

İÇİNDEKİLER

❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

2010 yılında GSYİH reel bazda %8.9 oranında büyümüştür...

Dördüncü çeyrek büyüme verileri ve yapılan revizyonlarla birlikte Türkiye ekonomisi 2010 yılında %8.9 oranında kriz öncesi ortalamasının üzerinde bir büyüme performansı sergilemiştir. 2010 yılında yakalanan güçlü büyüme verileri ardından bu performansın baz etkisinin terse dönmesiyle 2011 yılında ise zayıflaması mümkün olabilir.

Enflasyon 40 yılın en düşük seviyesinde seyretimeye devam ediyor...

Mart ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.66 artış yönünde olan piyasa beklentilerinin ve %0.75 artış yönünde olan bizim beklentimizin altında %0.42 oranında gerçekleşmiştir. Böylece yıllık bazda TÜFE, %4.16 seviyesinden Mart ayında %3.99 seviyesine gerilemiştir. Yılın ilk çeyreğinde baz etkisi ile yıllık enflasyon TCMB'nin orta ve uzun vadeli hedefinin oldukça altına gerilerken, ilk çeyreğin ardından olumlu baz etkisinin hafiflemesi ile birlikte enflasyonda yeniden yukarı yönlü hareketlerin yaşanmasını bekliyoruz.

Cari İşlemler Açığının Finansman Kalitesinde Henüz Bir Düzeltme Görülüyor

Türkiye'de cari işlemler açığı Şubat 2011 itibarıyla 12 aylık toplamda 54.8 milyar dolar ile tarihi rekor seviyelere ulaşırken, bu durum Türkiye'nin artan emtia fiyatlarından olumsuz etkilenmeye devam edeceği ve dış ticaret açığının sürebileceği endişelerine yol açmaktadır. Diğer yandan cari işlemler açığının yüksek seyrini koruduğu bir ortamda ülkeye sermaye girişinin güçlü olduğu görülürken, finans hesabındaki yükseliş de devam etmektedir.

2011 yılının ilk çeyreğinde bütçe olumlu bir performans sergilemeye devam etti

Mart ayında bütçenin 6.1 milyar TL açık vermesi ile birlikte, 2011 yılının ilk 2 ayında fazla veren bütçe Ocak-Mart döneminde 4.1 milyar TL açık vermiştir. Bütçe açığının bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %65 azaldığı dikkat çekerken, bütçenin olumlu performansında özellikle güçlü yurtiçi talebe bağlı olarak hükümetin vergi tahsilatının artması ve harcamalarda yaşanan artışın gelirlerde yaşanan artışın gerisinde kalması etkili olmuştur.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Faiz Artırımlarının Piyasalar Üzerindeki Etkileri: Fed ve ECB Faiz Artırımları

Asya ve Latin Amerika'da hızlı enflasyon artışına bağlı olarak pek çok gelişmekte olan ülkenin kademeli faiz artırımına gittiği dönemde, piyasalarda Amerika Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) alacağı faiz kararları merakla beklenmektedir. Geçmişten bu yana Fed'in faiz kararları, piyasaların en önemli göstergesi olarak, para akışının yönünü belirlemiştir.

Yeni bir teknoloji balonu mu?

2007 yılının sonunda ABD'de başlayan ve hızla küresel bazda yayılan finansal krizin ardından varlık piyasalarına yönelik balon oluşumu tartışmaları yeniden hızlanmıştır. 90'lı yılların son döneminde teknoloji şirketlerinin hisselerinde hızlı ve sert yükselişlerin görülmesi ve ardından ani bir düşüş trendinin başlayarak tüm hisse senedi piyasalarında bir düzeltmenin görülmesi (dot-com) benzer bir sürecin günümüzde yaşanıp yaşanmadığı konusundaki soru işaretlerini doğurmuştur.

ECB faiz artırdı, Fed faiz artırımına ne zaman başlayacak?

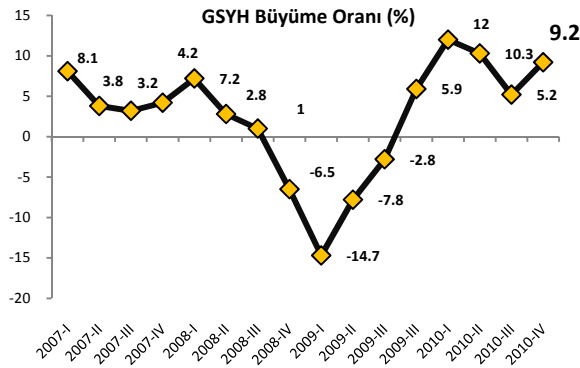
Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz artırımına gitmesinin ardından Fed'in faiz artırımına ne zaman başlayacağı piyasalarda tartışılmaya başlanmıştır. Bu çalışmada, geçmişte para politikalarında paralellik gösteren iki merkez bankasının son faiz kararıyla ayrışmasının arkasındaki nedenler büyüme, enflasyon ve işsizlik oranları kapsamında incelenerek, Fed'in ne zaman faiz artırımına gidebileceği sorusuna cevap aranmıştır.

Artan Sermaye Akımlarına Karşı IMF'den Yeni Yaklaşımlar

Son dönemde gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) doğru artan sermaye akımları dikkat çekerken, Uluslararası Para Fonu (IMF) yayınladığı "Sermaye Akımlarının Yönetiminde Son Deneyimler (Recent Experiences in Managing Capital Inflows)" adlı raporda, GOÜ'lerde istikrarsızlığa neden olan sermaye akımlarını denetim altına almak için ne gibi sınırlamalar yapılabileceğine dair önerilerde bulunmuştur.

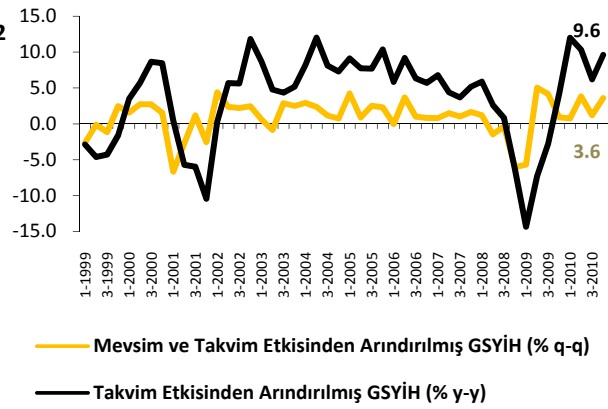
2010 yılında GSYİH reel bazda %8.9 oranında büyümüştür

Grafik-1



Kaynak: TÜİK

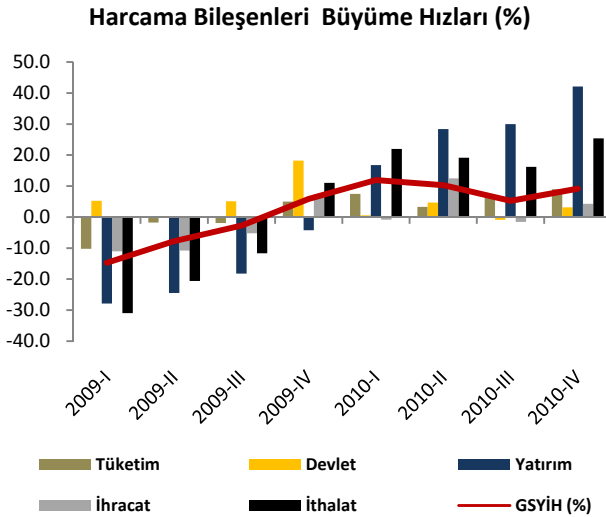
Grafik-2



Kaynak: TÜİK

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) 2010 yılı son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla %9.2 oranında büyüyerek 28,015 milyon TL olmuştur. Takvim etkisinden arındırılmış sabit fiyatlarla GSYİH 2010 yılı son üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %9.6'lık artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH değeri bir önceki döneme göre %3.6 artmıştır. Türkiye İstatistik Kurumu önceki çeyrekler için büyüme verilerini revize ederken, I. çeyrek büyüme oranını %11.7'den %12.0'ye yükseltmiş, III.çeyrek büyüme oranını ise %5.5'ten %5.2'a düşürülmüştür. Böylece 2010 yılı toplamında GSYİH değeri sabit fiyatlarla %8.9'luk artışla 105,680 milyon TL olmuştur. 2010 yılında kişi başına GSYİH değeri ise cari fiyatlarla 15,138 TL, ABD doları cinsinden 10,079 dolar olarak hesaplanmıştır.

Grafik-3

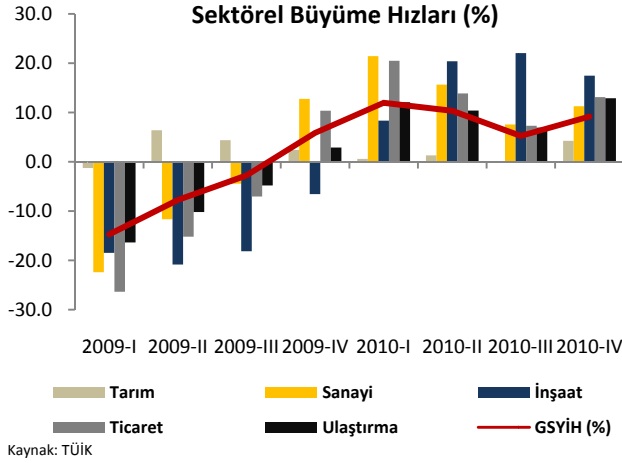


Kaynak: TÜİK

Büyüme verileri harcamalar yöntemiyle incelendiğinde, yılın son çeyreğinde yatırım harcamalarında yaşanan %42.1 oranındaki güçlü artış dikkat çekmektedir. Söz konusu grubun 4. çeyrekte büyümeye en yüksek katkısı yaptığı dikkat çekmektedir (8.81 puan). Yıl boyu çift haneli büyüyen yatırım harcamalarının 5.95 puan ile yine yıllık büyüme performansına en yüksek katkısı yapan harcama grubu olduğu görülmektedir. Yatırım harcamalarındaki söz konusu artışta özel sektör yatırımlarında yıl boyu yaşanan %33.5 oranındaki artışın rol oynadığı görülürken (katkısı 5.36 puan), kamu sektörü yatırımlarının %15.1 oranındaki artışla katkısının 0.58 puan ile sınırlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla 2010 yılı büyüme rakamlarında yatırımlarda özellikle özel sektör yatırımlarında yaşanan sert artış en önemli gelişmeyken, bu durum önümüzdeki dönemde büyüme performansının sürdürülebilirliğine ilişkin olumlu bir tablo çizmektedir. Diğer harcama kalemleri incelendiğinde ise, 2010 yılı son çeyreğinde yerleşik hanehalkları tüketiminin %9 oranında artarak dördüncü çeyrek büyüme oranına 6.23 puan katkı yaptığı görülmektedir. Yılın en yüksek artışını yaşayan tüketim harcamalarının 2010 yılı toplam büyümesine katkısı ise 4.63 ile yatırımların arkasında kalmıştır. Bu durum tüketime dayalı bir büyüme modeline sahip Türkiye ekonomisi için sürpriz bir gelişme olarak dikkat çekmektedir. Devletin nihai tüketim harcamaları ise, 2010 yılı son çeyreğinde büyümeye 0.45 puanlık katkı

sağlarken, yıl genelinde %2 oranında artan ana harcama grubunun yıllık GSYİH'ya katkısı 0.23 puan olmuştur. Yılın son çeyreğinde ihracat ise %4.3 oranında artarken, ithalattaki sert yükselişle (%25.4) beraber net ihracatın büyümeye olan katkısı beklentilerimize paralel olarak negatif gerçekleşmiştir (-5.59 puan). Yıl genelinde ise net ihracatın büyümeye katkısı -4.35 puan olduğu hesaplanmaktadır.

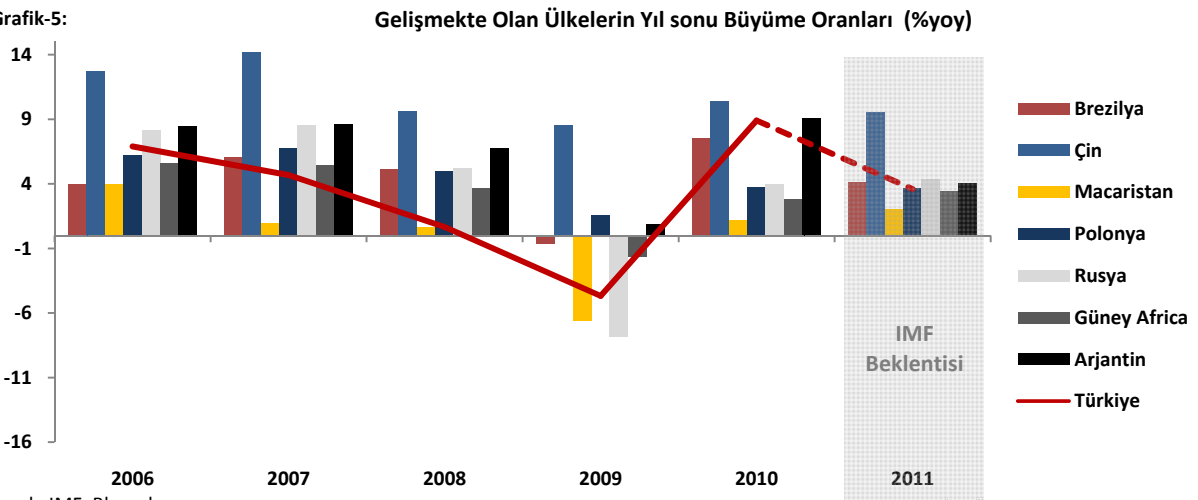
Grafik-4:



Büyüme verilerinin detayları üretim tarafından incelendiğinde ise, 2010 yılı son çeyreğinde sanayi sektörünün %11.3 oranında artış yaşayarak büyümeye 2.6 puan ile en yüksek katkı yaptığı görülmektedir. Yıl genelinde ise %13.6 büyüyen sektörün 2010 yılı büyümesine katkısı 3.15 puan ile yine en yüksek olan sektör olmuştur. Dördüncü çeyrekte sanayi sektörünün ardından, yükseliş yönünde katkı sağladığı dikkat çeken diğer sektörler ise, yıllık %13.1 artış gösteren toptan ve perakende ticaret ile %12.9 yıllık büyüme sergileyen ulaştırma sektörü olmuştur. Söz konusu

sektörlerin yıl genelinde de sanayi ardından hızlı büyüyen sektörler olarak dikkat çekerken, 2010 yılı büyümesine katkıları sırasıyla 1.62 puan ve 1.50 puan olduğu görülmektedir. 2010 yılı büyüme verilerindeki bir diğer olumlu gelişme ise inşaat sektöründe yaşanan toparlanmadır. 2009 yılında sert bir şekilde daralan inşaat sektörünün yılın ilk çeyreğinde olumlu baz etkisiyle %8.3 oranında büyümesinin ardından, ekonomideki olumlu havanın da etkisiyle 2010 yılının son üç çeyreğinde oldukça güçlü bir görünüm sergilediği ve yılın son çeyreğinde yıllık bazda %17.5 oranında büyüyerek GSYİH'ya 0.90 puan katkı sağladığı görülmüştür. Yıl genelinde ise %17.1 ile en sert büyüme oranına sahip olan sektörün, yıl sonu büyüme oranına katkısı 0.89 puan olmuştur. Dördüncü çeyrekte tarım ve balıkçılık sektörlerinde yaşanan sırasıyla %4.3 ve %18.4 oranındaki artışlar da yine dikkat çeken bir gelişmedir. Tarım sektöründe yaşanan söz konusu artış büyümenin beklentimizin üzerinde kalmasında etkili olmuştur. Yıl genelinde ise tarım sektörünün büyümeye katkısının 0.12 puan ile sınırlı olduğu görülmektedir.

