

İÇİNDEKİLER

❖ Yurt İçi Ekonomi Raporu

TCMB 2010 yılı ikinci enflasyon raporu yayınlandı.

Raporda bir önceki enflasyon raporuna kıyasla enflasyon projeksiyonlarında yapılan değişiklikler dikkat çekti. 2010 yılı sonu TÜFE öngörüsünü %7.2 ile %9.6 aralığına (orta noktası %8.4) yükselten TCMB, son çeyrek için faiz artırımı sinyali vermiştir.

Enflasyonda artış sürüyor.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Nisan ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.60 beklentilerin altında gerçekleşti. Böylece, yıllık bazda TÜFE %9.56 seviyesinden %10.19 seviyesine yükselerek yeniden çift hanelere yükseldi.

Sanayi Üretim Endeksi çift haneli büyüme sinyali verdi...

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mart ayında Sanayi Üretim Endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %21.1 artarak Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak %21.5 olan beklentimize paralel olarak (piyasa beklentisi: %19.6) gerçekleşmiştir.

TCMB referans faiz tanımını değiştirdi...

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) 18 Mayıs 2010 tarihinde yaptığı toplantıda faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmeme kararı almıştır. Diğer yandan teknik faiz ayarlaması yapan TCMB politika faizini borçlanma faizinden 1 haftalık repo ihale faiz oranına çevirmiştir

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Dünya Ekonomisinin Toparlanma Sürecinde Karşı Karşıya Olduğu Global Dengesizlikler

Bu çalışmada, Uluslararası Para Fonu IMF'nin Nisan ayında yayınlanan "Dünya Ekonomik Görünüm Raporu"nda ortaya konan mevcut durum ve beklentiler çerçevesinde global ekonomideki dengesizlikler ve riskler değerlendirilmektedir.

Euro Bölgesi Ülkelerinin Kamu Finansmanı Sorunları

Yunanistan'ın AB'den sağladığı yardım karşılığında aldığı sıkı mali tedbirlerin uygulanabilirliğine ve Yunan ekonomisinin geleceğine ilişkin belirsizlikler devam ederken, Yunanistan'ın mali sorunlarının yayılma etkisi ile diğer Euro Bölgesi ülkelerini de kapsayacağı endişesi, halen global finansal istikrarı tehdit eden başlıca faktördür.

Artan Kamu Borçlarının Büyüme ve Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi

Küresel resesyonun daha derinden etkilediği gelişmiş ülkelerde, orta ve uzun vadede sürdürülebilir olmaktan uzak düzeylere ulaşan borç stoku büyüklükleri, ekonomideki yavaşlamayı azaltmış olmalarına rağmen, global ekonomik ve finansal istikrarı tehdit eder hale gelmiştir. Bu çalışmada, artan kamu borçlarının büyüme performansı ve faiz oranları üzerindeki etkileri incelenmektedir.

Kamu Borçlarındaki Artış Karşısında Avrupa Merkez Bankasının Aldığı Önlemler Çerçevesinde Euro Bölgesi Ekonomisinin Enflasyon Görünümü

Bu çalışmada Avrupa Merkez Bankası'nın Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil ihracı yoluyla borçlanma imkanlarının daralmaması için, Mayıs ayının ikinci haftasından itibaren başlattığı tahvil alımlarının enflasyon görünümü açısından ne anlama geldiği incelenmektedir.

❖ Finans Raporu

VIX Endeksi ile Piyasalar Arasındaki İlişki

Bu çalışmada uluslararası hisse senedi piyasaları ile volatilité endeksleri arasındaki ilişki geçmiş ve güncel datalar kullanılarak incelenmiştir. Sonuç olarak volatilité endekslerinin piyasaların bugünkü ve gelecekteki seyri açısından önemli bir göstere olduğu görülmüştür.

Yunanistan ve Euro Bölgesi'ne Yönelik Kaygıların Piyasalar Üzerindeki Etkileri

Yunanistan'ın mali durumuna yönelik endişeler bilindiği gibi son aylarda risk algılaması üzerinde belirleyici olmaktadır. Bu çalışmada 110 milyar euro tutarında yardım yapacağı açıklamalarının piyasalar üzerindeki etkileri Yunanistan kaynaklı yaşanan söz konusu gelişmelerin nedenleri incelenmiştir.

Euro Bölgesi'nin Son Yardım Paketi

Bu çalışmada global piyasaları etkisi altına alarak sert kayıplara yol açan Euro Bölgesi'ne yönelik güvensizliğin sona ermesi için AB ve IMF tarafından son açıklanan 750 milyar euro tutarındaki acil yardım paketinin zayıf ve güçlü tarafları, Euro Bölgesi'ne olası etkileri incelenmiştir.

Altındaki Yükseliş Nereye Kadar Sürecektir?

Bu çalışmada, son dönemde Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin endişelerin artmasıyla 2009 yılının sonunda test etmiş olduğu rekor seviyeleri yeniden kıran altın fiyatlarının yükselişinin arkasında yatan nedenler ve altın fiyatlarının daha nereye kadar yükselebileceği incelenmiştir.

TCMB 2010 yılı ikinci enflasyon raporu yayınlandı

Tablo-1

	Enflasyon Raporu 2010-I	Enflasyon Raporu 2010-II	Revizyon
Gıda Fiyatları	2010: %7.0 2011: %6.5	2010: %9.0 2011: %7.0	Yukarı Yönlü
Petrol fiyatları	2010: 80\$ 2011: 85\$	2010: 85\$ 2011: 90\$	Yukarı Yönlü
Enflasyon	2010: %5.5-8.3 aralığı (Orta Nokta:%6.9) 2011: %5.2 2012: %4.9	2010: %7.2-9.6 aralığı (Orta Nokta:%8.4) 2011: %5.4 2012: %5.0	Yukarı Yönlü
TCMB Faiz Kararı	4. çeyrekte sınırlı artış	Sınırlı artışlara devam edilebilir fakat faizler tek hanede seyredecek	

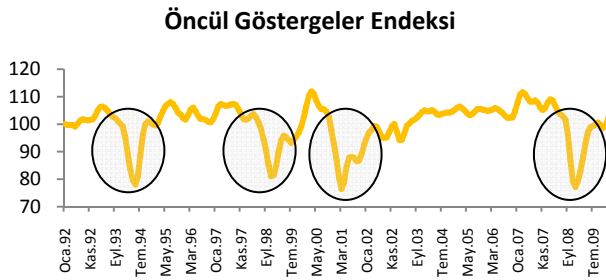
Kaynak: TCMB

Geçtiğimiz hafta TCMB 2010 yılının ikinci enflasyon raporunu yayınlamıştır. Raporda bir önceki enflasyon raporuna kıyasla enflasyon projeksiyonlarında yapılan değişiklikler dikkat çekmiştir. 2010 yılının ilk çeyreğinde yükselişini sürdüren enflasyon rakamlarının önümüzdeki dönemde 2009 yılındaki geçici vergi indirimleri ve işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen yüksek oynaklığın oluşturduğu baz etkileri nedeniyle dalgalı bir seyir izleneceği belirtilmiştir. Bu çerçevede, enflasyonun ikinci çeyrekte bir miktar artış gösterdikten sonra üçüncü çeyrekte %10 civarında dalgalanacağını belirten TCMB, 2010 yılı sonunda ise TÜFE'nin %7.2 ile %9.6 aralığında (orta noktası %8.4), 2011 yılı sonunda ise %3.6 ile 7.2 aralığında (orta noktası %5.4) gerçekleşeceğini tahmin etmektedir. Bir önceki raporda 2010 yılsonu TÜFE beklentisi %5.5-8.3 aralığında (Orta Nokta:%6.9) bulunuyordu. Enflasyonun 2012 yılı sonunda ise %5 düzeyine gerileyeceği öngörülmektedir.

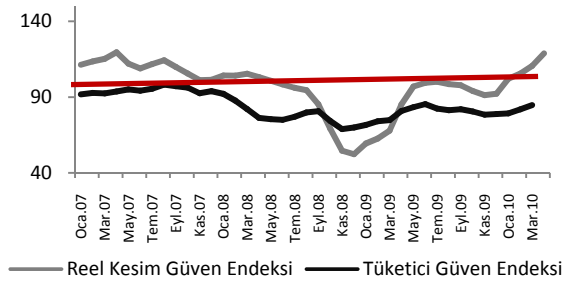
Merkez Bankası enflasyonda yapılan yukarı yönlü revizyonun nedenlerini şöyle açıklamıştır:

1-Beklentilerden hızlı yaşanan toparlanma:

Grafik-1



Grafik-2



Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verilerine yapılan revizyonlar ve iç talebin öngörülenden bir miktar daha güçlü seyretmesi nedeniyle çıktı açığı tahminlerini yukarı yönlü güncelleyen TCMB bu değişikliğin 2010 yıl sonu enflasyon tahminlerini 0.4 puan artırdığını açıklamıştır. %5.2 olan yıl sonu büyüme beklentimiz ışığında Türkiye'nin 2009 yılında yaşanan resesyonun ardından 2010 yılında trendin üzerinde bir büyüme performansına sahip olabileceği düşünüyoruz. Büyüme beklentilerimiz yanında açıklanan son verilerde iç talebin kademeli bir artış eğilimi sergilediği görülmektedir. Bu durum talepteki canlanmayla enflasyon

rakamları üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabilecekken, tüketici güven endeksinin hala 100 seviyesinin altında seyretmesi talep canlılığının enflasyon üzerindeki baskısının hafif olacağını yansıtmaktadır.

2- Petrol fiyatlarındaki yükselişler: Petrol fiyatlarının Nisan ayında 2010 yılının en yüksek seviyelerine yükselmesi paralelinde raporda TCMB'nin petrol fiyatı beklentilerini de yükselttiği görülmektedir. Bu çerçevede petrol fiyatı varsayımı 2010 yılı için 80 ABD dolarından 85 ABD dolarına, 2011 yılı ve sonrası için ise 85 ABD dolarından 90 ABD dolarına güncellenmiştir. Bu güncellemelerin 2010 yıl sonu enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi yaklaşık 0.15 puan olacağı beklenmektedir.

Tablo-2

TÜFE üzerinde Emtia ve Kurun Önemi			
P(TÜFE=↑↓)*	>0.5	<0.5	>0.5
Kur	↑	↓	↑
Gıda	↑	↑	↓
Emtia	↑	↑	↓

Kaynak: Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar

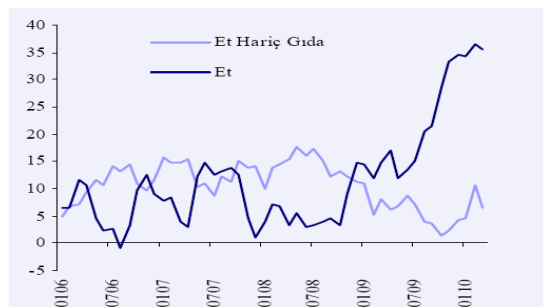
*Kur, gıda ve petrol fiyatlarındaki değişim biliniyorken, TÜFE'nin artış olasılığı-Koşullu Olasılık

Talep kaynaklı bir enflasyonun günümüz koşullarında sınırlı olabileceği düşüncemiz yanında maliyet kaynaklı (arz şoku) risklerin enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yapması ihtimali bulunduğunu düşünüyoruz. Maliyet enflasyonu üzerinde etkili faktörün ise sadece emtia fiyatları değil döviz kurlarının seyrinin de etkili olduğunu düşünüyoruz. Türkiye'nin üretiminde ithal ara malı payının yüksek olması, emtia ve ithal malların fiyatlarında oluşabilecek artışların enflasyonist baskı yaratması mümkün olacakken, yandaki tablo incelendiğinde, TÜFE'deki artışların emtia, gıda ve kur artışlarından etkilendiği görülmektedir. Tabloda dikkat çeken unsur ise TÜFE'deki artışın emtia ve gıda endekslerindeki artıştan çok kurdan etkilenmesidir. Emtia ve gıda endeksi düşerken kurun artması

durumunda TÜFE enflasyonunun artmaya devam ettiği izlenirken, emtia ve gıda endeksinin artmaya devam ettiği dönemde kurun düşmesi durumunda ise enflasyonun yükselme olasılığının daha düşük olduğu görülmektedir. Hatırlanacağı üzere dünyada yaşanan finansal kriz öncesi başta petrol olmak üzere bir çok emtianın fiyatları hızla artmıştı. Örneğin, 2004 yılı başında 30 dolar olan petrolün varil fiyatı 2008 Haziran'ında 150 dolara kadar yükselmişti. Aynı şekilde bir çok emtia fiyatında da yükselişler görülmesine karşın, Türkiye'de enflasyonun aynı dönemde düştüğü görülmüştü. Bu durumun en önemli nedenlerinden birisi Türkiye'nin görece yüksek reel faize sahip olması dolayısıyla Türk Lirası'nın özellikle Dolar karşısında değer kazanması olmuştur. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki artışlar yanında kurdaki seyrin enflasyon rakamları üzerinde etkili olacağını düşünüyoruz. Petrol fiyatlarında son dönemde yılın rekor seviyelerine yükselmesi yanında Brezilya'nın faiz oranlarını arttırdığı bir ortamda TL'nin değerini kaybetmesi enflasyonist baskıları önümüzdeki dönemde arttırabileceğini düşünüyoruz.

3- Gıda fiyatlarındaki yükselişler: Yaşanan olumsuz ve süregelen arz yönlü yapısal sorunlar göz önüne alınarak gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin varsayım 2010 yılı için iki puan artırılarak %9 düzeyine çıkarılmıştır. Söz konusu değişikliğin 2010 yıl sonu enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi 0.55 puan olmuştur. Benzer şekilde gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin varsayım 2011 yıl sonu için %6.5'ten %7'ye, sonraki yıllar için ise %6'dan %7'ye güncellenmiştir.

Grafik-3

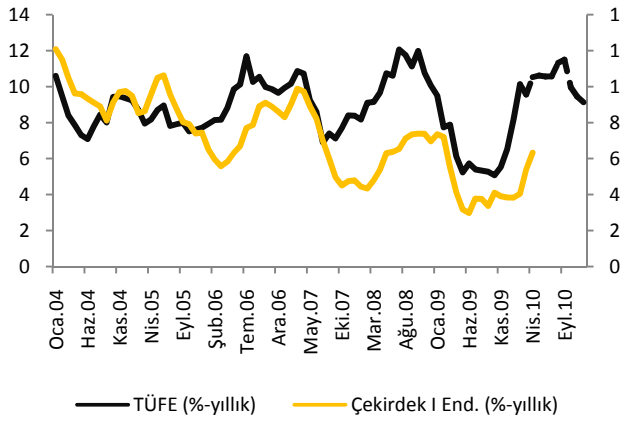


Raporda, son dönemlerde gıda grubunda özellikle et fiyatlarındaki gelişmelerin ön plana çıktığını vurgulayan TCMB yapısal nedenler sonucunda yurt içi arzdaki azalmanın etkisi ile et fiyatlarının arttığını belirtmiştir. Et fiyatlarındaki artışı dışlayarak gıda enflasyonu incelendiğinde ise yükselişlerin daha sınırlı olduğu

görülmektedir. Son günlerde et ithalatının yapılmaya başlanmasının kesinleşmesi ise arz kaynaklı baskıları zayıflatarak fiyatları düşürmesi enflasyon rakamları üzerindeki baskıları sınırlayabileceğini düşünüyoruz.

4-Yıl başında yapılan vergi artışların enflasyonu yukarı yönlü beklentilerden daha çok etkilemesi: Yıl başında akaryakıt ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünlerine getirilen vergi düzenlemelerinin 2010 yılı tüketici enflasyonuna yaklaşık 1.5 puanlık katkı yapacağı tahmin edildiğini bildiren TCMB, tüketici fiyat endeksinin ağırlık yapısındaki değişimin de etkisiyle söz konusu vergi artışlarının enflasyon üzerindeki toplam katkısı 1.9 puan olarak gerçekleştiğini açıklamıştır. Beklentilerde gözlenen bu sapmanın 2010 yılı boyunca enflasyon tahminlerini yaklaşık 0.4 puan yükseltmiştir. Vergi artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin 2011 yılının başında itibaren ise ortadan kalkacağı belirtilmiştir.

Grafik-4



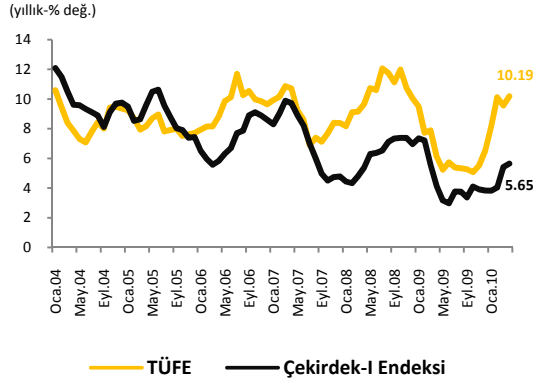
Kaynak: TCMB

Bu hafta içinde açıklanacak Nisan ayı enflasyon rakamları için Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak beklentimiz TÜFE'de aylık bazda %0.90 (TCMB Beklenti Anketi II.Dönem piyasa beklentisi :%0.70) olarak piyasa beklentisinin üzerinde bir değere işaret etmektedir. 2009 yılı Mart ayı ortasında yürürlüğe koyulan geçici vergi indirimleriyle düşük baz etkisiyle yıllık bazda ise enflasyonun Mart ayında tek hanelere inmesi ardından Nisan ayında yeniden %10.6 seviyesinde gerçekleşerek yeniden çift hanelere yükselmesini bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde ise enflasyondaki yükselişin devam etmesini yılın son çeyreğinde ise baz etkisiyle düşüşe geçmesinin mümkün olabileceğini düşünüyoruz. Bu beklentimize paralel olarak yıl sonu enflasyon beklentimiz şimdilik %8.10 ile TCMB'nin revize ettiği değere yakın bir seviyeye işaret etmektedir. Fakat TCMB'nin açıklamaları ve yukarıda öngördüğümüz riskler altında enflasyon beklentimiz üzerindeki yukarı yönlü risklerin oldukça güçlü olduğunu düşünüyoruz.

Raporda enflasyon görünümüne ilişkin yer alan ifadelerin yanında TCMB önümüzdeki dönem para politikasına ilişkin açıklamalarda bulunmuştur. TCMB'nin iç talepteki toparlanmanın gücü ve kalıcılığı konusunda kaygılarının azaldığına işaret etmiştir. Dış talepte ise henüz kayda değer bir ivmelenme gözlenmediğini belirten TCMB küresel büyüme görünümündeki zayıf seyrin devam ettiğini yenilemiştir. Enflasyon raporundaki büyüme ve enflasyon yönündeki bu değerlendirmeler ışığında TCMB'nin politika faizinin son çeyrekte ölçülü bir şekilde artırılacağına işaret ettiği görülmektedir. Kurul, son yaptığı PPK toplantısı ardından yaptığı açıklamada politika faiz oranlarının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerekebileceğini ifade etmişti. Bu ifadeyle TCMB bir süre sonra faiz oranlarını arttırabileceğine işaret etmiştir. Fakat artışların sınırlı miktarda olacağını ve faiz oranlarındaki düşük seviyelerin uzun vadede korunacağını belirtmişti. TCMB'nin faiz oranlarına ilişkin bu ifadelerine paralel yılın dördünü çeyreğinde faiz arttırmalarına başlayabileceğini yansıtırken, fiyat gelişmelerinin yakından takip edilmesi gerektiğini vurgulamıştır. Bu çerçevede, Vakıfbank Eknoomik Araştırmalar olarak bizim beklentimiz TCMB'nin ilk faiz arttırımına Temmuz ayında başlayabileceği yönündedir. Temmuz ayı ardından kademeli olarak faiz arttırımına devam etmesini beklediğimiz TCMB'nin yıl sonunda faizleri %8.00 seviyesine yükselteceğini düşünüyoruz.

Enflasyonda artış sürüyor

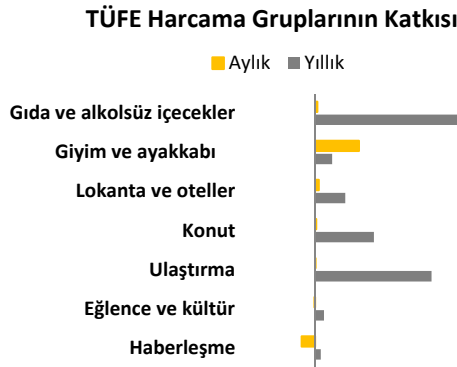
Grafik-1



Kaynak:TÜİK

enflasyonda yaşanan artış daha önce enflasyonla ilgili yayınladığımız raporlarımızda altını çizdiğimiz manşet enflasyondaki yükselişlerin öncül olduğu ve bu durumun çekirdek enflasyonu önümüzdeki dönemde artıracığı yönündeki beklentilerimizin doğruluğunu yansıtmaktadır.

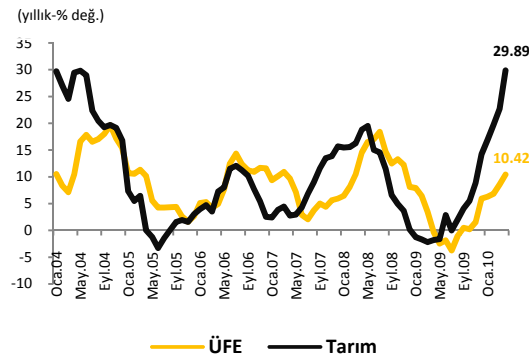
Grafik-2



Kaynak:TÜİK, Vakıfbank

enflasyonunun beklentilerin altında kalmasında etkili olan diğer bir sebep olmuştur. Faturalı hatlarda indirimle gidilmesi ve faturasız hatlarda TL yükleme döneminin başlaması nedeniyle cep telefonu görüşme ücretlerinde yüksek oranlı azalışlar gözlenmiştir. Söz konusu gelişme aylık enflasyona 0.24 puan azaltıcı yönde etki yapmıştır.

Grafik-3



Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Nisan ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.60 artarak beklentilerimizin altında (beklentimiz: %0.90) gerçekleşmiştir. Böylece, yıllık bazda TÜFE %9.56 seviyesinden %10.19 seviyesine yükselerek beklentilerimize paralel olarak yeniden çift hanelere yükselmiştir. Çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç "I Endeksi" ise aylık bazda %1.14 oranında artmış böylece, yıllık çekirdek enflasyon baz etkisiyle de %4.42'den %5.65 seviyesine yükselmiştir. Çekirdek

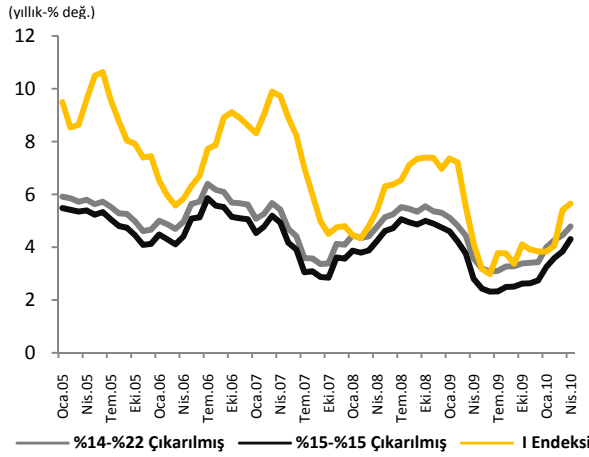
TÜFE'nin beklentilerimizin altında gerçekleşmesinde gıda fiyatlarında yaşanan aylık artışın %0.14 oranıyla beklentilerimizin altında yer alması etkili olmuştur. Aylık bazda yaşanan sınırlı artışa rağmen gıda ana harcama grubunda yıllık bazda %11.76 oranında yaşanan sert artış gıda grubunun yıllık enflasyona en yüksek katkısı yapmasına neden olmuştur. Aylık bazda en yüksek katkısı ise beklentilerimize paralel giyim ve ayakkabı grubundan geldiği görülmektedir. Yeni sezonun başlamasıyla %10.58 oranında artan giyim ve ayakkabı grubunun aylık enflasyona katkısının 0.77 puan olduğu görülmektedir. Haberleşme grubunda yaşanan düşüş ise tüketici

Çekirdek enflasyon ve TÜFE'de yaşanan yükseliş yanında üretici fiyatlarındaki artışların Nisan ayında sert bir şekilde devam ettiği izlenmektedir. 2010 yılı Nisan ayında Üretici Fiyatları Endeksi bir önceki aya göre %2.35 oranında beklentilerin oldukça üzerinde bir artış gerçekleştirmiştir. Yıllık bazda ise ÜFE %10.42 oranına yükselerek 2008 yılı Kasım ayının ardından ilk defa çift hanelere yükselmiştir. ÜFE'de yaşanan artış önümüzdeki dönemde üreticilerin fiyatlarını tüketicilere yansıtmasıyla TÜFE üzerinde yukarı yönlü baskıları arttıracaktır. Bu durum TCMB'nin faiz

arttıracığı beklentilerini gündeme getirebilecekken, şimdilik TCMB'nin ilk faiz artırımına Temmuz ayında başlamasını bekliyoruz.

