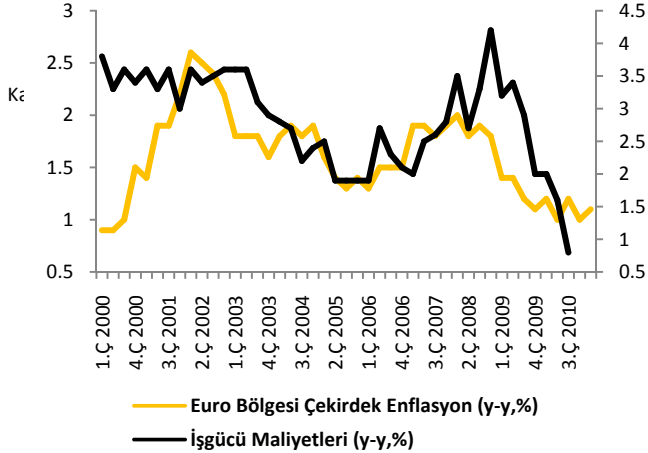
Grafik:4



Kaynak: ECB, Eurostat

Global ekonomilerde Merkez Bankaları tarafından para politikasını belirlemek için kullanılan ve nominal çapa olarak belirlenen değişken genel olarak enflasyon hedeflemesidir. Bu doğrultuda Taylor Kuralı, nominal çapa olarak enflasyon oranını içeren bir faiz haddi kuralı olması nedeniyle, enflasyon ve üretim istikrarı amaçlayan merkez bankaları için uygun bir para politikası kuralıdır. Amerika Merkez Bankası (Fed) ve ECB için hesaplanan Taylor Kuralı hesaplamalarının karşılaştırılması incelendiğinde, 2008 yılı sonundan bu yana faiz oranında değişikliğe gitmeyen FED'in Taylor Kuralı kapsamında %2 katsayı ile hesaplanan Taylor Kuralı serisinin faiz oranlarının altında seyrederek istikrarlı bir tutumda olduğu göze çarparken, ECB'nin aynı katsayı ile hesaplanan Taylor kuralı serisinin banka faiz oranının üzerinde hareket etmesi (Bkz.Grafik-4), Merkez Bankası'nın şu anki faiz oranının olması gerekenden düşük seviyelerde seyrettiğinin bir göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Grafik:5

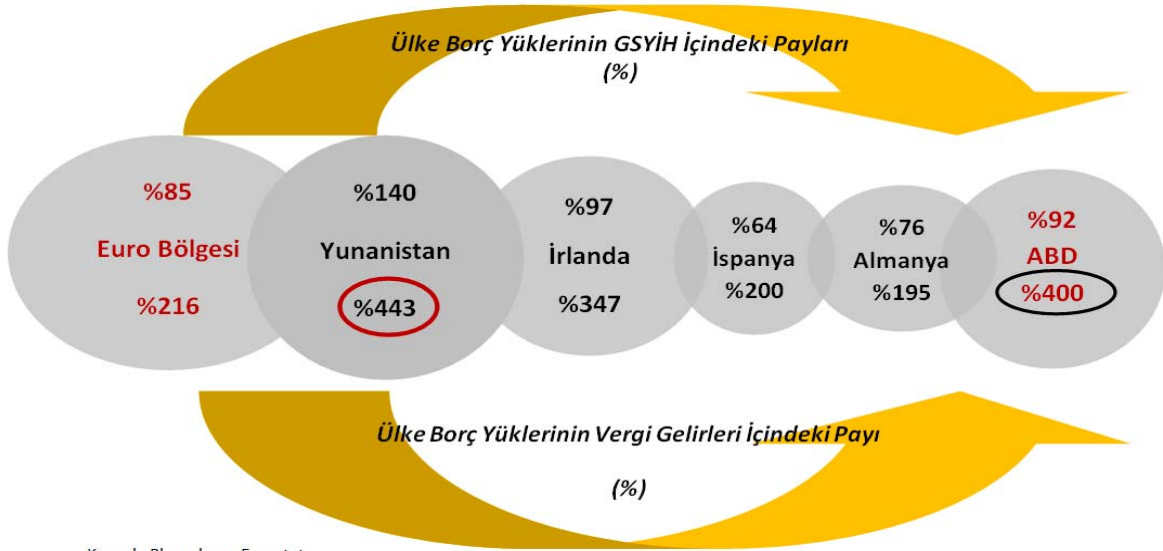


Kaynak: Bloomberg

edemeyeceği endişelerine yol açmıştır.

Merkez Bankaları faiz oranlarını belirlerken, enflasyonun yanı sıra istihdamı da göz önüne almaktadırlar. Buna göre enflasyon oranlarındaki bir artış veya üretimin potansiyelin altında olması durumunda faiz artırımına gitmektedirler. Aslında, ECB'nin daha çok EUR/USD paritesinde kendi ulusal para biriminin değerini artırıcı sonuç doğuracak faiz artırım politikasının, dolaylı olarak enflasyondaki artışı da sınırlayabileceği ihtimali, söz konusu politikanın olası sonuçları arasında karşımıza çıkmaktadır. Fakat işgücü maliyetlerinin 2008 yılısonundan itibaren aşağı yönlü hareket ediyor olması ECB'nin faiz artırım politikasını uygulayarak enflasyonu kompanse edip

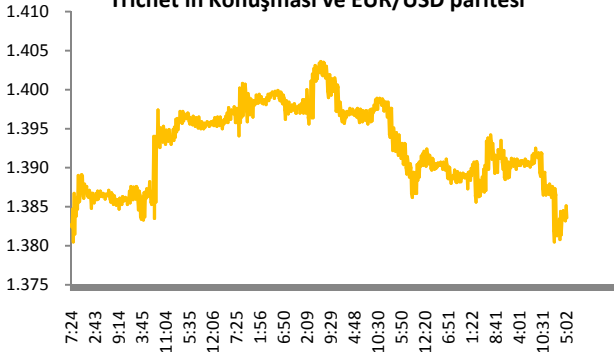
Şekil:1- Ülke Borç Yükleri



Kaynak: Bloomberg, Eurostat

Ülkelerin borç yüklerinin GSYİH ve Vergi Gelirleri içindeki payları incelendiğinde, son yaşanan Euro Bölgesi borç krizinin başlangıcı olan Yunanistan ekonomisindeki dengesizlikler düşünülerek, Euro Bölgesi ülkelerinde en yüksek borç yükü/vergi gelirleri oranına sahip olan ülkenin %443 ile Yunanistan olması şaşırtıcı olmamıştır. Fakat gerek enflasyon rakamlarındaki hızlı artış gerekse borç yükü problemleri nedeniyle faiz artırımı politikasına yönelik ECB'nin aksine, borç yükü/vergi gelirleri rasyosu %400 seviyelerinde olan ABD'nin faizlerini sabit tutarak, herhangi bir politika değişikliğine gitmemesi dikkat çekmiştir.