Grafik-5:



Kaynak: IMF, Bloomberg

Gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) yıllık büyüme oranları incelendiğinde, dünyanın en büyük ülkelerinden biri haline geleceği öngörülen Çin'in 2006'dan bu yana diğer ülkelere nazaran daha istikrarlı ve pozitif bir büyüme trendi sergilediği gözlenirken, global krizin etkilerinin daha da belirginleştiği 2009 yılında büyüme oranlarının

GOÜ'lerde genelde negatif bir seyirde olduğu görülmektedir. 2009 yılsonunda -%4.8 küçülen Türkiye GSYİH'sinin, 2008 yılında %5.2 oranında pozitif bir görünüm sergilemesine rağmen 2009 yılında -%7.9 küçülen Rusya'ya nazaran, daha ılımlı bir düşüş trendinde olması dikkat çekmiştir. 2009 yılının ilk 3 çeyreğinde gerçekleşen negatif büyüme rakamlarının ardından, Türkiye büyümesinin son çeyrekte %6 oranında pozitif bir oranı yakalaması, yılsonu düşüş hızının bir miktar yavaşlamasına neden olmuştur. Söz konusu dönemde yakalanan yukarı yönlü büyüme hareketinin 2010 yılı boyunca devam etmesi, 2010 yıl sonu büyüme rakamının, 2009 yılsonunda gerçekleşen -%4.8'lik küçülmenin 13.8 puan üzerinde, %8.9 olarak gerçekleşmesine neden olmuştur. 2009 yılında büyüme oranlarında sert düşüşler meydana gelen GOÜ'lerin, global piyasalardaki dengesizliklerin gelişmiş ülkeler (GÜ) üzerindeki risklerinin hala devam etmesi ve GOÜ'lerin söz konusu makroekonomik zorluklara karşı ek tedbirler almış olması, 2010 yılında GOÜ büyüme rakamlarının, pek çok GÜ'ye nazaran daha güçlü bir görünüm sergilemesine neden olmuştur. Dünya ekonomisi tarihinde emsali görünmeyen bu durum, gelecekte global ekonominin ne yönde şekilleneceği konusunda pek çok tartışmaya neden olurken, IMF'in seçtiğimiz birkaç GOÜ için yaptığı 2011 yıl sonu büyüme beklentilerinin, global piyasalardaki öngörülen 'güçlü ve pozitif büyüme' öngörüsünü pek yansıtmadığı gözlenmiştir.

Tablo-1: Temel Makroekonomik Göstergeler (GSYİH oran)

	Cari İşlemler Dengesi	Dış Ticaret Dengesi	Bütçe Dengesi	Dış Borç Stoku	Mevduat Bankaları Yurtiçi Kredi Hacmi
2006	-6.1	-10.2	-0.9	39.4	22.4
2007	-6.0	-9.7	-0.5	38.7	25.4
2008	-5.7	-9.6	-1.1	38.0	28.0
2009	-2.3	-6.3	-1.0	43.6	30.7
2010	-6.6	-9.7	-2.2	38.4	38.1

Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı, TÜİK

2010 yılına ilişkin GSYİH verisinin açıklanması ile Türkiye ekonomisine ilişkin temel makroekonomik göstergelere ilişkin 2010 yılı gelişmeleri daha da netleşmiştir. Yukarıdaki tabloya bakıldığında, cari işlemler hesabındaki açığın yüksek boyutlara ulaştığı görülmektedir. 2009 yılında krizin etkileriyle GSYİH'nın %2.3'üne gerileyen Cari açık/GSYİH oranı 2010 yılındaki hızlı büyüme sürecinin yarattığı tasarruf açığının etkisiyle %6.6 seviyesine yükselmiştir. Bütçe açığında önemli bir riske işaret eden bozulma dikkat çekmezken, dış borç stokundaki düşüşle kriz öncesi seviyeye yeniden ulaşıldığı görülmektedir. Küresel ekonomilerde borç stoklarının yarattığı endişeler dikkate alındığında, borç stokunda bozulma görülmemesi Türkiye ekonomisi açısından önemli bir olumlu gösterge olarak karşımıza çıkmaktadır.

Dördüncü çeyrek büyüme verileri ve yapılan revizyonlarla birlikte Türkiye ekonomisi 2010 yılında %8.9 oranında kriz öncesi ortalamasının üzerinde bir büyüme performansı sergilemiştir. 2010 yılı büyüme oranında olumlu baz etkili olurken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seride de yaşanan artış 2010 yılının Türkiye büyümesi açısından oldukça iyi geçtiğini yansıtmaktadır. Özellikle yatırım harcamalarında yaşanan artışlar büyümenin sürdürülebilirliği üzerinde olumlu bir tablo çizerken, kriz süresince sert bir şekilde küçülen Türkiye ekonomisi için lokomotif konumunda olan inşaat sektöründeki toparlanma da yine olumlu bir görünümdedir. 2010 yılında yakalanan güçlü büyüme verileri ardından bu performansın baz etkisinin terse dönmesiyle 2011 yılında ise zayıflaması mümkün olabilir. Özellikle Merkez Bankası'nın son aldığı sıkılaştırıcı politikalar, Ortadoğu'da yaşanan siyasi krizler ve Euro Bölgesi'nde yaşanan borç krizinin devam ediyor olması büyüme oranına ilişkin bu beklentileri destekler niteliktedir.

Enflasyon 40 yılın en düşük seviyesinde seyretmeye devam ediyor

Tablo-1

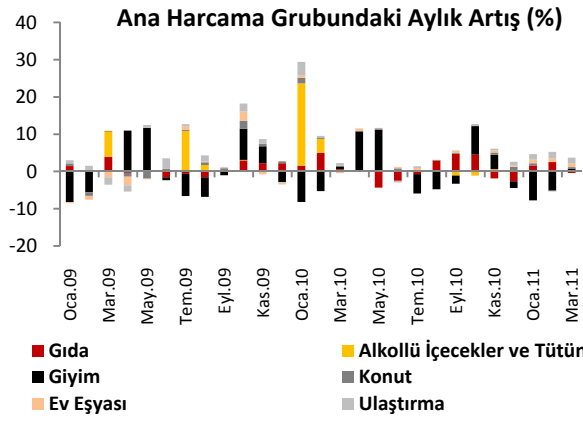
	TÜFE	ÜFE
(2003=100)	Mar.11	Mar.11
Bir önceki aya göre	0.42	1.22
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	1.57	5.4
Bir önceki yılın aynı ayına göre	3.99	10.08
On iki aylık ortalamalara göre	7.29	9.36

Kaynak:TÜİK

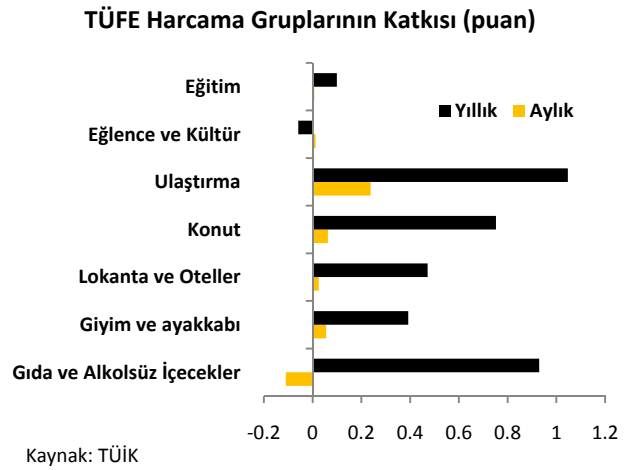
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Mart ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.66 artış yönünde olan piyasa beklentilerinin ve %0.75 artış yönünde olan bizim beklentimizin altında %0.42 oranında gerçekleşmiştir. Böylece yıllık bazda TÜFE, %4.16 seviyesinden Mart ayında %3.99 seviyesine gerilemiştir. Yılın ilk

çeyreğinde baz etkisi ile yıllık enflasyon TCMB'nin orta ve uzun vadeli hedefinin oldukça altına gerilerken, ilk çeyreğin ardından olumlu baz etkisinin hafiflemesi ile birlikte enflasyonda yeniden yukarı yönlü hareketlerin yaşanmasını bekliyoruz.

Grafik-1

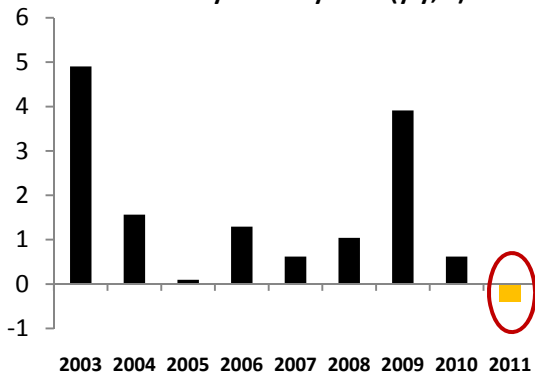


Grafik-2

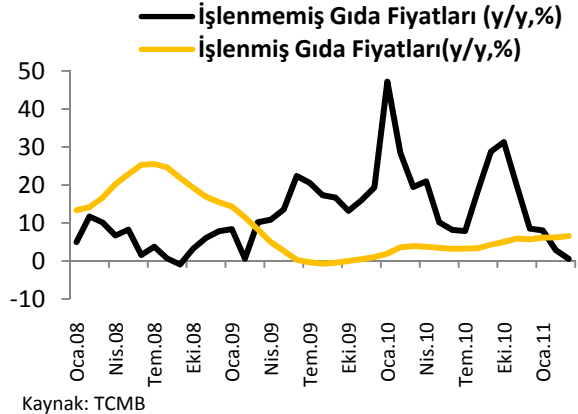


Mart ayında benzin fiyatlarındaki artışlara paralel olarak aylık bazda en sert artış %1.57 ile ulaştırma ana harcama grubunda yaşanırken, söz konusu grubun enflasyona artış yönünde verdiği katkının 0.24 puan olduğu görülmektedir. Nisan ayında da benzin fiyat artışları ile ulaştırma grubunun enflasyona artış yönlü katkı yapması beklenmektedir. Aylık bazda %0.38 artan konut grubu 0.063 ile sınırlı bir şekilde enflasyona ikinci en yüksek katkıyı yapan grup olmuştur. Mart ayında yeni sezonun girmesi ile birlikte giyim grubunda da aylık bazda %0.77'lik artış dikkat çekerken (katkı: 0.056 puan), Nisan ayında giyim grubundaki artışların yükselmesi beklenmektedir. Mart ayında tek düşüş gösteren ana harcama grubu %0.41 ile 2010 yılında manşet enflasyonun hareketinde temel belirleyici olan gıda ve alkolsüz içecekler olurken, söz konusu grubun enflasyona düşüş yönünde verdiği katkı 0.11 puan olmuştur.

Grafik-3

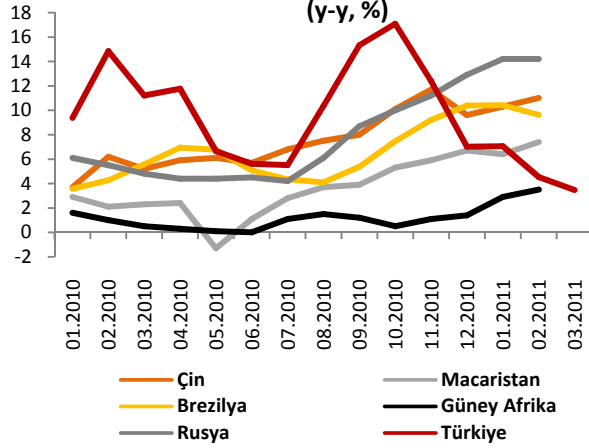


Grafik-4



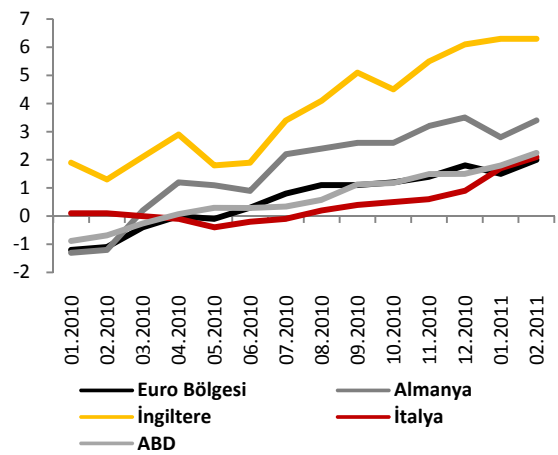
Gıda fiyatlarının bu hareketi sürpriz görünmekle birlikte 2003 bazlı seride Mart ayında gıdanın ilk defa negatif gerçekleştiği dikkat çekmektedir (Bkz Grafik-3). Böylece geçtiğimiz yılın Ekim ayında yıllık bazda %17.08 seviyesine kadar yükselen gıda fiyatları, Mart ayında %3.47 seviyesine gerilemiştir. Gıda fiyatlarındaki sert düşüş Mart ayı enflasyonundaki harekette başrol oynarken, gıda fiyatlarının gerilemesinde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşün etkili olduğu görülmektedir. Aylık bazda %3.94 ile taze meyve sebze fiyatlarında düşüş dikkat çekerken, işlenmemiş gıda fiyatları da böylece yıllık bazda %0.56 seviyesine kadar gerilemiştir (Bkz.Grafik4).

Grafik-5 Gelişmekte Olan Ülkelerde Gıda Fiyatları (y-y, %)



Kaynak: Bloomberg

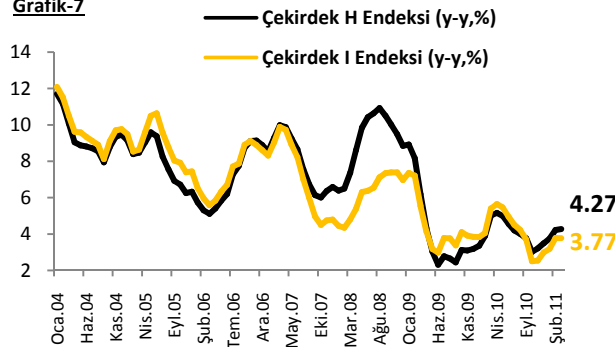
Grafik-6 Gelişmiş Ülkelerde Gıda Fiyatları (y-y, %)



Kaynak: Bloomberg

Türkiye’de Mart ayında gıda fiyatlarının sürpriz hareketi ile birlikte diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin gıda fiyatlarının seyrini incelemek önem kazanmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki gıda fiyatlarına bakıldığında, her iki ülke grubunda da fiyatların yükselmekte olduğu görülmektedir (Bkz Grafik-5 ve Grafik-6). Özellikle pek çok tarım ürününün yetiştirildiği bölgelerde kötü hava koşullarının ve gıda ürünlerine olan talepteki artışın etkisiyle gıda fiyatları artmaktadır. Birleşmiş Milletler tarafından açıklanan Dünya Gıda Fiyatları Endeksi ise Temmuz ayından beri yükselirken, endeks tarihinin en yüksek seviyelerine ulaşmış görünmektedir. Yukarıdaki Grafik-5 ve Grafik-6’dan görüldüğü üzere Dünya genelinde gıda fiyatları yükselirken, Türkiye’de tam tersi bir seyir dikkat çekmektedir. Bu durumun gıda fiyatlarının 2010 yılının Ekim ayına kadar yaşadığı yükselişin bir düzeltmesi olduğu düşünülmesine karşın, düşüşün daha önce görülen yükselişten daha sert olduğu dikkat çekmektedir. Bu nedenle diğer ülkelerin gıda fiyatlarından ayrılan Türkiye’nin gıda fiyatlarında önümüzdeki dönemde yıllık bazda yukarı yönlü hareketler görülebilecektir. Bu durum Türkiye’de enflasyonun gelecek dönemdeki seyrine ilişkin de risk oluşturmaktadır.