Nisan ayında çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç "I Endeksi" aylık bazda %1.14 oranında artmış böylece, yıllık çekirdek enflasyon baz etkisiyle de %5.41'den %5.65 seviyesine yükselmiştir. Çekirdek enflasyonda yaşanan bu artışın arkasında ise çekirdek enflasyon içinde kabul edilen giyim grubundaki mevsimsel yükselişler etkili olmuştur. Çekirdek enflasyon, enerji ve gıda gibi volatilitesi yüksek harcama gruplarının enflasyondaki ana seyri yansıtmaması nedeniyle manşet enflasyondan çıkarılarak hesaplanan, ABD başta olmak üzere pek çok ülkede kullanılan bir yöntemken, bu hesaplama giyim gibi mevsimsel hareket eden ana harcama gruplarının katılması çekirdek göstergelerindeki trendi mevsimsel artışların yaşandığı aylarda bozmaktadır. Nitekim her yılın Nisan ve Mayıs aylarında çekirdek TÜFE'de yaşanan artışlar bu duruma örnek oluşturmaktadır. Söz konusu çekirdek göstergelerindeki mevsimsel etkileri kaybetmek için TÜFE'den kısaltılmış ortalama (trimmed mean) kullanarak hesapladığımız çekirdek enflasyon göstergesi Grafik-4'te incelenmektedir.

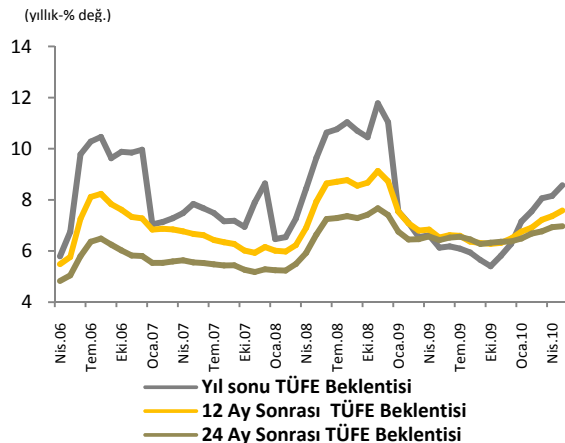
Grafik-4



Kaynak:TCMB,Vakıfbank

Kısaltılmış ortalamanın volatilitésinin çekirdek I endeksine göre oldukça düşük olduğu görülmektedir (%14-%22 bandlarının çıkarılmasıyla hesaplanan çekirdek endeksin standart sapması 0.91 ve %15-%15 bandlarının çıkarılmasıyla hesaplanan çekirdek endeksin standart sapması 0.98 iken, TCMB'nin kullandığı çekirdek I endeksinin standart sapması 2.05'tir). Hesapladığımız alternatif çekirdek enflasyon endeksleri I endeksine göre daha düşük seviyelerde daha sınırlı artışlara işaret etmesine rağmen, son dönemde I endeksinde izlenen yukarı yönlü seyre paralel hesapladığımız çekirdek enflasyon göstergelerinde de enflasyonist baskıların güçlü olduğu görülmektedir.

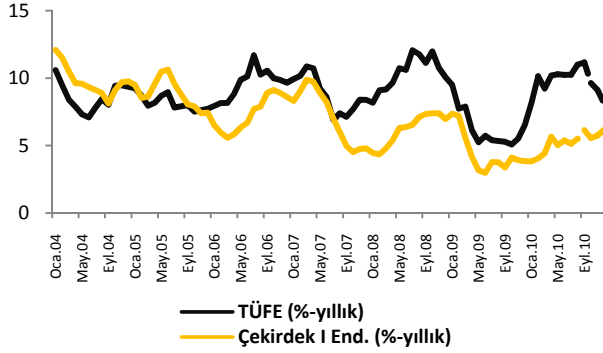
Grafik-4



Çekirdek göstergeleri yanında enflasyon beklentilerinde de enflasyonist baskıların arttığı görülmektedir. Merkez Bankası Mayıs ayı birinci dönem Beklenti Anketine göre, 2010 yıl sonu enflasyon beklentisi %8.15 seviyesinden %8.57 seviyesine yükselmiştir. Merkez Bankası'nın kendi enflasyon tahminlerindeki yukarı revizyonun etkilerini de yansıtan yıl sonu enflasyon beklentileri yanında ankette 12 ay sonrası için enflasyon beklentisi ise %7.22'den %7.58'e yükselmiştir. Enflasyon beklentilerindeki bu artış faiz

artırımlarını erkene çekebilecek en önemli risk faktörü olarak dikkat çekmektedir.

Grafik-5



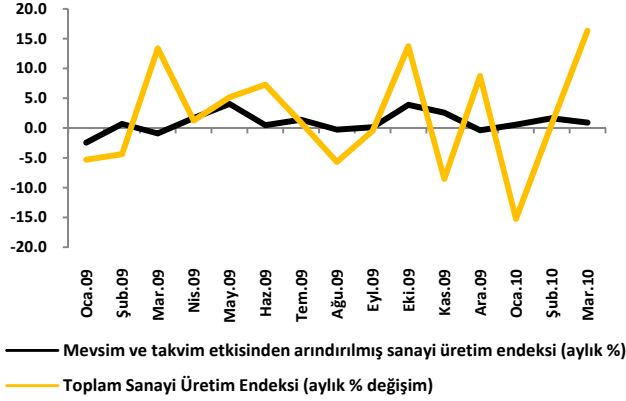
Kaynak:TCMB, Vakıfbank

Açıklanan Nisan ayı enflasyon rakamlarının ardından beklentimiz 2010 son çeyreğine kadar enflasyonun çift hanelerde dalgalanacağı yönündedir. Son çeyrekte ise, baz etkisinin desteğiyle enflasyonun gerileyerek yılsonunda %8.1 olarak gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Para politikası tarafında, enflasyonda izlenen yükselişlere rağmen TCMB'nin enflasyon verileri ardından yayınladığı Nisan ayı Fiyat Gelişmeleri raporunda, bu yükselişlerde, geçtiğimiz yıl yapılan vergi indirimlerinin etkisiyle ortaya çıkan düşük

baz etkisinin altını çizmesi, hatta bu etki dışlandığında yıllık bazda çekirdek enflasyon göstergelerinin gerilediğini açıklaması, Nisan ayı enflasyon rakamlarının TCMB'nin tahminleriyle uyum arz ettiğini yansıtmaktadır. Dolayısıyla enflasyon verileri ardından para politikası tarafında Mayıs ayında TCMB'nin faizleri sabit tutmasını bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde PPK faiz kararları açısından enflasyondaki gelişmeler takip edilecekken, öncelikle TCMB'nin çıkış stratejisi kapsamında diğer likidite önlemlerini geri almasını bekliyoruz. Şimdilik TCMB'nin ilk faiz artırımına Temmuz ayında başlamasını bekliyoruz fakat petrol fiyatlarında yaşanan düşüşler, et ithalatına başlanmasıyla enflasyonist baskıların hafiflemesi faiz artırım sürecini erteleyebilecekken, son günlerde kurdaki hareketler ise faiz artırımlarının öne çekilebileceğini düşündürmektedir.

Sanayi Üretimindeki artış büyüme rakamları için ümit verdi

Grafik-1



Kaynak: TÜİK, TCMB

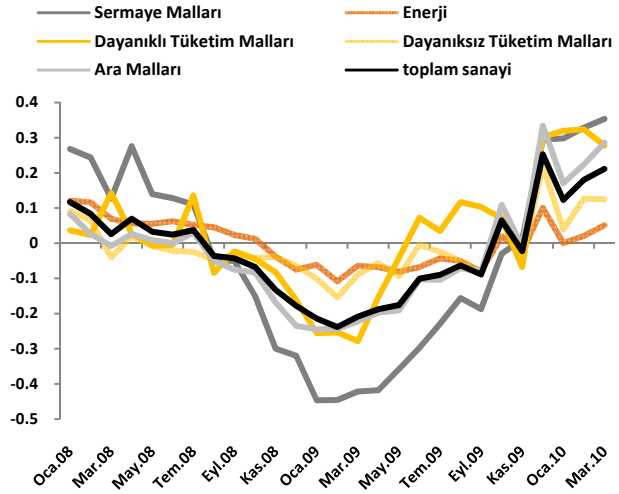
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mart ayında Sanayi Üretim Endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %21.1 artarak, %21.5 olan beklentimize paralel olarak (piyasa beklentisi: %19.6) gerçekleşmiştir. Endeks Şubat ayına göre ise %16.3 oranında artmıştır. Mart ayında takvim etkisinden arındırılmış endeks geçen yılın aynı ayına göre %17.8 artış gösterirken, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi Şubat ayındaki %1.6'lık artışın ardından bir önceki aya göre %0.9 artarak Lehman Brother's'ın iflasından önceki seviyeye geri dönmüştür. Mart ayı verileriyle üç aylık ortalama sanayi üretim endeksi büyümesi ise %17.2 ile yılın ilk çeyreği için çift haneli büyüme beklentilerimizi güçlendirmiştir.

Tablo-1

	MART 2008		MART 2010
Dayanıklı Tüketim Malları	137.1	-%8	126.3
Dayanısız Tüketim Malları	105.3	%2.4	107.8
Ara Malları	121.3	%0	121.3
Sermaye Malları	145.9	-%22	114.3
Enerji	118.7	-%1.6	116.8
Toplam Sanayi	121.3	-%4	116.2

Kaynak:TÜİK

Grafik-4

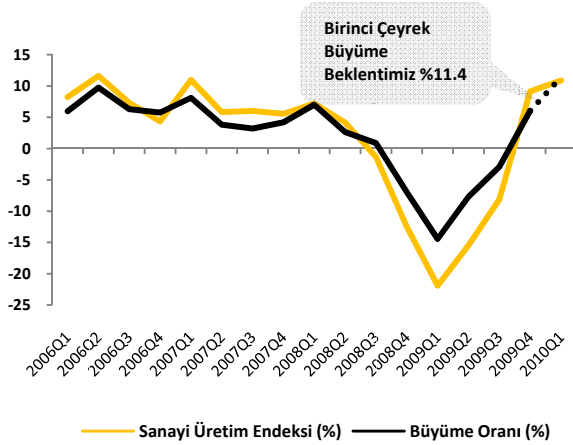


Kaynak: TÜİK (veriler yıllık % değişim olarak verilmiştir)

Büyüme oranının öncü göstergesi sanayi üretimindeki canlanmanın detayları incelendiğinde, bir çok sektörün %20'nin üzerinde yıllık büyüme kaydettiği görülmektedir. İmalat sanayi büyümesi %23.9 olarak gerçekleşirken, Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış imalat sanayi aylık büyüme hızının ise %0.8 olduğu görülmektedir. Sanayi üretim endeksinde bir önceki yıla göre yaşanan toparlanma dikkat çekerken, toplam sanayi üretiminin kriz öncesi 2008 yılı rakamlarına ise hala ulaşamadığı göze çarpmaktadır. Son açıklanan Mart 2010 sanayi üretim endeksinin 2 yıl öncesinin aynı dönem rakamından %4 oranında düşük olduğu görülmektedir. Kriz öncesi rakamlarına ne zaman ulaşabileceğini söyleyebilmek için, endeksdaki canlanmaya, temel alt sektörler itibariyle bakmak gerekmektedir. Ara malı üretiminin kriz öncesi dönemdeki seviyelerine yükseldiği izlenirken, dayanısız tüketim mallarında toparlanmanın başladığı görülmüştür. Dayanıklı tüketim mallarında ise iki yıl öncesine göre, yaklaşık %8 oranında gerileme yaşandığı görülmektedir. Bu sektördeki gerilemenin en önemli nedeni taşıt

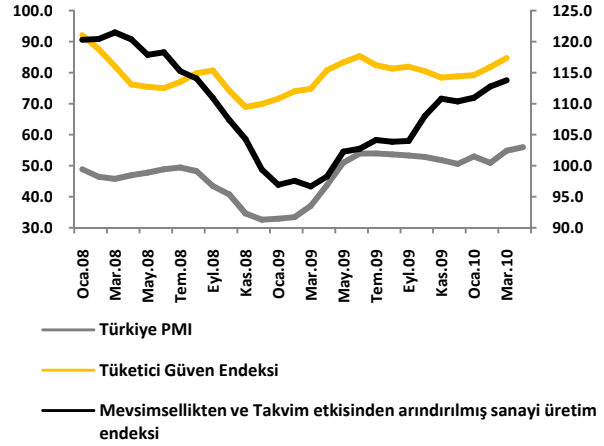
üretimini kriz öncesi döneme göre yaklaşık %27 oranında düşmesidir. Sermaye mallarında ise dayanıklı tüketim malları kalemine nazaran çok daha kötü bir gerileme mevcuttur. Sermaye malları üretimi kriz öncesi döneme göre %22 oranında daralmıştır. 2009 yılı Mart ayında bir önceki yıla göre %42 oranında azalan endeks, toparlanma sürecine girmiş fakat 2010 Mart ayına gelindiğinde hala kriz öncesi rakamlarını yakalamayı başaramamıştır. Sermaye malı üretimde gözlenen bu durum büyüme hızı üzerinde risk oluşturmaktadır.

Grafik-2



Kaynak: TCMB

Grafik-3



Kaynak: TCMB, Reuters

Tablo-2

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

Kaynak: Vakıfbank

Mart ayı sanayi üretim endeksinin açıklanmasıyla birlikte sona eren yılın ilk çeyreğinde sanayi üretiminde görülen artışın (ortalama %17.2 artış) GSYİH üzerindeki olumlu etkisinin kuvvetli olmasını bekliyoruz. GSYİH için I. çeyrek beklentilerimiz yıllık bazda %11.4 ile çift haneli rakamlara işaret etmektedir. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin açıklanan diğer öncü göstergelerdeki toparlanmanın sürüyor olması dikkat çekerken, bu durum 2. çeyreğe yönelik ekonomik aktivite göstergelerinde büyümenin devam ettiğine işaret etmektedir. Baz etkisiyle yılın tamamında %3.50 oranında bir büyüme yakalanabileceken, yıl sonu büyüme tahminimiz ise %5.2 seviyesine işaret etmektedir. Büyüme beklentilerimiz ışığında Türkiye'nin 2009 yılında yaşanan resesyonun ardından 2010 yılında trendin üzerinde bir büyüme performansına sahip olabileceği söylenebilir. Diğer yandan son açıklanan veriler beklentimizin üzerinde bir büyüme yakalanabileceği ihtimalini de gündeme getirirken, son dönemde, Euro Bölgesi ekonomilerine yönelik sıkıntılar bu olasılıkları zayıflatmaktadır.

Türkiye'nin uzun vadeli ekonomi çerçevesini belirleyen mali kurala ilişkin detaylar açıklandı

Mali kural mali disiplini sağlamak amacı ile bütçe kalemlerine (harcama, gelir, bütçe dengesi, borç stoku) sayısal limitler getiren bir mekanizmadır.

Bir mali kuralın 3 temel parçası vardır.

- Bir veya birden çok mali gösterge üzerine sayısal hedefleme,
- Uymayan politika yapıcılar için belirlenmiş bir maliyet,
- Uygulama prosedürünün geliştirilmesi.

Türkiye’de Mali Kural Uygulaması

Makro ekonomik istikrarın sağlanmasında sağlam bir mali disiplin yapısı son derece önemlidir. Gelir dağılımında adaleti sağlamak, kaynak dağılımında etkinliği artırmak, iktisadi büyüme ve kalkınmayı gerçekleştirmek ve ekonomik istikrarı sürdürmek amacıyla Orta Vadeli Program’da (OVP) maliye politikalarının 2011 yılından itibaren mali kural çerçevesinde yürütüleceği açıklanmıştır. Geçtiğimiz hafta ise Başbakan Yardımcısı Babacan, mali kuralın detayları hakkında bilgi vermiştir.

Mali kuralın matematiksel formülünde birinci faktör olarak kamu açığının milli gelire oranı yer almaktadır. Kamu açığının orta-uzun vadeli açık hedefleri ile ilişkisi kurulurken, hedefe yakınsama katsayısı da modele eklenmiştir. Mali kuralda yer alan ikinci faktör ise konjonktürün etkisidir. Büyüme etkileyen konjonktürel değişimlere yönelik bir katsayının modele eklenmesi ile kamu açığındaki uyarılama büyümenin uzun dönem ortalamasının üzerinde olduğu yıllarda daha yüksek, altında olduğu yıllarda daha düşük olacaktır. Bu kapsamda mali kural denklemi aşağıdaki gibidir:

$$\Delta a = y (a(-1) - a^*) + k (b - b^*)$$

Δa : Kamu açığındaki değişim / GSYİH

y : Kamu açığının orta-uzun vadeli hedefine yakınsama hız katsayısı

$a(-1)$: Bir önceki yıl gerçekleşen kamu açığı / GSYİH

a^* : Orta-uzun vadede hedeflenen kamu açığı / GSYİH

k : Döngüsel (konjonktürel) etkiyi yansıtma katsayısı

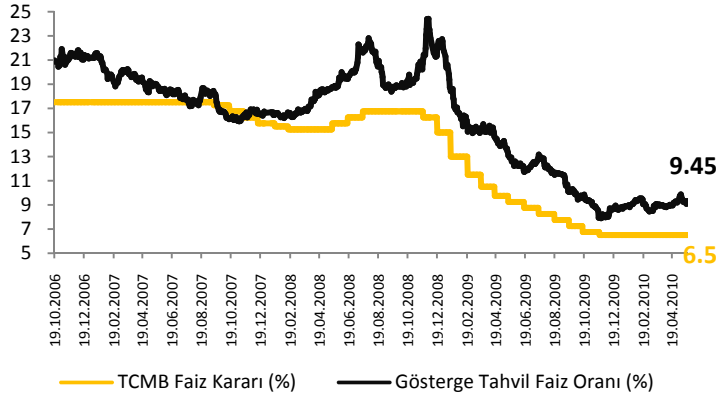
b : GSYİH reel büyüme hızı

b^* : GSYİH reel büyüme hızının uzun dönemli ortalaması

Bu bilgiler çerçevesinde uzun dönemde (10 yıl ve üzeri) sürdürülebilir kamu borcu ve açığı düzeyi için optimal parametre setine yönelik veriler şöyle açıklanmıştır. Orta vadeli bütçe açığının GSYİH’ye oranı (a^*) %1 olarak alınırken, ortalama GSYİH büyümesi (b^*) %5 olarak öngörülmüştür. Denklemdaki her iki parçanın duyarlılık seviyeleri ise (y ve k) -0.33 olarak belirlenmiştir. Açıklanan parametreler bizim tahminlerimiz ile uyumlu bir görünüm sergilemektedir. Mali kural uygulamasının başarıyla gerçekleşmesi halinde Türkiye ekonomisi için önemli bir kilometre taşı olacağı söylenebilir. Avrupa’da başta Yunanistan olmak üzere, Portekiz ve İspanya’nın bütçe açıkları ve borçlarıyla ilgili sorunların tartışıldığı bir ortamda Türkiye’de mali kurala geçilmesi ekonomimizin göreceli olarak daha güçlü olduğuna işaret etmektedir.

TCMB referans faiz tanımını değiştirdi

Grafik-1



Kaynak:TCMB,Bloomberg

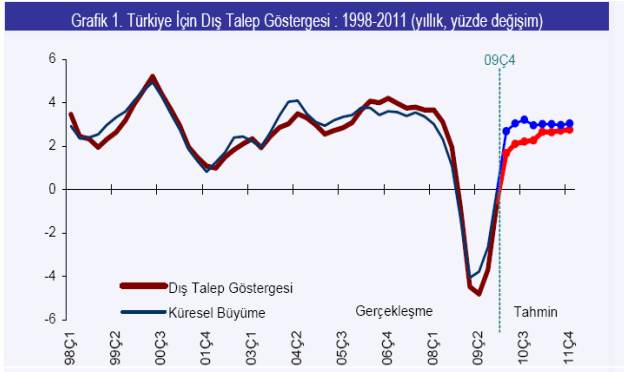
TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) 18 Mayıs 2010 tarihinde yaptığı toplantıda faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmeme kararı almıştır. PPK'nın faiz kararı ile ilgili açıklamasında büyümeye dair son dönemde açıklanan verilerde iktisadi faaliyetteki toparlanma sürecinin devam ettiği vurgulanmıştır. TCMB'nin enflasyona ilişkin açıklamalarını değiştirmedeği izlenirken, bu durum TCMB'nin son dönemde artan enflasyonist baskılardan etkilenmemeye devam ettiğini yansıtmaktadır. Yapılan

toplantının ardından yayınlanan yazılı açıklamada temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin hedefin altında seyretmeye devam edeceğini belirten TCMB ayrıca, Mayıs ayında işlenmemiş gıda fiyatlarında belirgin bir düşüş gözlemlenebileceğine dikkat çekmiştir. Bununla birlikte, TCMB enflasyon beklentilerinin halen orta vadeli hedeflerin üzerinde seyretmesi nedeniyle fiyatlama davranışlarının yakından takip edildiğini ifade etmiştir.

Önümüzdeki dönemde TCMB'nin para politikası duruşunu açıklayan cümlelerde ise en son yayınlanan enflasyon raporundan farklı açıklamaların bulunmadığı gözükmektedir. Kurul, küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler nedeniyle politika faiz oranlarının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun bir süre daha düşük düzeylerde seyretmesi gerekebileceğini ifade etmiştir. En son yayımlanan Enflasyon Raporunda iç talepteki bu toparlanmanın gücü ve kalıcılığı konusundaki kaygılarının azaldığına işaret eden TCMB'nin, dış talepte ise henüz kayda değer bir ivmelenme gözlenmediğini belirtmişti. Enflasyon raporundaki büyüme ve enflasyona ilişkin bu değerlendirmeler ışığında TCMB, politika faizinin son çeyrekte ölçülü bir şekilde artırılacağına işaret etmişti. Dolayısıyla TCMB'nin son faiz kararıyla para politikası duruşunu açıklayan cümleleri değiştirmemesi, Merkez Bankası'nın yılın dördüncü çeyreğinde faiz arttırmalarına başlamayı düşündüğünü yansıtmaktadır. Diğer taraftan, TCMB faiz kararının ardından yaptığı açıklamada, fiyat gelişmelerinin yakından takip edilmesi gerektiğini vurgulaması bu düşüncesi üzerindeki risklere işaret etmektedir.

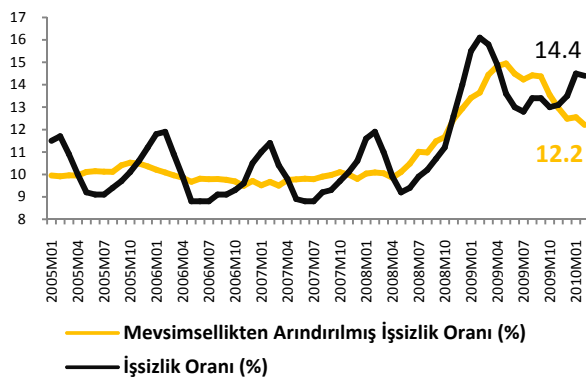
Dolayısıyla PPK toplantısından sonra gelen açıklamalarda bir önceki açıklamalara kıyasla süpriz bir cümle yer almamakla birlikte, alınan kararlarda en önemli kısım TCMB'nin çıkış stratejisi kapsamında teknik faiz ayarlamasının ikinci aşamasını başlatması olmuştur. TCMB bu kapsamda, teknik faiz ayarlaması yaparak politika faizini borçlanma faizinden, 1 haftalık repo ihale faiz oranına çevirmiştir. Bu durum, Merkez Bankası'nın duruşunda bir değişikliğe işaret etmemekle birlikte; Merkez Bankası'nın teknik faiz ayarlaması için zamanlaması piyasa için sürpriz olmuştur. Açıklanan teknik faiz ayarlaması doğrultusunda yeni referans faiz olan 1 haftalık repo faizi oranı %7 olarak belirlenmiştir. Merkez Bankası yazılı açıklamasında teknik faiz ayarlamasına geçilmesinde 1-haftalık repo ihale faizinin uzun zamandır %7 civarında dalgalanmasının etkili olduğunu belirtmiş ve söz konusu dalgalanmayı önlemek amacıyla ihalelerin sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilmeye başlanmasına karar vermiştir. Diğer bir ifadeyle Merkez Bankası, teknik faiz indirimine giderek repo ihale faizine bir anlamda zorunlu bir üst sınır getirmiştir. Dolayısıyla faizlerin düzeyi değişmemekle birlikte, önümüzdeki dönemde Merkez Bankası para politikasında bir değişikliğe gittiğinde artık 1 haftalık faiz oranları değiştirecektir.

Grafik-2



İlişkin gelişmelerin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri rol oynamaktadır. Türkiye ihracatının önemli bir kısmının Euro Bölgesi ülkelerine yapıyor olması nedeniyle son günlerde Euro Bölgesi'ne yönelik gelen olumsuz haberlerle dış talepteki canlanmanın kademeli olması durumunda Türkiye ekonomisinin de bu durumdan olumsuz etkilenebileceği bilinmektedir. Bu nedenle, dış talepteki hareketleri daha iyi inceleyebilmek için TCMB bünyesinde oluşturulan dış talep göstergesi Grafik-2'de görülmektedir. Buna göre, Türkiye'nin dış talebinin, özellikle 2010 yılı için, küresel büyümenin altında bir performans göstermesinin beklendiği dikkat çekmektedir. Hatta Euro Bölgesi'nde yaşanan son olumsuz gelişmeler, bu gelişmelerin ABD'yi daha olumsuz etkilemesi gibi senaryolar altında bu göstergenin daha da yavaş toparlanmasına hatta düşüş yaşamasına neden olabilecektir. Bu durum da, TCMB'nin faiz oranlarını bir süre daha mevcut düzeylerde tutması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi cümlelerini desteklemektedir.