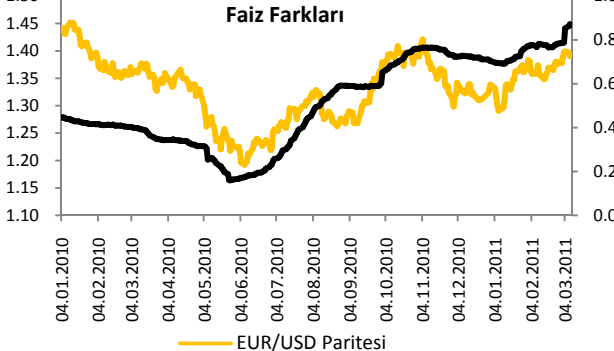
Grafik:6 Trichet'in Konuşması ve EUR/USD paritesi



Kaynak: Bloomberg

Avrupa Merkez Bankası Başkanı Trichet'in 3 Mart tarihinde yaptığı toplantıda ECB'nin Nisan ayı toplantısında faiz artırımına gidebileceği yönünde yaptığı açıklamanın, başta EUR/USD paritesi olmak üzere finans piyasalarında da önemli yansımaları olmuştur. Yatırımcıları ECB'nin faiz artırımı sürecine ABD Merkez Bankası'ndan önce gireceğini göz önüne alarak kararlarını şekillendirmeleri sonucunda EUR/USD paritesinde sert hareketler görülmüştür. Açıklama öncesinde 1.3850 seviyelerinden işlem gören parite açıklamanın ardından hızlı bir şekilde 1.3950 seviyesinin üzerine çıkmıştır. Grafik 6'da görüldüğü gibi açıklama sert yükselişin ardından da fiyatlanmaya devam etmiş ve yükseliş trendini korumuştur. Ancak izleyen süreçte, USD'nin değeri üzerinde etkili olan ve özellikle Orta Doğu'daki gelişmelerin petrol fiyatlarına yansımalarıyla ortaya çıkan gelişmeler paritede düşüşlerin görülmesine neden olmuştur.

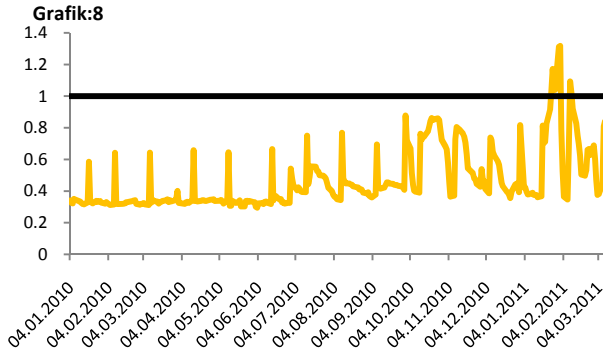
Grafik:7 Faiz Farkları



Kaynak: Bloomberg

Bu noktadan sonra, ECB'nin politikalarına ilişkin beklentilerin ne ölçüde fiyatlandığı ve olası bir faiz artırımının ardından paritenin yükselişinin ne kadar devam edeceği önem kazanmaktadır. Avrupa Birliği ve ABD arasındaki faiz farkı paritenin seyri üzerindeki en önemli etken olacaktır. Grafik 7'de görüldüğü gibi parite ile faiz farkı arasındaki yüksek korelasyonun varlığı dikkat çekerken, ECB'den gelen son açıklamanın

ardından farkın Avrupa lehine açıldığı görülmektedir.



Kaynak: Bloomberg

— EONIA — ECB Refinansman Oranı

Yatırımcıların para piyasalarındaki faizlerin daha da yükseleceği beklentilerinden dolayı gelecek dönemde ek bir maliyetle karşılaşmak istememeleri nedeniyle borçlanma miktarlarını artırmaları faiz artırımını öncesinde de piyasa faizlerinin yükselmesinde etkili olmuştur. ECB'nin toplantısı öncesinde mevcut beklentilerin artarak devam etmesi piyasa faiz yükselişlerinin yukarıdaki anlatılan sürecin devam etmesine neden olacaktır.

Sonuç olarak, başta büyümeye ilişkin öncül göstergelerde ortaya çıkan iyileşme ve artan gıda ve petrol fiyatlarının yarattığı enflasyon baskıları birçok diğer ülkede olduğu gibi Avrupa Birliği'nde de faiz artırım sürecinin başlayabileceğine ilişkin beklentileri arttırmaktadır. Buna ek olarak, AB özelinde hanehalkının düşük faiz sürecinde borçlanmalarını arttırmaları ECB'nin daha sıkı para politikası uygulamalarına başlaması hususunda bir diğer etken olarak düşünülmektedir. Ancak AB'de son dönemlerin en önemli tartışma konusu olan heterojen yapı para politikası kararları açısından da dikkat çekici olacaktır. Portekiz, İspanya, Yunanistan gibi ülkelerin yaşadığı sıkıntılar sıkı para politikalarının söz konusu ülkeler ve sonuçta tüm birlik için beklenmedik sonuçlar doğurabilmesi ihtimali yükselmektedir. Faiz artırımına ilişkin ECB'den gelen sinyaller ve sonuçta olası artırım piyasalarda farklı okumalara da açık olacaktır. 2010 yılında Merkez Bankası'nın faiz politikası kararları yukarıda adı geçen sorunlu ülkeleri göz önüne alarak şekillendiği bir diğer ifade ile söz konusu ülkelerin ilave bir zorlukla karşılaşmalarını engelleyecek şekilde oluşturulduğu düşünülmektedir. Ancak, son yapılan hamlenin para politikası otoritesinin, ülkelerin maliye politikalarında görece bağımsız karar vericilerinin hatalarını telafi edecek şekilde hareket etmeyeceği şekilde yorumlanmaktadır.

Japonya'da yaşanan deprem ve ekonomik etkileri

Japonya'da yaşanan felaketin yarattığı fiziki yıkımın Japonya ekonomisinde neden olacağı kayıpların yanısıra giderek artan ekonomik ve finansal bağlantılar da söz konusu gelişmelerin hızla küresel piyasalarda hissedilmesine neden olmaktadır. Orta Doğu'da yaşanan gelişmelerin petrol fiyatları üzerindeki baskısı devam ederken, depremin ilk aşamada talepte bir düşüşe neden olacağı beklentisiyle fiyatlarda aşağı yönlü hareketlerin oluşmasına neden olmuştur. Ancak Japonya'da enerji kaynaklarında meydana gelen yıkımın ardından orta vadede alternatif enerji kaynaklarına yönelmesi petrol fiyatlarında yükselişlere neden olabilecektir.