Grafik-7



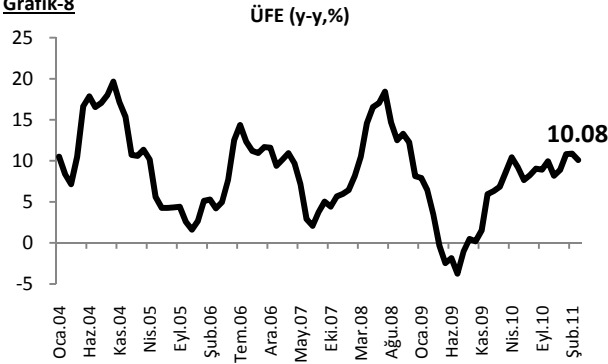
Kaynak: TÜİK

enflasyondaki Ekim ayından beri yaşanan yukarı yönlü hareketin önümüzdeki dönemde manşet enflasyonda yukarı yönlü baskı yaratması beklenebilir. Manşet enflasyonda olası yükselişin baz etkisinin ortadan

Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I Endeksi) ise Mart ayında aylık bazda %0.59 artarken, yıllık bazda %3.35 artış yönünde olan beklentimizin üzerinde %3.77 oranında gerçekleşmiştir. Çekirdek I endeksinde Şubat ayında yaşanan %0.10’luk artış ardından Mart ayında endeksteeki yükselişin hızlanması enflasyonist baskıların bir göstergesi niteliğindedir. Geçmiş dönemde çekirdek enflasyonun manşet enflasyondan daha önce hareket ettiği görüldüğünden, çekirdek

kalkmasından sonra yılın ikinci çeyreğinde görülmesi mümkün olabilir. Nisan ayında yeni sezonla birlikte giyim grubunda sert yükselişlerin yaşanması beklenirken, çekirdek enflasyonun da yıllık bazda yukarı yönlü trendini yeniden yakalaması mümkün olabilir.

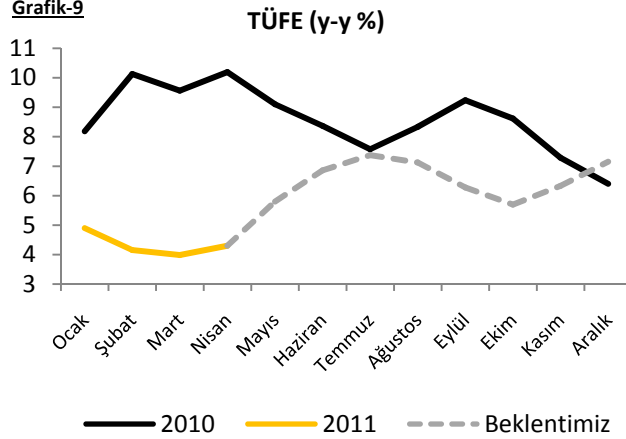
Grafik-8



Kaynak: TÜİK

nedeniyle gerilemesi geçici olarak değerlendirilebilecekken, üreticilerin önümüzdeki dönemde fiyatları tüketicilere yansıtması durumunda TÜFE’de yükselişlerin sertleşmesi mümkün olabilir.

Grafik-9

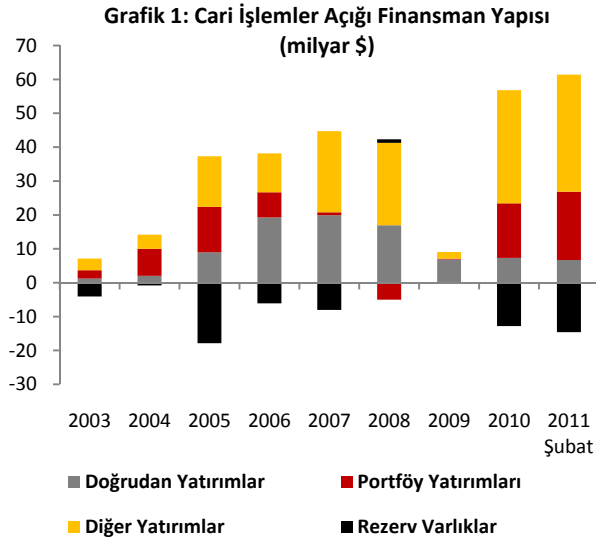


Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

bazda enflasyonda yukarı yönlü hareketler yaşanmasını bekliyoruz. Yandaki Grafik-9 incelendiğinde, 2010 yılı ile 2011 yılı enflasyon oranlarındaki negatif korelasyon dikkat çekerken, söz konusu negatif ilişkide baz etkisinin rol oynadığı söylenebilir. Enflasyonun yüksek geldiği 2010 yılının başındaki aylarda olumlu baz etkisiyle 2011 yılının ilk çeyreğinde TÜFE’nin kırk yılın en düşük seviyelere gerilediği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde ise olumlu bazın terse dönmesiyle bu düşük seviyelerin sürdürülmesi zor görünmektedir.

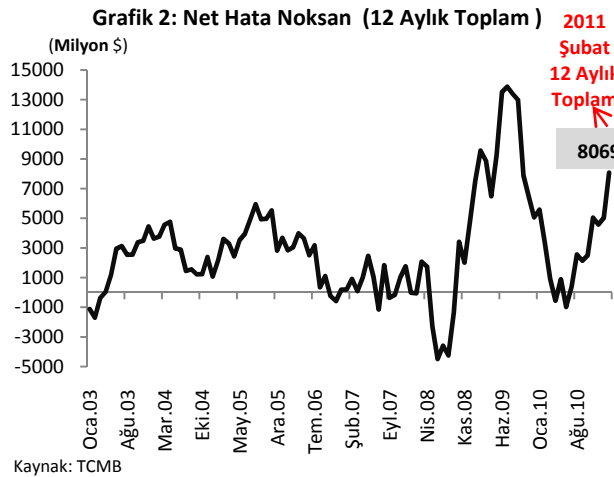
Cari İşlemler Açığının Finansman Kalitesinde Henüz Bir Düzeltme Görülüyor

Türkiye’de cari işlemler açığı Şubat 2011 itibariyle 12 aylık toplamda 54.8 milyar dolar ile tarihi rekor seviyelere ulaşırken, bu durum Türkiye’nin artan emtia fiyatlarından olumsuz etkilenmeye devam edeceği ve dış ticaret açığının sürebileceği endişelerine yol açmaktadır. Diğer yandan cari işlemler açığının yüksek seyirini koruduğu bir ortamda ülkeye sermaye girişinin güçlü olduğu görülürken, finans hesabındaki yükseliş de devam etmektedir. Bu yazımızda finans hesabı çerçevesi altında sermaye girişleri ve yabancı yatırımcıların davranışları incelenmiştir.



Kaynak: TCMB

Cari işlemler açığının 2011 yılının Şubat ayında kümülatif olarak (son on iki aylık toplam) artışı devam ettirmesi dikkat çekerken, cari işlemler açığının finansman kalitesi de önem kazanmıştır. Finans tarafında bir önceki yılın Şubat ayında 2.47 milyar dolar olarak gerçekleşen net sermaye girişi bu yılın Şubat ayında %15.6 artışla 2.86 milyar dolar olmuştur. Doğrudan yatırımlar kalemi 2010 yılının tamamında olumsuz bir performans sergilerken bu performansını 2011 yılının Şubat ayında da devam ettirmiştir. Toplamda doğrudan yatırımların cari işlemler açığını karşılama oranının 2003-2010 dönemi ortalaması olan %37.6'nın altına gerileyerek %12.1'e gerilemesi finansman kalitesine ilişkin endişe verici bir tablo oluşturduğunu göstermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerini de içeren portföy yatırımlarının ise 2011 yılı Şubat ayında güçlü görünümünü devam ettirdiği görülmektedir. Söz konusu kalemlerde Şubat ayında 1.5 milyar dolarlık giriş olurken, yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasında net satıcı oldukları ve borçlanma senetlerinde alım yönünde hareket ettikleri görülmektedir. Buna göre hisse senetlerinin yükümlülükler içindeki payı bir önceki aya kıyasla %13.2'den %9.1 seviyesine gerilerken, borç senetlerinin payı %86.7'den %90.8'e yükselmiştir. Cari açığın finansmanında portföy yatırımlarının yüksek yer tutması ise cari açığın finansman kalitesi üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Ağırlıklı olarak reel sektör ile bankacılık sektörünün yurt dışından borçlanmasını ifade eden diğer yatırımlar kaleminin ise 2011 yılı Şubat ayında bir miktar gerilediği görülmektedir. Buna rağmen diğer yatırımlar kalemi kümülatif toplamda 34.5 milyar dolar ile Şubat 2011 döneminde cari işlemler açığının finansmanında en büyük paya sahiptir. Son dönemde cari işlemler açığının en önemli finansman kalemi olan ve diğer yatırımlar altında görülen yurtdışından borçlanmanın ise Şubat ayında önemli ölçüde yavaşladığı görülmektedir. Bu durumda bankaların ve reel sektör firmalarının net olarak daha az borçlanma gerçekleştirmeleri etkili olmuştur.



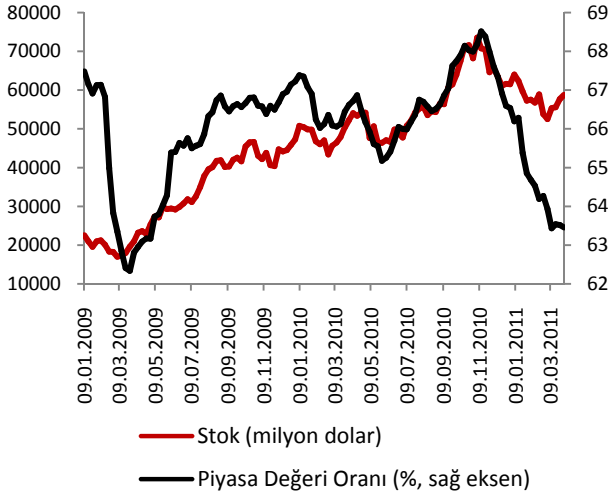
Kaynak: TCMB

Net hata noksan kaleminde Temmuz 2010'da başlayan artışın devam ettiği görülürken, geçen yılın tamamında 4.57 milyar dolar olarak gerçekleşen net hata noksan kaleminin, 2011 yılı Şubat ayında 3.26 milyar dolara ve 2011 yılının ilk iki ayında toplamda 5.50 milyar dolara yükselmesi dikkat çekmektedir. Net hata noksan kaleminde toplamda %143 oranında artış yaşanırken, bu kalemin yüksek artış oranıyla cari açığın ana finansman kaynağı olduğunu söylemek mümkündür. Kaynağı belli olmayan döviz giriş ve çıkışlarını gösteren kalem olarak ifade edilen net hata noksan kalemindeki artışın tam olarak neden kaynaklandığını söylemek zor olmakla birlikte, Orta Doğu'da yaşanan siyasi gelişmelerin ardından yaşanan fon hareketlerinin ve bankaların gerçekleştirdiği bir takım işlemlerin sınıflandırılmasında yaşanan zorlukların etkili olduğu söylenebilmektedir.

Cari işlemler açığının 2011 yılının Şubat ayında kümülatif olarak (son on iki aylık toplam) artışı devam ettirmesi dikkat çekerken, cari işlemler açığının finansman kalitesi de önem kazanmıştır. Finans tarafında bir önceki yılın Şubat ayında 2.47 milyar dolar olarak gerçekleşen net sermaye girişi bu yılın Şubat ayında %15.6 artışla 2.86 milyar dolar olmuştur. Doğrudan yatırımlar kalemi 2010 yılının tamamında olumsuz bir performans sergilerken bu performansını 2011 yılının Şubat ayında da devam ettirmiştir. Toplamda doğrudan yatırımların cari işlemler açığını karşılama oranının 2003-2010 dönemi ortalaması olan %37.6'nın altına gerileyerek %12.1'e gerilemesi finansman kalitesine ilişkin endişe verici bir tablo oluşturduğunu göstermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerini de içeren portföy yatırımlarının ise 2011 yılı Şubat

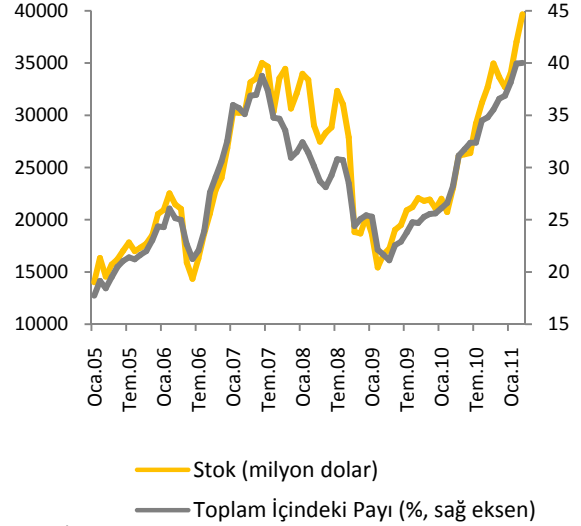
Ödemeler dengesi altında portföy yatırımlarına bakarsak bir önceki aya göre azaldığı görülmektedir. 2010 yılı Aralık ayından itibaren hisse senetlerinden çıkış gerçekleşirken bunun Şubat ayında da devam ettiği görülmüştür. Borç senetlerine gelen alımlar ise devam etmiştir. Özellikle bankaların borç senetleri aracılığıyla Şubat ayında yurtiçi yerine yurtdışına borçlandıkları görülmektedir. Ancak borç senetlerine gelen alım devam etse de bu bir önceki aya göre azalmıştır.

Grafik 3: Yabancıların Elindeki Hisse Senetleri



Kaynak: TCMB, MKK

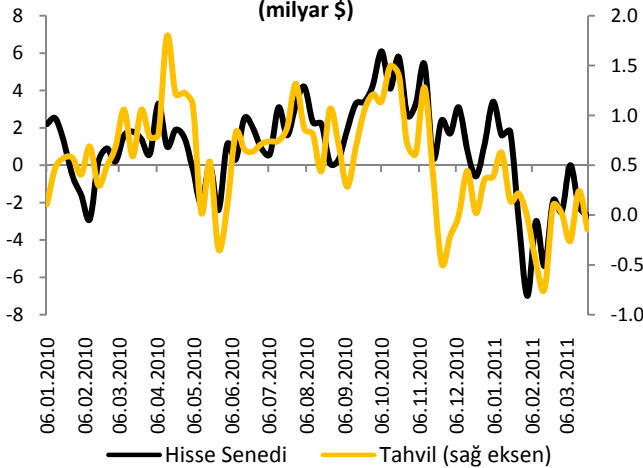
Grafik 4: Yabancıların Elindeki DİBS'leri



Kaynak: TCMB

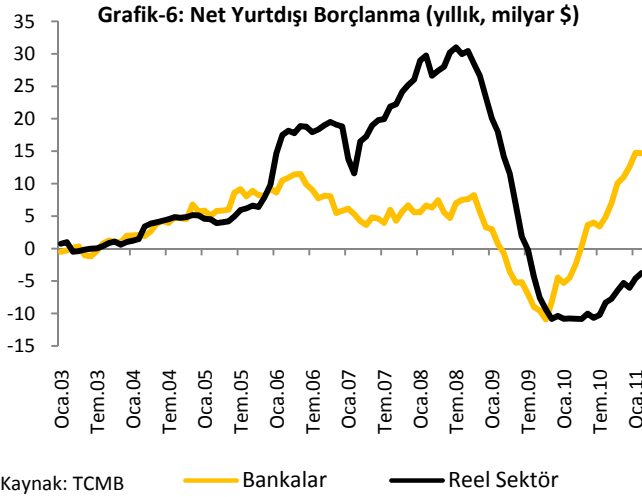
Grafiklerden de görülebileceği gibi, yabancıların elindeki hisse senedi stokunda Mart ayının ikinci haftasından itibaren bir yükselme görülsede genel itibariyle yabancıların elinde bulundurdukları hisse senedi 2010 yılının Kasım ayından beri düşmektedir. Yabancıların elinde bulundurdukları hisse senetlerinin piyasa değerinin toplam hisse senetlerinin piyasa değerine oranında ise aynı tarihten itibaren düzenli bir düşüş görülmektedir. Devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) seyrine bakıldığında ise yabancıların elindeki DİBS stokunun 2010 yılının Kasım ve Aralık aylarında bir miktar azalsa da 2010 yılının ilk ayından itibaren genelde yükselen bir seyir izlediği görülmektedir. DİBS'ler içinde yabancıların elinde bulundurdukları senetlerin payı ise 2009 yılının ortalarından beri düzenli olarak artmaktadır. Bu oran 2011 yılının Mart ayında %40 ile en yüksek seviyesine yükselmiştir. Bu veriler beraber değerlendirildiğinde, yabancıların hisse senedi piyasasından çıkarak daha yüksek faiz getirisi sağlayan DİBS'lerine kaydıkları söylenebilir.