Grafik-2



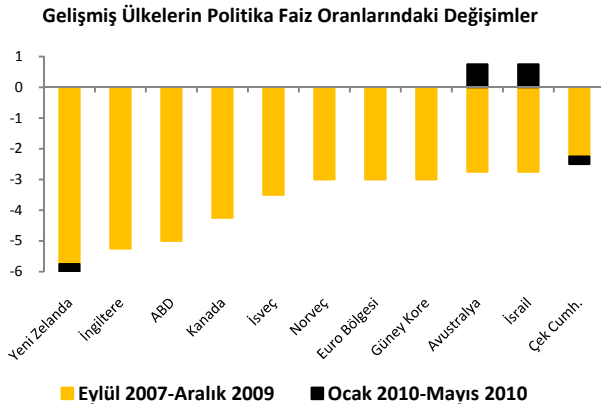
Dış talebe ilişkin olumsuzlukların son derece güçlü olduğu bir ortamda iç talepteki toparlanmanın ise hızla devam ettiği izlenmektedir. Nitekim iç talebe ilişkin açıklanan pek çok öncül göstergede yükselişlerin yaşanması bu beklentileri desteklemektedir. Örneğin, tüketici güven endeksi Nisan ayında Şubat 2008'den bu yana görülen en yüksek değerine ulaşmıştır. Diğer yandan işgücü piyasalarında da toparlanmanın devam ettiği izlenmektedir. 2010 yılının Şubat ayında işsizlik oranı, piyasa beklentilerinin altında gerçekleşerek %14.4 olarak açıklanmıştır. Şubat ayı işsizlik oranının mevsimsel olumsuz şartlarla genelde yükseldiği, yıl

İçince zirve yaptığı ay olarak dikkat çekerken, bu yıl mevsimsel olumsuz şartlara rağmen işsizlik oranının bir önceki aya göre düşmesi dikkat çeken önemli bir gelişmedir. Önümüzdeki günlerde kamu sektöründe ve özel sektörde artması beklenen istihdam ve mevsimsel olumsuz etkilerin kaybolmasıyla işsizlik rakamlarındaki düşüşün devam etmesini bekliyoruz. Bu durum iç talebe olumlu yansıtacakken, işsizlik oranlarının hala yüksek seviyelerde olduğunun da altının çizilmesi gerekmektedir.

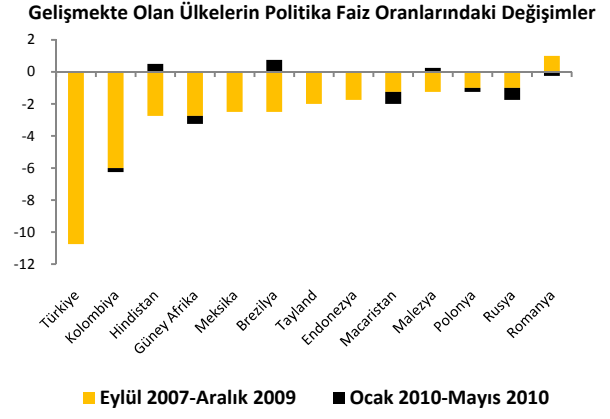
Dolayısıyla, TCMB'nin faiz kararları açısından dış talepte yaşanan koşullar faizlerin uzun bir süre daha bu seviyelerde kalması gerekebileceğine işaret ederken, iç talepteki canlanmanın enflasyonist baskıları arttırması ise bu beklentiler üzerinde risk oluşturmaktadır. Diğer yandan son günlerde kurda yaşanan yüksek seviyelerin

getireceği ekstra enflasyonist baskılar değerlendirildiğinde kurdaki hareketlerin de faiz oranlarının uzun süre bu seviyelerde sabit bırakılacağı beklentileri üzerinde ekstra bir risk oluşturmaktadır. Bir önceki haftalık raporumuzda da değindiğimiz, TÜFE'deki artışların emtia ve gıda endekslerindeki artıştan çok kurdan etkilenmesi Merkez Bankası faiz kararları üzerinde önemli bir risk oluşturmaktadır. Son günlerde artan risk iştahıyla emtia ve gıda endeksinin düşmesine rağmen kurun artması TÜFE'de yaşanan yükselişleri destekleyecekken, bu durum TCMB'nin faiz arttırmalarını öne çekmesini gündeme getirebilir.

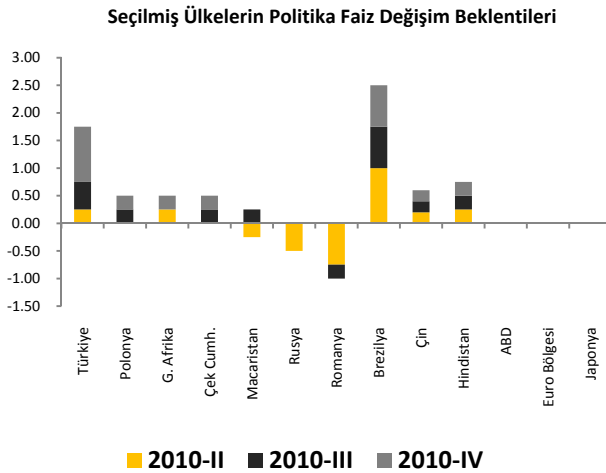
Grafik-4



Grafik-5



Grafik-6

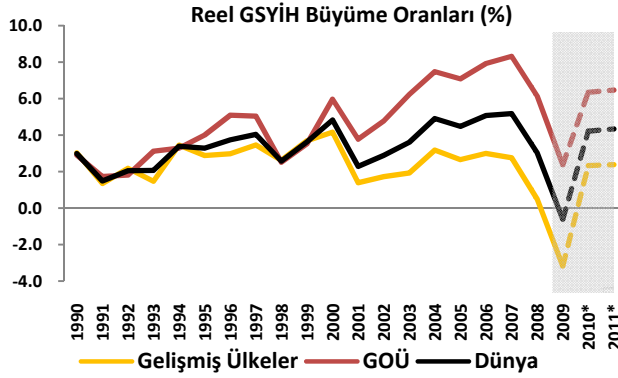


Diğer yandan diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz kararlarının da TCMB'nin önümüzdeki dönemdeki duruşunda etkili olmasını bekliyoruz. Gelişmekte olan ekonomiler arasında yaşanan krizle beraber en yüksek oranda faizleri indiren merkez bankası olarak dikkat çeken TCMB'nin, önümüzdeki dönemde diğer merkez bankalarının faizlerde arttırmaya gitmesi durumunda elde edecekleri yüksek arbitrajın önüne geçmesi gerekecekken, bu durum TCMB'nin faiz arttırmalarını erteleme süresini kısaltabilecektir. Özellikle son dönemde Brezilya, Hindistan gibi ülkelerin faiz artırımlarına başlaması bu beklentileri güçlendirmektedir.

Önümüzdeki döneme ilişkin piyasa beklentileri ise pek çok gelişmekte olan ülkenin faizleri yılın ikinci yarısından itibaren arttırmaya başlayacağı yönündedir. Brezilya için yıl sonunda %2.50 oranında artış beklenirken, halihazırda %9.50'de bulunan faizlerin %12 seviyelerine yükselmesi durumunda TCMB'nin faiz oranlarını %6.50 seviyelerinde tutması mümkün olmayacaktır. Piyasada bu yönde TCMB'nin önümüzdeki dönem faiz kararına ilişkin beklentiler %1.75 artış yönündeyken, ilk artışın yılın dördüncü çeyreğinde değil ikinci çeyreğinde gelebileceği yönündedir. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak bizim beklentimiz ise yılın üçüncü çeyreğinde TCMB'nin faizleri arttırmaya başlaması yönünde bulunurken yıl sonunda toplamda 150 baz puanlık bir artış bekliyoruz.

Dünya Ekonomisinin Toparlanma Sürecinde Karşı Karşıya Olduğu Global Dengesizlikler

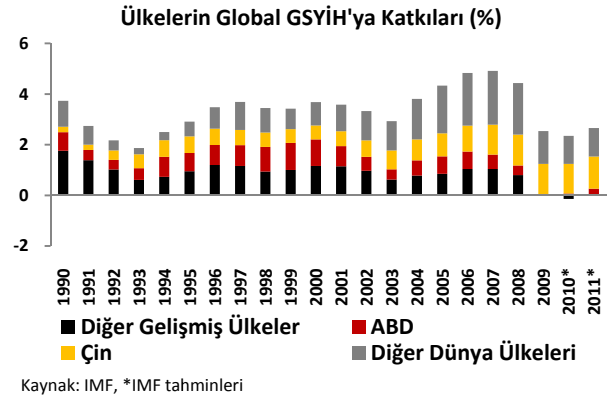
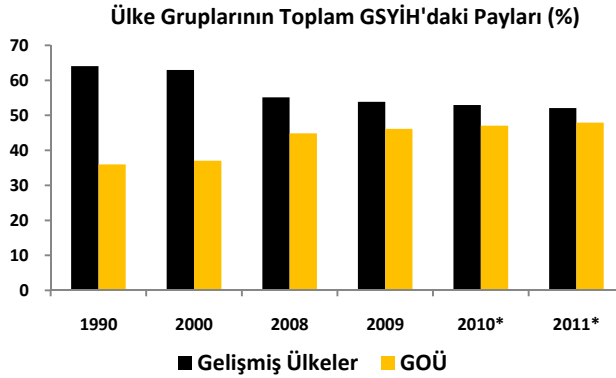
Küresel kriz en kötü dönemini geride bıraktığı 2009 yılında dünya ekonomisine derin bir daralma yaşatırken, hemen hemen tüm ülkelerde alınan parasal ve mali tedbirlerle birlikte toparlanma sürecine de başlamıştır. 2010 yılı şimdiden, orta ve uzun vadeli bir süreçte yaşanması beklenen bu toparlanmanın sağlam temellere oturarak istikrarlı bir şekilde devam edip etmeyeceği ve kriz uygulamalarının nasıl sona erdirileceği sorusuna cevapların arandığı bir dönem niteliği kazanmıştır. Kriz dolayısıyla global ekonominin istikrarının korunmasındaki rolü ön plana çıkan Uluslararası Para Fonu IMF'nin Nisan ayında yayınlanan "Dünya Ekonomik Görünüm Raporu"nda mevcut durum ve beklentiler ortaya konmuştur. Bu çalışmada söz konusu rapor paralelinde global ekonomideki dengesizlikler ve riskler değerlendirilecektir.



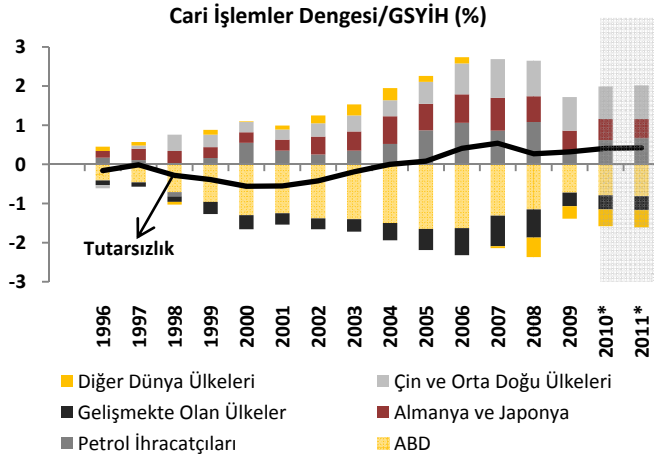
Büyüme Beklentileri				
	2008	2009	2010*	2011*
Dünya	3.0	-0.6	4.2	4.3
Gelişmiş Ülkeler	0.5	-3.2	2.3	2.4
ABD	0.4	-2.4	3.1	2.6
Almanya	1.2	-5.0	1.2	1.7
Japonya	-1.2	-5.2	1.9	2.0
İngiltere	0.5	-4.9	1.3	2.5
Gelişmekte Olan Ülkeler	6.1	2.4	6.3	6.5
Çin	9.6	8.7	10.0	9.9

Kaynak: IMF, *IMF tahminleri

Dünya ekonomisi 2009 yılında %0.6 küçülürken, bu daralmaya en büyük katkı gelişmiş ülkelerden gelmiş, gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) ise daralmayı önemli ölçüde sınırlamıştır. IMF, 2010 ve 2011 yıllarında dünya ekonomisinin ortalama %4.2 büyüyeceğini tahmin etmektedir. Gelişmiş ülkelerin ılımlı bir toparlanma sergilemesini bekleyen IMF, GOÜ'lerin global büyümeye katkısının artarak devam edeceğini öngörmektedir.

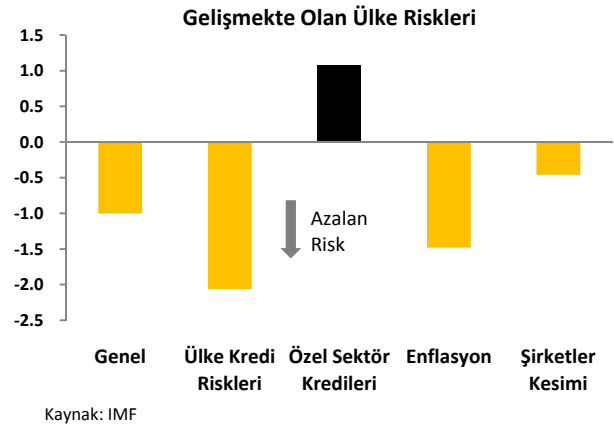
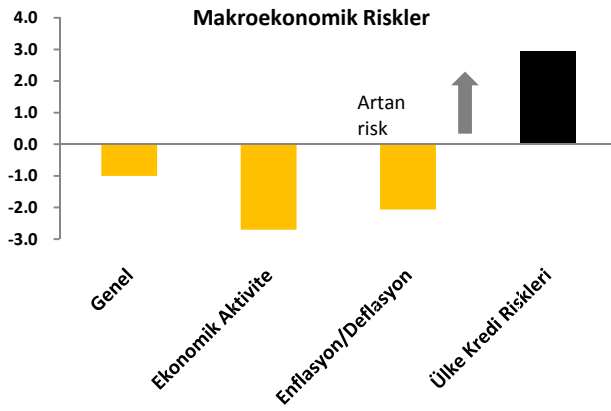


GOÜ'lerin dünya genelinde elde edilen toplam hasıla içindeki payları gelişmiş ülkelere büyük ölçüde yaklaşmıştır. Enflasyondan arındırılmış verilerle yapılan incelemede 2010 yılında gelişmiş ülkelerin toplam hasıla içindeki payının %53'e gerileyeceği, GOÜ'lerin payının ise %47'ye yükseleceği tahmin edilmektedir. Performans açısından yapılan karşılaştırmada ise, GOÜ'lerin ve özellikle Çin'in küresel kriz süresince global hasılaya yaptığı katkının devam ettiği dikkat çekmektedir. IMF, krizden çıkış sürecinin başarıyla tamamlanacağı varsayımına dayalı olarak 2010 ve 2011 yıllarında gelişmiş ülkelerin toplam hasılaya tekrar katkıda bulunmaya başlayacağını, GOÜ'lerin performansının ise kısmen azalacağını öngörmektedir.

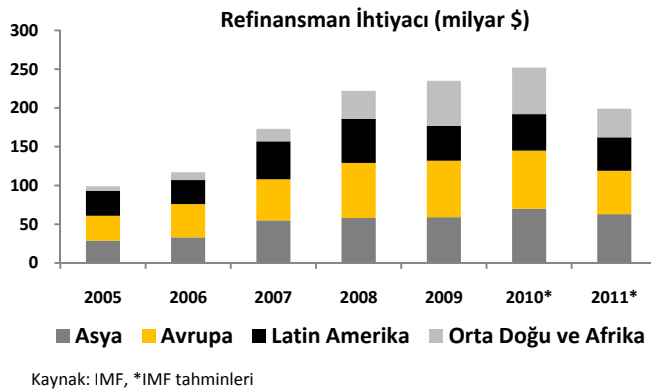


Kaynak: IMF, * IMF tahminleri
desteklediğini de vurgularken, döviz kuru uygulamalarının da krizden çıkış sürecinde alınacak tedbirler kapsamında gözden geçirilmesi gerektiğini belirtmiştir.

IMF, krizin meydana gelmesinde de büyük paya sahip olan cari işlemler dengesizliklerine global ekonominin karşı karşıya olduğu sorunlar içinde ayrı bir yer vermiştir. Küresel kriz nedeniyle dünya dış ticaret hacmindeki ve mal fiyatlarındaki azalışın etkisiyle cari işlemler fazla ve açıkları nispeten daralmıştır. Kriz öncesi dönemde cari fazla veren ülkelerde oluşan tasarruf fazlası ile gelişmiş ülkelerdeki tasarruf açığının sebep olduğu dengesizlik global ekonominin istikrarını hala tehdit etmektedir. IMF, cari fazla veren ülkelerin uyguladıkları kur politikalarının cari dengesizliklerin yarattığı kısır döngüyü



IMF raporunda dünya genelinde ekonomik toparlanmanın, mali tedbirlerin ve yatırımcı güvenindeki artışın katkısıyla artmasına bağlı olarak makroekonomik risklerin genel olarak azaldığı vurgulanmıştır. Buna bağlı olarak makroekonomik beklentilerini yukarı yönde revize eden IMF, dünya ekonomisinin tempolu olmayan kırılğan bir toparlanma sergileyeceği görüşündedir. IMF raporunda ekonomik aktivitedeki canlanmanın deflasyon riskini azalttığı ve çıktı açıklarının halen yüksek olması dolayısıyla enflasyon tehdidinin sınırlı olduğu belirtilmiştir. Öte yandan gelişmiş ülkeler kaynaklı riskler genel olarak azalmasına karşın, ülke kredi risklerindeki artış ekonomik ve finansal sistemi sarsabilecek unsurların başında gösterilmiştir.



Buna karşın, sürdürülebilir olmayan kamu açıkları ve artan borç stoklarından kaynaklanan ülke kredi riski GOÜ'ler için en geri plandaki risk unsuru olarak ortaya konmuştur. Büyüme performansında hızlı bir artış yaşanmaması sebebiyle enflasyon riski görece azalmış iken, şirketler kesimine yönelik riskler de kısmen düşüktür. GOÜ'lere özgü riskler içinde sadece özel sektör kredi riskindeki artışa dikkat edilmesi gerektiği vurgulanmıştır. Özellikle gelişmekte olan Asya ülkelerinin kriz dönemindeki olumlu

performansına imkan veren faktörlerden biri özel sektör kredilerinin teşvik edilmesidir. Söz konusu krediler, mevcut finansal kırılganlıkların küresel krizde ikinci bir dip oluşturması durumunda bu ülkelerin, krizin başladığı 2007 yılındakinden daha olumsuz koşullara maruz kalmalarına yol açabilecektir. Gelişmiş ülkelerde ise sağlanan teşviklerin daha yüksek boyutlarda olması özel sektörün banka kredilerine bağımlılığının daha düşük olmasına imkan vermiştir.

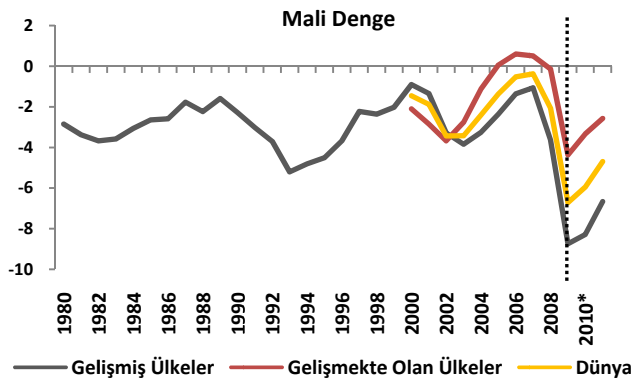
Bu risk faktörlerinin yanısıra, GOÜ'leri esas ön plana çıkaran, küresel kriz süresince olduğu gibi krizden çıkışta da gelişmiş ülkelerden ayrışmalarını sağlayan hızlı büyüme, risk iştahındaki artış ve görelî getiri farkları gibi olumlu faktörlerdir. Ancak GOÜ'lerin de krizden çıkış aşamasında finansal kırılganlıklara maruz kalma ihtimalleri bulunmaktadır.



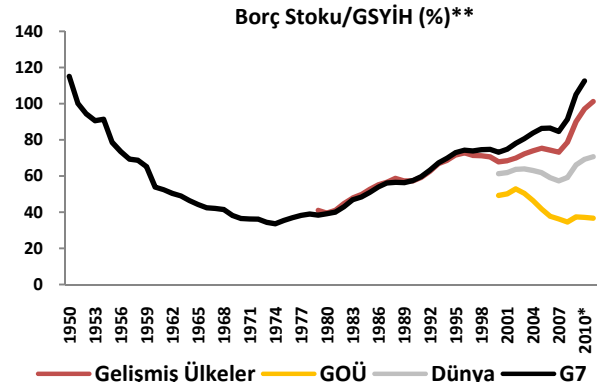
Kaynak: IMF

Dünya ekonomisinin, ikinci dünya savaşından bu yana yaşadığı en derin resesyona olarak değerlendirilen son krizin baş göstermesiyle ortaya çıkan mali dengesizliklerden, en çok etkilenen ülkelerin, gelişmiş ülkeler olduğu dikkat çekerken, bu ülkelerde borç stokunun II. Dünya savaşı sonrası dönemdeki seviyelerine yaklaşmış olması ve bütçe açığı ortalamasının yaklaşık %9'a ulaşması dünya ekonomisinin istikrarı açısından en önemli kırılganlık unsuru olarak gösterilmiştir. IMF söz konusu ülkelerdeki yüksek kamu açıkları ve orta-vadeli kamu maliyesi politika stratejilerinin eksikliğinin, finansal piyasalardaki yayılma etkisi

ile diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki borçlanma maliyetlerini etkileyebileceğini ifade etmiştir. IMF bu ihtimalin azalabilmesi için mali kırılganlıkları dolayısıyla kredi yeterliliği azalan ülkelerin bir an önce mali sıkılaştırmaya başlaması gerektiğini vurgulamıştır. Bunun yanında, krizin direkt bir sonucu olarak daralan kredi imkanlarının henüz yeterince genişleyememesi, şirketler kesiminin yanında ülkelerin de finansman imkanlarını sınırlamıştır. Gerek ülke risklerinin yayılma etkileri gerekse finansman imkanlarının çok yüksek olmaması finansal sistemin kırılganlığını artırarak ülkelerin kamu maliyesi sorunlarını daha da artırma potansiyeline sahiptir.



Kaynak: IMF, *IMF beklentileri



Kaynak: IMF, *IMF beklentileri

** GOÜ, G7 ve Dünya ekonomisi için veriler 2000 yılından itibaren temin edilebilmiştir.

Özet olarak, IMF 2010 yılının ilk Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda, 2010 yılında ekonomik toparlanma için daha olumlu bir görünüm çizmektedir. Dünya ekonomisini tehdit eden mevcut kırılganlıklar ve global dengesizlikler raporda en çok üzerinde durulan konular olurken, küresel krizden çıkışta uygulanacak politikaların, 2000'li yıllardan itibaren oluşan global dengesizliklerin ortadan kaldırılması ve yapısal değişimlere imkan vermesi açısından fırsat olarak değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmıştır.

Euro Bölgesi Ülkelerinin Kamu Finansmanı Sorunları

Yunanistan'ın borç yükü ve kamu finansmanına ilişkin giderek artan kaygıların, diğer Euro Bölgesi ülkelerini etkisi altına almaya başlaması üzerine Euro Bölgesi ülkeleri ve IMF 110 milyar euro'luk yardım paketi üzerinde uzlaşmıştır. Anlaşmanın hayata geçirilebilmesi için Yunan hükümeti ek mali tedbirler almak durumunda kalmıştır. Buna karşın, alınan tedbirlerin uygulanabilirliğine ve Yunan ekonomisinin geleceğine ilişkin belirsizlikler devam etmektedir. Ayrıca, Yunanistan'ın mali sorunlarının yayılma etkisi ile diğer Euro Bölgesi ülkelerini de kapsayacağı endişesi, halen global finansal istikrarı tehdit eden başlıca faktördür.

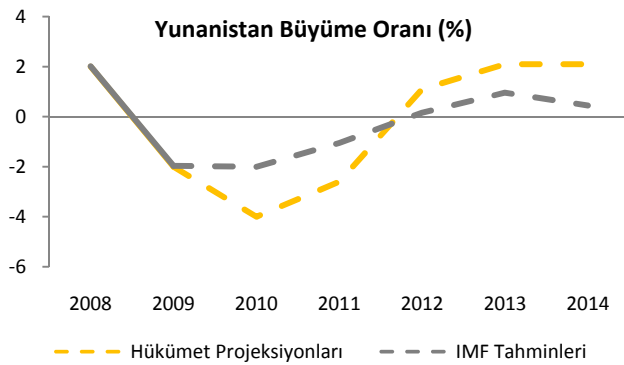
Geçtiğimiz yılın Aralık ayında, Yunanistan'ın bütçe ve borç stoku gibi kamu maliyesi verilerini olduğundan düşük göstermeye çalıştığına ortaya çıkmasıyla, kamu finansmanının sürdürülebilirliği konusundaki kaygılar giderek artmıştır. Avrupa Para Birliği'ne dahil olan Yunanistan, ekonomik göstergelerini Birliğin öngördüğü düzeylerde tutma yükümlülüğünü yerine getirmezken, ortak para birimi kullanan Euro Bölgesi'nin istikrarını da tehdit etmektedir. Euro Bölgesi ülkeleri Yunanistan'la ilgili kaygıların yayılmasını önlemek için Mart ayında IMF ile ortaklaşa toplam 45 milyar euro'luk bir kredi paketi hazırlamıştır. Paketin yeterli olmayacağı ve krizin yayılacağı endişesi, önceki hafta sonu öngörülen tutarın 110 milyar euro'ya çıkarılmasına neden olmuştur. Yeni paketin 80 milyar euro tutarındaki kısmı Euro Bölgesi ülkeleri tarafından karşılanacak; kalan 30 milyar euro ise yapılacak stand-by anlaşması çerçevesinde IMF tarafından sağlanacaktır. IMF yardımının Yunanistan'ın IMF'deki kotasınının 40 katı civarında olması ve IMF'nin yardım kararında aşırı titiz davranmaması, sorunun global ekonomi açısından ciddiyetini ve IMF'nin bu konuya verdiği önemi yansıtmaktadır.