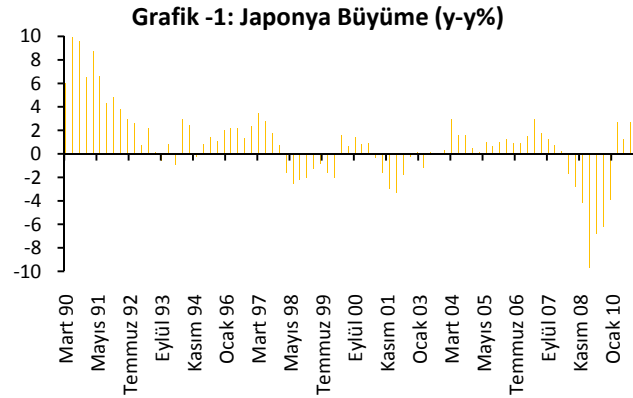
11 Mart 2011 tarihinde Japonya'da meydana gelen 9.1 şiddetindeki deprem ve ardından oluşan tsunami meydana geldiği bölgede çok önemli kayıpların yaşanmasına neden olmuştur. Söz konusu felaket sonrasında binlerce kişi hayatını kaybetmiş, birçok bina yıkılmış ve ardından nükleer santrallerde gelen hasarlar büyük bir radyasyon sorununu ortaya çıkarmıştır. Bu konunun öncelikle insani ve sosyal boyularının ortaya koyduğu ağır tablo önümüzde dururken, bu çalışmada felaketin ilk aşamada ortaya çıkan ekonomik etkileri tartışılacak ve önümüzdeki döneme ilişkin ilk öngörüler paylaşılacaktır. Yaşanan felaketin yarattığı fiziki yıkımın Japonya ekonomisinde neden olacağı kayıpların yanısıra giderek artan ekonomik ve finansal bağlantılar da söz konusu

gelişmelerin hızla küresel piyasalarda hissedilmesine neden olmaktadır. Yine bu çalışmada söz konusu etkilerin boyutu ve ne süre devam edeceğine dair bize karşılaştırma imkanı vermesi açısından 1995 yılındaki Kobe depremi sonrasında yaşananlar inceleme konusu yapılmıştır. Tekrar vurgulamak gerekirse, yaşanan felaketin gerek ekonomik gerekse finansal etkilerinin tespit edilmesi geleceğe yönelik beklentilerin şekillenmesi açısından büyük önem taşımaya karşın, olayın insani boyutları her zaman öncelikli olarak ele alınması gerekmektedir.

Depremi yarattığı fiziki yıkım büyük boyutlara ulaştı

Depremde En Çok Etkilenen Bölgeler ve Nominal GDP içindeki payları	
Miyagi	%1.6
Iwate	%0.9
Fukushima	%1.5
Ibaraki	%2.2
Tochigi	%1.6
Saitama	%4.1
Chiba	%3.8
Aomori	%0.9
Japonya Ekonomisinde Bu Bölgelerin Payı	%16.9 (85,888.9¥)
Kaynak: Cabinet Office	

Japonya'nın gayrisafi yurtiçi hasılası(GSYİH) 520,249.3 trilyon yendir. En çok zarar gören bölgelere bakıldığında ülkenin GSYİH'nın 85,888.9 trilyon yeninin bu bölgeden sağlandığı görülmektedir. Bölgede yaşanan sıkıntılar, elektrik kesintileri gibi nedenlerden dolayı bölgede üretim yapan Nissan Motor Corp., Sony Corp., Toyota Motor Co., Panasonic gibi yüksek kara sahip firmalar üretimlerini durdurma kararı almışlardır. Elektrik kesintilerinin Nisan ayına kadar devam etmesi beklenmektedir. Japonya'nın en güçlü şirketlerinden biri olan TEPCO, bu kesintilerin yaklaşık 3 milyon tüketiciyi etkileyeceğini belirtmiştir.

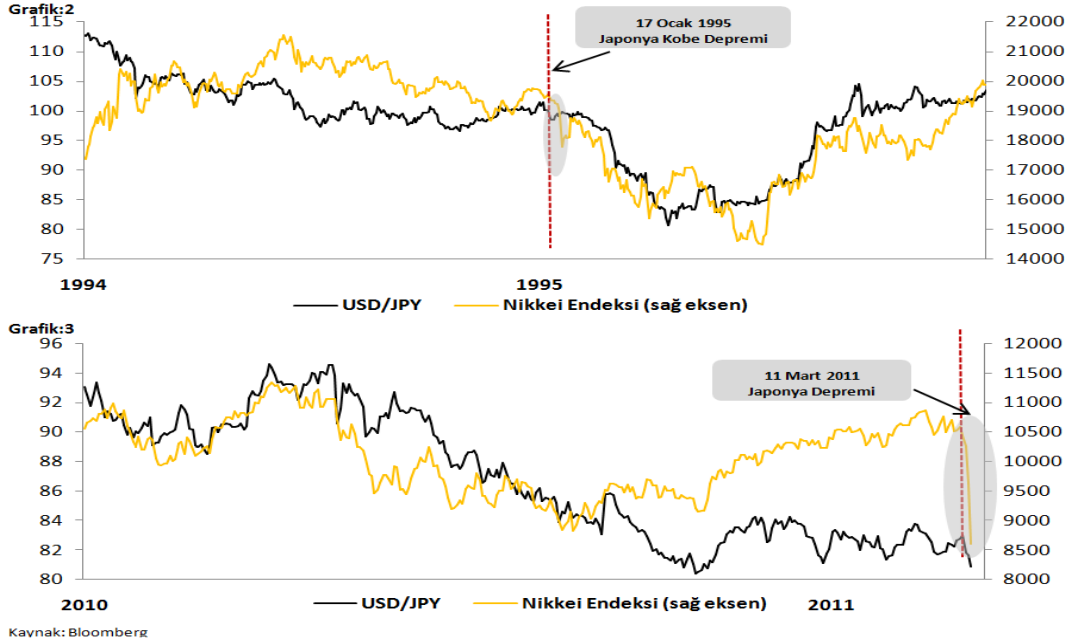


Kaynak: Bloomberg

61 trilyon dolar olan global GSYİH içinde, ABD ve Çin'i %8.7'lik payı ile Japonya takip etmektedir. Ayrıca 8 trilyon dolar toplam dolar rezervinin yaklaşık 1.3 trilyon doları Japonya'nın elinde bulunmaktadır. Japonya ekonomisinin olası bir resesyona girerek global ekonomiye de etkide bulunması sözkonusu olmuştur. Japonya'da politika yapıcılarına felaketin boyutları ve sonuçlarının neler olacağı ile ilgili belirsizliklerin devam etmesi nedeni ile önemli görevler düşmektedir. Kobe depremi ile kıyaslandığında o zaman GSYİH'nın %20'sini kapsayan bölüm zarar görmüş ve bütçe o yıl 3 trilyon yen genişletilmiştir. Şu an için 1 trilyon yen bütçe genişlemesi öngörülmektedir. Borç stoku/GSYİH oranı %200 iken deprem sonrası

yapılan harcamalar ile sözkonusu oranın %220 olması beklenmektedir. Kobe depremi 100 milyar dolar zarara yol açmıştı. Depremi sigorta şirketlerine maliyeti 3 milyar dolar olmuştu. Bu depremde de 175-200 milyar dolar arasında zarar gerçekleşmesi beklenmektedir. Ayrıca petrol ve gıda fiyatları nedeni ile Japonya'nın daha fazla deflasyon sürecinde kalamayacağı düşünülmektedir. Büyüme oranı incelendiğinde, 95 depreminde %1 düzeyine düşen oran aynı yılın son çeyreğinde toparlanmaya başlamış ve %2 düzeylerine çıkmıştır. Tohoku depreminde ise büyüme oranının %3.7 olan piyasa beklentisine göre %0.6 ila %1.1 oranında düşeceği öngörülmektedir.