Grafik-5: Gelişmekte Olan Ükelere Fon Akışları (milyar \$)



Kaynak: IMF

Son dönemde önemli bir gündem maddesi olan gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımlarının karakteristiğinin incelenmesi Türkiye'nin ayrıştığı yerleri ve buna yönelik politika tercihlerinin belirlenmesi açısından yararlı görünmektedir. Yurtiçinde yabancıların hisse senedi payları düşerken DİBS'lerde tersi bir seyir izlendiği görülmektedir. Küresel bazda değerlendirildiğinde ise iki alternatif yatırım aracının benzer bir trend izlediği dikkat çekmektedir.

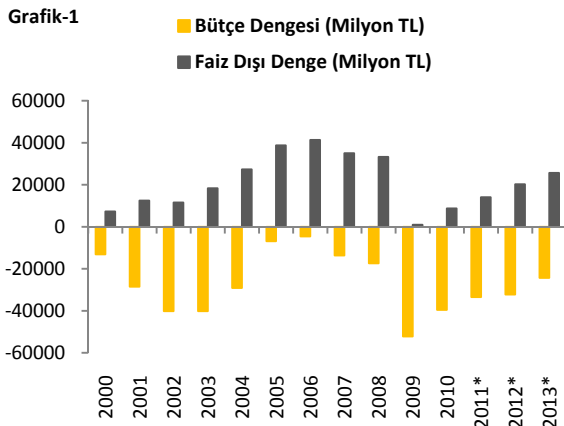


sürecinin belirginleşmesi ile dış finansman olanaklarının canlanması kriz öncesi trendine geri dönülmesini sağlamıştır. Son dönemde Merkez Bankası'nın yurtiçi kredi büyümesini yavaşlatmak amacıyla aldığı önlemlerin bankaların kredi verilebilir fonlarının maliyetlerini artırması bankaların yurtdışı fonlara olan talebini yükseltmektedir. Bu durumda önümüzdeki dönemde diğer yatırımlar olarak sınıflandırılan ve yurtdışı borçlanmaları içeren kalemin finansman içindeki payının artması söz konusu olabilecektir.

Sonuç olarak, Şubat ayı itibariyle cari işlemler açığının yüksek seyri koruduğu görülmektedir. Yılın ilk iki ayında 5.5 milyar dolara ulaşan net hata noksan kaleminin seyri de yine önemli bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu raporda daha çok yoğunlaştığımız finansman tarafında ise kriz sonrası toparlanma sürecinde hakim olan trendin devam ettiği görülmektedir. Doğrudan yatırımların düşük seyri devam ederken, borçlanma finansmanın en büyük payı olmaya devam etmektedir. Buna ek olarak portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcıları hisse senedi ve DİBS yatırım araçları arasındaki hareketleri dikkat çekici bir diğer unsur olarak görülmektedir. Özetle cari işlemler açığının finansman kalitesindeki bozulma finansal istikrara ilişkin riskleri de beraberinde getireceğinden, önümüzdeki dönemde de söz konusu kalemlerdeki hareketler önemli olacaktır.

2011 yılının ilk çeyreğinde bütçe olumlu bir performans sergilemeye devam etti

Mart ayında bütçenin 6.1 milyar TL açık vermesi ile birlikte, 2011 yılının ilk 2 ayında fazla veren bütçe Ocak-Mart döneminde 4.1 milyar TL açık vermiştir. Bütçe açığının bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %65 azaldığı dikkat çekerken, bütçenin olumlu performansında özellikle güçlü yurtiçi talebe bağlı olarak hükümetin vergi tahsilatının artması ve harcamalarda yaşanan artışın gelirlerde yaşanan artışın gerisinde kalması etkili olmuştur. Bu yazımızda, açıklanan Mart ayı rakamları ışığında bütçe gerçekleştirmeleri incelendikten sonra cari açık ve bütçe açığı ilişkisi ele alınacak ve diğer ülkeler ile karşılaştırmalı bir analiz yapılacaktır.



Kaynak: Maliye Bakanlığı

*2011,2012,2013 yılları OVP beklentileridir.

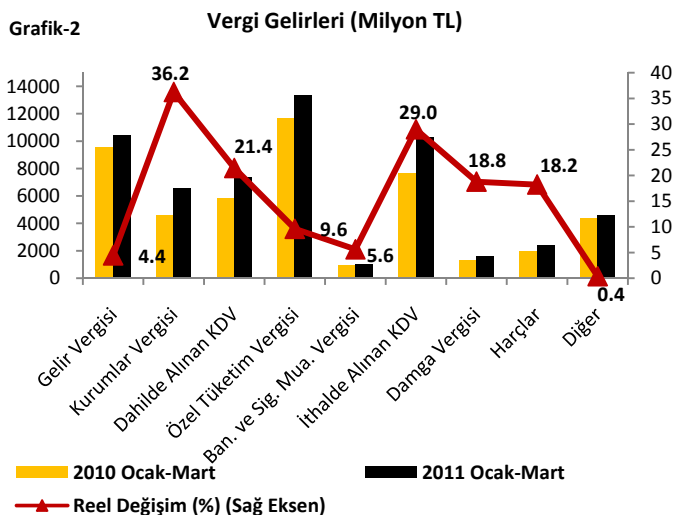
2010 yılında küresel bir toparlanma yaşanmış olmasına rağmen, mevcut riskler nedeni ile ekonomilerdeki kırılmalıklar devam etmektedir. Avrupa'daki borç krizinin devam ediyor olması, ABD'de yüksek kamu açığı, konut ve istihdam piyasalarındaki toparlanmanın yavaş gerçekleşiyor olması ve yüksek seyreden emtia fiyatları sözkonusu riskler arasındadır. Fakat bu tabloya rağmen, Türkiye 2010 yılında %8.9 oranında büyümeyi başarmıştır. Yurtdışı piyasalarda bütçe açıklarına yönelik risklerin arttığı bir ortamda Türkiye'nin bütçe performansının da olumlu seyretelemeye devam ettiği görülmektedir.

2011-2013 dönemi Orta Vadeli Program'da 2010 yılı bütçe açığının gayrisafi yurtiçi hasılaya (GSYİH) oranının %4 olarak gerçekleşmesi beklenirken, söz konusu oran %3.6 ile beklentilerin ve OVP hedefinin altında gerçekleşmiştir. Bütçenin 2010 yılındaki olumlu performansını 2011 yılının ilk çeyreğinde de devam ettirdiği dikkat çekerken, programda 2011 yılında merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranının %2.8 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. 2011 yılının ardından 2012 ve 2013 yıllarında da açığın kademeli olarak azalmaya devam ederek oranın sırasıyla % 2.4'e ve % 1.6'ya düşmesi tahmin edilmektedir.

Tablo-1

Ocak-Mart Performansı						
(Milyar TL)	2010	2011	Değ (%)	Reel Değ. (%)*	2011 Yıl Sonu Gerçekleşme Hedefi	Gerçekleşme Oranı (%)
Harcamalar	68.373	72.853	6.55	2.46	312.573	23.31
1-Faiz Hariç Harcama	53.374	58.885	10.33	6.10	265.073	22.21
Personel Giderleri	16.224	18.774	15.72	11.28	72.299	25.97
Sos. Güv.Kur. Dev.	2.754	3.309	20.15	15.54	12.737	25.98
Mal ve Hiz. Alım.	4.202	4.774	13.61	9.25	30.049	15.89
Cari Trans.	27.719	29.554	6.62	2.53	115.778	25.53
Sermaye Giderleri	1.012	1.499	48.12	42.44	21.698	6.91
Sermaye Trans.	0.281	0.265	-5.69	-9.31	4.3	6.16
Borç Verme	1.181	0.709	-39.97	-42.27	6.436	11.02
2-Faiz Harcamaları	48.296	14.999	-68.94	-70.13	47.5	31.58
Gelirler	57.032	68.729	20.51	15.89	279.026	24.63
1-Vergi Gelirleri	47.902	57.45	19.93	15.33	232.22	24.74
2-Diğer Gelirler	9.13	11.279	23.54	18.80	46.806	24.1
Bütçe Açığı	11.341	4.124	-63.64	-65.04	33.546	12.29
Faiz Dışı Fazla	3.659	9.844	169.04	158.72	13.954	70.55
Kaynak: Maliye Bakanlığı						
*: Reel değişimler Fisher denklemi ile hesaplanmıştır						

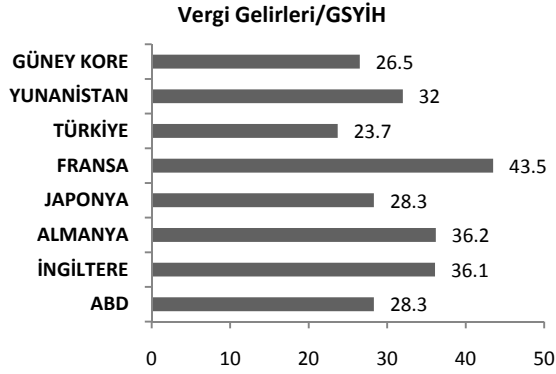
Bütçe açığı 2011 yılının ilk üç ayında 4.124 milyar TL olarak gerçekleşirken, bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %65 düşüş göstermiştir. Faiz dışı fazla ise aynı dönemde yaklaşık 3 kat artarak 9.844 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2011 yılının ilk üç ayında bütçe harcamaları bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %2.5 oranında artarken, bütçe gelirlerinin ise reel olarak %15.9 oranında artması sevindirici bir gelişme olarak dikkat çekmektedir. 72.853 milyar TL seviyesinde oluşan 2011 yılı Ocak-Mart ayı toplam bütçe giderlerinin alt kalemlerine baktığımızda, faiz dışı harcamaların ağırlığı dikkat çekmektedir. İlk üç ayda faiz dışı harcamalar reel olarak %6.1 oranında artarken, 2011 yılı hedefinin %22.21 oranında gerçekleştiği görülmektedir. Faiz harcamalarının ise bir önceki yıla göre reel olarak %70.1 oranında gerilemesi olumlu bir gelişme olarak algılanırken, Ocak-Mart aylarında 2011 yılı hedefinin %31.6'sının gerçekleştiği dikkat çekmektedir.



İlk üç ayın bütçe gerçekleştirmeleri içinde dikkat çeken en önemli gelişme ise vergi gelirlerindeki artış olmuştur. Ocak-Mart döneminde ekonomik toparlanmaya paralel olarak vergi gelirlerinin reel olarak %15.3 oranında yükseldiği görülmektedir. Vergi gelirlerinin alt kalemleri incelendiğinde, güçlü yurtiçi talebe bağlı olarak özellikle ithalde alınan katma değer vergisindeki (KDV) sert hareket dikkat çekmektedir. 2011 yılının ilk üç ayında bir

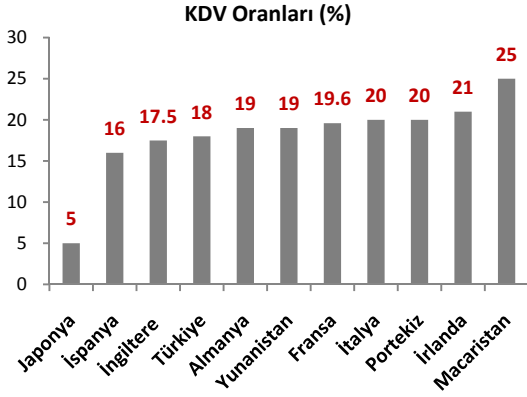
önceki yılın aynı dönemine göre ithalde alınan KDV gelirleri reel olarak %29 oranında artarken, dahilde alınan KDV gelirleri de %21.4 ile güçlü bir performans sergilemiştir. 2011 yılının ilk aylarında büyüme için öncül sanayi üretimi verisi büyümenin güçlü bir şekilde devam ettiğine işaret ederek, vergi tahsilatının da artmış olması sürpriz bir gelişme olarak görünmemektedir.

Grafik-3



Kaynak: OECD 2009 verileri kullanılmıştır

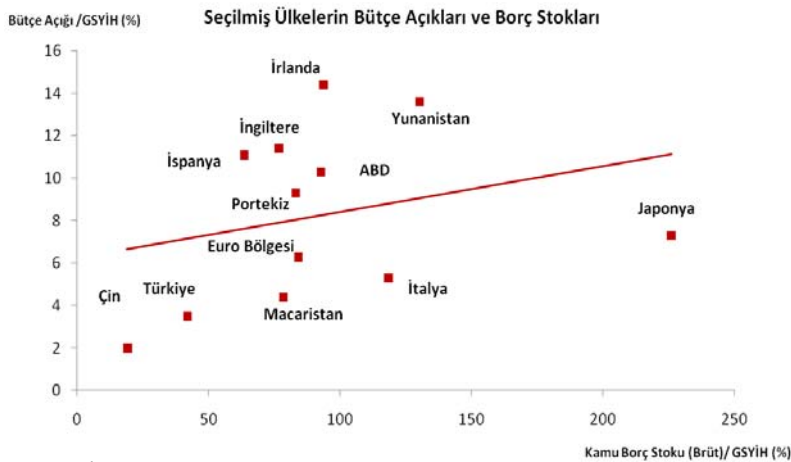
Grafik-4



Kaynak: IMF 2010 yılı verileri kullanılmıştır

Vergi gelirlerindeki artışa rağmen Türkiye’de vergi gelirlerinin GSYİH’ya oranının pek çok ülkenin gerisinde kaldığı görülmektedir (Bkz. Grafik 3). Bu oran Fransa’da %43 düzeyinde bulunurken, Almanya ve İngiltere’de %36 seviyesindedir. Türkiye’de ise bu oran %23.7 ile Yunanistan ve Güney Kore’nin altında kalmaktadır. Türkiye’de vergi gelirlerinin GSYİH içindeki payının düşük olması vergi oranlarının düşük olmasından kaynaklanmamaktadır. Grafik 4’de görüldüğü üzere vergi oranları pek çok ülkedeki seviyelere yakındır. Dolayısıyla, vergi gelirlerinin pek çok ülkeye kıyasla daha düşük seviyede olmasını, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü ile açıklamak mümkündür. Türkiye ekonomisinin en önemli yapısal sorunlarından biri verginin tabana yayılamaması, bütçedeki vergi gelirlerinin büyük çoğunluğunun dolaylı vergiler yoluyla elde edilmesi, dolaysız vergilerin ise dünya standartlarına göre çok düşük kalmasıdır. Bu nedenle Türkiye’nin hızlı büyümesini engelleyen kayıt dışı faaliyetlerin azaltılmasına yönelik vergi reformlarının düzenlenmesi son derece önemlidir.

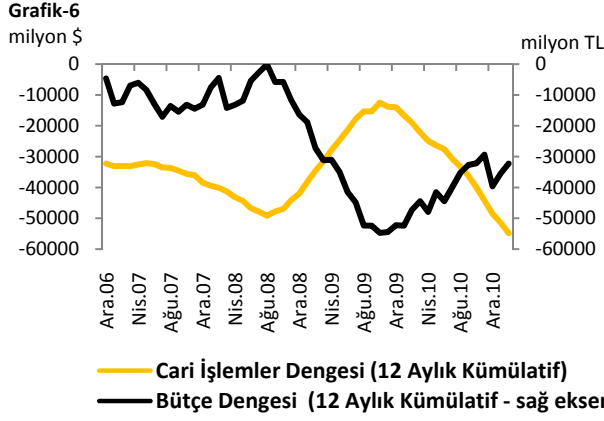
Grafik-5



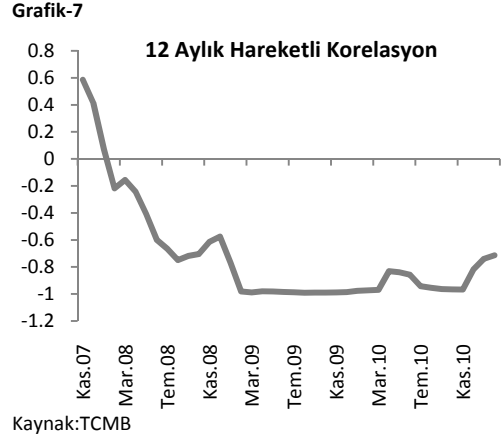
Kaynak: IMF

2010 yılında küresel ekonomide yaşanan toparlanma ülke grupları bazında farklılaşarak devam ederken, gelişmiş ülkelerde büyümenin zayıf seyrinin yanısıra, bütçe açıkları da artmaya devam etmiştir. Yunanistan, İrlanda, İspanya gibi bazı Euro Bölgesi ülkelerinde ciddi borç stoku sorunları yaşanırken, krizin ardından ekonomiyi desteklemek için uygulanan teşvik paketleri borç stoku/GSYİH oranının ABD’de %92.7 Japonya’da ise %225.9 ile rekor seviyelere ulaşmasına yol açmıştır.