Şubat ayında borçlanma imkanlarının daralması üzerine Avrupa Birliği'nden yardım alabilmek için sıkılaştırıcı mali önlemler almak zorunda kalan Yunanistan, yardım tutarının 110 milyar euro'ya çıkarılabilmesini sağlamak amacıyla, öncekinden daha sıkı ve yapısal çözümler hedefleyen ek tedbirler açıklamıştır. Açıklanan yeni önlemler şu başlıklar altında toplanabilir:

- **Mali Politikalar:** Uygulanacak mali konsolidasyon ile bütçe açığının Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYİH) oranının 2014 yılına kadar %13.6'dan %3'e düşürülmesi öngörülmektedir.
- **Hükümet Harcamaları:** Harcama kesintilerinin GSYİH'nin %5.25'i civarında tasarruf sağlaması öngörülmektedir. Bu çerçevede, kamu harcamalarını azaltmak amacıyla, ücretler ve emekli aylıkları üç yıl boyunca dondurulacak, mevsimsel ikramiyeler bu süre için kaldırılacaktır. İşten çıkarma ile ilgili düzenlemeler daha esnek olacak ve tazminatlar azaltılacaktır.
- **Hükümet Gelirleri:** Katma değer vergisi, lüks tüketim vergisi ile sigara ve alkollü içki vergileri artırılarak 2013 yılına kadar GSYİH'nin %4'ü kadar kar gelir artışı sağlanacaktır.
- **Gelir İdaresi ve Harcama Kontrolü:** Vergiden kaçınmanın yaygın olması sebebiyle vergi tahsilatı düşük olan Yunan hükümeti, vergi yükünün mükellefler arasında eşit dağılımını sağlamayı taahhüt etmektedir. Ayrıca, bütçe kontrolleri artırılacaktır. Toplam vergi hasılatı ve harcamalarda tasarrufa gidilmesinin GSYİH'ya yıllık %1.8 oranında katkı sağlaması beklenmektedir.

- **Finansal İstikrar:** Dış finansman paketi ile sağlanacak kaynak, Finansal İstikrar Fonuna aktarılarak bankacılık sisteminin istikrarının korunması amaçlanmaktadır.
- **Sosyal Güvenlik Harcamaları:** Zor durumda bulunan şahıslar hariç, pek çok kesimi etkileyecek şekilde sosyal güvenlik harcamaları azaltılacaktır.
- **Emeklilik Reformu:** Erken emeklilik koşullarının kısıtlanmasını da içeren kapsamlı bir emeklilik reformu öngörülmektedir.
- **Yapısal politikalar:** Kamu idaresini modernize etmek amacıyla, emek piyasasını ve gelir politikalarını güçlendirmek, ayrıca iş ortamını ve girişimci haklarını geliştirmek amaçlanmaktadır.
- **Askeri Harcamalar:** Plan bu süreçte askeri harcamaların azaltılmasını öngörmektedir.

Yunanistan'ın Mali Tedbirlerinin Uygulanabilirliği



Yunanistan'ın istikrar tedbirlerinin küresel kriz nedeniyle küçülmüş olan GSYİH üzerinde daraltıcı etkisinin hükümet ve IMF tahminlerinin üzerinde olması ihtimali yüksektir. Dünya genelinde yaşanan resesyonun ekonomiyi daraltıcı etkisi henüz tam olarak ortadan kalkmamışken, mali sıkılaştırmaya başlanmasının, büyümeyi yavaşlatıcı etkisini azaltabilmek için Euro Bölgesi'ne dahil ülkelerle ortak para birimi uygulayan Yunanistan'ın devalüasyona gitme imkanı da

bulunmamaktadır.

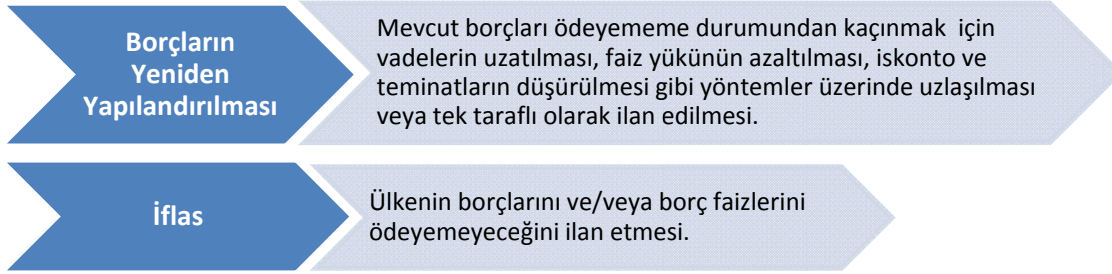
Yunanistan'ın borç stoku 273 milyar euro düzeyinde olup, 2010-2013 döneminde itfa olacak borçları bu tutarın yaklaşık %80'ini oluşturmaktadır. AB ülkeleri ve IMF'den alınacak kredi, ülke kredibilitelerini artırarak kısa vadeli borçların finansmanını büyük ölçüde kolaylaştıracaktır. Yunanistan'ın üç yıllık programın ilk iki yılında istikrar tedbirlerini başarıyla uygulayabilmesi, geri kalan sürede piyasadan borçlanabilme imkanını artıracaktır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının not indirimleri de buna bağlı iken, Yunanistan'ın kredi notunun S&P tarafından yatırım yapılabilir seviyenin altına indirilmiş olmasının borçlanma maliyetlerini artırıcı etkisi azalabilecektir. Ancak, programın uygulanmasında başarısız olunması durumunda, Yunanistan'ın borçlarını yeniden yapılandırması ve hatta tekrar iflas riskiyle karşılaşması söz konusu olabilecektir.

Yunanistan Ekonomik ve Mali Tedbir Paketi Öngörülleri							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Borç Stoku/GSYİH (%)	99.2	115.1	133.3	145.1	148.6	149.1	144.3
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-7.7	-13.6	-8.1	-7.6	-6.5	-4.9	-2.6

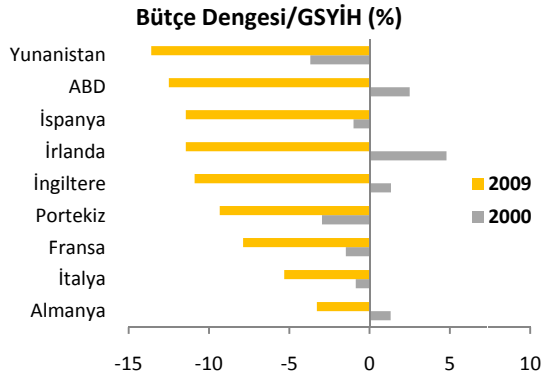
Kaynak: Yunanistan Maliye Bakanlığı

Bu arada, açıklanan katı mali önlemlere Yunan halkının tepkisi oldukça sert olmuştur. Bu durum, Ekim 2009'da iktidara gelen Sosyalist Hareket Partisi Hükümeti'nin, alınan tedbirleri uygulayabileceğine dair kuşkuları artırmaktadır. Broçlanma maliyetinin artması, bütçe dengesi hedefini tutturabilmek için kaynak ihtiyacı devam

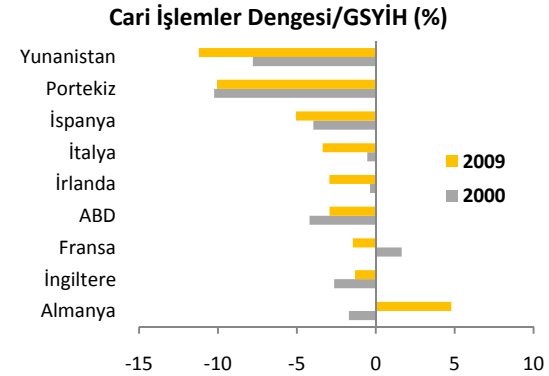
edecek olan Yunanistan'ın borç yükünü orta vadede daha da artıracaktır. Dolayısıyla, hükümetin borç stoku hedefinin aşılması olasılığı yüksektir.



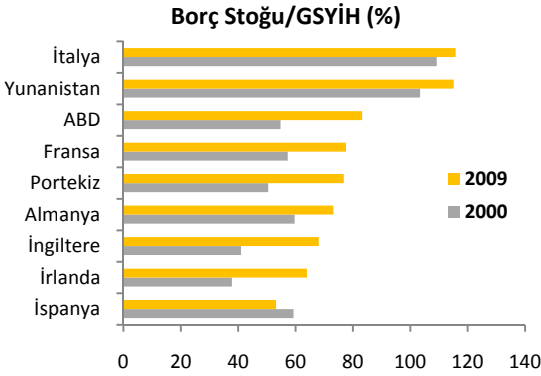
Yunanistan Kaynaklı Borç Krizinin Ekonomik Nedenleri



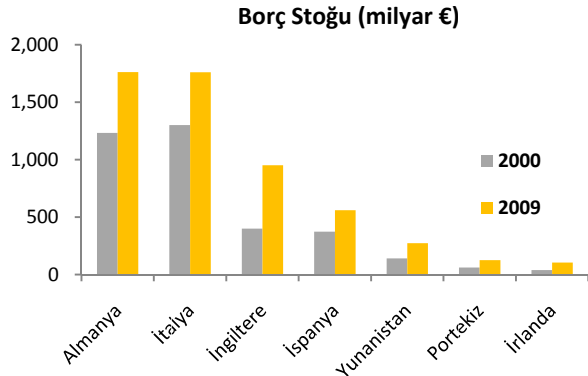
Kaynak: IMF, Eurostat



Kaynak: IMF, Eurostat



Kaynak: IMF, Eurostat



Kaynak: IMF, Eurostat

2007 yılında başlayan küresel krizin daraltıcı etkilerini önlemek amacıyla dünya genelinde uygulanmaya başlanan genişletici maliye politikalarının doğal sonucu olarak ülkelerin bütçe açıkları hızla artmıştır. Artan kamu harcamalarını finanse edebilmek için borçlanma gereksinimi ve dolayısıyla borç stokları rekor seviyelere yükselmiştir.

Bu süreçte bütçe dengesi en fazla bozulan ülke Yunanistan'dır. Yunanistan'ın bütçe açığı 1990'lardan beri yapısal olarak artarken, küresel krize kamu dengeleri hali hazırda bozulmuş olarak yakalanmıştır. Yunanistan'ın, GSYİH'sinin %13.6'sına ulaşan bütçe açığı sürdürülebilir olmaktan uzaktır. Ayrıca, borç stoku 300 milyar euro'ya yaklaşmış olan Yunanistan cari açığın finansmanı konusunda da büyük sorunlarla karşı karşıyadır. Bu nedenle

mevcut tedirginliklerin merkezinde yer almaktadır. Yunanistan'ın ardından, Portekiz ve İspanya'ya ilişkin risk algılamasının artmasının nedeni ise, bu ülkelerin borç stoğu ve borç stoğu/GSYİH göstergeleri diğer ülkelerden daha düşük olmasına karşın, bütçe dengesi/GSYİH oranlarının hızla artması ve cari işlemler açıklarının yüksek olmasıdır. Euro Bölgesi'nin kamu finansmanı sorunlu ülkeleri, Yunanistan kadar kötü göstergelere sahip olmamaları ve içinde buldukları duruma kamu finansmanının uzun dönemde kötü yönetilmesi sebebiyle gelmemiş olmaları bakımından Yunanistan'dan ayrılmaktadırlar. Yunanistan'a benzer noktaları ise giderek artan kamu açıklarının sürdürülebilir olmamasıdır.

Borç Krizinin Yayılmasının Olası Sonuçları

Tüm çabalara rağmen Yunanistan'ın mevcut durumdan çıkabileceğine olan inancın zayıf olması, bu ülkeyi etkisi altına alan krizin, yapısal nedenlerle yüksek bütçe açığı ve borç stoğuna sahip olan, başta İspanya ve Portekiz olmak üzere diğer Avrupa ülkelerine sıçrayabileceği ve yeni bir mali krizin ortaya çıkabileceği kaygılarını derinleştirmektedir. Son dönemde Yunanistan kaynaklı kaygılar söz konusu ülkelerin borçlanma imkanlarını daraltırken, iflas ilan etmeleri veya borçlarını yeniden yapılandırmaları gibi senaryolar tartışılmaktadır. İflas seçeneğini önlemek için Yunanistan'a verilecek kredinin benzerinin bu ülkelere de sağlanması gereği artmaktadır. Bu durum, yapılacak yardımlara en çok katkıda bulunmak durumundaki Euro Bölgesi'nin görece büyük ekonomilerinde halen küresel krizin etkisiyle artmış olan kamu finansman açığını daha da bozarak, sağlanmaya çalışılan ekonomik istikrarı geciktirebilecektir. Ayrıca, yapılacak yardımlara sorunlu ülkelerin de katılacak olması, bu ülkelerin borç yüklerini daha da artırarak bir sarmal yaratabilecektir.

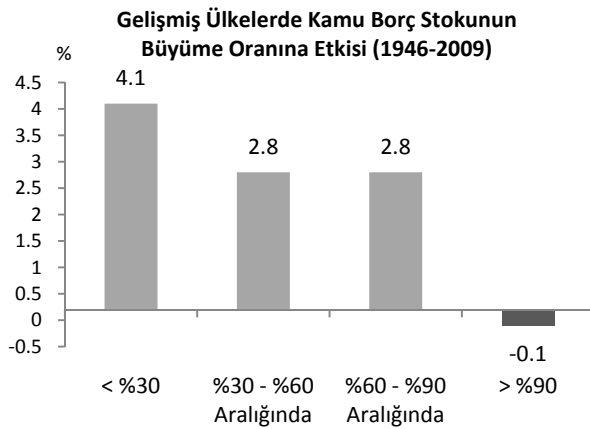
Avrupa ülkelerinin çoğunda kamu finansman açıklarının yapısal nedenlerinin başında yüksek emeklilik ve sağlık harcamaları içeren sosyal güvenlik politikaları gelmektedir. Çalışma çağındaki nüfusun giderek azalması, sosyal güvenlik sisteminin bütçe üzerindeki yükünü daha da artırmaktadır. Avrupa ülkelerinde yapısal mali sorunların ortadan kaldırılması için Yunanistan'ın açıkladığı pakete benzer katı önlemler alınması gerekmektedir. Bu durum büyüme performansını azaltıcı bir diğer faktördür.

Yaşanan borç krizinde halen en çok Euro Bölgesi ile ilgili risklere odaklanılmasına karşın, ABD ve İngiltere'nin kamu maliyesi sorunları dünya ekonomisini tehdit edebilecek ve küresel krizde ikinci bir dip yaşanmasına neden olabilecek asıl önemli istikrarsızlık unsurlarıdır. Bu açıdan, şimdilik Euro Bölgesi'ni etkileyen krizin yayılmasını önlemek küresel finansal ve ekonomik istikrar açısından çok önemlidir.

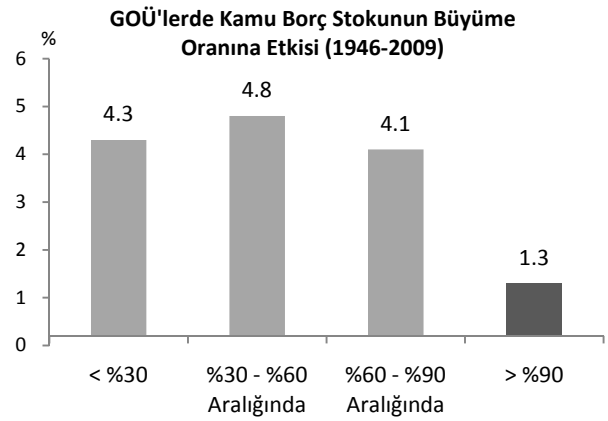
Artan Kamu Borçlarının Büyüme ve Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi

2007 yılında başlayan küresel krizin en önemli sonucu dünya genelinde toplam talepte yaşanan daralmadır. 1929 Büyük Buhranı'ndan beri en derin resesyona yol açan krizin olumsuz sonuçlarının bir an önce ortadan kaldırılabilmesi ve çok daha ağır bir resesyona dönüşmemesi için, para ve maliye otoriteleri proaktif bir tavır sergileyerek, çok büyük ölçekli önlemler almaktan kaçınmamıştır. Bu önlemler reel ekonomilerdeki daralmayı sınırlarken, 2009 yılının ikinci yarısından itibaren ılımlı bir canlanmanın başlamasını sağlamıştır. Mevcut durumda dünya ekonomisinin karşı karşıya olduğu tablo, rekor düzeylerde genişlemiş merkez bankası bilançoları ile hızla artan bütçe açıkları ve borç stoklarından oluşmaktadır. Özellikle resesyona daha derinden etkilediği gelişmiş ülkelerde, orta ve uzun vadede sürdürülebilir olmaktan uzak düzeylere ulaşan borç stoku büyüklükleri, ekonomideki yavaşlamayı azaltmış olmalarına rağmen, artık global ekonomik ve finansal istikrarı tehdit eder hale gelmiştir. Bu çalışmada, artan kamu borçlarının büyüme performansı ve faiz oranları üzerindeki etkileri incelenecektir.

Kamu Borçlarının Büyüme Performansına Etkileri

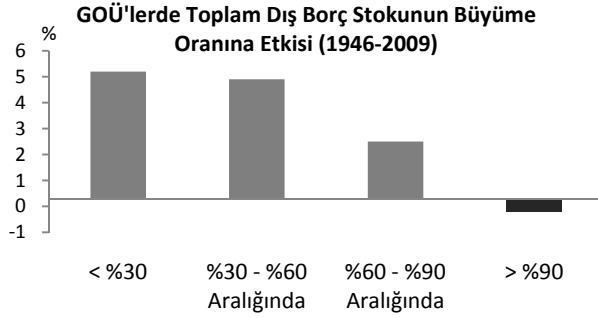


Kaynak: Reinhart & Rogoff, 2010



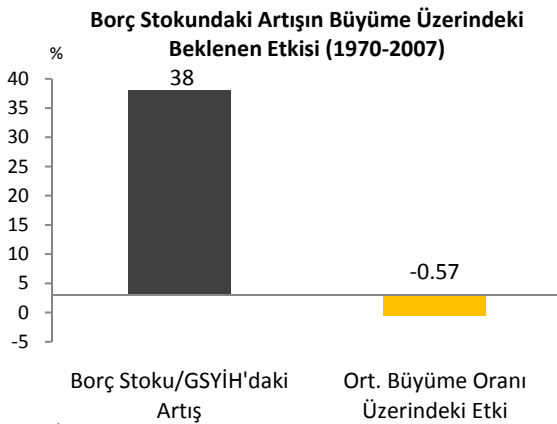
Kaynak: Reinhart & Rogoff, 2010

Borç stokundaki artışın büyümeye etkisini ölçmek amacıyla yapılan çalışmalarda, iki değişken arasındaki etkileşimin borç stoku arttıkça güçlendiği saptanmıştır. Reinhart ve Rogoff tarafından 1946-2009 dönemi için yapılan incelemede (2010) kamu borç stokunun Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYİH) oranının %30'un altında olduğu dönemlerde büyüme performansına etkisinin düşük olduğu, %90 ve üzerine çıktığı dönemlerde ise bir hayli belirgin hale geldiği saptanmıştır. Bu etki gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) göre daha güçlüdür. Gelişmiş ülkelerde kamu borç stoku/GSYİH oranı %90'ın üzerine çıktığında ortalama büyüme oranı -%0.1 seviyesine gerilemektedir. GOÜ'lerde ise kamu borç stoku/GSYİH oranı sürdürülebilir seviyelerde olduğu dönemlerde ortalama büyüme oranı %4'lerdedir. Borç stokunun GSYİH'ya oranı %90'ın üzerine çıktığında ise büyüme oranının %1.3'e gerilediği saptanmıştır.

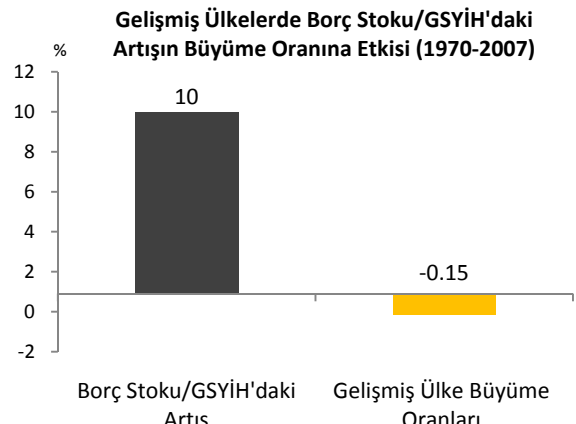


Kaynak: Reinhart & Rogoff, 2010

Öte yandan, GOÜ'lerde dış kaynak ihtiyacının yüksek olduğu gözleminde hareketle dış borç stokunun büyüme performansına etkisi incelendiğinde 1970-2009 döneminde, dış borç stoku/GSYİH oranı %60'ın üzerine çıktığında büyüme performansının belirgin şekilde gerilediği, %90'ın üzerine çıktığında ise ekonomilerin küçüldüğü görülmüştür.



Kaynak: IMF

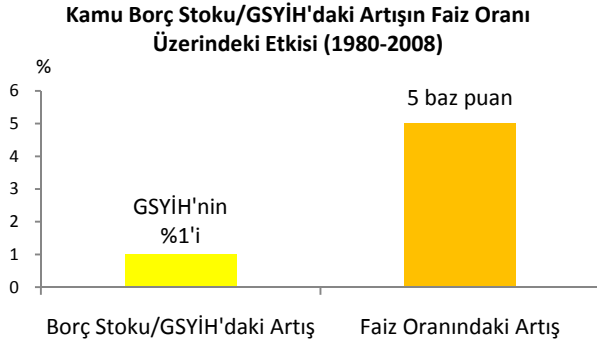


Kaynak: IMF

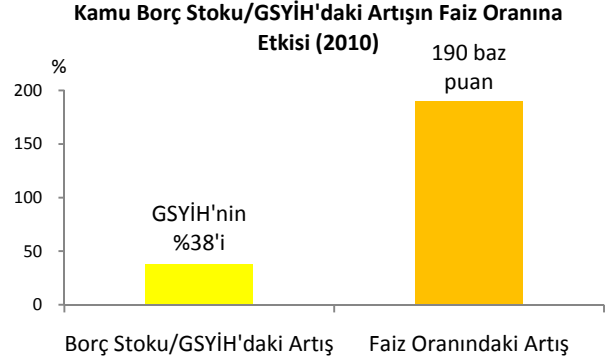
Borç stoku ile büyüme performansı arasındaki ilişki IMF tarafından da pek çok kez incelenmiştir. Son dönemde, küresel krizin de etkisiyle borç stoku ciddi oranda artan gelişmiş ülkelere ilişkin yapılan IMF çalışmalarında, 1970-2007 döneminde kamu borç stoku/GSYİH oranındaki %10 artışın, büyümeyi %0.15 yavaşlattığı sonucuna ulaşılmıştır. IMF söz konusu etkinin 2010 yılından itibaren artacağını tahmin etmektedir. Buna göre, gelişmiş ülkelerde borç stoku/GSYİH oranındaki %38'lik tahmini artışın önümüzdeki dönemde büyümeyi %0.57 oranında azaltıcı etkide bulunacağı öngörülmektedir.

Kamu Borçlarının Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi

Borç stokundaki artışın yüksek seviyelere ulaşmasının büyüme performansını yavaşlatıcı etkisinin temel sebebi, özel sektörün dışlanmasıdır (crowding out). 2007-2009 küresel krizinin bir borç krizi olması nedeniyle kredi imkanlarına erişimi sınırlanan özel kesim, toplam talep daralmasına bağlı olarak yatırımlarına ara vermiştir. Kamu harcamalarının artırılmasıyla 2009'un ikinci yarısından itibaren yaşanan toparlanma halen devam ederken, gelişmiş ülkelerde (özellikle ABD'de) hanehalkının borçluluğunu azaltmaya devam ettiği gözlenmektedir. Buna bağlı olarak, gelişmiş ülkelerde özel sektörün kredi talebinde de henüz belirgin bir canlanma gözlenmemektedir. Ancak, dünya ekonomisindeki canlanma hızlandığında, kamunun yüksek bütçe açıklarını finanse etmek için borçlanma ihtiyacının devam etmesi, faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskı yaparak özel kesimin kredi maliyetini artıracaktır. Bu durum doğal olarak kredi talebinde de düşüş yaratacak, böylece özel kesim yatırım faaliyetlerinden dışlanmış olacaktır.