Depremi piyasalar üzerindeki etkisi sert oldu



Japonya’da ülke tarihinin en büyük depreminin ve sonrasında Tsunami felaketinin yaşanmasının ardından gerek ülkenin gerekse uluslararası finans kesiminde ciddi sorunlar ortaya çıkmıştır. Yaşanan ciddi yıkıntıların ve kayıpların yanı sıra nükleer patlamaların meydana gelmesi ve dolayısıyla radyasyon tehlikesinin giderek artmasının da etkisiyle, piyasalarda ciddi düşüşler meydana gelmiştir.

Tokyo Borsası Ekim 2008’den bu yana yaşadığı en kötü dönemi yaşarken, depremden bir gün önce 82.98 seviyesinde olan USD/JPY paritesi, deprem günü en yüksek 83.30 seviyelerini görürken oldukça geniş bir bantta hareket ederek en düşük 81.66 seviyelerinden işlem görmüştür. Depremi yarattığı etkilerin ertesi gün daha da belirginleşmiş olmasının etkisiyle en düşük 80.62 seviyelerine kadar gerileyen parite, nükleer patlamalar sonrasında piyasada oluşan radyasyon endişelerinin etkisiyle hızla düşmeye devam etmiş ve depremin ardından altıncı günde 78.89 seviyesini görmüştür. Parite altı gün içerisinde %3.60 oranında değer kaybetmesinin ardından, Japonya’daki sigorta şirketlerinin depremin zararlarını telafi edebilmek için, ülke dışında tuttıkları fonları yeniden ülkeye getirmek zorunda olmaları beklentisiyle ve Yen’e yapılan müdahalenin de etkisiyle depremin üzerinden bir hafta geçmesinin ardından hafif bir toparlanma hareketine başlamıştır.

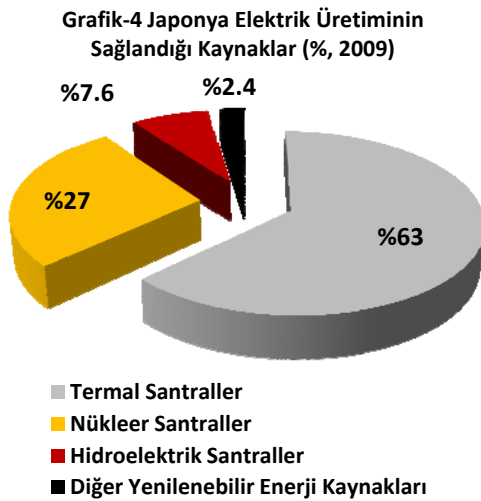
Japonya’da 1995 yılında yaşanan Kobe depremi de büyüklüğü bakımından son dönemde yaşanan felakete benzerlik göstermektedir. Bu nedenle, bu dönemdeki piyasa hareketlerini incelemek yararlı görünmektedir. 1995 yılındaki depremin ardından piyasalarda yaşanan sert düşüşler ancak ‘yetmiş bir hafta’ sonra yukarı yönlü hareket etmeye başlamıştır. Kobe depremi öncesinde 19.241 seviyesinde olan Nikkei endeksi izleyen yetmiş bir haftalık süreçte %24 azalışla 14.485 seviyesine kadar düşmesinin ardından toparlanmaya başlamış ve böylece deprem sonrasında endeks ancak on bir ay sonra deprem öncesi seviyelerini yakalayabilmiştir. Yaşanan son felaket sonrasında da aynı şekilde, ilk gün depremin etkisiyle %6 düşüşle sert hareketlerle aşağı yönlü bir trende başlayan Nikkei endeksi, nükleer patlamaların ardından ortaya çıkan radyasyon tehlikelerinin etkisiyle %19 oranında oldukça sert düşüşler yaşamıştır. Hafta boyunca aşağı yönlü hareket eden endeks, haftanın son gününde hafif bir toparlanma sergilemiştir. Bu kapsamda, geçmişte yaşanan Kobe örneği göz önüne alınarak, önümüzdeki 1 yıl içerisinde yeniden düşüş öncesi seviyelerine ulaşabileceği söylenebilir.

Öte yandan dünyanın üçüncü büyük ekonomisi olan Japonya’da güçlü ekonominin yanı sıra, sigorta sisteminin de oldukça gelişmiş olmasına rağmen, yaşanan Tsunami felaketinin ardından söz konusu sistemin eksiklikleri

tartışma konusu olmuştur. Ülkede ticari ve endüstriyel rizikoların sigorta teminatının dışında olması, depremin şu ana kadar yarattığı sonuçlar göz önüne alındığında oldukça önemli bir sorun olarak göze çarparken, daha önce Şili depremi örneğinde de görüldüğü gibi sigorta sektörünün, depremden kaynaklı zararlardan ziyade, deprem sonrası üretimin durdurulması ya da faaliyetlere ara verilmesi gibi ikincil sebeplerden dolayı daha çok zarar gördüğü dikkat çekmektedir. Bu bağlamda, Japonya’da deprem sonrasında enerji, otomotiv, elektronik sektörleri ve rafinerilerin üretime ara vermeleri de göz önüne alındığında, ülkede sigorta sektörünün ne kadar zarar gördüğü sorusunun cevabı için henüz erken olduğu söylenebilir. Fakat zararın olası miktarını tahmin etmek açısından Yeni Zelanda’da meydana gelen büyük depremin sigorta maliyetinin yaklaşık 6 ile 12 milyar\$ arasında olduğu, olası bir sonuç açısından örnek olarak söylenebilir

Deprem petrol fiyatlarını nasıl etkileyecek?

Japonya’da yaşanan deprem felaketinin ardından, Japon ve dünya ekonomisinin nasıl etkilenebileceğinden yukarıda bahsedilmiştir. Felaketin ardından üretimde kesinti ve borç yükünün artması gibi ekonomik sonuçlar beklenirken, Japonya’nın halihazırda dünya petrol üretiminin %0.15’lik bir kısmını karşılarken, dünyada üretilen petrolün %5’inden fazlasını tüketen bir ülke olması da petrol talebine dair endişeleri artırmıştır. Sonuçta ABD ve Çin’den sonra dünyanın üçüncü büyük petrol tüketicisi olan Japonya’da petrol talebinin düşeceği ve Japonya’da yaşanabilecek olan ekonomik gelişmelerden dünya ekonomisinin de etkilenebileceği beklentileri, küresel petrol talebinin azalacağı endişelerine yol açmış ve yaşanan depremin ardından petrolde düşüş görülmüştür. Özellikle Fukuşima nükleer santralinde yaşanan patlamanın ardından, radyasyon sızıntısı haberleriyle beraber ham petrol fiyatlarının yeniden 100 doların altına indiği görülmüştür. Ancak aynı dönemde ABD’de petroldeki yükselişin önüne geçmek için petrol kontratlarını ötelemiştir (roll over). Bu nedenle petrol fiyatlarındaki düşüşü hangisinin daha çok etkilediği de tartışılmaktadır. Japonya’nın ABD ve Çin ile olan ticaret ilişkisi düşünüldüğünde petroldeki düşüşün önümüzdeki dönemde de devam edebileceği söylenebilir.