Türkiye’nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde ise güçlü büyüme rakamlarına ek olarak bütçe açığı ve borç stoku rakamlarında da hızlı toparlanma yaşanmıştır. Başta Avrupa ülkeleri olmak üzere pek çok gelişmiş ülkede artan bütçe açıkları kamu borçlanma ihtiyacını artırırken, Türkiye’de bütçe yanında borç stok rakamlarında da olumlu seyrin devam ettiği görülmektedir. Türkiye 2010 yılında kaydettiği güçlü toparlanma sayesinde Çin’den sonra en düşük bütçe açığı/GSYİH ve borç stoku/GSYİH oranına sahip ülke konumundadır.



Kaynak:TCMB



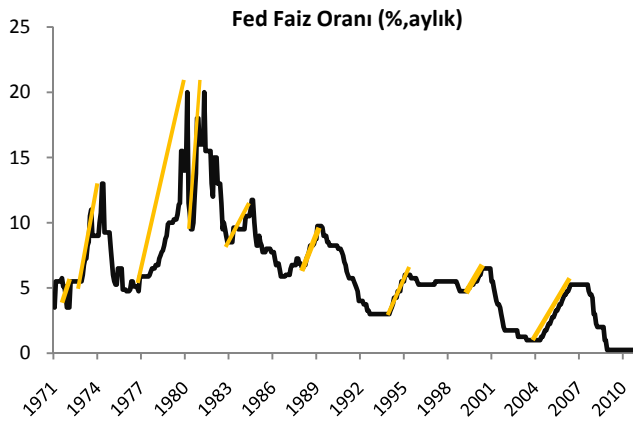
Kısa vadede bakılınca, bütçe performansının oldukça olumlu hatta Orta Vadeli Program'da açıklanandan daha iyi olduğu söylenebilir. Bu performansta da yukarıda değinildiği gibi vergilerde yaşanan artış etkili olmuştur. Özellikle ithalden alınan KDV gelirlerinde yaşanan artış dikkate alındığında bütçe açığı ile cari işlemler açığının birlikte değerlendirilmesinin önemli olduğunu düşünüyoruz. Yukarıdaki Grafik-7 incelendiğinde değişkenler arasında kriz süresince negatif, güçlü bir korelasyon hesaplanmıştır. Krizden önce ise ilişkinin anlamlı olmadığı görülmektedir. Kriz süresince dış ticaret hadlerinde yaşanan daralmaya bağlı olarak cari işlemler açığı gerilemiş, bütçe açığı ise izlenen genişletici maliye politikaları ile artmıştır. Bu durum değişkenler arasında negatif bir ilişki doğururken, krizin sona ermesiyle beraber cari işlemler açığının yeniden artmaya başlaması bununla birlikte bütçe izlenen olumlu performans söz konusu negatif güçlü ilişkinin devam etmesine neden olmuştur. Krizin ardından toparlanan yurtiçi talep ile cari açığının artması ve aynı zamanda vergi tahsilatının da yükselmesi ile bütçe açığının zayıflaması bu duruma neden olmuştur. Ayrıca cari açığının artması ile ithalden alınan vergilerin yükselmesi de yine bütçe ile cari açık arasındaki ilişkide önemli bir rol oynamaktadır.

Faiz Artırımlarının Piyasalar Üzerindeki Etkileri: Fed ve ECB Faiz Artırımları

Asya ve Latin Amerika'da hızlı enflasyon artışına bağlı olarak pek çok gelişmekte olan ülkenin kademeli faiz artırımına gittiği dönemde, piyasalarda Amerika Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) alacağı faiz kararları merakla beklenmektedir. Geçmişten bu yana Fed'in faiz kararları, piyasaların en önemli göstergesi olarak, para akışının yönünü belirlemiştir. Bu çalışmada 1970 yılından bu yana Fed'in faiz artırımlarının piyasalar üzerindeki etkisi 4 ana başlık altında incelemektedir. Son dönemde enflasyonda yaşanan artış nedeniyle ilk defa ECB'nin hatta BOE'nin Fed'den önce faiz artırımına gideceği beklentileri altında, ECB faiz kararlarının piyasalar üzerindeki etkileri raporumuzun ilgili bölümlerinde ele alınmıştır.

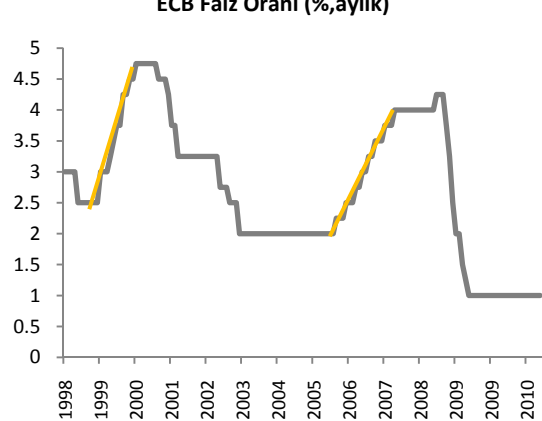
Asya ve Latin Amerika'da hızlı enflasyon artışına bağlı olarak pek çok gelişmekte olan ülkenin kademeli faiz artırımına gittiği dönemde, piyasalar Fed ve ECB'yi yakından takip etmektedir. ABD'de toparlanmanın yavaş seyri Fed'in ekonomiye desteğinin devam etmesini gerekli kılmakta, böylece kısa vadede sıkılaştırıcı para politikasına geçiş beklentilerini azaltmaktadır. Euro Bölgesi'nde ise enflasyonun yıllık %2 olan hedefin üzerine çıkması, gıda ve emtia fiyatlarındaki yüksek seyrin önümüzdeki dönemde de devam edeceği beklentisi nedeniyle, 7 Nisan tarihinde yapılacak toplantıda ECB'nin 25 baz puanlık faiz artırımına gitmesi beklenmektedir. İngiltere'de enflasyonun %4.4 ile son 2.5 yılın en yüksek seviyesine çıkması da BOE'nin ECB'nin ardından kısa bir süre içerisinde faiz artırımına gideceği beklentilerini kuvvetlendirmektedir. Fed'in 2012 yılından önce faiz artırımına gitmesi beklenmezken, ECB'nin faiz artırım sürecine girmesi durumunda, faiz artırımında ilk defa Fed yerine ECB öncü olacaktır.

Grafik-1



Kaynak: Bloomberg

Grafik-2

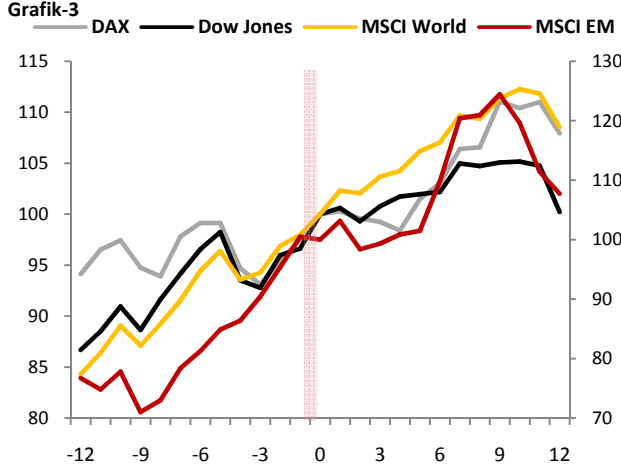


Kaynak: Bloomberg

Faiz artırımlarının piyasalar üzerindeki etkisini incelediğimiz raporumuzda, geçmiş verisi 1970'lere kadar gitmesi nedeniyle Fed faiz kararları ağırlıklı bir analiz yapılmış olup, ECB faiz artırımlarının daha sınırlı olması nedeniyle 2 dönem baz alınarak incelenmiştir. Fed'in 1970 yılından bu yana 26 kez faiz indirimi ve ardından faiz artırımını gerçekleştirdiği izlenmekte olup, faiz oranları Mayıs 1981'de %20 ile tarihi en yüksek seviyeleri görmüş, 2008 yılında yaşanan krizin ardından yapılan sert indirimlerinin ardından ise %0.25 ile tarihi en düşük seviyelere kadar düşürülmüştür. Yapılan analizlerde 1970 yılından bu yana 9 temel sıkılaştırıcı para politikası dönemi tespit edilerek, bu dönemlerde piyasaların faiz artırımlarına tepkisi incelenmiştir. Faiz artırımlarının piyasalara etkisi, borsa endeksleri, kur, tahvil ve emtia olmak üzere 4 ana başlık altında ele alınmıştır.

➤ Hisse Senedi Piyasaları:

Analizimizde Fed'in 1970 yılından itibaren faiz artırımına gittiği ayın başlangıcı sıfır olarak alınmış ve bu dönemde endeksler 100'e endeklenmiştir. 9 dönem için aynı işlem ayrı ayrı yapılmış ve endekslerin performansını değerlendirebilmek için 9 dönemin ortalaması alınmıştır. Böylece her bir endeks ve 9 dönem için tek bir endekse ulaşılmıştır. İncelenen diğer piyasalarda da aynı yöntem kullanılmıştır.



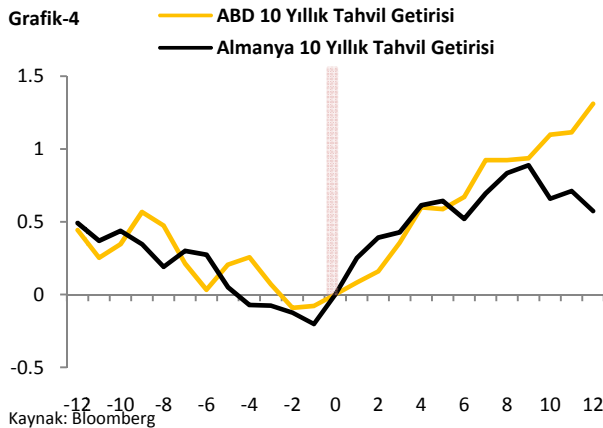
Fed'in ilk faiz artırımına başlamadan önceki ve başladıktan sonraki 12 aylık dönem için Dax, Dow Jones ve MSCI World endeksleri analiz edildiğinde, faiz artırımını beklentilerinden yaklaşık 3 ay öncesinde hisse senedi piyasalarının yükselmeye başladığı dikkati çekmektedir. Hisse senedi piyasalarındaki bu yükselişlerin yaklaşık 9 ay sürdüğü ve 9 ayın ardından hisse senedi piyasalarında satışların başladığı görülmektedir. İncelenen endeksler arasında MSCI gelişmekte olan ülkeler endeksinin (MSCI EM) en kötü performansı gösteren endeks olduğu dikkati çekerken, Dow Jones endeksinin ise MSCI EM'yi izlediği görülmektedir.

Faiz artırım kararı ekonomik iyileşmeye işaret ettiğinden risk algılamalarındaki iyileşmeye ek olarak olumlu ekonomik görünüm paralelinde şirket bilançolarının da düzelmesiyle birlikte bu durum hisse senedi piyasalarının ilk dokuz aylık dönemde yukarı yönlü hareketini desteklemiştir. Ancak sonrasında gelen satışlarda hem beklentilerin gerçekleşmesiyle yaşanan kar realizasyonları hem de faiz oranları ile hisse senedi piyasaları arasındaki teorik ilişkinin etkili olduğu söylenebilir. Faiz oranları ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkinin teorideki açıklamasına göre, faiz oranlarındaki bir değişim, şirketin stok ve hisse fiyatını etkilerken, faiz oranlarındaki yükselme yatırım yapmanın maliyetini arttıracığından, şirket karlılığında ve stok değerinde bir düşüşe yol açacaktır. Ayrıca yüksek faiz oranı yatırımcıların daha fazla tasarruf etmesine neden olurken, hisse senedi piyasaları gibi daha riskli görülen alanlardan çıkış başlayacaktır. Faiz düşüşlerinde ise tersi bir durum yaşanacaktır. Ancak teorik olarak geçerli olan bu durum, pratikte her zaman geçerli olmamaktadır. Ayrıca ilişkinin yönü de ekonomiden ekonomiye değişirken, ilişkinin yönü üzerinde de net bir şey söylemek mümkün olmamaktadır. Yapılan çalışmaların bazılarında bu iki değişken arasında karşılıklı ilişkinin olduğu görülürken, bazılarında hiç bir ilişki bulunamamış, bazılarında ise sadece tek yönlü ilişkiler bulunmuştur. Bu nedenle de teorik ve ampirik çalışmalarda bu konu çözümsüz kalmaya devam etmektedir. Tabii bu noktada faiz oranlarındaki yükselişin boyutu da önemli olmaktadır.

ECB'yi incelediğimizde ise ECB'nin 1999 yılının Ekim ayında yapmış olduğu faiz artırımlarında hisse senedi piyasalarının yaklaşık 3 ay ve 2005 yılının Kasım ayında ise yaklaşık 6 ay süreyle yükseldiği ve bu tarihten itibaren endekslere satış geldiği görülürken, en sert yükselişlerin DAX endeksinde yaşandığı dikkati çekmektedir.

➤ Tahvil – Bono Üzerindeki Etkisi

Analizimizde FED'in 1970 yılından itibaren faiz artırımına gittiği ayın başlangıcında Hazine tahvil getirileri sıfır olarak alınmış ve faiz artırım kararından 12 ay öncesi ve 12 ay sonrasındaki hazine getirileri arasındaki fark baz puan olarak ifade edilmiştir.

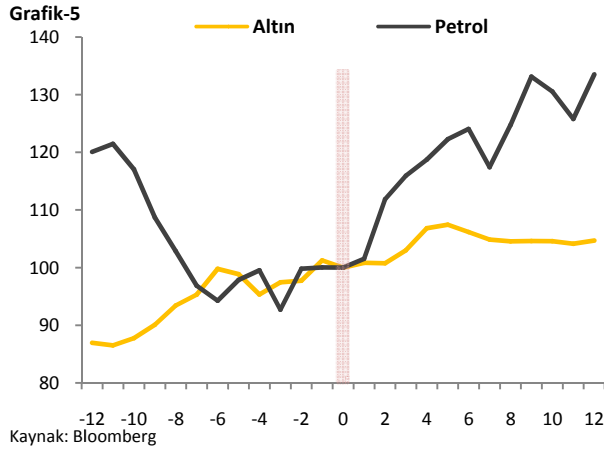


FED'in faiz artırım kararının ABD ve Almanya 10 yıllık Hazine tahvil getirisi üzerindeki etkisi incelendiğinde; seçilen 9 dönem içinde, 12 ay öncesinden faiz artırım kararına kadar her iki tahvil getirisinin gelen güvenli liman alımları ile gerilediği görülmektedir. Buna karşılık faiz artırım kararı sonrasında ekonominin canlanması ve risk iştahının artması ile birlikte yatırımcılar riskli varlıklara yönelmiş ve böylece tahvil-bono piyasasına gelen satışlar tahvil getirilerinin yükselmesine neden olmuştur. Ancak iki tahvil getirisi arasında faiz artırım kararından 9 ay sonra

yaşanan ayrışma dikkat çekmektedir. 9 ay sonrasında ABD Hazine tahvil getirisi gelen satışlarla yükselmeye devam ederken, Almanya Hazine tahvil getirisi gelen alımlarla yeniden gerilemiştir.

ECB'nin 1999 yılının Ekim ayında ve 2005 yılının Kasım ayında yapmış olduğu faiz artırımlarında ise tahvil-bono piyasalarının faiz artırım kararından sonraki 7 ay boyunca getirilerinin yükseldiği ve bu tarihten itibaren gerilediği görülürken, bu tarihten itibaren ABD 10 yıllık Hazine tahvilindeki alımların daha sert olduğu dikkat çekmektedir.