Kaynak: Goldman Sachs



Kaynak: IMF

Kamu borç stokundaki artışın faiz oranları üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalarda genel olarak, borç stoku/GSYİH oranındaki %1'lik artışın uzun dönem faiz oranlarını 5 ile 10 baz puan arasında artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. IMF tarafından yapılan çalışmalarda da benzer sonuca ulaşıırken, gelişmiş ve gelişmekte olan 31 ülke için yapılan incelemede, kamu borç stokunun %38 artacağı ve bu artışın uzun dönem faiz oranlarını 190 baz puan artıracığı öngörülmektedir.

Genel Değerlendirme

Kamu borç stokundaki artış, olağan ve olağandışı dönemlerde farklı nedenlerden kaynaklanmaktadır. Olağan dönem bir ülkenin savaş, doğal afet veya ekonomik kriz gibi herhangi bir sıradışı duruma maruz kalmadığı dönem olarak tanımlanabilir. Bu dönemlerde borç stokundaki artışın ekonominin performansını artırmak gibi orta ve uzun vadeli hedefler çerçevesinde uygulanan genişletici maliye politikaları veya disiplinsiz yaklaşımlar sonucu gerçekleştiği görülmektedir.

Olağan dönemlerde artan kamu harcamaları borç stokunun yapısal olarak artmasına yol açabilmektedir. Borç stokunda olağandışı dönemlerde yaşanan artış ise bir ülkede ekonomik veya diğer nedenlerle bozulan istikrarı yeniden sağlama amacını gütmekte ve hedeflere ulaşılmasının ardından eski düzeyine dönmesi daha kolay olmaktadır. Resesyon dönemlerinde büyümedeki yavaşlamayı önlemek için alınan genişletici mali tedbirler iç ve dış borçların artırılmasıyla finanse edilebilmektedir. Resesyon safhasında büyüme performansının artmasını sağlayan borç stokundaki artışın sonraki dönemlerde yüksek seviyelerini koruması faiz oranlarının artmasına yol açarak, büyüme hızını azaltıcı rol oynamaktadır.

2007-2009 küresel krizinde, gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülke global talep daralmasının etkilerini en az zararlı atlatabilmek için kamu harcamalarını artırıp vergi indirimlerine gitmiştir. Gerek vergi indirimleri gerekse ekonomideki yavaşlama dolayısıyla vergi gelirlerinin azalması kamunun borç stoğunu hızla artırmıştır. Olağan dışı bir dönemde meydana gelen bu duruma, başta Yunanistan olmak üzere bazı ülkeler yüksek borç stoku ve bütçe açıklarının yapısal nedenlerden kaynaklanıyor olması sebebiyle hazırlıksız yakalanmış olup, içinde buldukları süreci daha güç atlatacakları düşünülmektedir. Son dönemde Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil faizleri üzerinde görülen yukarı yönlü hareketler, Avrupa Birliği ve IMF tarafından 750 milyar euro yardım sağlanacağına açıklanması üzerine azalmış görünse de, yüksek kamu borçlarının devam edeceği yönündeki kaygıların faizlerde tekrar yükselişe neden olması ihtimali bulunmaktadır. Bu ihtimalin gerçekleşmesini önlemek amacıyla, 750 milyar euro'luk kredi anlaşması çerçevesinde Avrupa Merkez Bankası (ECB) AB ülkelerinin

tahvillerini satın alma programını başlatmıştır. Bu programın orta vadede enflasyonist baskı yaratabilecek olması halen rekor düzeyde genişlemiş olan ECB bilançosunun kontrolünü daha da güçleştirecektir.

Söz konusu ülkelerin büyüme performansını düşürecek olan bu duruma ek olarak, açıklanan kemer sıkma politikalarının kamu harcamalarının azaltılması yanında vergi artırımlarını da kapsamı, büyüme performansını düşürücü diğer bir etkidir.

Önlemler	2010	2011
Bütçe açıklığının Azaltılması	Piyasa baskısına maruz kalan tüm ülkeler Büyüme hızı görece yüksek olan GOÜ'ler	Diğer tüm ülkeler
Sosyal Güvenlik Önlemleri	Nüfusu giderek yaşlanan ülkeler	
Mali Kurumların Güçlendirilmesi	Bütün Ülkeler	

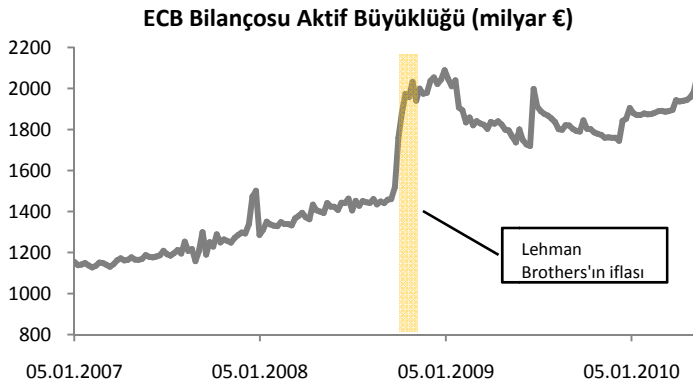
Mevcut durumda yüksek kamu açıklarına sahip ülkelerin bu açıklarını ve borç stoklarını çıkış stratejileri çerçevesinde uygun bir zamanlama içinde azaltmaya başlamaları büyük önem taşımaktadır. Yüksek büyüme performansına sahip GOÜ'ler ile kamu dengesizliğinin piyasa baskısı oluşturduğu ülkelerin 2010 yılında

bütçe açıklarını azaltmaya başlamaları, bu grup dışında kalan tüm ülkelerde ise 2011 yılından önce mali sıkılaştırmaya gidilmemesi gerekmektedir. Görece yaşlı nüfusa sahip olan ülkeler ile mali kurumları zayıf ve disiplinsiz ülkelerde de gerekli önlemlerin bir an önce başlatılması artık kısa vadede de önemli hale gelmiştir.

Kamu Borçlarındaki Artış Karşısında Avrupa Merkez Bankasının Aldığı Önlemler Çerçevesinde Euro Bölgesi Ekonomisinin Enflasyon Görünümü

Bir süredir Euro Bölgesi ülkelerinin sürdürülebilir olmayan kamu açıkları ve bu açıkları finanse edebilmek için borç stoklarını giderek artırmaları, finans piyasalarını en çok meşgul eden istikrarsızlık unsurlarının başında gelmektedir. Bu ülkeler içinde mali sorunları açısından en riskli konumda olan Yunanistan, İspanya ve Portekiz, açıkladıkları sıkılaştırıcı mali tedbirlerle bütçe açığını orta vadede azaltmayı hedefleseler de borç stokunu, ekonominin performansına ve bütçe disiplinine bağlı olarak ancak uzun vadede düşürebileceklerdir. Bu durum faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskı yaparken, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ülkelerin tahvil ihracı yoluyla borçlanma imkanlarının daralmaması için, Mayıs ayının ikinci haftasından itibaren sorunlu ülkelerin devlet tahvillerini satın almaya başlamıştır. ECB'nin bu uygulamasının enflasyon görünümü açısından ne anlama geldiği bu çalışmada incelenecektir.

2008 yılında Lehman Brothers'ın iflasiyla birlikte ABD Merkez Bankası FED öncülüğünde gelişmiş ülke merkez bankaları ile birlikte ECB de likidite arzını hızla artırmış, faiz oranlarını düşürmüştür. Ekonomideki yavaşlamanın artarak devam ettiği bir süreçte ECB'nin bilançosu uygulanan genişletici para politikası çerçevesinde hızla genişlemiştir. Euro Bölgesi ekonomisi 2009'un son çeyreğinden itibaren resesyondan çıkmış olsa da halen toparlanma aşamasındadır. Bu aşamada uygulanan genişletici para politikasından belirli bir plan dahilinde kademeli olarak çıkılması hedeflense de ECB, henüz ekonomide belirgin bir toparlanma yaşanmadığı ve



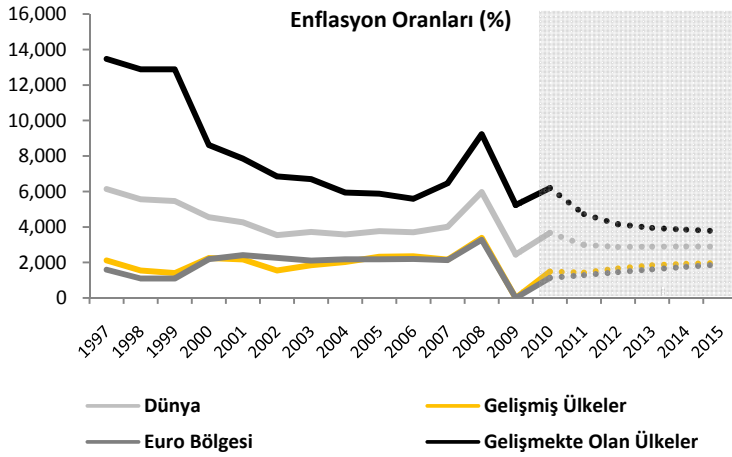
dolayısıyla enflasyon beklentilerinde artış görülmediği için bu yönde şimdiye kadar herhangi bir adım atamamıştır. Dahası, yıl başından beri Yunanistan, İspanya, Portekiz, İtalya ve İrlanda gibi kamu açığı ve borç stoku ciddi ölçüde yüksek ülkelerin tahvil getirilerindeki hızlı yükselişin borçlanma imkanlarını daraltması ECB'nin bu ülkelerin tahvillerini satın alarak piyasaya müdahale etmesini gerektirmiştir. Diğer bir deyişle ECB, Avrupa Birliği (AB) ve

IMF tarafından yapılan 750 milyar euro'luk kredi anlaşması kapsamında para arzını daha da artırmak zorunda kalmıştır.

Başlıca amacı fiyat istikrarı olarak tanımlanan ECB'nin dünya ekonomisinin toparlanmaya başladığı bir dönemde para arzını daha da genişletmesi, Euro Bölgesi'nde enflasyonist baskıları artırabilecek olması bakımından kuşkuyla karşılanırsa da mevcut enflasyon görünümü gerek dünya ekonomisi gerekse Euro Bölgesi için şimdilik enflasyon tehdidi bulunmadığı yönündedir.

Halen dünya ekonomisinde mevcut enflasyondaki artış genel olarak maliyet kökenli olmakla birlikte, her ülke için farklı nitelik arz etmektedir. Küresel talepte belirgin bir canlanma yaşanmazken, enflasyonun maliyet kaynaklı olmasının sebebi reel ekonomide gözlenen toparlanmadır. Ancak üretim imkanları henüz emtia fiyatlarında kalıcı bir artış yaratacak kadar ivme kazanamamıştır. Enflasyon oranları ülkeler bazında incelendiğinde, gelişmiş ülkelere İngiltere'de enflasyon oranı, İzlanda'daki yanardağ patlaması ve gıda fiyatlarındaki mevsimsel artışların etkisiyle son bir buçuk yılın en yüksek seviyesine çıkarken, ABD'de enflasyon

oranı son 44 yılın en düşük seviyelerinde bulunmaktadır. Euro Bölgesi'nde ise enflasyon oranı Nisan ayında yıllık %1.5 oranında artış göstermiştir. Genel olarak, 2010 yılında enflasyon oranlarındaki artışta talep koşullarından çok üretim koşullarındaki düzelleme ve geçtiğimiz yıl enflasyonun düşük gelmesi nedeniyle oluşan

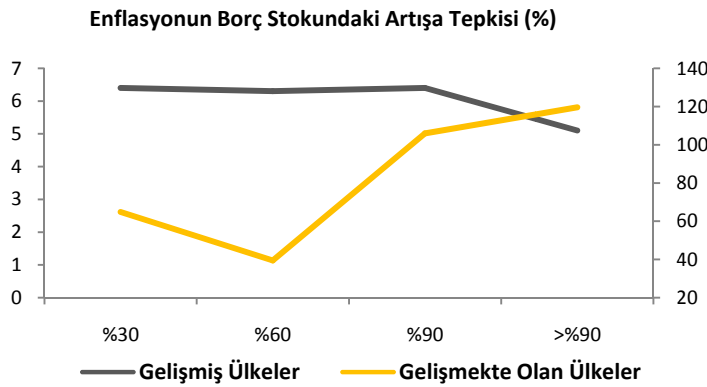


Kaynak: IMF (2010-2015 IMF Beklentisidir.)

baz etkisinin etkili olması beklenmektedir. Resesyon yaşanan ülkelerde oluşan çıktı açığının 2010 yılında değil, mevcut büyüme trendleri değişmediği takdirde 2012 yılına kadar olan süreçte ılımlı bir hızda kapanacağı tahmin edilmektedir. Buna bağlı olarak dünya genelinde enflasyonun da 2010 yılında hızlı bir sıçrama yapmayacağı öngörülmektedir. Gelişmiş ülkelerde enflasyon baskıları şimdilik düşük iken, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin nispeten hızlı performansı dolayısıyla enflasyon baskılarında da artış gözlenmektedir.

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, Yunanistan, İspanya ve Portekiz gibi ülkelerde, yüksek kamu açığı ve borç stoğu sorunlarının çözülmemesi durumunda enflasyonu tetikleme riski bulunmaktadır. Ancak, söz konusu ülkelerin kamu açıklarını azaltıcı sıkı mali tedbirler açıklamaları bu tehlikeyi azaltmıştır. Söz konusu tedbirlerin ekonomiyi yavaşlatıcı etkileri dikkate alındığında Euro Bölgesi'nin deflasyon tehdidi ile dahi karşı karşıya kalması söz konusu olabilecektir.

Kamu Borçlarının Enflasyonist Etkileri ve Euro Bölgesi Açısından Enflasyon Tehdidi



II. Dünya Savaşı sonrasında günümüze kadar olan dönemi kapsayan pek çok ampirik çalışmada enflasyon oranlarının borç stokuna duyarlılığı ile ilgili olarak gelişmiş ülkelerde istatistiki olarak anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun borç stokuna duyarlılığının yüksek olduğu saptanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde borç stokundaki artışın yüksek enflasyon oranlarını beraberinde getirmesinin başlıca nedeni, borç stokunun para arzı artırılarak

finanse edilmesidir. Gelişmiş ülkelerde ise borç stokunun monetize edilmesine izin verilmediği görülmektedir. Özellikle, enflasyon konusunda tarihsel perspektifi güçlü olan Almanya'nın, ECB'nin de enflasyon konusunda hassas bir tutum sergilemesinde belirleyici olmasıyla, Euro Bölgesi ülkelerinin yüksek borç stoklarının enflasyon yaratmasına izin verilmeyeceği düşünülmektedir.

ECB, önceki hafta başlattığı tahvil alımları ile piyasadan 16.5 milyar euro tutarında tahvil çekerken, karşılığında verdiği likiditeyi, bankalar için bir haftalık mevduat uygulaması ile tamamen sterilize edeceğini açıklamıştır. ECB, Lizbon Anlaşması'nın 123. maddesi gereğince devlet tahvillerini sadece ikincil piyasadan satın alabilmektedir.

Birincil piyasadan tahvil alımlarının kesin bir şekilde yasaklanmış olması borç stoklarının monetize edilmesine engel olmayı amaçlamaktadır. Sterilizasyon uygulaması ise, tahvil alımlarının monetizasyona veya niceliksel genişleme (quantitative easing) politikasına dönüşmesini önlemiştir.

Bu arada, kredi talebinde artış görülmemesi de piyasanın söz konusu likiditeyi risk algılamasındaki artış nedeniyle değer saklama aracı olarak talep ettiğini göstermektedir. Paranın tüketim ve yatırımların finansmanına aktarılmayıp, değer biriktirme aracı olarak tutulması durumunda, $M.V = Y.P$ eşitliğinde V ile ifade edilen paranın dolaşım hızı çok düşük olacağından, fiyat düzeyi (P) ve milli gelirin (Y), para arzındaki (M) artıştan etkilenmesi beklenmez. Dolayısıyla, bankaların ECB'den temin ettikleri ilave likiditeyi tekrar ECB'de mevduat hesaplarında tutmalarının enflasyonu artırması söz konusu olmayacaktır.

Sonuç olarak, mevcut koşullarda ECB'nin tahvil alımlarının, yapılan sterilizasyon nedeniyle kamu borçlarının parasallaştırılması anlamına geldiği söylenemez. Ayrıca, en sorunlu ülkeler olan Yunanistan, İspanya ve Portekiz'in söz konusu borçları bütçe açıklarının azaltılması çerçevesinde orta-uzun vadede azaltabilmeleri durumunda, borç konsolidasyonunun Euro Bölgesi'nde enflasyon baskılarını sınırlaması beklenebilir.

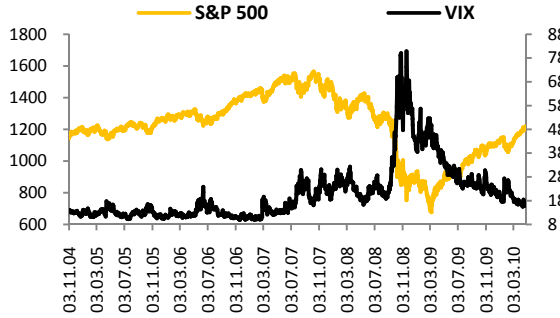
VIX Endeksi ile Piyasalar Arasındaki İlişki

Bu çalışmada uluslararası hisse senedi piyasaları ile volatilité endeksleri arasındaki ilişki geçmiş ve güncel datalar kullanılarak incelenmiştir. Sonuç olarak volatilité endekslerinin piyasaların bugünkü ve gelecekteki seyri açısından önemli bir göstere olduğu görülmüştür.

VIX Endeksi Nedir?

Son 50 yıl içinde piyasalar pek çok önemli şirketin ve fonun batışına, belli başlı ülkelerin borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmesine tanıklık etmiştir. Piyasada görülen ani ve hızlı hareketler volatilité kavramının piyasada en önemli göstere haline gelmesine yol açmış, volatilité alım satımı gibi yeni bir kavramın oluşmasına neden olmuş; volatilité riskinden korunma ve volatilité işlemleri yaparak kar elde etme davranışı volatilité endekslerini yaratmıştır. Yatırımcıların riskten korunma güdüsü ile oluşan farklı volatilité endeksleri arasında en önemlisi 1993 yılında ABD'nin Şikago Opsiyon Borsası (Chicago Board Option Exchange CBOE) tarafından oluşturulan ve öncü sinyaller içerdiği düşünülen VIX Endeksidir. VIX endeksi borsadaki hisseler üzerine yazılan opsiyon fiyatlarının içsel volatilitesi hesaplanarak elde edilmektedir. Endeks böylelikle opsiyon fiyatları üzerinden yatırımcıların gelecekteki 30 gün için piyasadaki dalgalanma riskine dair beklentilerini yansıtmaktadır.

Grafik 1



Kaynak: Bloomberg

VIX Endeksi, S&P 500 endeksinin üzerine yazılan opsiyonların zımnî volatilitésinden (implied volatility) hesaplanarak piyasanın beklenen volatilitésini ölçen bir endeks olarak tanımlanmaktadır. Zımnî volatilité ise hisse senedi fiyatlarının tahmin edilen volatilitesi olarak ifade edilmektedir. Yani piyasalar düşüş trendindeyken zımnî volatilité yükselmekte, piyasalar yükseliş trendindeyken ise zımnî volatilité düşmektedir. Zımnî volatilité, opsiyonların değerini hesaplayabilmek için kullanılmaktadır. Bunu hesaplamada literatürde en

bilinen model ise Black-Scholes Modelidir. Volatilité, gelecekle ilgili bir göstere olduğu için piyasalar tarafından yakından izlenirken, piyasalarda stres arttıkça VIX'in değeri de yükselmektedir. Söz konusu ilişki Grafik 1'de görülmektedir. Grafik 1 incelendiğinde, VIX endeksinin kriz öncesinde genelde 20 civarında değerler almakta olduğu dikkat çekmektedir. VIX, ABD mortgage piyasası kaynaklı son global krizin başlangıç tarihi olarak kabul edilen 2007 yılının Aralık ayından itibaren ise yükselişe geçmiş, 2008 Eylül ayında krizin derinleşmesine yol açan Lehman Brothers'ın batışının ardından 80 seviyesine yükselerek tarihi en yüksek seviyeleri görmüştür. 2009 yılı Mart ayında piyasalardaki toparlanmayla beraber gerilemeye başlayan endeks, 2010 yılı başından itibaren ise yeniden kriz öncesi seviyelerine inmiştir.

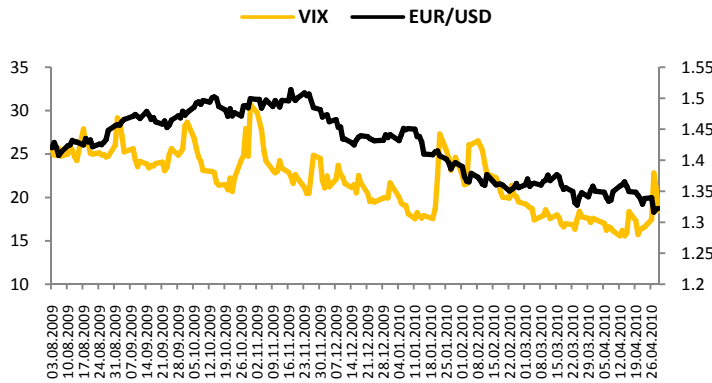
VIX Endeksi Piyasalarda Risk İştahının Önemli Bir Göstregesi Olarak Görülmektedir

Özellikle 2000'li yıllardan sonra hızla gelişen türev piyasaların toplam büyüklüğünün 600 trilyon dolar büyüklüğe ulaşması, dünya ekonomisinin toplam büyüklüğünün 65 trilyon dolar olduğu göz önüne alındığında oldukça yüksek bir rakama işaret etmektedir. Türev piyasaların bu kadar geniş ölçekte kullanılır olması, piyasalarda oluşacak herhangi bir sistematik riskle beraber yatırımcıların borçlarını ödeyemez duruma düşmesi halinde, türev piyasalarında yaşanacak zararların domino etkisiyle katlanarak artması riskini de beraberinde getirmektedir. Türev piyasalarında çok sınırlı bir teminatla işlem yapılabilmesi (leverage), ancak risk algılamasının artmasıyla beraber yüksek teminatının tamamının ödenmesinin talep edilebilecek olması, türev

piyasalarda işlem yapmanın ne kadar riskli olduğunu göstermektedir. Bu nedenle son dönemlerde piyasalarda risk algılamasının önemli göstergesi olarak kabul edilen VIX endeksi giderek önem kazanmaktadır.

Son dönemde VIX endeksindeki hareketler gelişmekte olan ekonomileri ve yurtiçindeki hareketleri açıklamak açısından pek çok veriden daha anlamlı hale gelmiştir. Yunanistan kaynaklı haberler ile EUR/USD paritesinde hızlı aşağı yönlü hareketler görülmesine karşın, yurtiçinde geçmiş dönemlerde olduğu gibi kurda sert satışlar görülmemiştir. Aksine 2 hafta öncesine kadar gerek tahvil bono piyasasında gerekse, hisse senedi piyasasına alım gelmiştir. Bunun temel nedeni yeni konjunktürde Türkiye'nin olumlu büyüme performansı, TCMB'nin çıkış stratejisi açıklaması ile faizlerde görülebilecek harekete bağlı olarak Türkiye piyasalarının cazibesinin artmasıdır. Geçmiş dönemlerden farklı olan bu durum VIX endeksinin hareketlerinden de takip edilebilmektedir.