Kaynak: Enerji Bilgi Dairesi (EIA)

Bir başka açıdan bakıldığında ise petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemde yükselme ihtimali de bulunmaktadır. Japonya’da yaşanan deprem, bölgede elektrik sıkıntısına da yol açmıştır. 2009 verilerine göre ülkenin elektrik üretiminin %27’si nükleer santrallerden sağlanmaktadır. Ancak bilindiği gibi deprem sonrasında nükleer santrallerde de sıkıntı ortaya çıkmış, bu da elektrik üretimini aksatmıştır. Yaşanan patlamanın ardından bu santrallerde üretimin bir süre daha normale dönmeyeceği söylenebilir. Bu durum ülkenin elektrik üretiminde diğer kaynaklara yönelmesine neden olacaktır. Ayrıca ülkede zarar gören petrol rafinerileri de kapatılmıştır. Bu da ülkenin, elektrik üretimi için de ihtiyacı olacak petrol ürünleriyle birleştiğinde daha fazla gazolin, dizel yakıt ve jet yakıtı ithalatını artıracaktır, bu da petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemde yükselmesine

neden olabilecektir.

Daha öncede belirttiğimiz gibi yaşanan felaketin yarattığı fiziki yıkımın Japonya ekonomisinde neden olacağı kayıpların yanısıra giderek artan ekonomik ve finansal bağlantılar da söz konusu gelişmelerin hızla küresel piyasalarda hissedilmesine neden olmaktadır. Depremin ardından yaşanan yıkımın telafi edilmesi halihazırda büyük bir borç yükü altında olan Japon ekonomisinin önümüzdeki dönemde daha fazla borçlanmaya gitmesine neden olabilecektir. Bölgeye ilgili gelişmeler ilk aşamada Japonya piyasalarında sert hareketlerin oluşmasına neden olurken, diğer ülke piyasaları da durumdan etkilenmişlerdir. Hisse senedi piyasaları depremden en fazla etkilenen yer olurken petrol fiyatlarındaki gelişmeler de dikkatle takip edilmelidir. Orta Doğu’da yaşanan gelişmelerin petrol fiyatları üzerindeki baskısı devam ederken, depremin ilk aşamada talepte bir düşüşe neden olacağı beklentisiyle fiyatlarda aşağı yönlü hareketlerin oluşmasına neden olmuştur. Ancak Japonya’da enerji

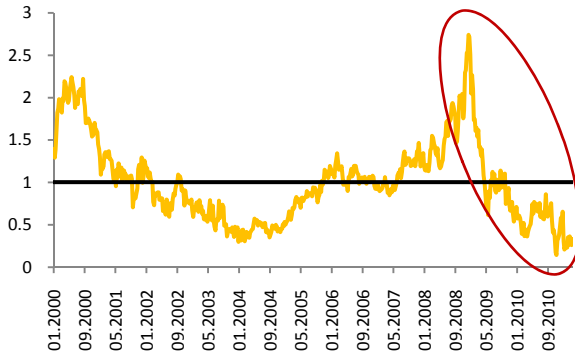
kaynaklarında meydana gelen yıkımın ardından orta vadede alternatif enerji kaynaklarına yönelmesi petrol fiyatlarında yükselişlere neden olabilecektir.

ABD konut sektörü neden toparlanmıyor?

Başta ABD olmak üzere dünya ekonomilerinde 2009 yılı ortasından itibaren hızlı bir toparlanma izlenirken, krizin kaynağında yer alan konut sektöründe son açıklanan verilerde pek çok sektördeki canlanmanın aksine toparlanmanın oldukça yavaş olduğu görülmektedir. Bu haftaki yazımızda konut sektörünün neden yavaş toparlandığı detaylı bir şekilde incelenecektir.

ABD’de hanehalkı, 2001 yılından itibaren faizlerdeki hızlı düşüş sayesinde, düşük faizli kredi kullanabilme ve böylece tüketimlerini artırabilme imkanına kavuşmuştur. Düşük faiz ortamında artan konut talebi konut fiyatlarının hızlı bir şekilde yükselmesini sağlamış ve bu durum yükselen hisse senedi fiyatları ile birlikte hanehalkının servetinin artmasına katkıda bulunmuştur. ABD konut sektöründe 2001 yılından 2006’ya kadar yaşanan canlanmanın yol açtığı kredi genişlemesi konut kredilerine dayalı yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasını sağlamış, 2006 yılından itibaren konut sektöründe başlayan yavaşlamanın akabinde konut kredilerine dayalı türev ürünlerde görülen değer kayıpları, bu ürünlere yatırım yapan kuruluşların zarara uğramasına neden olmuş, hatta Lehman Brothers’ın iflası ile küresel kriz hızlanarak dünya geneline yayılmıştır. Krizin ardından hızla gerileyen konut fiyatları ise hanehalkının servet değerini eriterek satın alma gücünün azalmasına yol açmıştır. 2007 yılının ikinci yarısında başlayan finansal krizle dünya ekonomileri hızla resesyona girmiş, başta finans sektörü olmak üzere pek çok kişinin işsiz kalmasıyla işsizlik oranları tarihi yüksek seviyelere ulaşmış, enflasyon oranları daralan taleple sert bir şekilde düşerken, global piyasalarda hızlı bir şekilde Merkez Bankaları ve hükümetler krizin önüne geçebilmek için önlemler almaya başlamıştır. Krizin etkilerini hafifletmek amacıyla alınan bu önlemlerle başta ABD olmak üzere dünya ekonomilerinde 2009 yılı ortasından itibaren hızlı bir toparlanma görülmeye başlanmıştır. Bu süreçte krizin kaynağında yer alan konut sektöründe ise son açıklanan verilerde pek çok sektördeki canlanmanın aksine toparlanmanın oldukça yavaş olduğu görülmektedir.