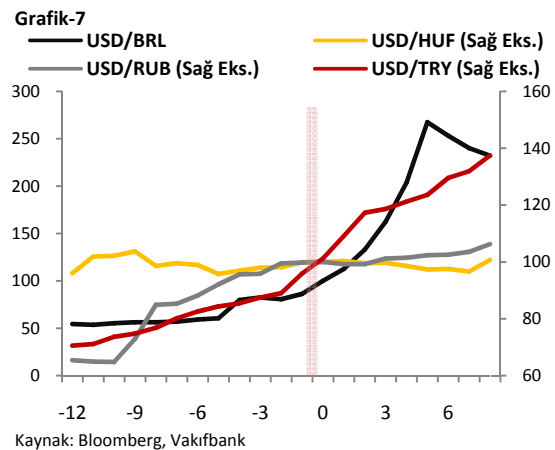
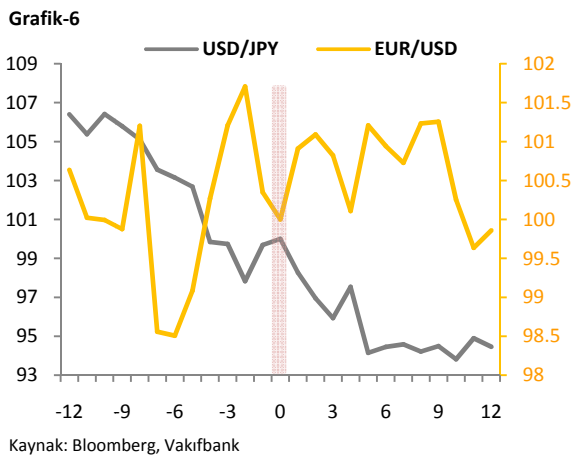
➤ Emtia Fiyatları Üzerindeki Etkisi



Altın ve petrol fiyatları arasındaki ilişki incelendiğinde geniş bantta altın ve petrol fiyatlarının paralel bir seyir izlediği görülürken, kriz dönemlerinde altın ve petrol arasındaki pozitif ilişkinin koptuğu görülmektedir. Kriz dönemlerinde üretim ve yatırımın azalması ile petrole olan talebin düşmesi ile ekonomik görünümün bozulduğu dönemlerde altının güvenli yatırım aracı olarak görülmesi nedeniyle talebinin artması bu durumun temel nedenini oluşturmaktadır. Merkez bankalarının enflasyonun önüne geçebilmek için aldığı önlemlerden biri olan faiz artırımını enflasyondan korunma aracı olarak görülen altının cazibesini azaltırken, güvenli liman olma özelliğinin de

azalmasına yol açmaktadır. Ayrıca yükselen faiz oranları altını elde tutmanın alternatif maliyetini de artırmaktadır. Yukarıdaki grafikten de görüldüğü üzere 6. aydan itibaren altın fiyatlarındaki yükselişin yerini düşüşe bıraktığı görülürken, petrol fiyatlarındaki yükselişin ise ekonomik toparlanmanın da etkisiyle çok daha hızlı olduğu görülmektedir. Geçmiş faiz artırım dönemlerinden farklı olarak bu sefer emtia cephesinde fiyatların sadece arz ve talebe göre belirlenmemesi ve finansal yatırımcıların geçmişe göre piyasalarda çok daha büyük rol oynaması nedeniyle yatırımcıların davranışlarının da hesaba katılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle uzun vadede emtia fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi beklenirken, bu sefer faiz artırım kararının ardından ilk aylarda bu kararın emtia fiyatları üzerindeki etkisinin daha hissedilir olması beklenebilecektir.

➤ Döviz Piyasaları Üzerindeki Etkisi:



Fed'in faiz artırımının para piyasaları üzerindeki etkilerini incelediğimizde ise diğer piyasaların aksine para piyasalarındaki hareketlerin çok net olmadığı ve ülkelerin kendi dinamiklerinin de ön plana çıktığı görülmektedir. Özellikle faiz artırımlarının euro ve yen gibi gelişmiş ülke para birimleri üzerindeki etkileri incelendiğinde; faiz artırımının piyasalarda önceden fiyatlanması nedeniyle faiz artırımının 5- 6 ay öncesinde doların euro karşısında değer kazanmasına bağlı olarak EUR/USD paritesinin gerilediği görülmektedir. Faiz

artırımının hemen ardından ise paritede sınırlı bir gerileme yaşandığı dikkat çekmektedir. Bunun temel nedenlerinden birisi de, ABD'nin yüksek ikiz açığa sahip olması gibi yapısal problemlere bağlı olarak dolardaki değer kazanımlarının uzun süreli olamamasıdır. USD/JPY'de ise yine Fed'in faiz artırımını beklentilerinin 3 ay öncesinden pariteyi yukarı ittiği ancak beklentilerin realize olmasıyla paritedeki hareketin yeniden aşağıya döndüğü görülmektedir. ABD ve Japonya arasındaki faiz farkının parite üzerindeki etkilerinin verinin aylık olması ve para piyasalarının diğer piyasalara göre çok daha volatil olması nedeniyle beklenen düzeyde görülmediği dikkati çekmektedir.

Fed'in faiz artırımının Türk Lirası, Rusya Rublesi, Brezilya Reali ve Macaristan Forinti gibi gelişmekte olan ülke para birimleri üzerindeki etkileri incelendiğinde ise; faiz artırımından sonra doların bu para birimleri karşısında sert bir şekilde değer kazandığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülke para birimleri ile yapılan analizde özellikle 1990'dan sonraki 3 faiz artırım dönemi incelenmiş olup, bu dönemde doların Türk Lirası karşısında diğer para birimlerine göre daha fazla değer kazandığı dikkat çekmektedir. ECB faiz artırımlarının döviz piyasası üzerindeki etkileri 2 dönem baz alınarak incelendiğinde, faiz artırımının benzer şekilde önceden satın alınmasının etkisiyle EUR/USD paritesinde faiz artırımını öncesi yükseliş yaşandığı, artırımın ardından dolara gelen alımlarla gerilediği izlenmektedir.

Sonuç olarak, hızlı enflasyon artışına bağlı olarak pek çok GOÜ Merkez Bankaları'nın kademeli olarak faiz artırımına gitmesi, gıda ve emtia fiyatlarındaki yüksek seyrin önümüzdeki dönemde de devam edeceği beklentileri nedeniyle ECB ve BOE'nin yakın dönemde faiz artırımına gitmesi düşünülürken, FED'den hali hazırda yakın dönemde böyle bir adım beklenmemektedir. Bu durum faiz artırım kararında ilk kez FED yerine ECB'nin öncü olabileceğini yansıtırken, ECB'nin faiz artırım kararının sınırlı olması beklenmektedir. FED'in ECB'ye kıyasla daha düşük bir enflasyon oranına sahip olması ve istihdam ile konut piyasasındaki kırılganlıkları azaltmak istiyor olması kısa vadede faiz artırım kararını ötelemektedir. Bu çerçevede altında ECB'nin faiz artırım kararının piyasalar üzerindeki etkisinin FED'in faiz artırım kararına kıyasla daha sınırlı olması söz konusu olabilecektir. ECB'nin faiz artırım kararının sınırlı olacak olmasının yanı sıra (piyasalardaki genel beklenti 25'er baz puanlık omak üzere ECB'nin 3 sefer faiz artırımına gideceği yönündedir) euronun ABD doları gibi global rezerv para birimi olmaması da ECB'nin faiz artırım kararının piyasalar üzerindeki etkisinin sınırlı kalacak olmasında önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Piyasaların özellikle para piyasalarının ABD'nin faiz artırımlarına daha sert tepki vermesinin nedenleri arasında ise ABD'nin yüksek ikiz açıklar gibi yapısal sorunlara sahip olmasının yanı sıra ABD dolarının carry trade amaçlı fonlama aracı olarak kullanılması nedeniyle kısa süreli açılan pozisyonların kapanması olurken, bir süre sonra gelişmekte olan ülkelere yeniden fon girişi olmakta ve bu durum ABD dolarının yeniden kısa bir sürede değer kaybetmesine neden olmaktadır.

Yeni bir teknoloji balonu mu?

2007 yılının sonunda ABD'de aşlayan ve hızla küresel bazda yayılan finansal krizin ardından varlık piyasalarına yönelik balon oluşumu tartışmaları yeniden hızlanmıştır. Özellikle, son yaşanan krizde konut piyasasında oluşan balonun başlıca etken olduğu yönündeki tartışmalarda ciddi bir fikir birliğine ulaşılması diğer varlık piyasalarına da daha fazla odaklanılmasına neden olmaktadır. Son dönemde Çin ekonomisinde bir varlık balonu oluşup oluşmadığına dair tartışmalar hız kazanırken, geçmiş deneyimlerin ışığında teknoloji sektörünün gelişimi ve söz konusu gelişmelerin hisse senedi piyasalarına yansımaları endişeleri arttırmaktadır. 90'lı yılların son döneminde teknoloji şirketlerinin hisselerinde hızlı ve sert yükselişlerin görülmesi ve ardından ani bir düşüş trendinin başlayarak tüm hisse senedi piyasalarında bir düzeltmenin görülmesi (dot-com) benzer bir sürecin günümüzde yaşanıp yaşanmadığı konusundaki soru işaretlerini doğurmuştur.

1999 deneyimi ve düşündürdükleri

1995 ve 2000 yılları arasında ABD teknoloji piyasasındaki varlıkların değerlerinin hızla artması ve ardından sert düşüşlerin görüldüğü süreç dot-com krizi olarak adlandırılmaktadır. Kriz, öncesi düşük seyreden faiz oranları varlık fiyatlarındaki yükselişleri destekleyen en önemli nedenlerden biri olarak dikkat çekmektedir. Yatırımcılar hisse senetlerinin daha da değerleneceği beklentisi altında yatırım yapmaya devam etmişlerdir. Bu nedenle birçok şirket değerinin üzerinde işlem görmeye başlamıştır. 10 Mart 2000'de Nasdaq teknoloji endeksi

5048,62'den 5132,52'ye yükselerek krizin zirvesine ve bir önceki yılın aynı dönemine göre 2 katına ulaşmıştır. ABD'de yaşanan söz konusu kriz başta Avrupa ve Japonya olmak üzere diğer bölgelerde de hissedilmiş ve uluslar arası ve kimlik kazanmıştır.

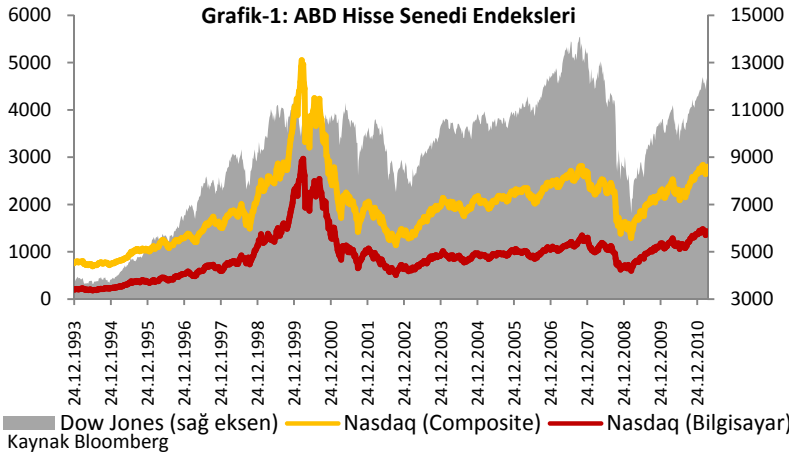
Teknoloji şirketleri büyük kayıplar yaşamaya mal olsa bile müşteri tabanını genişletmek için ellerinden geleni yapmışlardır. Örneğin Google firması kar etmemeyi göze alarak AR-GE çalışmalarını hızlandırmak için altyapı oluşturma amaçlı harcamalar yapmıştır. 2001-2002 yıllarında 3G çalışmaları için Almanya, İngiltere ve İtalya gibi ülkelerdeki operatör firmaları da benzer harcamalar yapmış ve büyük meblağlarda borçlanmışlardır.

ABD Merkez Bankası (FED), yaşanan sıkıntıların önüne geçebilmek için 1999-2000 yılları arasında 6 kere faiz artırımına gitmiştir. Alınan önlemler piyasanın ısınmasını engelleyememiş, yapılan açıklamalar, bazı bankaların yatırımcıları yanlış yönlendirmesi ve internet teknolojilerine yatırım yapan risk sermayesi şirketlerinin yatırımlarının geri dönüşünü sağlayamamalarından dolayı bu sektörden çekilmeleri sonucu hızla değer kaybetmeleri ile son bulmuştur. Son yıllarda Web 2.0 teknolojilerinin ortaya çıkması ile internet şirketleri tekrar hızlı bir büyüme trendi yakalamıştır. 2007-2009 döneminde küresel krizin de etkisiyle yaşanan şirket birleşmeleri ve devirlere bağlı olarak sektördeki şirket bazlı yüksek büyüme hızları 2. bir teknoloji balonunun ortaya çıkması ihtimalini gündeme getirmiştir.

99 yılında yaşanan dot-com krizi ile şu günlerde tartışılan olası durumun karşılaştırılması

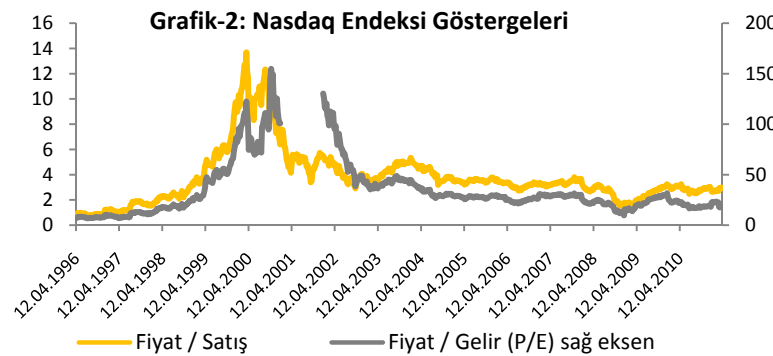
dot-com Krizi	2011'de yaşanan gelişmeler
24 tane internet şirketinin piyasa değeri 71 milyar dolar	5 tane internet şirketinin değeri 71 milyar dolar
308 teknoloji firmasının halka arzı	20 teknoloji firmasının halka arzı
Risk sermayesi yatırımları tutarı:200 milyar \$	Risk sermayesi yatırımları tutarı:90 milyar \$
50 milyon internet kullanıcısı	2 milyar internet kullanıcısı

Teknoloji Hisseleri ve Göstergeler



Teknoloji hisselerinde son dönemde görülen hareketlerin herhangi bir balona işaret edip etmediği tartışmalara yönelik önemli bir başlangıç noktası olarak dikkat çekmektedir. Grafik-1'de de görüldüğü gibi Nasdaq ve Nasdaq teknoloji endekslerinde Dow Jones endeksinde paralel bir seyrin hakim olduğu görülmektedir. Ancak 1998-1999 döneminde teknoloji hisselerindeki artışın Dow Jones endeksinde daha sert olduğu

görülmektedir. Bu durum söz konusu dönemdeki varlık balonu düşüncesini desteklerken, son dönemde önemli bir ayrışma dikkat çekmemektedir. Buna ek olarak, genel Nasdaq endeksinin teknoloji endeksinden daha büyük bir artışa işaret etmesi teknoloji balonu oluştuğu görüşünü desteklememektedir.



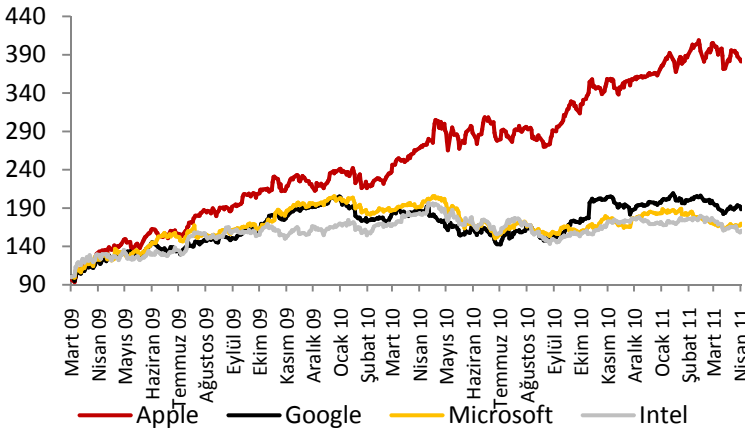
ABD'de sanayi ve bunun alt sektörü konumundaki teknoloji şirketlerinin hisse senedi endekslerinin incelenmesinin yanında, bu endekslere ilişkin finansal göstergelerin de incelenmesi varlık piyasalarının

nabzının ölçülmesi açısından yararlı görülmektedir. Bu bağlamda, fiyat /satış ve fiyat / gelir göstergeleri söz konusu piyasalarda bir balon oluşup oluşmadığına ilişkin önemli ipuçları vermektedir. Özellikle geçmiş deneyimlerindeki seyir göz önüne alındığında söz konusu göstergelerin de bir varlık balonu oluşmadığına işaret ettiği görülmektedir.