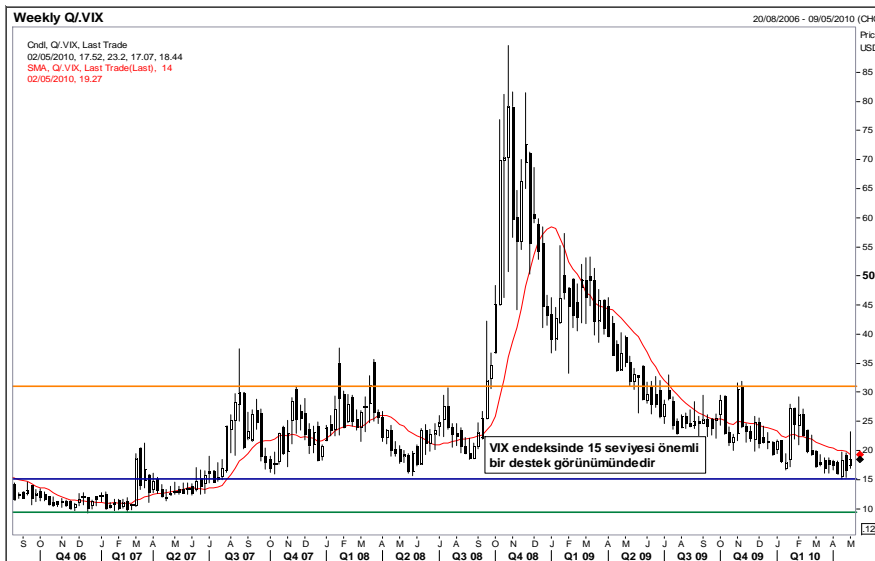
Grafik 2



Kaynak: Reuters

16 Nisan-21 Nisan tarihleri arasında EUR/USD paritesinde sert düşüşler yaşanmasına karşın VIX endeksi, 19 seviyesinden 15 seviyelerine kadar gerilemiştir. Yunanistan kaynaklı nedenlerle Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İrlanda gibi ülkelerin borsaları ve CDS'lerine satış gelirken, EUR/USD paritesinin gerilemesine karşın, TL hem EUR hem de USD karşısında değer kazanmış, borsa yükselmiş, Türkiye CDS'leri de gerilemiştir. Kısaca VIX'deki düşüş piyasalardaki risk alma iştahını artırdığından gelişmekte olan piyasalara özellikle de Türkiye piyasalarına giriş devam etmiştir. Ancak 22 Nisan-28 Nisan arasında Yunanistan kaynaklı olumsuz haberlerle artan VIX endeksi, risk alma iştahının azalmasına neden olunca daha önce EUR/USD paritesinde yaşanan düşüşe duyarsız kalan piyasaların sert tepki vermeye başladığı görülmüştür. Türkiye CDS'leri hızla yükselmeye başlamış, faizler artmış, borsa'da ve TL'de hızlı değer kaybı yaşamıştır. Tüm bu gelişmeler, VIX endeksinin piyasalardaki hareketi incelemek bakımından, diğer bir deyişle risk alma iştahının göstergesi olması bakımından dikkatle takip edilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Grafik 3



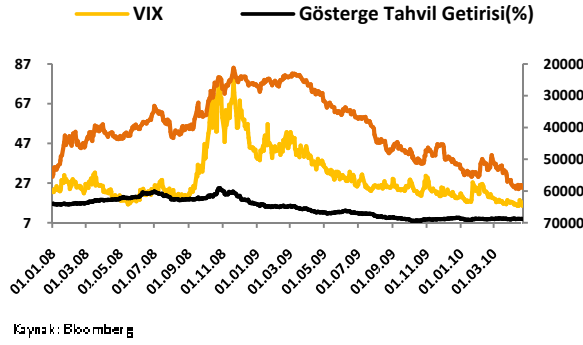
Kaynak: Reuters

VIX endeksindeki hareketler teknik analiz kullanarak incelendiğinde, endeksin 15 seviyesinin altına gerilemesi durumunda aşağı yönlü hareketin devamı mümkün olacak ve endeksin 9.40 seviyesine gerilemesi ihtimali artacaktır. Bu durumda Yunanistan kaynaklı olası yeni satışlar olsa da gelişmekte olan ülke piyasalarına artan risk iştahı dolayısıyla girişler devam edebilecektir. Teknik olarak

Endeksin 25-30 seviyelerinin üzerine çıkması durumunda uzun süredir piyasalarda oluşan risk alma iştahının kesileceğini ve gelişmekte olan ülkelerde sert satışların başlayabileceğini söyleyebiliriz. Bu yüzden VIX endeksindeki hareketin çok yakından takip edilmesi yatırım kararlarında büyük önem taşımaktadır.

VIX İle Piyasalar Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Modellerle İncelenmesi

Grafik 4



Bu çerçevede, hisse senedi piyasası ile VIX endeksi arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek amacı ile oluşturduğumuz ekonometrik modelimizde; S&P 500 ve VIX endeksi değişken olarak alınmış ve Granger Causality Testi uygulanmıştır. 2000 yılının başından günlük veri kullanılarak oluşturduğumuz modelimizde, VIX endeksinden S&P 500'e doğru ilişki, istatistiki olarak anlamlı bulunmazken, S&P 500 endeksinden VIX endeksine doğru ilişkinin anlamlı olduğu saptanmıştır. 2004 yılının başından aldığımız günlük veri ile oluşturduğumuz modelde ise, VIX ve S&P 500 endeksi arasında çift yönlü nedensellik

istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, VIX endeksindeki değişimler S&P 500 endeksini etkilediği gibi, S&P 500 endeksindeki değişimler de VIX endeksini etkileyebilmektedir. Nedenselliğin yönünü S&P 500 endeksinden VIX endeksine doğru saptadığımızı göre; VIX endeksindeki değişimlerin yurtiçi piyasalara etkisini göstermek amacı ile 3 ayrı model oluşturulmuştur. Bu modellerde VIX endeksi bağımsız değişken olarak alınırken, sırası ile IMKB-100 endeksi, USD/TL kuru ve gösterge tahvil getirisi açıklanmaya çalışılmıştır.

Tablo 1

Model 1			
Değişken	Katsayı	Standard hata	p-değeri
Sabit	11.353	23.125	0.00
Log(VIX)	-0.059	-8.024	0.00
AR(1)	0.998	584.845	0.00
Değişken	Varyans Denklemleri		
RESID(-1)^2	0.094	6.890	0.00
GARCH(-1)	0.860	39.433	0.00
R ² =0.99	Radj ² =0.99	N=1453	D W:1.97

Kaynak: VakıfBank

Analizimizde günlük veri kullandığımız için finansal veriler için uygun olan GARCH (Standart Garch(1,1)) yöntemi tercih edilmiştir. 1453 günlük veri seti üzerinden yapılan analizimize ilişkin ilk modelde VIX endeksindeki değişimlerle, IMKB-100 endeksi açıklanmaya çalışılmıştır. Modelin katsayılarına bakıldığında; VIX endeksi ile IMKB-100 endeksi arasında beklendiği gibi negatif bir ilişki dikkat çekerken, VIX endeksindeki %1'lik bir artış IMKB-100 endeksinde %0.06'lık bir düşüşe neden olmaktadır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenin %99'unu açıklaması önemli görünmektedir.

Tablo 2

Model 2			
Ekonometrik Değişken	Katsayı	Standard hata	p-değeri
Sabit	0.180	2.778	0.005
Log(VIX)	0.057	24.264	0.000
AR(1)	0.996	448.379	0.000
MA(1)	-0.033	-2.121	0.034
Değişken	Varyans Denklemleri		
RESID(-1)^2	0.046	14.612	0.000
GARCH(-1)	-0.843	-28.548	0.000
R ² =0.99	Radj ² =0.99	N=1453	D W:2.03

Kaynak: VakıfBank

Ekonometrik analizimizde oluşturduğumuz ikinci modelde ise VIX endeksindeki değişimlerin USD/TL kurundaki değişimlere etkisi incelenmiştir. 1. modelde olduğu gibi %99 ile yüksek bir açıklama oranı dikkat çekerken, VIX endeksi ile kur arasında pozitif yönlü bir ilişki gözlenmiştir. VIX endeksindeki %1'lik bir artış USD/TL kurunda %0.06'lık bir artışa neden olmaktadır. VIX endeksinin kur üzerindeki etkisi IMKB-100 endeksi ile paralellik göstermektedir.

Risk algılamalarının bozulduğu dönemlerde VIX endeksi artarken, güvenli liman olan USD'ye alım geldiği için USD/TL'de de artış görülmektedir.

Tablo 3

Model 3			
Değişken	Katsayı	Standard hata	p-değeri
Sabit	2.190	5.350	0.000
Log(VIX)	0.030	7.804	0.000
AR(1)	0.999	1009.027	0.000
Değişken	Varyans Denklemleri		
RESID(-1)^2	0.094	8.043	0.000
GARCH(-1)	0.888	72.462	0.000
R ² =0.99	Radj ² =0.99	N=1453	D W:1.86

Kaynak: Vakıfbank

Son modelimizde ise VIX endeksi ile gösterge tahvil getirisi değişken olarak alınmış ve gösterge tahvil getirisi VIX endeksi ile açıklanmaya çalışılmıştır. Oluşturulan ekonometrik modele göre; VIX endeksindeki %1'lik bir artış gösterge tahvil getirisinde %0.03'lük bir artışa neden olmaktadır. VIX endeksindeki değişimlerin gösterge tahvil getirisinde oluşturduğu değişim IMKB-100 endeksine ve USD/TL kuruna oranla daha zayıf kalmaktadır. VIX endeksinin S&P 500 endeksinin volatilitesi olduğu dikkate alındığında, bu sonuç sürpriz görünmemektedir.

Sonuç olarak yapılan incelemeler, VIX endeksinin piyasalarda risk alma iştahındaki artışı yada azalışı etkileyen en önemli göstergelerden biri olarak karşımıza çıkarmaktadır. VIX endeksinde yani volatilitede bir artış olduğunda yatırımcılar risk algılamalarındaki artışa paralel ellerinde tuttıkları pozisyonları hızla kapattıklarından dolayı piyasalarda sert hareketler görülebilmektedir. VIX endeksinin düştüğü durumlarda ise, risk iştahının artması ile özellikle aralarında Türkiye'nin de bulunduğu beta katsayısı yüksek olan gelişmekte olan ülkelerin finansal ürünlerine talebin arttığı görülmektedir. Genel piyasalarda yapılan öngörülere bakıldığında gelişmekte olan ülkelere yaklaşık bir yıldır başlayan fon akışının devam edeceği tahminlerinin yapıldığını görmekteyiz. Bu durumu VIX endeksi bağlamında değerlendirdiğimizde piyasa VIX endeksinin en az 9'a kadar gerilemesi yada 9-20 aralığında yatay bir seyir izleyeceği beklentisini satın aldıklarına işaret etmektedir. Bu pozitif öngörülerin tersi bir durumun yaşanması durumunda ise endeksin 25-30 seviyelerinin üzerine hareket etmesi mümkün görünmektedir.

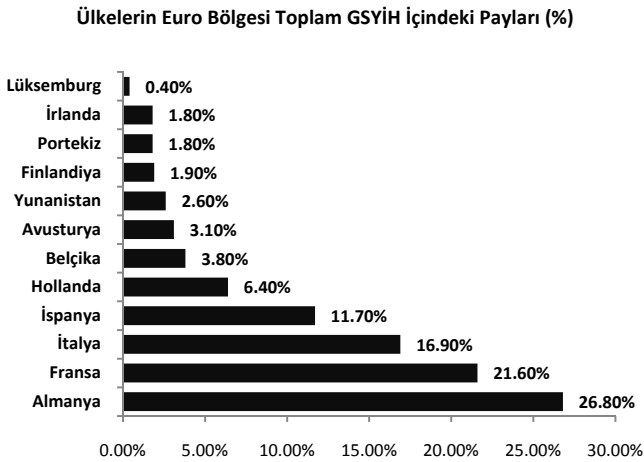
Yunanistan ve Euro Bölgesi'ne Yönelik Kaygıların Piyasalar Üzerindeki Etkileri

Yunanistan'ın mali durumuna yönelik endişeler bilindiği gibi son aylarda risk algılaması üzerinde belirleyici olurken, özellikle son haftalarda Yunanistan'a yapılacak yardımın netlik kazanmaması ve İspanya ile Portekiz'in ard arda notlarının indirilmesi piyasalarda sert hareketlere yol açmıştır. IMF ve AB'nin Yunanistan'a toplam 110 milyar euro tutarında yardım yapacağı açıklamaları ilk başta piyasaları bir miktar rahatlatmış olsa da, sonraki günlerde bu yardımın Yunanistan'ı kurtarmaya yetmeyeceği, hatta Yunanistan'ın borç krizinin Portekiz ve İspanya gibi ülkelere sıçrayacağı kaygıları piyasalarda adeta bir panik havası yaratmıştır. Bu çalışmada piyasalarda Yunanistan kaynaklı yaşanan söz konusu gelişmelerin nedenleri ve piyasa üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Yunanistan ve Euro Bölgesi Ekonomilerine İlişkin Endişelerin Nedenleri

Son haftalarda Yunanistan'ın borç krizine yönelik kaygılarla sert kayıplar yaşayan piyasalar, AB ve IMF'nin yapacağı yardım miktarı ve şartlarının netleşmesinin ardından bir miktar toparlansa da, Euro Bölgesi'nde yüksek kamu borcu ve borçlanma oranları ile dikkat çeken tek ülke Yunanistan olmadığı için piyasalara beklenen olumlu katkıyı yapamamıştır. Yunanistan'a yapılacak 110 milyar euro tutarındaki yardımın Yunanistan'ı büyük ölçüde rahatlatarak olmasına karşın bu finansmanın sürdürülebilir bir kaynak olmaması nedeniyle ülke içinde katı mali önlemler alınmasını gerektirmesi ve Yunanistan'ın bu önlemleri almakta ve uygulamakta zorlanacağı endişeleri bu durumun temel nedenini teşkil etmektedir. Ayrıca Yunanistan'ın borçlarını çevirememesi sorununun birbiriyle yakın ilişki içinde bulunan diğer yüksek bütçe açığı ve kamu borcu olan Euro Bölgesi ülkelerini de etkileyebilecek olması bir başka endişe unsuru olarak öne çıkmaktadır.

Grafik 1



Kaynak: Bloomberg

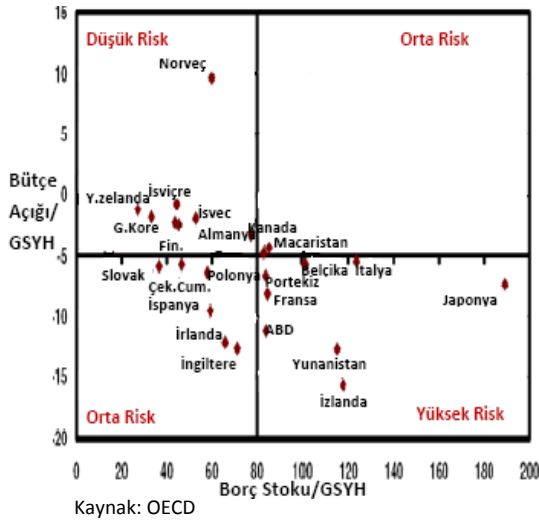
Tablo 1

Ülkeler	Ülkelerin Yunanistan'daki Riskleri	GSYH İçindeki Payı (%)	Nominal GSYH (mlr eur)
Fransa	53.3	2.7	1943
Almanya	30.4	1.3	2407
ABD	11.2	0.1	10560
İngiltere	10.4	0.7	1567
Hollanda	8.3	1.5	570
Portekiz	6.6	4	164
İrlanda	5.8	3.5	164
İtalya	4.6	0.3	1521
Japonya	4.5	0.1	3854
Avusturya	3.2	1.2	277
Belçika	2.5	0.7	338
İsviçre	2.5	0.7	357
İspanya	0.8	0.1	1051
İsveç	0.5	0.2	288
Türkiye	0.3	0.1	477

Kaynak: BIS

Piyasalarda Yunanistan'ın ardından Portekiz ve İspanya gibi ekonomilerin gelebileceği tartışılırken, Yunanistan gibi Euro Bölgesi toplam GSYİH'sinde %2.6 gibi küçük paya sahip bir ekonomiye 110 milyar euroluk yardım yapılması, yaklaşık 5 katı büyüklüğe sahip İspanya için gerekebilecek yardım miktarı konusundaki endişeleri daha da artırmıştır. Euro Bölgesi'nin sorunlu ekonomileri olan Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İrlanda'nın toplam GSYİH'daki payının sadece %17.9 olmasına karşın diğer Euro Bölgesi ekonomilerinin elinde bu ülkelere ait yüksek miktarda tahvil bulunması, herhangi bir temerrüt riski yaşanması durumunda borç krizinin diğer ülkelere de sıçrayabileceği endişelerine yol açmaktadır. Yabancıların Yunanistan'ın ihraç ettiği tahvillerdeki payı %74'e ulaşırken, bu tahvillerin ülkelerinin GSYH içindeki payı ile Portekiz ve İrlanda en yüksek paya sahip ülkeler olarak dikkati çekmektedir.

Grafik 2



Tablo 2

İtfa Miktarı (mlr Eur)	İspanya	İtalya	Portekiz	Yunanistan	İrlanda
Ortalama Vade (yıl)	6.6	6.8	6.5	7.4	6.9
May.10	9.2	19.9	7.2	10.7	4.2
Haz.10	8.1	47.2	1.6	0.0	1.3
Tem.10	29.9	21.7	4.5	7.5	2.0
Ağu.10	6.8	45.4	0.0	2.0	0.8
Eyl.10	5.8	51.8	3.1	1.0	0.0
Eki.10	7.4	7.3	1.2	3.3	1.0
Kas.10	5.5	30.9	2.6	0.1	0.2
Ara.10	4.6	19.4	0.0	0.1	0.0
1.Çey.11	18.7	83.5	6.4	12.3	1.1
2.Çey.11	22.0	39.8	12.4	10.4	1.5
3.Çey.11	25.0	81.7	0.4	12.0	0.0
4.Çey.11	23.9	21.2	1.2	7.0	5.6

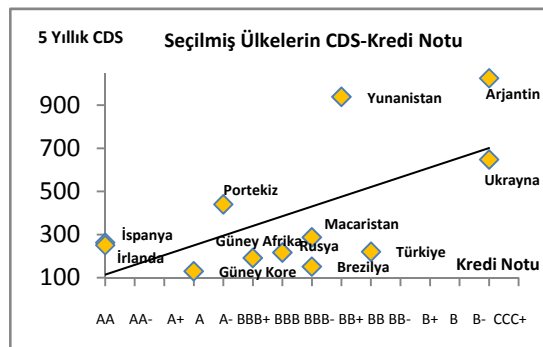
Kaynak: JP Morgan

OECD sınıflandırmasına göre, Borç Stokunun GSYH'nin %80'i ve bütçe açığının GSYH'nin %5'ini geçmesi durumunda ülke yüksek risk grubu kapsamında değerlendirilirken, Yunanistan, İtalya, İzlanda, Portekiz, Fransa, Japonya ve ABD yüksek risk grubunda olan ülkeler olarak dikkat çekmektedir. Bu sınıflandırmaya göre İspanya ve İrlanda ise orta risk grubunda olan ülkeler arasında bulunmaktadır. Yüksek borç yükü ve bütçe açığına sahip ülkeler arasında İtalya, Portekiz ve Yunanistan ile İspanya ve İrlanda'nın itfa programı incelendiğinde ise, Mayıs ayından itibaren 2010 yılında en yüksek itfa tutarına sahip ülkeler arasında 243.6 milyar euro ile İtalya, 77.3 milyar euro ile İspanya'nın ilk sıralarda yer aldığı, bu ülkeleri sırasıyla 24.7 milyar euro ile Yunanistan, 20.2 milyar euro ile Portekiz ve 9.5 milyar euro ile İrlanda'nın izlediği görülmektedir. 2011 yılında da yine İtalya 226 milyar euro, İspanya 90 milyar euro ve Yunanistan 42 milyar euro ile ilk üç sırada yer almaktadır. İtfa programı bakımından Temmuz ayında yapılacak İspanya'nın 30 milyar euroluk bono itfası Euro Bölgesi açısından büyük bir sınav olacaktır. Eğer bu yüklü itfa başarılı bir şekilde atlatılırsa, 2010 yılı itfa programının çok zorlanmadan yerine getirilebileceği düşünülebilir. Ancak bu gerçekleşse bile Euro Bölgesi ekonomilerinin sorunlarının bir gecede çözülebileceğini söylemek imkansız görünürken, kırılgan ekonomileri nedeniyle diğer Euro Bölgesi ülkelerinin de önümüzdeki dönemde Yunanistan'ın karşılaştığı türden risklerle karşılaşma ihtimali bulunmaktadır. Bu nedenle Yunanistan'a yapılan 110 milyar euro tutarındaki yardımın Euro Bölgesi'nin sorunlarını çözmediği, diğer ekonomilerin risklerinin halen devam ettiğini söylemek mümkündür.

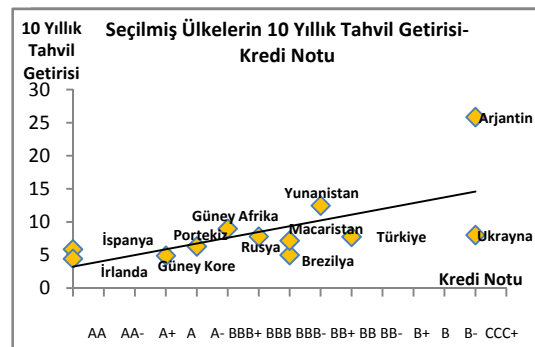
Piyasalar Üzerindeki Etkisi

Hali hazırda yapılan bu yardıma rağmen piyasalardaki olumsuz hava bu risklerin devam ettiğini ve yardım programına duyulan güvensizliği yansıtırken, Yunanistan'a yapılacak bu yardım piyasalar tarafından yetersiz bulunmaktadır.

Grafik 3



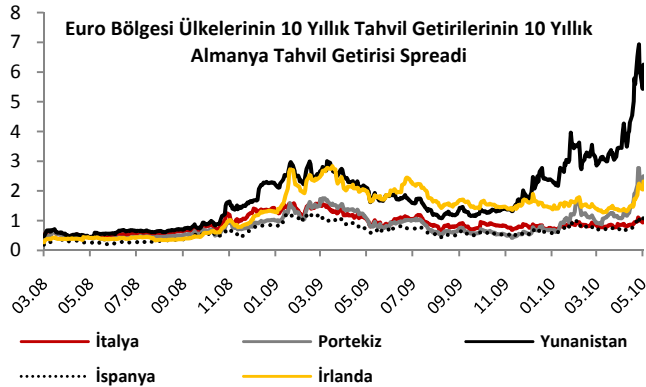
Grafik 4



Grafik 4

Piyasaların Yunanistan ile Portekiz ve İspanya'nın ard arda gelen not indirimlerinden oldukça etkilendiği izlenmiştir. Derecelendirme, bir ülkenin finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceğini tahmin etme üzere kullanılan, o ülkenin geçmiş ve bugünkü nitel ve nicel verilerine dayanarak yapılan bir sınıflandırma sistemi olarak tanımlanırken, kısaca borçlunun kredibilitesini, borcunu zamanında ve düzenli geri ödeme kapasitesini ölçmeye yaramaktadır. Dolayısıyla not indirimleri, o ülkenin borçlarını geri ödemekte zorlanabileceğine işaret etmektedir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu S&P'nin, Yunanistan'ın kredi notunu 3 kademe birden indirerek BB+'ya çekmesi, S&P'nin Yunanistan'ın borçlanma araçlarını artık yatırım yapılabilir olarak görmediğine işaret ederken, S&P'nin Yunanistan'ın ardından Portekiz'in notunu 2 kademe indirerek A+'dan A'ya, İspanya'nın notunu da AAA'dan AA'ya çekmesi, Yunanistan'dan sonra sıranın İspanya ve Portekiz'de olduğu düşüncelerinin kuvvetlenmesine neden olmuştur. Ülkelerin S&P kredi derecelendirme kuruluşundan alınan notlarının ve 5 yıllık CDS'lerinin saçılım grafiği incelendiğinde; CDS'i 950 seviyesinde olan Yunanistan'ın notunun BB+ olduğu görülürken, aynı CDS seviyelerine sahip olan Arjantin'in notunun CCC+ olduğu görülmektedir. Arjantin'in iç dinamiklerinin Yunanistan'dan oldukça farklı olduğu dikkate alınsa dahi, Yunanistan'ın mali dengelerindeki bozulmanın devam etmesi durumunda Yunanistan'ın notunun daha da düşürülmesi mümkün olabilecektir. Türkiye'ye baktığımızda ise makroekonomik olarak pek çok ülkeye göre daha stabil görüntüsünün yanı sıra 160 seviyelerinde seyreden 5 yıllık CDS'leri ile BB notunun üzerinde bir notu hak etmektedir. Ülkelerin kredi notları ve 10 yıllık tahvil getirileri ile çizdirilen saçılım grafiğinde ise, Yunanistan'ın regresyon eğrisinin üzerinde bir noktada yer alması dikkat çekmektedir. Bu durum kredi notu ile 10 yıllık tahvil getirisinin tutarlı olduğuna işaret etmektedir.

Grafik 5



Kaynak: Bloomberg

göstergesi kabul edilen Almanya tahvil getirisi ile spreadleri alınmıştır. Yunanistan tahvillerinin krizin başlangıcından itibaren en sert hareketi yaşadığı dikkat çekmektedir. Krizde dibin görüldüğü tarih olarak alınan 2009 Mart ayında bile tahvil getirilerinin bu denli yükselmediği görülürken, bu durum Euro Bölgesi'nin içinde bulunduğu borçlanma krizinin boyutlarını yansıtmaktadır. Yunanistan'ın ardından Portekiz'in 10 yıllık tahvil spreadinin de oldukça genişlediği görülmektedir. Portekiz'in yüksek kamu borcuna yönelik önlem almakta gecikmesi tahvil getirilerinde yukarı yönlü hareketi desteklemektedir.