Grafik-1 — ABD 30 Yıllık Mortgage Getirisi ile Tahvil Getirisi Arasındaki Spread — Ortalama Değer



Kaynak: Bloomberg

ABD 30 yıllık mortgage getirileri ile ABD 30 yıllık Hazine tahvil getirisi arasındaki ilişki incelendiğinde de, iki getiri arasındaki farkın 2003 yılından sonra son dönemde tekrar tarihi düşük seviyeleri test ettiği dikkat çekmektedir. 2007 yılı sonlarında başlayan ABD konut sektörü kaynaklı krizle birlikte ABD 30 yıllık Hazine tahvil getirisi gelen güvenli liman alımları ile %2.55 seviyelerine kadar gerilerken; mortgage getirisinin yüksek seviyelerini koruması, iki getiri arasındaki spreadin artmasına ve 2008 yılı Aralık ayında spreadin %2.70 ile en yüksek seviyeye ulaşmasına neden olmuştur. Bu tarihten itibaren krizin etkilerinin azalması ile birlikte tahvil getirileri yeniden yükselmeye başlarken, 2010 yılı boyunca ABD

Merkez Bankası’nın (FED) faizlerde herhangi bir artırıma gitmemesi ve faizleri uzun süre bu seviyede koruyacağını dile getirmesi, aynı zamanda varlık alımlarını artırarak piyasadaki likiditeyi artırmayı hedeflemesi sonrasında ABD 30 yıllık mortgage getirisi %4.30 ile tarihi düşük seviyelere gerilemiştir. Son dönemde ise iki getiri arasındaki spreadin, hem ortalama değer (%1.0) altında hem de tarihi düşük seviyelerde hareket

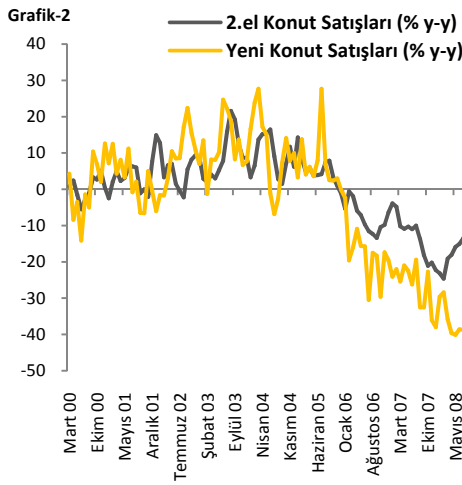
etmesine rağmen, konut talebinde bir artış yaşanmadığı ve konut talebinin kriz öncesi seviyelere ulaşmadığı dikkat çekmektedir.

Tüm bu olumlu gelişmelere karşın konut sektöründeki toparlanmanın yavaş olmasının nedenleri 3 ayrı başlıkta incelenmiştir:

Konut sektörünün

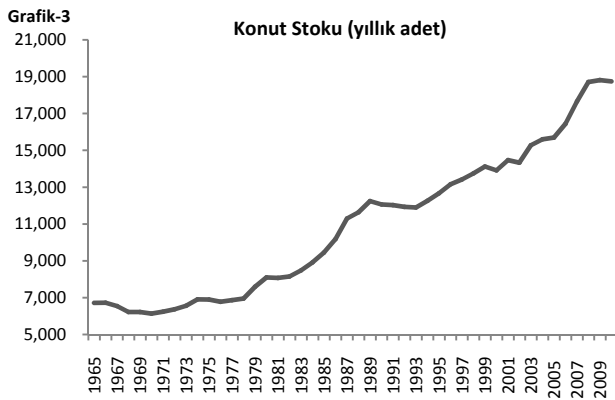
- Arz-talep boyutu,
- Hanehalkı kesimi boyutu,
- Bankacılık kesimi boyutu.

Arz-talep boyutu:



Kaynak: Bloomberg

öncesi seviyelere henüz dönememiş olmasıdır. Her ne kadar vergi indirimleri yapılmış, faiz oranları düşürülmüş olsa da alınan önlemlerin talebi canlandırıcı etkilerinin henüz istenilen düzeyde görülmediği dikkati çekmektedir.



Kaynak: U.S. Census Bureau

fazlasının sektörün %20'si seviyesine ulaşması beklenmektedir. Sözkonusu stok, konut fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluştururken, yeni inşaatların yapılması ve istihdam yaratılmasını da kısıtlamaktadır.

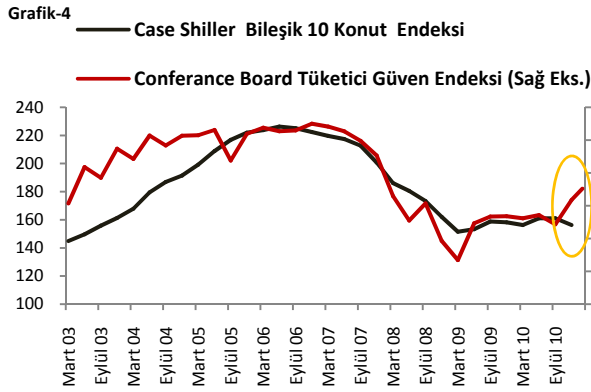
Konut piyasasında 2007 yılından bu yana yaşanan sıkıntıların bir süre daha devam edeceği yönündeki beklentileri, son açıklanan veriler de desteklemektedir. Piyasanın talep kısmı incelendiğinde 2.el konut satışlarının Şubat ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %2.8 düşüşle 4.88 milyona gerilediği görülürken, yeni konut satışlarında ise 2010 yılı Şubat ayına göre %28'lik, Ocak 2011'e göre ise %16.9'luk bir düşüş yaşanmıştır. Söz konusu aylık %16.9'luk gerileme 1962 yılından bu yana aylık bazda yaşanan en büyük düşüş olmuştur. Bu düşüşlerin sebepleri tüketicilerin tercihlerinin değişmesi yani ev satın almak yerine kiralamayı tercih etmeleri ve gelir düzeylerinin kriz

Piyasanın arz tarafı incelendiğinde ise konut başlangıçlarının ve inşaat izinlerinin son açıklanan verilerde gerilediği görülmektedir. Ancak bu gerilemeye karşın arzın talebin çok üzerinde olması konut sektöründe fiyatların düşmeye devam edeceği beklentilerini artırmaktadır. Düşük seyreden bu izinler arz fazlasının gerilemesine yardımcı olmakta, fakat 50 eyalette başlatılan mortgage kredileriyle ilgili soruşturmalar nedeni ile ipotekli konutların satışını yavaşlatmakta ve kırılgan olan konut piyasasındaki toparlanmayı geciktirmektedir. Stokların artmasına sebep olan hacizli evler nedeni ile 2011 yılı sonunda arz

- **Hanehalkı kesimi boyutu:**

Yukarıda belirtildiği üzere konut piyasasındaki arz fazlasına karşın talepte hala belirgin bir toparlanma görülmektedir. Bunun arkasındaki nedenler hanehalkı kesimi açısından incelendiğinde şu tespitleri yapmak mümkündür:

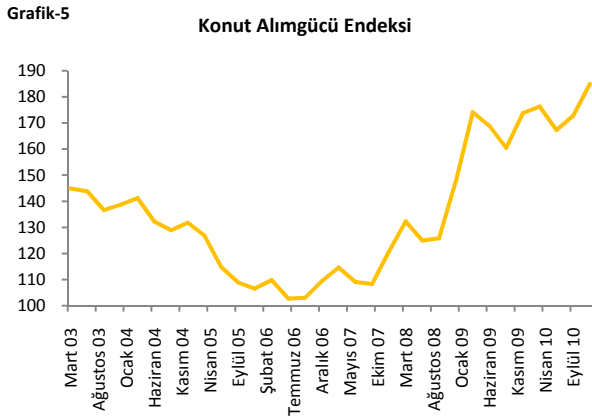
FED'in uzun süredir sürdürdüğü düşük faiz oranı politikasına bağlı olarak tüketici güveninin artış kaydetmesine karşın, gevşek para politikası ve artan kamu açığı ekonomik toparlanmaya yönelik belirsizlikleri artırmaktadır. Belirsizliklerin devam ettiği bir ortamda, icra işlemlerinde yaşanan artış, piyasada hali hazırda satılmayı bekleyen ev stoklarının artmasına neden olarak konut fiyatlarında düşüşü artırmaktadır.