ABD teknoloji sektörüne şirket bazında bakış

Teknoloji sektöründe bir varlık balonu oluşup oluşmadığı yönünde yaptığımız analizlerde ele aldığımız genel endeks ve göstergelerin sektörde anormal bir gelişmenin olduğuna işaret etmediğinin anlaşılmasının ardından tartışmaların şirket bazlı gelişmelere bağlı olabileceği beklentilerimiz yükselmiştir.

Grafik-3: Önemli Teknoloji Şirketlerinin Piyasa Değerleri (milyar\$)



Kaynak: Reuters

bilgisayar endeksindeki yukarı yönlü harekete paralel bir görünüm sergilediği söylenebilirken, söz konusu sektör endeksinin Nasdaq endeksinden düşük seviyelerde seyrediyor olması ve seçilen en önemli dört şirketten sadece Apple'ın trendinin sert bir artışa işaret etmesi, şirket değerlerinde yaşanan bu artışların, daha çok şirket bazlı olabileceği ihtimalini güçlendirmektedir. Sektörde yer alan rastgele seçilmiş yirmi şirketin 1999'dan bu yana piyasa değerlerindeki hareketler incelendiğinde ise, 1999 sonunda başlayan ve 2000 yılında etkisini sert şekilde gösteren dot-com krizinin yaşandığı dönemlerde birçok şirketin piyasa değerinin, şu anki seviyesinden daha yüksek olması dikkat çekmiştir. Seçilen yirmi şirketten sadece 18'inin bile toplam piyasa değerinin, 20 şirketin piyasa değerleri toplamından yüksek olduğu ve yaşanan artışın şirket bazlı olduğu görülmüştür.

Bu kapsamda, söz konusu dönemde 'teknoloji balonu' olarak adlandırılan yüksek değer artışlarının şu anki artışların oldukça üzerinde olması, tartışılan teknoloji krizinin şirket bazlı olmasını destekler niteliktedir. Şu an kriz dönemindeki değerinden yüksek piyasa değerine sahip olan teknoloji şirketlerinin, son dönemlerde ürün farklılaştırılması vb. yöntemlerle talebini artıran Thomson Reuters ve Apple olması dikkat çekerken, Apple'ın piyasa değerinin, 1999 yılındaki piyasa değerinden yaklaşık 30 kat daha fazla olması göze çarpmıştır. Özellikle 2005 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık %300 değer kazanan şirketin değer artışı her geçen yıl artmış ve bugün 312 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.

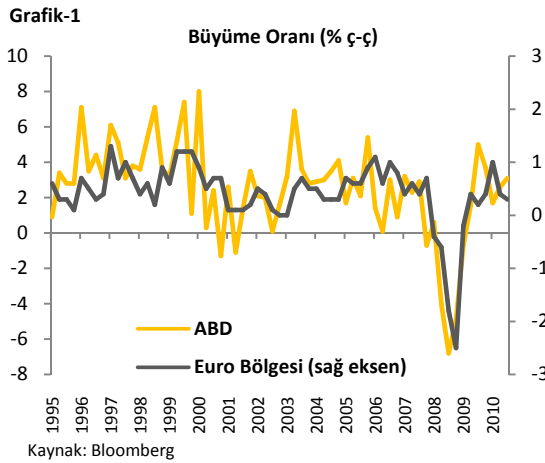
2000 yılında yaşanan ve 'dot-com krizi' olarak bilinen teknoloji krizinin ardından, son zamanlarda sektörde meydana gelen gelişmeler ve internet şirketlerinin piyasa değerlerindeki hızlı tırmanış, yeni bir teknoloji balonunun daha mı yaşanacağı sorusunu akıllara getirmektedir. Şirketlerin piyasa değerlerinde yaşanan söz konusu artış, bu yükselişlerin gerçekten bir teknoloji balonu mu, yoksa şirket bazlı yükselişlerden mi kaynaklandığı hususunda iki farklı görüşün tartışılmasına neden olmuştur. Sonuç olarak bu çalışmada yaptığımız analizler gerek endekslerin gerekse endeks bazlı göstergelerin sektörde önemli bir varlık balonu oluşmadığına işaret etmesinin yanında, şirketler özelinde bir bakış açısı da görüşümüzü desteklemektedir.

ECB faiz artırdı, Fed faiz artırımına ne zaman başlayacak?

Geçen hafta Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz artırımına gitmesinin ardından Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) faiz artırımına ne zaman başlayacağı piyasalarda tartışılmaya başlanmıştır. Bu çalışmada, geçmişte para politikalarında paralellik gösteren iki merkez bankasının son faiz kararıyla ayrışmasının arkasındaki nedenler büyüme, enflasyon ve işsizlik oranları kapsamında incelenerek, Fed'in ne zaman faiz artırımına gidebileceği sorusuna cevap aranmıştır.

Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) son toplantıda faiz oranlarını artırmasıyla, ECB ile FED arasındaki farklı politika çizgisi kalınlaşmış, Fed'in faiz artırımına ne zaman başlayacağı piyasalarda tartışılmaya başlanmıştır. Geçen haftaki "Faiz Artırımlarının Piyasalar Üzerindeki Etkileri: FED ve ECB Faiz Artırımları" başlıklı raporumuzda da değindimiz üzere, ABD'nin Euro Bölgesi'ne kıyasla daha düşük bir enflasyon oranına sahip olması, bunun yanısıra istihdam ile konut piyasasındaki kırılganlıkların sürmesi Fed'in faiz artırımını beklentilerini ötelemektedir. Bu çerçevede Fed'in gevşek para politikasını bir süre daha sürdürmesi ve 2012 yılından önce faiz artırımına gitmesi beklenmezken, bu öngörünün gerekçeleri 3 ana başlık altında incelenmiştir;

- **ABD'de ekonomik büyümedeki daha olumlu görünüme karşın kırılganlıklarının devam ediyor olması..**

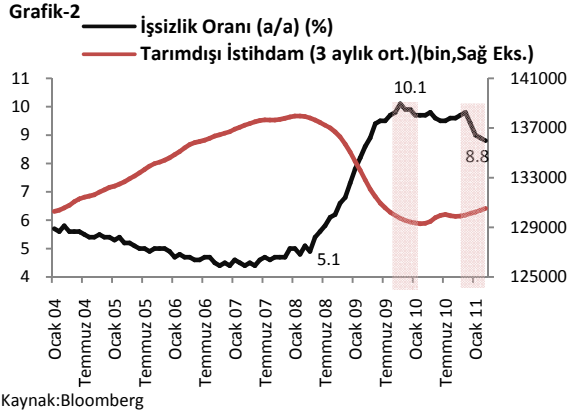


ABD ile Euro Bölgesi büyüme oranlarına bakıldığında çoğunlukla birbirlerine paralel bir seyir izledikleri görülürken, ayrıştıkları zamanların ise kendi bölgeleri ile sınırlı kalan kriz dönemlerinde yaşandığı gözlenmektedir. Son dönemde ise Euro Bölgesi'nde yaşanan bütçe ve borç problemleri nedeni ile ekonomik büyümede Euro Bölgesi'nin daha fazla sıkıntı içinde olduğu dikkati çekerken, ABD'de büyüme çok daha olumlu bir görünüm çizmektedir. Büyümedeki daha olumlu görünüme karşın Fed faiz artırımını konusunda öncelikli olarak işsizlik oranına ve büyümenin sürdürülebilirliğine vurgu yaparken, ECB enflasyon oranına dikkat çekmektedir. Yaşanan enflasyonist

baskılar nedeni ile Euro Bölgesi'nde faiz artırımına gidilmesi normal karşılanırken, ABD ekonomisinde yaşanan belirsizlikler nedeni ile faiz artırımının bu kadar çabuk gerçekleşmeyeceği düşünülmektedir.

ABD ekonomisi 2010 yılında %2.9 oranında büyüyerek 2005'ten bu yana gerçekleşen en yüksek büyüme oranını kaydederken, ekonominin kırılganlığının devam etmesi nedeni ile 2011 yılında büyümenin aynı seyri sürdürebilmesi zor görünmektedir. Yüksek seyreden petrol fiyatları ve işsizlik oranları, kriz öncesi seviyelerden çok daha düşük kalan hanehalkı servet değeri, hanehalkı harcamalarının zayıf seyri ve konut sektöründeki toparlanmanın henüz sağlanamaması bu görüşün temel nedenlerini oluşturmaktadır. Son olarak kırılganlığı devam ettiren bir diğer belirsizlik olarak kamu açığı gündemde bulunurken, yüksek seyreden kamu açığı uzun vadede ABD büyümesini olumsuz etkileyecek etkenlerden biri olarak dikkati çekmektedir. Söz konusu bu nedenlerle ABD'de ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği konusundaki belirsizlik devam etmekte ve faiz artırımını bir süre daha gündeme gelmeyecek gibi görünmektedir.

➤ **ABD’de işsizlik oranının hala krizden önceki seviyelerin oldukça üzerinde olması...**

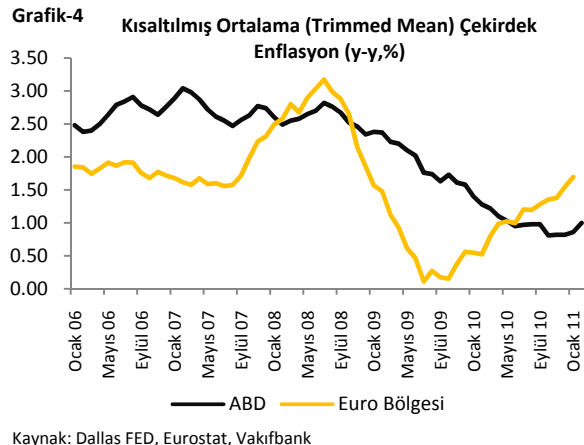
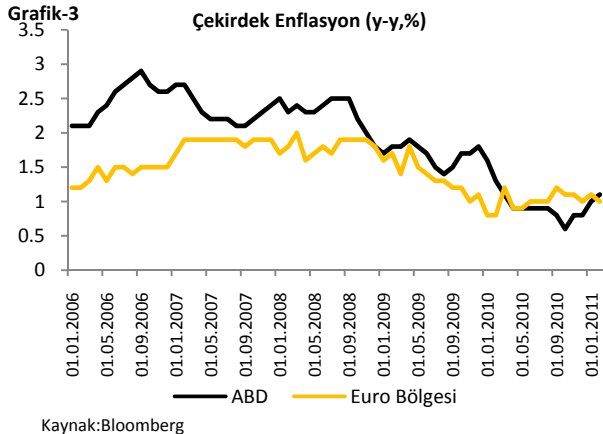


Geçmiş resesyon dönemleri incelendiğinde, istihdam piyasalarındaki iyileşmenin GSYİH’da yaşanan toparlanmaya rağmen çok daha yavaş olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda yapılan incelemelerde işsizlik oranının kriz öncesi seviyelerine ulaşmasının yaklaşık 5-6 yıl gibi bir süreç aldığı dikkati çekerken, işsizlik oranındaki gerilemeye rağmen ABD’de işsizlik oranının hala krizden önceki seviyelerin oldukça üzerinde olduğu izlenmektedir. 2009 yılında %10.1 ile tarihi en yüksek seviyelere çıkan işsizlik oranı, 2009 yıl sonundan itibaren gerilemeye başlayarak Mart 2011’de %8.8 seviyesine düşmüştür. İstihdam

piyasalarındaki iyileşme tarım dışı istihdam verisinin 3 aylık ortalamasında görülen toparlanmadan da yakından takip edilebilmektedir. İstihdam piyasasına ilişkin veriler toparlanmaya işaret etmekle beraber, işsizlik oranındaki görece yüksek seviyeler ekonomik kırılganlığın devam ettiğinin bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Bu nedenle en önemli indikatör olan işsizlik oranında belirgin bir düzelme olmaksızın Fed’in faiz artırımına gitmesi olası gözükmemektedir.

1954 yılından itibaren kriz dönemlerinde işsizlik oranı ve Fed’in faiz artırımları arasındaki ilişki incelendiğinde; işsizlik oranında %0.7 seviyesinde bir gerileme meydana geldikten, ortalama 6 ay sonra Fed’in parasal sıkılaştırmaya gittiği görülmektedir. 1970’li yılların başından 1980’li yıllara kadar devam eden stagflasyon sürecinde (yüksek işsizlik oranı-yüksek enflasyon) ise Fed’in işsizlikteki yükselişe karşın zaman zaman faiz artırımına gittiği görülmektedir. Bu gibi dönemlerde ise Fed’in faiz artırımını, o dönemlerde enflasyonun yüksek seviyelerde gerçekleşmesinden dolayı işsizlik oranının zirveyi görmesinden hemen sonra yaşadığı gerilemenin ardından gerçekleştirmiştir. Çekirdek enflasyonun son dönemde yaşanan yükselişe karşın hala oldukça düşük seviyelerde olduğu göz önüne alındığında, işsizlik oranının zirve seviyesi olan %10.1’den ortalama %0.7’nin üzerinde bir düşüş kaydettiği 2010 yılının Aralık ayı baz alındığında (işsizlik oranının %9.4 olduğu ay) Fed’in düşüşün 6 ay sonrasında yani 2011’in Haziran ayında faiz artırımına gitme olasılığının hala oldukça düşük olduğu söylenebilir. Diğer taraftan son açıklanan yeni konut satışları verisinin Mart ayında 1962 yılından bu yana görülen en yüksek düşüşü kaydederek konut sektöründeki toparlanmaya yönelik hayal kırıklığı yaratması, Fed’in ekonomiyi desteklemeye devam edeceği beklentilerini artırarak faiz artırımını ötelemektedir.

➤ **Enflasyonda FED’in elinin Euro Bölgesi’ne göre çok daha rahat olması...**



ABD ve Euro Bölgesi enflasyon oranlarını karşılaştırmak için gıda ve enerji çıkarılarak hesaplanan çekirdek göstergeler incelendiğinde, endekslerin yıllık değişiminin Şubat ayı itibariyle ABD’de %1.1, Euro Bölgesi’nde ise %1 ile birbirine yakın seyrettiği görülmektedir. Ancak gıda ve enflasyon çıkartılarak hesaplanan klasik çekirdek göstergeleri, ECB Başkanı Trichet’in de söylediği gibi son dönemde enflasyonist baskıları ölçmek için kullanılabilir iyi bir tahmin edici olmayabilir. Kısaltılmış ortalama (trimmed mean) ile çekirdek enflasyon hesaplanması ise, kullanılan güncel çekirdek göstergelere göre daha düşük volatiliteye sahip olması nedeniyle çekirdek enflasyon hesaplamalarında önerilen bir yöntemdir. Klasik çekirdek enflasyon enerji ve gıda hariç hesaplanırken, kısaltılmış ortalama yönteminde sürekli aynı grupları manşet enflasyondan çıkarmak yerine seri içinde belirlenen frekanslarda maksimum ve minimum değerlerinin atılmasıyla çekirdek enflasyon hesaplanmaktadır. Grafik-? detaylı incelendiğinde, Euro Bölgesi için hesapladığımız kısaltılmış ortalamanın, Dallas FED’in ABD için hesapladığı kısaltılmış ortalamanın oldukça üzerinde seyrettiği görülmektedir. Bu durum çekirdek göstergelerde paralel bir seyir izlenmesine rağmen aslında Euro Bölgesi’nde enflasyonist baskıların ABD’ye göre çok daha güçlü olduğunu yansıtmaktadır. Özellikle Mayıs ayından itibaren artışını sürdüren kısaltılmış ortalama ile hesapladığımız çekirdek gösterge ECB’nin neden faiz arttırdığını açıklamaktadır. ABD’de ise Şubat ayında göstergede yaşanan artış dikkat çeken bir gelişmeyken, bu artışın sürmesi surumunda FED’in faiz arttırmalarına başlaması gündeme gelebilecektir. Ancak Fed yetkililerinden bazılarının da söylediği gibi genel beklenti, son dönemde enflasyonda yaşanan artışın geçici olacağı yönündedir.