Mayıs ayında 10.7 milyar euro itfası bulunan Yunanistan'ın itfa tarihi yaklaşmasına karşın borçlanma sorununa net bir çözüm getirememiş olması piyasalarda endişe yaratarak, bu dönemde tahvil getirilerinde yukarı yönlü sert hareketler yaşanmasına yol açmıştır. IMF ve Avrupa Birliği ortaklığında bir yardım planı açıklanması getirilerin bir miktar gerilemesine neden olsa da, Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil getirilerinde yeniden yukarı yönlü hareketler izlenmeye başlanmıştır. Tahvil getirilerinde görülen sert yükselişi görece yansıtmak bakımından Euro Bölgesi'nin

Grafik 6

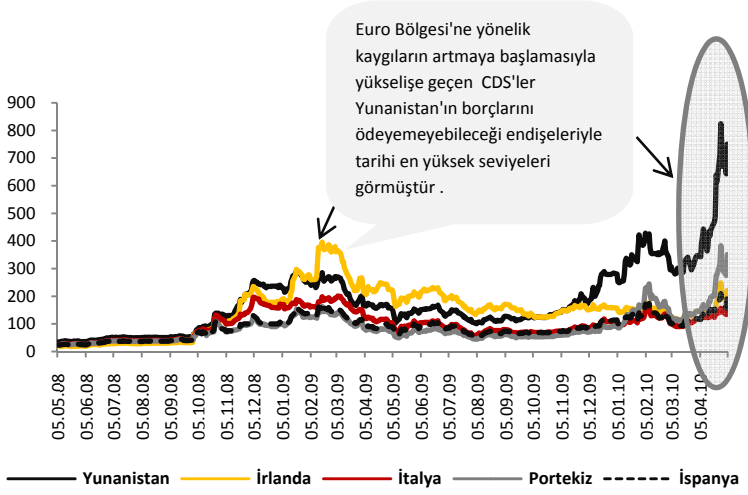


Kaynak: Bloomberg

Spreadlerin ardından Yunanistan'ın getiri eğrisinin tarihsel gelişimini incelemek için bugünkü, 1 hafta önceki, 1 ay önceki ve 3 ay önceki getiri eğrilerine bakıldığında, bugüne ait olan getiri eğrisinde söz konusu dönemlere ait getiri eğrilerine göre sert hareketler dikkat çekmektedir. Özellikle 2 yıllık ve 10 yıllık tahvillerde satış baskısı daha sert izlenirken, örece daha uzun vadeli olan 15 yıllık ve 30 yıllık tahvil getirilerinde

hareketler daha sınırlı kalmıştır. Getiri eğrisinde asıl dikkat çeken nokta ise, kısa vadeli olarak kabul edebileceğimiz 2 yıllık tahvil getirisinin 30 yıllık tahvil getirisinden daha yüksek olmasıdır. Bu durum kısa vadede Yunanistan'a olan güvensizliği yansıtmaktadır.

Grafik 7

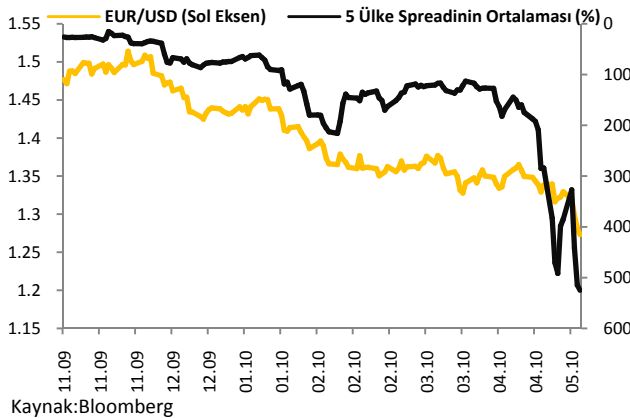


Kaynak: Bloomberg

Portekiz, İspanya, İrlanda ve İtalya'nın CDS'lerinde de aynı hareket yaşanmıştır. Yunanistan'ın CDS'leri 2010 yılının başından beri %62 artış kaydederken, Portekiz'in CDS'leri %78 oranında artış kaydetmiştir. İspanya İtalya ve İrlanda'nın CDS'lerinde de yukarı yönlü hareketler izlenmesine karşın, bu ülkelerin görece daha iyi konumda oldukları görülmektedir. İtalya ve İrlanda CDS'lerinin sırası ile 2009 Mart ayında gördüğü seviyelerin altında seyrettiği izlenirken, İspanya'nın 2009 Mart ayında gördüğü 170 seviyelerinin üzerini test ettiği görülmektedir. Bu durum makroekonomik göstergelerinde İtalya ve İrlanda'ya oranla daha kötü bir performans sergileyen İspanya açısından sürpriz görünmezken, İspanya'nın mali durumunun daha da kötüleşmesi CDS'lerinin daha da yükselmesi yönünde risk oluşturmaktadır. Öte yandan Yunanistan'a yönelik risk algılamasının artması CDS'leri yükselterek Yunanistan'ın borçlanma maliyetini artırmakta dolayısıyla da Yunanistan'ın mali açıdan daha zor durumda kalmasına neden olmaktadır. Diğer yandan CDS'lerdeki bu yükselişin anlaşma yapılmadan önce değil de anlaşma yapıldıktan sonra yaşanması, piyasasının Yunanistan'ın aldığı yardımları geri ödemede sorunlar yaşayabileceği beklentisini yansıtmaktadır.

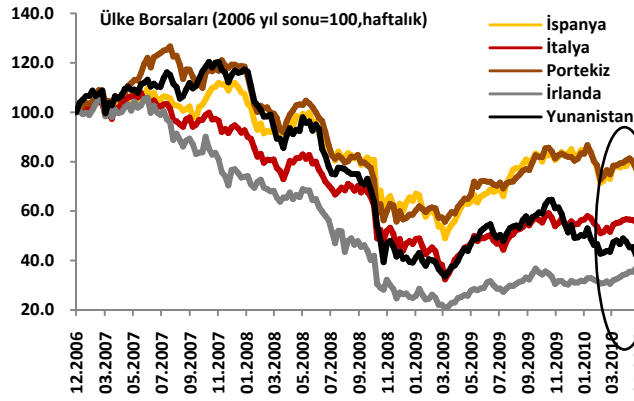
Euro Bölgesi'ne yönelik mali risklerin CDS piyasası üzerindeki etkileri tek başına incelendiğinde, Yunanistan'ın temerrüt riskine yönelik kaygılarla Yunan CDS'lerinin global krizin dibi gördüğü varsayılan Mart 2009'da 270 ile test ettiği tepe seviyelerinde üzerinde çıkarak 964 ile tarihi yeni rekor seviyeleri gördüğü dikkat çekmektedir. Mali durumları Yunanistan'a göre daha iyi olmasına karşın yüksek borçluluk oranları nedeniyle Yunanistan'dan sonra yüksek temerrüt riski taşıdığı düşünülen

Grafik 8



Euro bölgesi üyelerinin borç sorunları ortak para birimi euroda da sert değer kayıplarına neden olmaktadır. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi 2009'un son çeyreğinden itibaren dolar karşısında değer kaybeden euro, Yunanistan'a üç yıl içerisinde toplam 110 milyar euro yardım edileceğinin açıklanması sonrasında bir miktar toparlansa da, Yunanistan'ın yardım paketinin şartlarını karşılayamayacağı endişeleriyle değer kaybetmeye devam etmiştir. Borç krizinin Euro Bölgesi'ndeki diğer ülkelere de sıçrayacağı endişeleri ise EUR/USD paritesinin 1.25 ile son 14 ayın en düşük seviyelerini test etmesine neden olmuştur.

Grafik 9



Kaynak: Bloomberg

Olumsuz havanın etkisiyle borsalardaki satışların da yardım planına rağmen devam ettiği dikkati çekmektedir. Global piyasalarda görülen en yüksek seviye olan 2010 yılının Ocak ayının ilk haftasına göre ülke borsalarında en çok değer kaybeden hisse senedi piyasası %27 ile Yunanistan olurken, Yunanistan'ı %20 değer kaybı ile İspanya, %18 değer kaybı ile Portekiz ve %13 değer kaybı ile İtalya izlemektedir. İrlanda'nın hisse senetleri piyasasının ise Ocak ayına göre %5 değer kazandığı görülmektedir.

Uzunca bir süredir devam eden yüksek borç yüküne ilişkin endişeler ve korkulara ek olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz artırımını beklentileri ve finansal sektöre ilişkin yapılması gündemde olan düzenleme ve denetleme değişikliklerinin hisse senedi piyasalarında olumsuz etkisi hissedilmektedir. Bununla birlikte, 2010 yılında hisse senedi piyasalarında yaşanan konsolidasyon sürecine bağlı olarak bu durumu alım fırsatı olarak değerlendiren yatırımcıların bu piyasalardan kar elde etmeye devam etmesi beklenirken, bu alım fırsatının piyasaları bir miktar da olsa yeniden yukarı taşıması mümkün görünmektedir.

Sonuç:

Genel bir değerlendirme yapıldığında, Yunanistan'a yapılacak yardımın Yunanistan'ı kurtarmaya yetip yetmemesi, aslında paketin içerdiği kamu sektöründeki küçülme ve daha yüksek dolaylı vergiler gibi ağır şartların yerine getirilip getirilememesine bağlıdır. Bu noktada, ülkede hükümetin tasarruf önlemlerine karşı yapılan gösterilerin daha büyük kalabalıklarla tekrarlanması beklentileri ülkeye yönelik siyasi risk algılamasını da artırırken, bu tip eylemlerin hükümetin reform çabalarını zayıflatmasından endişe duyulmaktadır. Öte yandan yardım esasları çerçevesinde IMF tarafından üç çeyrekte bir yapılması kararlaştırılan kontrollerin de kritik öneme sahip olduğu düşünülmektedir. Söz konusu kontrollerin Yunanistan'a kredibilite sağlaması ve piyasalarda diğer kredi dilimlerinin serbest bırakılacağı beklentisi yaratması durumunda, global risk algılaması azalmaya başlayacaktır. Yunanistan'ın kararlı bir şekilde katı mali önlemleri uygulamaya devam etmesi, IMF kontrollerinin de bunu desteklemesi halinde kısa vadede piyasaların endişelendiği gibi Yunanistan'ın borcunun yeniden yapılandırılması gibi bir gelişme gerçekleşmeyebilir. Ancak tam tersi gelişmelerin yaşanması halinde ise Yunanistan ve diğer Euro Bölgesi ekonomilerine yönelik risklerin artmasıyla piyasalardaki sert hareketlerin devam etmesi beklenebilir. Öte yandan Yunanistan'ın ardından borç krizine girmesinden endişe duyulan Portekiz ve İspanya'da da benzer bir durumun yaşanması halinde AB'nin söz konusu ülkelere yüksek miktarda yardım yapamayacağı kaygıları halen devam etmektedir. Yani kısacası kısa vadede Euro Bölgesi'nde sular pek durulacak gibi gözükmemekte olup, euro ve piyasalardaki değer kaybının devam etmesi beklenmektedir.

Euro Bölgesi'nin Son Yardım Paketi

Geçtiğimiz haftalarda global piyasaları etkisi altına alarak sert kayıplara yol açan Euro Bölgesi'ne yönelik güvensizliğin sona ermesi için hafta sonu AB ve IMF tarafından yapılan görüşmeler sonucunda, 750 milyar euroluk yardım paketinin kısmen uygulamaya girmesiyle piyasalarda yeniden olumlu hava hakim olmuştur. Yeni yardım paketiyle piyasalardaki risk iştahının yeniden artmaya başladığı görülmekle birlikte, piyasalardaki çöşkulu havanınin yavaş yavaş temkinli hatta kaygılı bir havaya bıraktığı izlenmektedir. Bu çalışmada son açıklanan 750 milyar euro tutarındaki acil yardım paketinin zayıf ve güçlü tarafları, Euro Bölgesi'ne olası etkileri incelenmiştir.

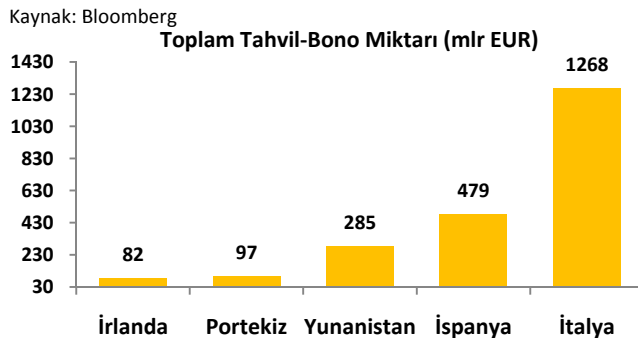
Tablo 1

Toplam 750 Milyar Euro	<ul style="list-style-type: none"> Euro Bölgesi -16 Ülke - 440 Milyar Euro, IMF - 250 Milyar Euro, AB Komisyonu - 60 Milyar Euro katkıda bulunacak.
Avrupa Merkez Bankası	<ul style="list-style-type: none"> Euro Bölgesi ülkelerinin devlet tahvillerinden alım yapacak. Kriz sırasında uyguladığı likidite önlemlerini yeniden devreye sokacak.
FED	<ul style="list-style-type: none"> Piyasalara dolar likiditesi sağlayacak. Avrupa ile yeniden swap işlemlerine başlayacak.
Japon Merkez Bankası	<ul style="list-style-type: none"> FED ile swap anlaşması yaptı. Günlük 2 trilyon yen fonlama yapacak.

Uzunca bir süredir piyasaları tedirgin eden borçlanma, itfa ve bütçe eksenli korkular, önceki hafta AB ve IMF tarafından Yunanistan'a verilecek 110 milyar euroluk yardım paketine rağmen devam etmiştir. Yunanistan ekonomisine ilişkin borç probleminin Yunanistan ile sınırlı kalmayıp Avrupa Bölgesi'nin geneline yayılabileceğine ilişkin endişeler piyasalarda sert hareketlere neden olurken, 110 milyar euronun AB'nin sorununu çözmeye yetmeyeceği görüşü

piyasalarda ağırlık kazanmıştır. Bu nedenle geçen hafta sonu Avrupa Birliği'nde zor durumda olan ülkelerin iflas riskini ortadan kaldırmak amacıyla Avrupa Birliği-ABD-Japonya ve IMF destekli 750 milyar euroluk bir acil destek paketi üzerinde anlaşmaya varılmıştır. Tablo 1'de ayrıntıları sunulan kurtarma paketine Euro Bölgesi'nin 16 üyesinden 440 milyar euro, AB üyesi ülkeler ve İngiltere'den 60 milyar euro ve IMF'den 250 milyar euroluk destek gelirken, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) tahvil alımlarına ek olarak FED ve Japonya Merkez Bankası'nın da dolar swap hatları açması, pakete duyulan güveni arttırmıştır. ECB'nin piyasalardan alacağı ülke tahvillerinin miktarı henüz netlik kazanmazken, Fed ve İngiltere Merkez Bankası (BoE) tarafından uygulanan tahvil alım programı, ECB'nin alacağı miktar açısından bir öngöründe bulunmamıza yardım edebilecektir. Bu bağlamda bir analiz yapıldığında, bu iki merkez bankasının tahvil alım programındaki temel amacının ülkenin fon ihtiyacını gidermek değil, para piyasalarını yeniden canlandırmak ve özel sektöre düşük faiz oranından fon temin etme imkanı sunmak olduğu, bu nedenle ECB için durumun biraz farklılık arz ettiği görülmektedir.

Grafik 1



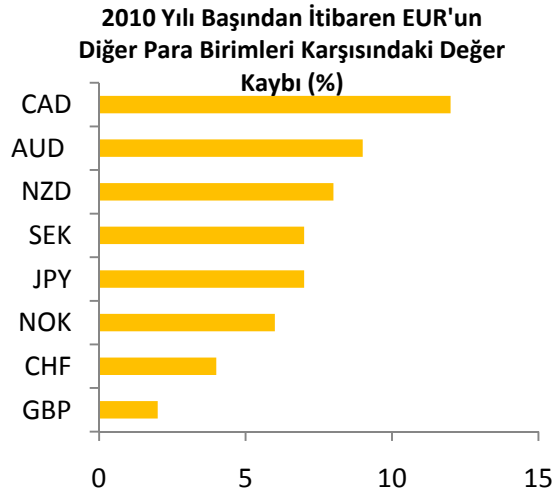
Fed 2008 yılındaki krizin ardından uyguladığı bu tür bir programla piyasalardan 300 milyar dolar tutarında Hazine tahvil alımı yaparken, bu miktar hükümetin toplam tahvil miktarının yaklaşık %5'ine karşılık gelmiştir. BoE ise 198 milyar GBP ile Fed'in çok üzerinde bir tahvil alım programı uygulamış, bu tutar da toplam tahvil ihracının %25'ini tekabül etmiştir. Bu bağlamda Euro

Bölgesi'nin yapacağı tahvil alımı değerlendirildiğinde ve İrlanda, Portekiz, Yunanistan, İspanya ve İtalya'nın toplam 2.2 trilyon euro tutarında tahvil miktarı olduğu göz önüne alındığında, İngiltere'nin ölçeği baz alınarak yapılan hesaplamada ECB'nin alım yapacağı miktarın yaklaşık 600 milyar euro olması beklenmektedir. Fed'in ölçeği baz alınarak yapılan hesaplamada ise ECB'nin alım yapacağı bono miktarı yaklaşık 110 milyar euro tutarında olmaktadır. ECB'nin sadece 60 milyar euro tutarında teminatlı bonoları almış olduğu ve bu tutarın bankaların elinde bulundurduğu toplam bonoların %5'i olduğu göz önüne alındığında, ECB'nin alım yapacağı miktarın 110 milyar euro olması çok daha muhtemel görünmektedir. Ancak, ECB'nin alım yapacağı kesin miktar şu aşamada ikincil derecede öneme sahip görünürken, ECB'nin bu programda istekli görünmesi daha önemli bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. ECB ancak bu şekilde piyasalara güven verebilecek olup, varolan problemle başa çıkılabilmesi ECB'nin tutumuna bağlı görünmektedir. ECB ayrıca, bu tahvil alımlarının likidite çekme operasyonları ile dengeleneceğini belirtirken, aksi bir durumda yüksek enflasyon, yüksek getiri oranı ve zayıf euro kaçınılmaz bir sonuç olarak ortaya çıkacaktır.

Yardım Paketlerinin Piyasalara Etkisi

Euro Bölgesi'ne yönelik kaygılarla sert hareketlerin yaşandığı yurtdışı piyasalarda ard arda açıklanan yardım paketlerinin piyasaları bir miktar rahatlatığı görülmüştür. Ancak ilerleyen günlerde piyasalardaki olumlu havanın yerini temkinli hatta kaygılı bir havaya bıraktığı dikkat çekmektedir.

Grafik 2



Grafik 3

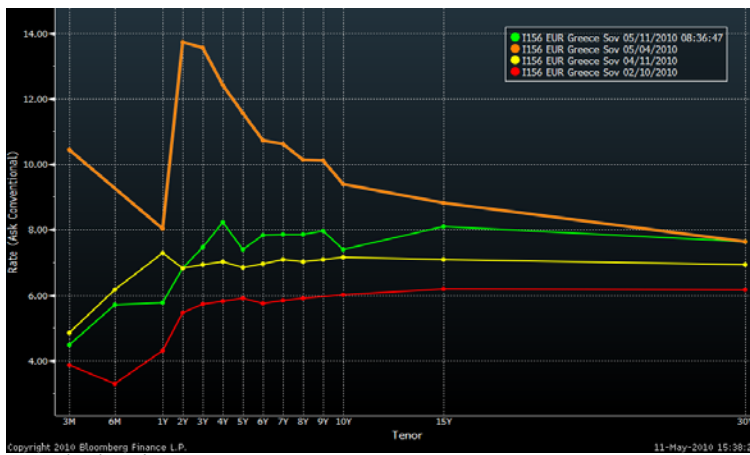


Yunanistan'ın AB ve IMF'den 110 milyar euroluk kredi almasına karşın Yunanistan'ın borçlarını çevirme yeteğine ilişkin kaygılar ve borç krizinin diğer ülkelere yayılabileceği endişeleri ile 1.25 seviyelerine kadar gerileyen EUR/USD paritesi, geçtiğimiz hafta sonunda AB ve IMF'nin sorunlu Avrupa ülkeleri için 750 milyar euroluk bir acil yardım paketi üzerinde anlaşmasının açıklanması ve Amerikan, Avrupa ve Japon Merkez Bankalarının ortak hareketleri sonucu aldıkları önlemler ile yeniden toparlanmaya başlamıştır. Olumlu bir yaklaşımla, euronun kısa vadede baskı altında kalmaya devam etse de, uzun vadede sorunlu ülkelerin katı maliye politikaları uygulamaları sonucunda borç seviyelerinin normale dönmesiyle yeniden değer kazanmaya başlaması beklenilebilir. Ancak katı önlemleri uygulamada başarısız olunması durumunda, borç krizi endişeleriyle 2010 yılında G10 ülkeleri para birimleri arasında en kötü performans sergileyen para birimi olan euronun kısa vadede güç kazanması pek de mümkün gözükmemektedir. Buna ek olarak, Merkez Bankalarının alınan son kararlar çerçevesinde, piyasadaki tahvil alımları ve karşılıklı swap hatlarını açmaları sonucunda piyasada euro likidite fazlası oluşmasının, euroda değer kaybına yol açabileceği düşünülmektedir. Bu çerçevede tıpkı Amerikan Merkez Bankası'nın kriz sırasında aldığı önlemler sonucu doların diğer para birimleri karşısında değer kaybettiği

gibi euronun da önümüzdeki dönemde, risk iştahındaki artışın artmaya devam etmesi halinde, özellikle riski ve getirisi yüksek para birimleri karşısında değer kaybetmesi mümkün görünmektedir. Bu bağlamda euronun dolar karşısında hemen olmasa da ilerleyen günlerde yeniden 1.25 hatta 1.20'lere kadar gerilemesi söz konusu olabilecektir. Bu analizi destekleyen bir diğer görüş, AB ve IMF tarafından ard arda açıklanan yardım paketlerinin ancak kısa vadeli çözüm sağlayabilecek olmasıdır. Bir başka deyişle, uzun vadede Euro Bölgesi'nde Yunanistan, İspanya ve Portekiz gibi yüksek borca sahip ülkelere yönelik kaygıların devam edebileceği ve krizin kolay kolay atlatılmayarak ileride başka ülkelere de yayılarak halihazırda ayrılan fonun yeterli olamayacağı endişelerinin euro üzerinde baskı yaratmaya devam etmesi beklenmektedir.

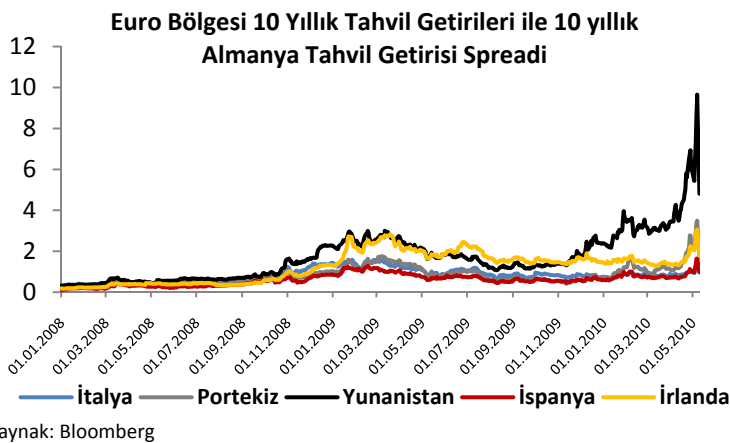
750 milyar euroluk son yardım paketinin tahvil ve bono piyasasında da önemli etkileri gözlenmiştir. Bu çerçevede tahvil-bono piyasasında yaşanan sert hareketleri ortaya koymak amacı ile Yunanistan'ın getiri eğrilerinin tarihsel hareketleri incelendiğinde şu tespitler yapılmıştır:

Grafik 4



3 ay önceki, 1 ay önceki, 1 hafta önceki getiri eğrisi ile bugüne ait olan getiri eğrisi arasındaki belirgin fark dikkat çekerken, bugüne ait getiri eğrisi piyasaların yardım paketine getirdiği olumluluğu yansıtmaktadır. Yardım paketinin içinde özellikle tahvil alım programının yer alması önemli görünürken, 1 hafta önce 10 yıllık tahvil getirilerini oldukça aşan 2 – 3 yıllık tahvil getirilerinin 1 ay önceki seviyelerine yaklaştığı görülmektedir. 3 ay önceki getiri eğrisinin ise daha düz bir şekle sahip olduğu dikkat çekmektedir. Kısa vadeli tahvillerde hareketin daha volatilite olduğu görülürken, Yunanistan'ın kredibilitesinin sarsılması ile birlikte sert satışların hakim olduğu kısa vadeli tahvilinde radikal önlemlerin alınması ile alım görülmüştür. Euro Bölgesi'nde yüksek kamu borcu ve bütçe açığı ile mücadele eden ülkelerin Hazine kağıtlarının büyük bir çoğunluğu yine Euro Bölgesi ülkeleri bankalarının ellinde olduğundan böyle büyük bir yardım sürpriz görünmemektedir.