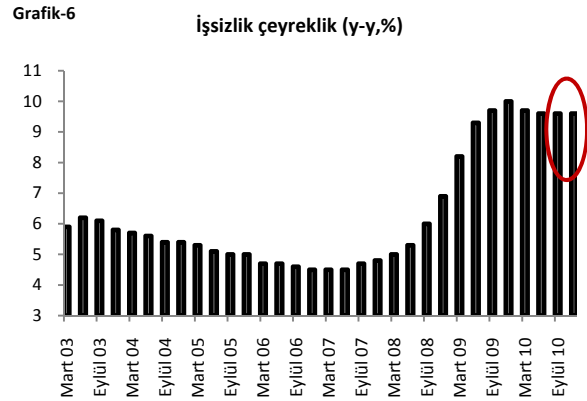
Kaynak: Bloomberg

kaydetmiştir. Bu çerçevede FED'in gevşek para politikası tüketici güvenini olumlu yönde etkilese de, konut fiyatlarında yaşanan düşüş kısa vadede konut ve inşaat piyasasında toparlanma yaşanma olasılığının düşük olduğuna işaret etmektedir.

Nitekim, ABD'de konut fiyatlarının seyri açısından önemli bir gösterge konumunda olan Case Shiller Bileşik 10 Konut Endeksi ile Conference Board tüketici güveni arasındaki korelasyon incelendiğinde, son dönemde iki gösterge arasındaki ilişkinin bozulduğu ve tüketici güveninin artmaya devam etmesine karşın konut fiyatlarında düşüşün sürdüğü görülmektedir. Konut fiyat endeksi 2010 yılının son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %3.2 gerilerken, bir önceki yıla göre de %1.2 düşüş



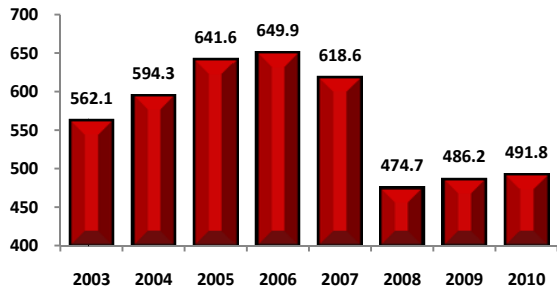
Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

Yüksek arz fazlasına bağlı olarak konut fiyatlarının düştüğü ve alım gücünün arttığı bir ortamda konut talebinin artması beklenirken, mevcut şartlarda farklı bir durum yaşandığı dikkat çekmektedir. Tarihi düşük seviyelerdeki faiz oranları ve konut fiyatlarındaki gerileme, alım gücünün görece artmasına yol açmaktadır. Öte yandan ekonomiye yönelik olumsuz beklentilerin devam ettiği bir ortamda, gelir artışına karşın tüketicilerin konut alımı konusunda çekimser davrandığı görülmektedir. ABD'de yaşanan ekonomik toparlanmanın istihdam piyasasında belirgin bir toparlanma sağlayacak kadar güçlü olmaması nedeniyle işsizlik rakamlarının geçen yılın üçüncü çeyreğinden bu yana iyileşme göstermesine karşın hala son 26 yılın en yüksek seviyesine yakın seyretmesi, buna ek olarak artan petrol fiyatları ve belirsizlik ortamı da konut sektörünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir.

Grafik-7 Hanehalkı servet değeri/Harcanabilir gelir



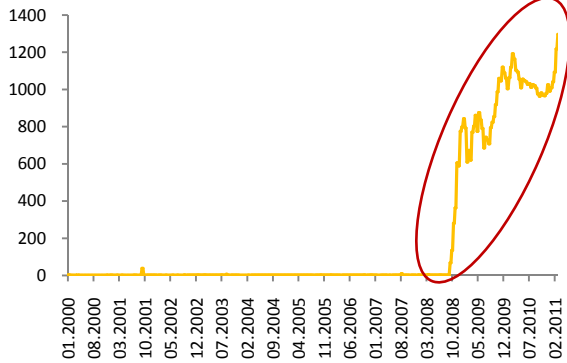
Kaynak: FED

dikkat çekmektedir.

Hanehalkı harcamaları son bir yılda artış kaydetmekle birlikte, yüksek işsizlik oranı, düşük gelir artışı ve kredi kullandırım koşullarındaki katılığın devam etmesi konut fiyatlarında yükseliş yaşanmasını engellemektedir. Öte yandan yüksek kamu açığını azaltma konusunda başarı sağlanamaması uzun vadede ABD büyümesini olumsuz etkileyebilecek bir unsur olarak dikkat çekmektedir. Tüm bu unsurlar birlikte değerlendirildiğinde, konut piyasasında kısa vadede talebin canlanması ve fiyatların yükselmesi pek mümkün gözükmemektedir.

- **Bankacılık kesimi boyutu:**

Grafik-8 FED'de Tutulan Serbest Rezervler (mlr USD)



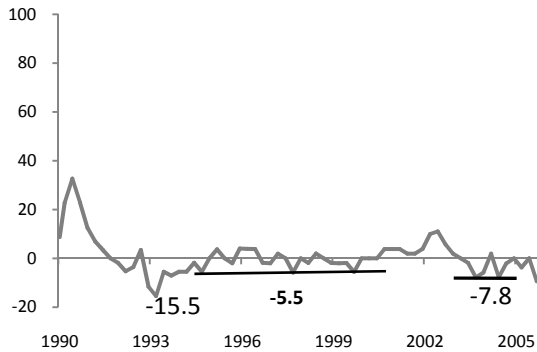
Kaynak: Bloomberg

Konut alım gücünün 2009 yılından itibaren toparlanma eğiliminde olmasına karşın, konut satışlarındaki düşüşün devam etmesi hanehalkı servetinin halen daha düşük seviyelerde olmasıyla da açıklanabilir. Hanehalkı servet değerinin harcanabilir gelire oranı incelendiğinde, bu oranın 2008 yılında yaşanan krizin etkisiyle sert bir şekilde gerilediği görülmektedir. Krizin ardından toparlanma yaşanmakla birlikte, hanehalkının gelirindeki düzelmenin görece çok daha yavaş olduğu ve hala krizden önceki seviyelerin oldukça altında olduğu