Fed Söylemleri ve Sonuç:

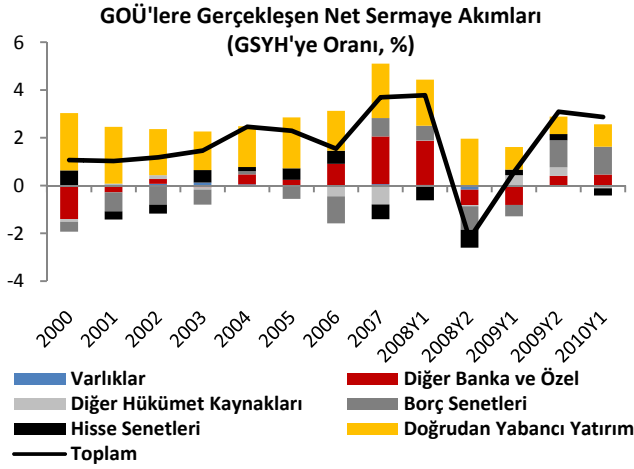
FED’in Haziran ayına kadar yapmayı planladığı QE2 kapsamındaki tahvil alım programı sonrasında yeni bir parasal gevşeme politikasına gitmeyeceği yönündeki beklentiler giderek ağırlık kazanırken, son dönemde Bölgesel Fed Başkanları tarafından yapılan söylemler, Fed’in bu sene içinde faiz artırımı yapabileceği yönündeki beklentileri az da olsa kuvvetlendirmeye başlamıştır. Chicago FED Başkanı Evans; daha fazla harcama yapmaya gerek olmadığını söylerken; Minneapolis Fed Başkanı Kocherlakot, daha fazla harcama yapmak için Amerikan ekonomisinde ciddi bir kötüye gidiş yaşanması gerekliliğine vurgu yapmıştır. Philadelphia FED Başkanı Plosser ise daha sert bir söylem ile; çok beklemeden para politikasını tersine çevirme gerekliliğinden ve Fed’in 2011 yılından önce faiz oranlarını artırma gereği duyacağından bahsederken, Richmond Fed Başkanı Lacker bu sene enflasyonun çok daha büyük bir risk olduğunu ve 2011 yılından önce faizleri artırmanın sürpriz olmayacağına değinmiştir. Para politikasını sıkılaştırma yanlısı olan bu Bölgesel Fed Başkanlarına karşın Fed Başkanı Bernanke, San Francisco Fed Başkanı Yellen ve New York Fed Başkanı Dudley ise son dönemde ekonomik aktivitenin sürdürülebilirliğinden ve istihdam piyasalarındaki toparlanmanın kalıcı olduğundan emin olabilmek için çıkış stratejisi kapsamında herhangi bir adım atmadan önce sabırlı olup beklemek gerektiği fikrini savunmaktadır.

Ancak son dönemde açıklanan veriler incelendiğinde, bir çok sektörde yaşanan olumlu gelişmeye karşın konut sektörünün kırılganlığını sürdürdüğü dikkati çekerken, enerji ve gıda fiyatlarındaki yükselişin enflasyon üzerindeki yukarı yönlü etkilerinin geçici olması beklenmektedir. 2011 yılının ilk çeyreğinde ABD’de ekonomik büyümenin %2 seviyelerine gerileyeceği dikkate alındığında, büyümenin önümüzdeki dönemlerde toparlanamaması durumunda çıkış stratejisi kapsamında aktif politika uygulamalarının bir süre daha ertelenmesi ve faiz artırımının 2012’nin ilk aylarında yapılması gündeme gelebilecektir. Aksi taktirde enflasyonun beklentilerin üzerinde sert bir yükseliş göstermesi durumunda ise 2011 yılının ikinci yarısında Fed’in faiz artırımına gitmesi beklenirken, genel beklenti 2012 yılı olmaya devam etmektedir.

Artan Sermaye Akımlarına Karşı IMF'den Yeni Yaklaşımlar

Son dönemde gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) doğru artan sermaye akımları dikkat çekerken, Uluslararası Para Fonu (IMF) yayınladığı “Sermaye Akımlarının Yönetiminde Son Deneyimler (Recent Experiences in Managing Capital Inflows)” adlı raporda, GOÜ’lerde istikrarsızlığa neden olan sermaye akımlarını denetim altına almak için ne gibi sınırlamalar yapılabileceğine dair önerilerde bulunmuştur. Bu çerçevede haftalık analizimizde seçilmiş

GOÜ'lere sermaye akımlarının artmasının nedenleri, ülkelerin bu artan sermaye akımlarını engellemek için ne gibi önlemler aldığı ve IMF'nin bu konuda getirdiği öneriler ele alınmıştır.



Kriz sonrası süreçte gelişmiş ülkelerin (GÜ) genişletici para politikaları ve küresel likidite bolluğu sonucu riskli varlıklara yönelme eğilimi, GOÜ'lerin olumlu büyüme görünümü, görece olarak yüksek faiz seviyeleri ve ülkelerin azalan risklilikleri, GOÜ'lere yüksek oranda sermaye girişlerine yol açmıştır. Diğer yandan, ekonomilerin toparlanma hızları arasındaki farkı yansıtan GÜ ve GOÜ'ler arasındaki ayrışma teorisi de (decoupling), GOÜ'lere olan sermaye girişlerini teşvik edici bir etken olmuştur. GÜ'lerde uzun süre uygulanması beklenen genişletici para politikalarına rağmen Çin, Brezilya, Şili gibi GOÜ'lerin faiz artırımlarına

başlamış olmaları sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli portföy yatırımları kanalıyla sermaye girişlerini artırmaktadır. 2009 yılından itibaren GOÜ'lere olan sermaye akımlarının arttığı görülürken, Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) tahminlerine göre 2011 yılında da GOÜ'lere sermaye girişlerinin artması beklenmektedir. Bu durum GOÜ'lerde varlık balonu oluşumuna veya finansal sisteme yönelik risklerin oluşmasına neden olabileceğinden, GOÜ'lerin artan sermaye akımlarına karşı önlemler aldığı görülmüştür.

➤ Ülkelerin artan sermaye akımlarına karşı aldığı önlemler

IMF söz konusu raporda ülkelerin sermaye akımlarına karşı 2009 yılının Ekim ayından itibaren aldıkları önlemlerden bahsetmiştir. Bu önlemler ilk etapta alınan, ikincil olarak uygulanan ve ilk iki seçenek sonuç vermediğinde uygulanan önlemler olarak sınıflandırılmıştır.

Yapısal Önlemler	İkincil Önlemler	Diğer Seçenekler Tükendiğinde Alınan Önlemler
<ul style="list-style-type: none"> •Kredi Limiti Uygulaması (Kore, Tayland, Türkiye) •Yerel Para Cinsinden Mevduatlara Zorunlu Karşılık Ayrılması (Brezilya, Endonezya, Türkiye) •Tüketici Kredilerinden Alınan Faizlere Vergi Konulması (Türkiye) •Bankaların net açık yabancı para pozisyonlarına limit getirilmesi (Peru) •Bankaların yabancı para borçlanma oranlarına limit getirilmesi (Kore) •Belirli borçlara sermaye gerekliliği uygulaması (Brezilya) •Yabancı para cinsi borçlanmaya sermaye gerekliliği uygulanması (Peru) 	<ul style="list-style-type: none"> •Bankaların yabancı para türev pozisyonlarının banka sermayesi içindeki payına limit konulması (Kore)* •Dolar cinsi kısa pozisyonlara zorunlu karşılık ayrılması (Brezilya)* •Yabancı para cinsi mevduatlara zorunlu karşılık ayrılması (Endonezya, Peru, Türkiye) •Merkez Bankası hesaplarına yapılacak yatırımlara zaman kısıtı getirilmesi (Endonezya) •Bankaların mevduat dışı yabancı yükümlülüklerine vergi konulması (Kore) •Kamu sektörü kağıtları üzerine vergi konulması (Kore, Tayland) 	<ul style="list-style-type: none"> •Merkez Bankası kağıtlarının yurtdışı yerleşikler tarafından alınması durumunda ücret kesilmesi (Kore) •Yurtdışı yerleşiklerin mevduatlarına zorunlu karşılık ayrılması (Peru) •Hisse senedi ve Bonoya gelen akımlara vergi uygulanması (Brezilya)
<p>Kaynak: IMF</p> <p>*yapısal önlem olarak da uygulanabilmektedir</p>		

Alınan önlemlerle temel olarak dışarıdan kısa vadeli gelen parayı önlemek ve gelen paranın yaşanacak herhangi bir beklenmedik gelişme durumunda ülkeden hemen çıkmasını engellemek amaçlanmaktadır. Aynı zamanda

yurtiçi yerleşiklerin likidite kullanımına karşı da önlem alındığı görülmektedir. Bireylerin bir varlık satın almak için kullanacakları kredi tutarının, varlığın değerinin ancak belirli bir kısmına kadar olabildiğini içeren kredi limiti uygulaması ve yerli para cinsinden mevduatlara zorunlu karşılık ayrılmasının, yurtdışındaki likidite kullanımını kontrol altına almak için uygulanan önlemler olduğu söylenebilir.

➤ ***IMF Raporu'nda artan sermaye akımlarına karşı getirilen öneriler***

IMF "Sermaye Akımlarının Yönetiminde Son Deneyimler" (Recent Experiences in Managing Capital Inflows) adlı raporda, dünya ülkelerine sermaye akımlarının uygulanması hususunda bir çerçeve çizmiş, fakat her ülkeye uygun tek bir politika olmadığını belirterek, sermaye akımı yönetim kurallarının tasarlanırken ülkelerin spesifik özelliklerinin, etkinlik ve verimlilik kriterlerinin düşünülerek karar verilmesi gerektiğinin altını çizerek çeşitli yönetim uygulaması önerilerinde bulunmuştur. IMF, eğer ülke çok uluslu bir sistemde ise ve döviz kurunun değeri çok düşük ise döviz kurunun değerlendirilmesine izin verilmesini önermiştir. Ülkelerin döviz rezervlerinin tedbiren tutulması gereken miktardan daha az olması durumunda ise, enflasyonun ekonomide bir sorun olduğu dönemlerde enflasyonist etkileri azaltmak için rezervlerini artırması gerektiğini belirtmiştir. Raporda sermaye akımı yönetimi önlemlerinin, ülkenin döviz kuru değersiz değil ise, döviz rezervlerinin ihtiyati yeterli seviyesinin çok üzerinde olması ya da sterilizasyon maliyetlerinin çok yüksek olması durumunda ve tüm bunların yanısıra aşırı ısınmış bir ekonomi söz konusuysa, parasal gevşeme önlenemiyor ve sıkılaştırılmış maliye politikasına olanak yoksa kullanılmasının uygun olduğu belirtilmektedir. Buna karşın, eğer döviz kuru değersiz ise ya da alternatif bir politika aracı konumundaysa sermaye akımı yönetimi kullanılamaz. Ancak mali konsolidasyonun makroekonomik etkileriyle ilgili gecikmeler göz önünde bulundurulduğunda, sermaye akımı yönetiminin kullanılmakta olan mali sıkılaştırma planlarının tamamlayıcısı olarak kullanılabilmesine dikkat çekilmiştir.

Diğer taraftan IMF, piyasaların aşırı ısınması söz konusu olmadığında ve enflasyon hedeflerine uygun olarak yapıldığında, parasal gevşemeye alan sağlamak amacıyla politika faizlerinin düşürülmesi ya da sıkılaştırılmış maliye politikası uygulanmasının daha uygun olacağını belirtmiştir. Uygulanan önlemlerin makroekonomik ya da finansal istikrara ilişkin sorunlara uygun olup olmadığından emin olunması gerektiği belirtilmiştir. Bu kapsamda sermaye akımı yönetiminin geçici ve konjonktürel faktörlere bağlı girişleri yönetmek için en uygun yöntem olmasından dolayı, riskler ortadan kalktığında söz konusu yönetim biçiminin de uygulamadan kaldırılması gerektiği söylenmiştir. Raporda ayrıca yurtdışı ve yurtdışından gelen akımlara göre düzenlenen sermaye akımları yönetimleri yerine, tüm bunları ayırt etmeyen yönetim uygulamalarına öncelik verilmesi gerektiğine dikkat çekilmiştir.

Sonuç olarak IMF, özellikle GOÜ'lerde son zamanlarda çok tartışılan sermaye hareketlerinden kaynaklı, ülke parasının aşırı değerlendirilmesi ve hızlı kredi genişlemesi gibi risklerin söz konusu olduğu bir ortamda, ekonominin aşırı ısınmasının muhtemel olduğunu kaydetmiştir. Bununla birlikte IMF, faiz indirimine gitmenin mümkün olmadığı bir ekonomide, sermaye akımları yönetiminin uygulanmasının yararlı bir politika olacağını da ifade etmiştir.

➤ ***IMF Raporu'nun ülke vurguları***

Sermaye kontrollerine ilişkin politika çerçevesi öneren IMF Raporu'nda GOÜ'lerin uyguladığı sermaye kontrollerinin temel yapıları, etkileri ve etkinlikleri incelenirken, çalışmamızın bu bölümünde söz konusu ülkelerden Brezilya, Tayland ve Türkiye örnekleri ele alınmıştır. Brezilya'nın uyguladığı Finansal İşlemler Vergisi (The Tax on Financial Transactions) incelendiğinde, bu verginin Brezilya'da ilk olarak 1993 yılında tasarlanıp kullanıldığı, mevcut küresel krizin ardından yaşanan süreçte ise kapsamı genişletilerek ve oranı artırılarak yeniden uygulamaya konulduğu görülmüştür. Yerleşiklerin vadeli işlemlerdeki pozisyonlarında önemli bir değişimin gözlenmemesi, Finansal İşlemler Vergisi'nin döviz kuru ve sermaye akımlarına etkisinin ampirik olarak açık olmamasına neden olmaktadır. Bununla birlikte, artan sermaye akımlarına karşın alınan önlemin yarattığı etkinin yatırımcıların daha fazla önlemin alınabileceğine dair beklentilerinden kaynaklandığı söylenebilmektedir. Brezilya tarafından uygulamaya konulan verginin ardından, bankalar vadeli işlemlerdeki risklerini hedge etmek

amacıyla döviz pozisyonlarını ayarlayabilmek için kısa vadeli borçlanmalarını 2010 yılının ikinci yarısından itibaren hızla arttırmışlardır. Bu durum Brezilya Merkez Bankası'nın zorunlu karşılık artırımları gibi ek önlemler almasına neden olmuştur.

Tayland örneği incelendiğinde ise 2010 yılı Ekim ayı başında Tayland ekonomisinde yabancı yatırımcıların rekor seviyelere ulaşan tahvil alımlarının hızla kesilmesi ve buna ek olarak çıkış yaşanabileceğine dair çıkan söylentiler sonrasında politika yapıcılar, yabancı yatırımcıların devlet tahvili alımlarından elde ettikleri faiz ve anapara kazançlarının vergilendirilmesi yönünde karar almışlardır. Söz konusu karar ile sadece kamu tahvillerine vergi uygulanmasına karşın kararla birlikte oluşan belirsizliğin etkisiyle tüm piyasalarda çıkış görülmüştür. Buna göre hükümet tarafından alınan önlemlerin geçici olarak sermaye girişlerini azalttığı görülmektedir.

Rapor'un Türkiye ekonomisine ilişkin bölümünde (Bkz. Ek-9) ise Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının genel eğilimlerine ilişkin saptamalar yer almaktadır. Bu çerçevede, güçlü büyüme performansı, sağlıklı bilanço yapıları ve hanehalkının düşük borçluluk oranının etkisiyle Türkiye ekonomisinin Avrupa ve Orta Doğu'daki belirsizliklere karşın sermaye girişleri için cazibesini devam ettirdiği söylenebilir. Sermaye akımlarının güçlü görünümünü devam ettirmesine karşın, kısa vadeli ve oynak portföy yatırımlarının payının yükselmesi iç talebi ve buna bağlı olarak cari açığı destekleyerek önemli bir risk unsuru olmaktadır.

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

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.