Grafik 5

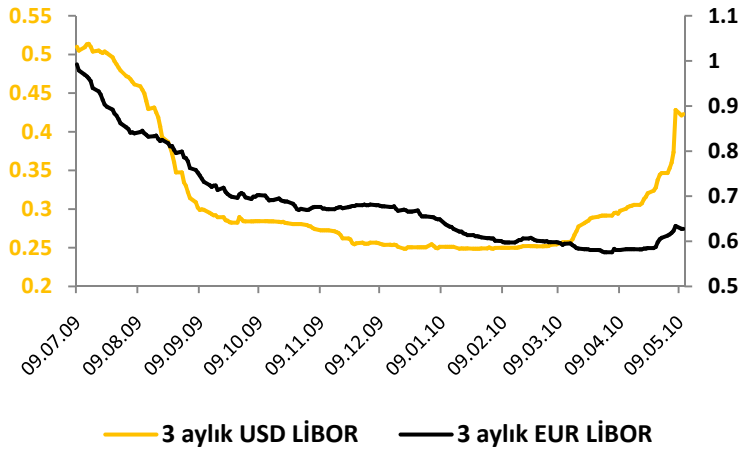


miktar azalmış gibi görünmekle birlikte, ECB'nin tahvil alım programının miktarına net bir bilgi verilmemesi ve

Son yardım paketinin açıklanmasıyla beraber 10 yıllık Yunanistan ile 10 yıllık Almanya tahvil getirisi arasındaki spread geçtiğimiz hafta sert bir şekilde daralmıştır. IMF'in yardımı onaylaması ile birlikte Yunanistan'ın IMF'in şartlarını sağlamada zorlanacağı ve geri ödemede sorunlar yaşayabileceği endişeleri ile 9.65 seviyelerine kadar yükselen spreadin 4.81 seviyelerine kadar çekilmesi piyasalarda dönüş başlıyor mu sorusunu gündeme getirmiştir. Şu an için endişeler bir

Euro Bölgesi'nin 440 milyar euroluk yardımı nasıl sağlayacağına yönelik belirsizlik pakete ilişkin endişeleri artırmaktadır. Önümüzdeki günlerde bu endişeleri ateşleyen yeni haberlerin gelmesi durumunda piyasalarda hakim olan olumlu havanın bozulması mümkün olabilecektir. Kısa vadede ise yüksek meblağlı Mayıs ayı itfasi öncesi Yunanistan'a kaynak sağlanması olumlu bir gelişme olarak görünmektedir. Bu nedenle Diğer yüksek borçluluk oranına sahip diğer Euro Bölgesi ülkelerinin 10 yıllık tahvil getirileri ile Almanya 10 yıllık tahvil getirisi arasındaki spread dikkat çekici şekilde daralmıştır. Bu hafta Portekiz ve İspanya'nın sıkı maliye politikası önlemleri açıklayacağı beklentisi, özellikle İspanya ve Portekiz'in spreadlerinin sırası ile 3.488 ve 1.642 seviyelerinden 1.696, 0.972 seviyelerine çekilmesine neden olmuştur.

Grafik 6



Diğer taraftan bankaların üç aylık dolar kredileri için ödedikleri faiz oranının (3 aylık libor) 9 ayın en yüksek seviyelerine yükselmesi, Avrupa'da borç krizinin diğer ülkelere de yayılması önlemek amacı ile uygulamaya konan 1 trilyon dolar değerindeki yardım paketinin, bankaları birbirlerine borç verme konusunda yeterince ikna edemediğini göstermektedir.

Kaynak: Bloomberg

Sonuç:

Genel olarak bir değerlendirme yapılacak olursa, AB ve IMF'in 750 milyar euroluk yardım paketi ile bir nevi Euro Bölgesi'nde yaşanan problemlerin görülenden daha büyük olduğunu ve borç sorununun Yunanistan'la sınırlı kalmadığını kabul ettiğini söylememek mümkündür. Son paketle Avrupa Birliği, Euro Bölgesi'ni toparlamak için zaman kazanmış olurken, krizin büyük bir hızla bölgenin tümüne yayılmasını engelleyecek tedbirler kısa vadede alınmıştır. Ancak paketin uygulanabilirliği konusunda artan endişeler, paketin piyasalar üzerindeki olumlu etkisinin kısa süreli olmasına yol açmıştır. Son yardım planına göre Euro Bölgesi ülkeleri 440 milyar euro ile paketin büyük bir kısmını karşılayacaklarını taahhüt ederken, Yunanistan'a benzer sorunları nedeniyle sıradaki ülkeler olarak görülen Portekiz ve İspanya'nın da paket de paylarının bulunması diğer bir endişe kaynağı olmaktadır. Dolayısıyla bu ülkelerin gerektiğinde kendilerine düşen yardım payını karşılayıp karşılayamayacağı konusunda şüpheler bulunmaktadır. Buna ek olarak paketin Euro Bölgesi ülkeleri Maliye Bakanları tarafından kabul edilmesine karşın, kaynak sağlayacak ülkelerin parlamentoları tarafından da yasal olarak kabul edilmesi şartı ile pakete katkı sağlayacak ülkelerin vatandaşlarının borçlu ülkelere finansal destek verme konusunda istekli olmayacakları da, diğer bir endişe unsuru olarak piyasaları rahatsız etmektedir. Bir önceki 110 milyar euroluk pakete Almanya'da açılan dava gibi diğer ülkelerde de benzer davaların açılabilceği düşünülmektedir. Ayrıca daha fazla yardım Yunanistan için daha ciddi önlemler anlamına gelirken, yardımı yapan ülkelerin Yunanistan'ın politikalarına daha çok müdahalede bulunmaları kaçınılmaz olacaktır.

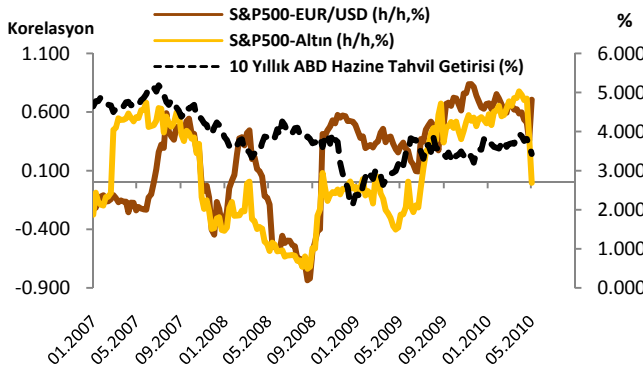
Sonuç olarak bu paketle ne Yunanistan krizi tamamen çözülmüş, ne de İspanya ve Portekiz problemlerinden kurtulmuştur. Sadece Euro Bölgesi ülkeleri yardımın miktarını arttırarak Yunanistan krizini ciddiye aldıklarını ve euronun istikrarını korumak için gereken tedbirleri alabileceklerini göstermişlerdir. Ancak, paketin ayrıntılarına ilişkin eksiklikler, Euro Bölgesi ülkelerinin bu parayı nereden ve nasıl sağlayacağına ilişkin belirsizlikler ve mali dengesizliklerin bundan sonra nasıl çözüleceğinin henüz belli olmaması, 110 milyar euroluk pakette olduğu gibi 750 milyar euroluk bu pakete de duyulan güveni azaltmaktadır.

Altındaki Yükseliş Nereye Kadar Sürecek?

Altın, geçmişten günümüze bir değişim ve değer saklama aracı olarak taşıdığı önemi korumaya devam etmektedir. Yaşadığımız krizle birlikte altına olan talebin, altının hem bir servet saklama aracı hem de güvenli bir yatırım aracı olma rolü gereği artması sonucu altın fiyatları, tarihi rekor seviyelere yükselmiştir. Bu çalışmada, son dönemde Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin endişelerin artmasıyla 2009 yılının sonunda test etmiş olduğu rekor seviyeleri yeniden kıran altın fiyatlarının yükselişinin arkasında yatan nedenler ve altın fiyatlarının daha nereye kadar yükselebileceği incelenmiştir.

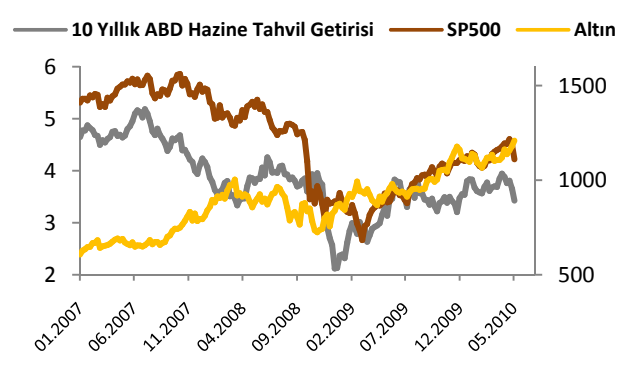
Altın, madende çıkarılan katı bir madde olması sebebiyle önceleri daha çok tasarruf amacıyla kullanılırken, artık, piyasalarda likit bir varlık olarak da işlem görmektedir. Söz konusu durum, altının piyasalardaki gelişmelere anında tepki vermesine ve fiyatların koşullara göre anında hareket etmesine neden olmaktadır. Bu durum, altındaki hareketlerin daha çok takip edilmesine dolayısıyla altın fiyatlarını etkileyen unsurların merak edilmesine neden olmaktadır. Altın madenden çıkarılan bir madde olması sebebiyle, hızlı bir şekilde çıkarımı artmayacağından dolayı, altının inelastik bir arz eğrisi olduğu dikkati çekerken, talep kaynaklı gelişmelerin altının hareketlerinde daha belirleyici bir rol oynadığı görülmektedir. Altın talebini etkileyen faktörler neler diye düşünecek olursak altın, ons başına dolar cinsinden satıldığından dolayı, doların hareketleri altın açısından önemli olurken, piyasalardaki para miktarı, dolayısıyla da dolara olan talep ve doların değeri altın fiyatlarını belirlemede etkili olmaktadır. Ayrıca altının kağıt paraya nazaran aslında değişmeyen bir satın alınma gücüne sahip olması da altının enflasyon dönemlerinde cazibesini arttıran bir yatırım aracı olmasına neden olurken, bu özelliği altının güvenli bir yatırım aracı olmasını sağlamaktadır.

Grafik 1



Kaynak: Bloomberg

Grafik 2



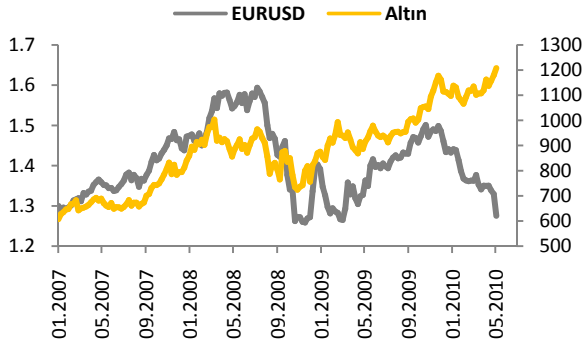
Kaynak: Bloomberg

Altın gerçekten güvenli liman alımlarıyla mı yükseliyor sorusunun cevabını bulabilmek için 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisi ile S&P500 - EUR/USD ve S&P500 - Altın arasındaki korelasyon (13 haftalık periyotlar halinde) incelenmiştir. 2007 yılında yaşanan krizin ardından 10 yıllık ABD Hazine tahvillerine gelen güvenli liman alımlarıyla getiri oranları gerilerken, S&P500 ile EUR/USD ve Altın arasındaki korelasyon negatif olmuş, -0.80 seviyelerine kadar yükselmiştir. Ancak bu korelasyon 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren zayıflarken, piyasalarda 2009 yılının Mart ayından itibaren yaşanan toparlanmayla beraber, Haziran ayında 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisi %3.8 ile zirve seviyesine yükselmiştir. Bu yükselişle birlikte S&P500 ve EUR/USD ile altın arasındaki korelasyon yeniden güçlenirken, hem borsalar hem de altın yükseliş trendine girmiştir. Hisse senetlerinin riskli varlıklar olduğu ve 2009 yılının ikinci yarısından itibaren hem borsaların hem de altın fiyatlarının eş zamanlı olarak yükseldiği bir ortamda altın fiyatlarındaki yükselişin altında yatan nedenin güvenli liman alımları olduğunu söylemek güç görünmektedir. Bu dönemdeki yükselişin en önemli nedeni doların uluslararası piyasalardaki değer kaybı olurken, dolarla fiyatlanan altına olan talebin artması olmuştur. Ayrıca zayıf dolar ve altın fiyatlarındaki yükseliş enflasyon beklentilerini de arttırırken, enflasyon beklentilerindeki artış da altın fiyatlarının yukarı yönlü hareketini desteklemektedir. Krizin ardından Fed'in diğer merkez bankalarının

piyasaya sürdüğü likidite miktarındaki artış ve uyguladıkları düşük faiz politikaları krizin etkileri hafifletmekle birlikte, enflasyon beklentilerinde de artışa yol açmıştır.

Diğer taraftan Euro Bölgesi'ne ilişkin endişelerin artmasıyla birlikte altının son dönemdeki (özellikle de son bir kaç haftadaki) hareketi incelendiğinde, risk algılamalarındaki artışa paralel olarak borsalar gerilerken, güvenli liman olarak görülen ABD Hazine tahvillerine ve altına alım geldiği dikkati çekmektedir. Böylece altın 2009 yılının Aralık ayında 1,226 dolarla gördüğü rekor seviyeyi kırarak 2010 yılının Mayıs ayının ortalarında 1,250 dolar seviyelerine kadar yükselmiştir.

Grafik 3



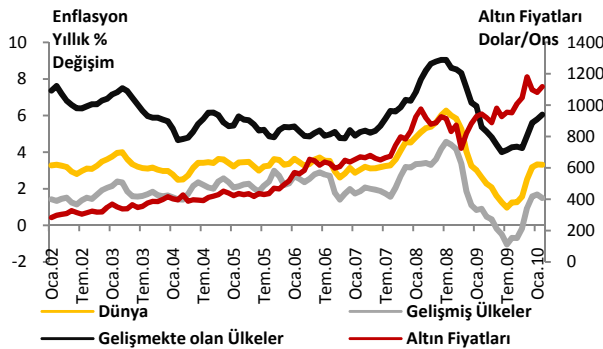
Kaynak: Bloomberg

unsurlar farklılık gösterirken, piyasaların hareketini açıklamak için tek bir faktörden söz etmek imkansız görünmektedir.

Altın Fiyatları ve Enflasyon İlişkisi

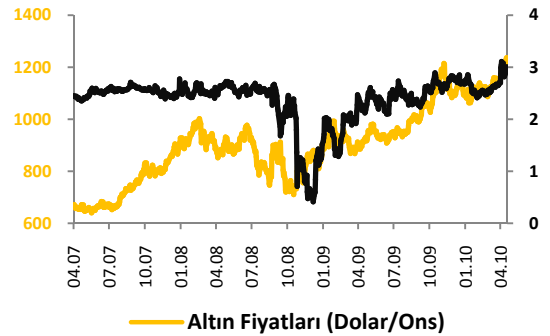
Yukarıda da belirttiğimiz gibi altın fiyatlarının güvenli liman alımlarının yanısıra enflasyonist kaygılarla da arttığı bilinmektedir. Nitekim geçmiş yıllarda global enflasyon ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranı ile altın fiyatlarının hareketleri incelendiğinde (Bkz. Grafik 4), enflasyon oranı arttığında altın fiyatlarının da arttığı açıkça görülmektedir. Enflasyon oranındaki artış gibi gelecekteki enflasyon oranına dair beklentiler de altın fiyatları üzerinde etkili olabilmektedir (Bkz. Grafik 5). Global piyasalarda gelecek dönem enflasyonuna dair bir gösterge olarak kabul edilen ABD'nin 5 yıllık başabaş enflasyonu ile altın fiyatlarının hareketleri incelendiğinde, halihazırda enflasyon oranlarının düşük olmasına karşın önümüzdeki döneme ilişkin artış beklentilerinin, enflasyondan korunma amacıyla altına olan talebi artırdığı dolayısıyla altın fiyatlarının tarihi rekor seviyelere yükseldiği görülmektedir.

Grafik 4



Kaynak: IMF, Bloomberg

Grafik 5

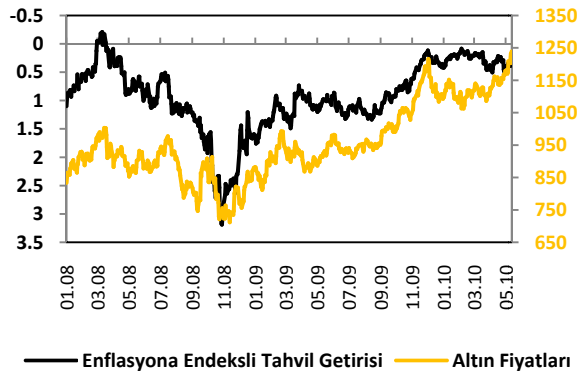


Kaynak: JP Morgan

Euro Bölgesi ekonomilerine yönelik endişelerin AB ve IMF tarafından ard arda açıklanan 2 yardım paketine rağmen giderilememesi altına güvenli liman alımı getirirken, diğer taraftan pakete ek olarak Avrupa Merkez Bankası'nın yeniden tahvil alımına başlaması para arzının dolayısıyla enflasyonun artacağı endişesi doğurmaktadır. Kriz sırasında ABD'nin açıkladığı yüklü kurtarma paketlerinin ardından, şimdi de Avrupa'nın yüklü kurtarma paketleri açıklaması da piyasalardaki enflasyon endişelerine destek veren bir diğer unsur olmaktadır. Tüm bu endişeler altının son dönemde ulaştığı tarihi rekor seviyeleri açıklamaktadır. Bu endişenin pek de yersiz olmadığı, gelişmiş ülke merkez bankalarının büyümeyi frenlememek için faiz artırımlarını geciktirmeye devam etmeleri durumunda önümüzdeki dönemde yüksek enflasyon oranlarının kaçınılmaz olacağı düşünülmektedir.

Altın fiyatları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi anlamak için yapılan bir diğer analizde de, altın fiyatları ile enflasyona endeksli tahvil getirileri arasındaki yüksek korelasyon dikkat çekmektedir. Bunun temel nedeni altının yalnızca bir güvenli liman yatırım aracı olmayıp aynı zamanda enflasyon beklentilerinin de göstergesi niteliği taşımasıdır.

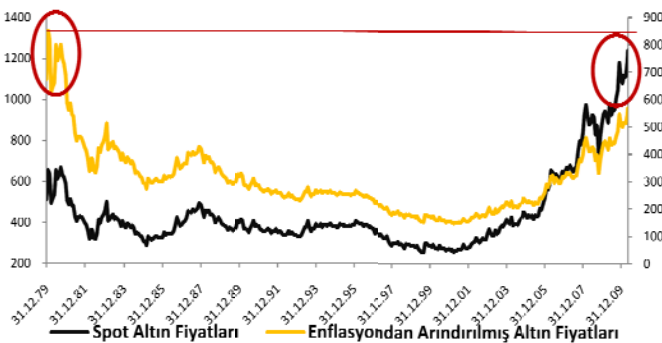
Grafik 6



Kaynak: Bloomberg

hareketinin ardından geçtiğimiz hafta yeniden yukarı yönlü bir ivme kazanması önemli görünmektedir. Altın fiyatları ile 5 yıllık enflasyona endeksli tahvil getirisinin 2008 yılının Ekim ayından beri ilk kez kesişmesi dikkat çekerken, 2008 yılı Ekim ayında yaşanan hareketin ardından altın yön değiştirmiştir. Ancak alınan likidite önlemleri dikkate alındığında, 5 yıllık enflasyona endeksli tahvil getirisinin negatife gerilemesi ile altın fiyatlarında hareket sertleşebilecektir.

Grafik 7

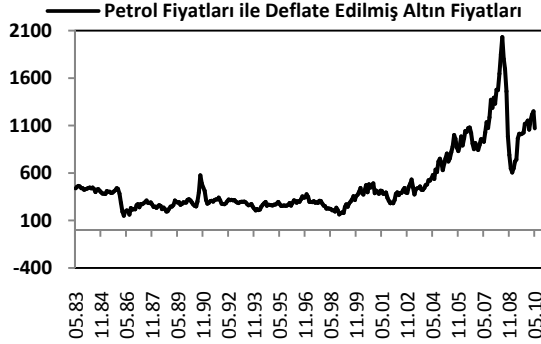


Kaynak: IMF, Bloomberg

FED'in 2008 yılı sonunda krizin etkilerini hafifletmek amacı ile aldığı likidite önlemleri enflasyon beklentilerinin kuvvetlenmesine neden olurken, altının 2008 yılının sonundan itibaren yükseliş trendine girdiği görülmektedir. Son dönemde Euro Bölgesi borç krizinin etkilerini hafifletmek amacı ile gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının koordineli şekilde aldığı likidite önlemlerinin enflasyonist baskı yaratabileceği beklentisi, altın fiyatlarına destek vermektedir. Bu çerçevede 2010 yılı başında %0.00'a yakın seyreden 5 yıllık gösterge enflasyona endeksli tahvil getirisinin, Mart ayındaki aşağı yönlü

Öte yandan altın fiyatları enflasyondan arındırıldığında, 1980 yılının Ocak ayında gördüğü tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 2,287 dolardan (873 dolarının ABD Çalışma Bakanlığı hesaplamalarına göre karşılığı) %45 daha düşük seviyede olması altın fiyatlarının artmaya devam edebileceği kaygılarını kuvvetlendirmektedir.

Grafik 8



Kaynak: Vakıfbank, Reuters

Dolar/Ons seviyelerinde olması gerektiğine işaret etmektedir. Ancak son dönemde alınan likidite önlemleri dikkate alındığında; altında kritik direnç seviyelerinin de kırılması ile yukarı yönlü hareket hızlanabilir. Yaşanan krizin ardından başta FED olmak üzere pek çok merkez bankasının aldığı likidite önlemleri 2008 yılında altının üst üste rekorlar kırmasına neden olmuştur. 2008 yılının Haziran ayında altındaki yükselişe petrolün de arz kaygıları ile 140 seviyelerine yükselerek eşlik etmesi ile birlikte, petrol fiyatlarından arındırılmış altın fiyatları 2030 seviyelerine kadar yükselmiştir. Bu bağlamda önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarının da yukarı yönlü bir ivme kazanması durumunda petrol fiyatları ile deflate edilmiş altın fiyatlarında da daha sert yükselişler görülebilecektir.

Ancak grafik 7 ve grafik 8'deki analizler birlikte değerlendirildiğinde, altın fiyatları açısından petrole deflate edilmiş ve 1,070 dolara işaret eden altın fiyatları mı yoksa enflasyondan arındırılmış ve daha da yükselebileceği düşünülen ve petolle arındırılmış seviyesine göre %20 daha değerli görünen altın fiyatları mı baz alınacak gibi bir soru akıllara gelmektedir. Böyle bir durumda altının da petrol gibi diğer emtialarla paralel hareket ettiği yani ekonomiye ilişkin endişeler nedeniyle altına gelen güvenli liman alımlarının olmadığı bir durumda altındaki değerlenmenin aşırı olduğu ve kazanımlarının geri verilebileceği beklenebilir. Ancak ekonomiye ilişkin endişelerin ve para miktarının arttığı bir ortamda değersizleşen para nedeniyle değer saklama aracı olan altına gelen güvenli liman alımları altının ekonominin normal dönemlerine göre değerinin daha da artmasına neden olmaktadır. Bu nedenle ekonomideki endişelerin devam etmesi durumunda altındaki yükselişin devam edeceği söylenebilirken, ancak ekonominin normal dönemlerinde altındaki hareketin yeniden 1,000 dolara doğru gevşemesi mümkün olabilecektir.

Sonuç:

Genel olarak bir değerlendirme yapıldığında, altın bir yandan arzının sınırlı olması nedeniyle her ülkede ve her dönemde cazip bir tasarruf ve yatırım aracı olma özelliğini korurken, diğer yandan altının ekonomik ve politik istikrarsızlıklardan kolayca etkilenecek sert dalgalanmalar yaşayan bir yatırım aracı olduğunu söylemek mümkündür. Bu durumun en yakın ve çarpıcı örneği, altının son günlerde piyasadaki olumsuz gelişmelerden etkilenecek, Lehman Brothers'ın çöktüğü 2008'de gördüğü seviyelerin de üzerinde yeni rekor seviyelere yükselmesidir. Önce 1.233 dolar/ons seviyesini gören altın fiyatları, daha sonra 1.250 dolar/ons seviyesini görmüştür. Avrupa'da ortaya çıkan borç krizi dolayısıyla Yunanistan ve diğer Avrupa ülkelerinin ekonomik sorunlarının devam etmesi, bu yüzden sağlanacak acil yardım fonunun döviz kurlarında baskı yaratacağı korkusu ve bunun yanısıra ABD borsalarında yaşanan panik ve yoğun satış dalgası ile ortaya çıkan olumsuz koşullar tüm piyasaları sert bir şekilde aşağı çekerken, güvenli liman alımları ile altın değer kazanan tek enstrüman olmuştur. Altın piyasasındaki işlemciler, altın fiyatlarının bu yükselişindeki en büyük nedenin, devlet tahvili alımı ile sağlanan likiditenin enflasyon baskısı yaratacağı korkusu ile Almanya ve İsviçre'den gelen yoğun talep olduğunu belirtmektedir. Aslında burada dikkat çeken en önemli nokta, genellikle aralarında ters korelasyon olan altın ve dolarda, son 14 aydır aksi bir durum yaşanarak altının dolara paralel hareket ediyor

olmasıdır. Avrupa'da yaşanan gelişmeler sonucu piyasalara duyulan güvensizlik nedeniyle EUR/USD paritesi dolar lehine hareket ederken, güvenli liman olması nedeniyle de altın fiyatları değer kazanmaktadır. Euro Bölgesi'ne yönelik risklerin global büyüme senaryosunu tehdit etmesiyle artan risk algılamasına bağlı olarak hızlı bir yükseliş kaydeden altının bu aşamadan sonra nasıl bir yön izleyeceği önem taşımaktadır. Global trendle ilgili öngörülerin sürekli yön değiştirdiği mevcut ekonomik ortamda altın, piyasaya yönelik endişelerin artması durumunda güvenilir yatırım aracı olarak görülmeye devam edecektir. Buna bağlı olarak önümüzdeki günlerde altın fiyatlarının, hem güvenli liman olması gerekçesi ile hem de düşük faiz ortamında yatırımcıların başka enstrümanlara yatırım yapma imkanlarının kısıtlı olması nedeniyle yükselmeye devam etmesi ve ons başına 1,300 seviyelerine kadar çıkması mümkün olabilecektir.

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Eroğlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312-455 84 89
Bilge Özalp Türkarşlan	Ekonomist	bilge.ozalpturkars@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Araştırmacı	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Naime Doğan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

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