2007 yılının sonlarında başlayan ABD konut sektörü kaynaklı krizin ardından FED'in faiz indirmesi yaparak başladığı müdahale sisteminde artık faizlerin büyümeyi yeterince destekleyemediği görülürken, FED'in faiz indirimlerine ek olarak varlık alımları, açık piyasa işlemleri ve anons-sinyal yöntemi ile beklentileri etkileme gibi daha nicel araçları da devreye soktuğu görülmektedir. Tüm bu parasal genişleme çabalarına rağmen piyasada Merkez Bankası'nın bankalara sağladığı miktarları bankaların kredi vermek yerine tekrar Merkez Bankası rezervlerinde tutmaları ile "para çarpanı (money multiplier)" sisteminin çalışmadığı görülmektedir. Bu durum bankaların hala

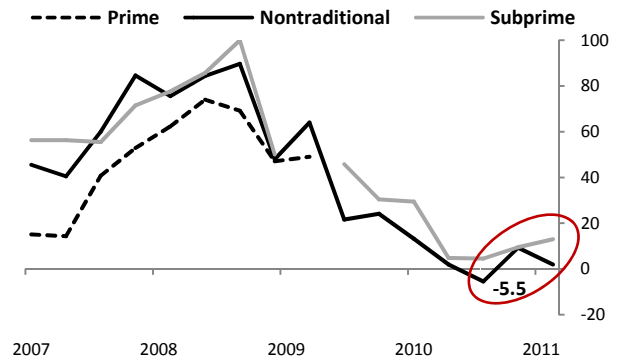
kredi verme konusunda isteksiz olduklarını gösterirken, konut sektörünün canlanmasının önündeki büyük engellerden birini oluşturmaktadır.

Grafik-9 Mortgage Kredi Standartları

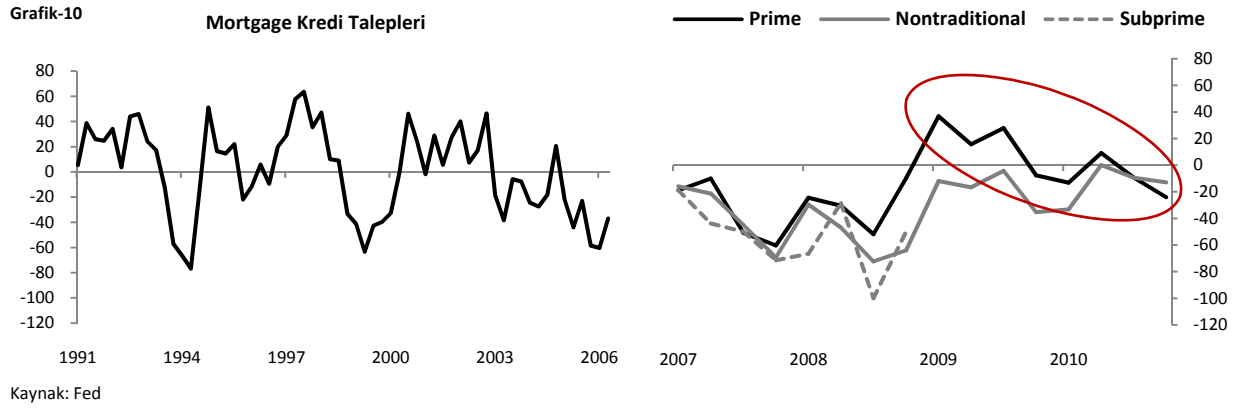


Kaynak: Fed

Mortgage Kredi Standartları



FED'in son açıkladığı ve sektörel kredi gelişiminin arz ve talep boyutu hakkında detaylı bilgi veren "FED Loan Survey – Ocak 2011" (FED Senior Loan Officer Opinion Survey) anket çalışmasından mortgage kredi standartları incelendiğinde yaşanan krizin ardından kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın 2008 yıl sonunda zirve yaptığı dikkati çekerken, 2007 yılından itibaren anket çalışmasının mortgage kredilerinde prime, nontraditional ve subprime olarak 3 alt bölüme ayrıldığı görülmektedir. 2009 yılının başından itibaren gevşeyen kredi standartlarının 2010 yılının Ağustos ayından itibaren yeniden sıkılaşmaya başladığı ve subprime mortgage kredilerinde ise standartlardaki sıkılaştırmanın daha sert olduğu dikkati çekmektedir.



Bankaların kredi verme konusunda isteksiz olmaları ve kredi standartlarındaki sıkılaştırma zaten halihazırda yüksek borçluluk oranına sahip olan hanehalkının kredi kullanımını sınırlandırırken, hanehalkını daha fazla tasarruf yapmaya zorlamaktadır. Yine "FED Loan Survey – Ocak 2011" (Fed Senior Loan Officer Opinion Survey) anket çalışmasından hanehalkının mortgage talebinin yeniden 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren sert bir şekilde gerilediği görülmektedir.

Sonuç olarak konut sektörüne dair açıklanan son verilerin kriz öncesi seviyelere ulaşmaması konut sektöründeki toparlanmanın istenilen düzeyde gerçekleşemediğini yansıtmaktadır. 2010 yılı sonlarına doğru bazı bankaların icra dosyalarında usulsüzlük yaptıklarının ortaya çıkması ile gerçekleşmesi gereken icra işlemlerinin 2011 yılına ertelenmesi ve bu durumun bekleyen ev stoklarını artırdığı görülmektedir. Diğer yandan vergi indirimleri, düşük faiz oranları gibi talep canlandırıcı önlemlere rağmen tüketici tercihlerinin değişmesi; artan kamu açığı, hanehalkı servetinin düşük seviyelerde olması, işsizlik oranının halihazırda gerilemesine rağmen yüksek seviyelerdeki seyrini koruması ve son dönemde yükselen petrol fiyatları ile artan belirsizlik ortamı konut sektöründeki toparlanmayı engelleyen diğer faktörlerdir. Aynı zamanda bankaların kredi verme konusunda isteksiz davranması ve kredi kullandırım koşullarındaki katılığın devam etmesi de konut sektörünün canlanmasının önündeki büyük engellerden birini oluşturmaktadır. Tüm bu unsurlar birlikte değerlendirildiğinde, konut piyasasında kısa vadede talebin canlanması ve fiyatların yükselmesi pek mümkün görünmemekle birlikte; 2011 yılında ABD’de konut sektörünün kalıcı bir toparlanma sergilememesi ve var olan belirsizlik ortamında konut sektörü verilerinin beklentileri karşılayamaması muhtemel olabilir. Konut sektöründe 1986 yılında yaşanan resesyonun etkilerinin ancak 1991 yılının ilk çeyreğinde geride bırakılabildiği göz önüne alındığında ve konut sektöründeki daralmanın son yaşanan krizdeki kadar sert olmadığı dikkate alındığında içinde bulunduğumuz dönemde konut sektöründeki toparlanmanın çok daha fazla zaman alması söz konusu olabilecektir.

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312-455 84 89
Bilge Özalp Türkarşlan	Ekonomist	bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Ümit Ünsal	Ekonomist	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312-455 84 18
Seda Meyveci	Ekonomist	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Naime Dođan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Senem Güder	Araştırmacı	senem.guder@vakifbank.com.tr	0312-455 84 76
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

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