

İÇİNDEKİLER

❖ Yurt İçi Ekonomi Raporu

2010 yılı birinci çeyreğinde GSYİH bir önceki yılın aynı dönemine göre %11.7 oranında büyümüştür...

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) 2010 yılı ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla %11.7 oranında büyüyerek 23,350 Milyon TL olmuştur. Takvim etkisinden arındırılmış sabit fiyatlarla GSYİH 2010 yılı birinci üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %11.8'lik artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH değeri bir önceki döneme göre %0.1 artmıştır.

Enflasyondaki düşüş Haziran ayında devam etti...

Haziran ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre beklentilerin üzerinde %0.56 oranında gerilemiştir. Yıllık bazda TÜFE ise %9.10 seviyesinden %8.37 seviyesine gerileyerek Ocak ayından sonra açıklanan en düşük 2010 yılı enflasyon oranına düşmüştür.

TCMB faiz oranlarını değiştirmede...

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 söylemlerinde bir değişiklik yapmayarak iktisadi faaliyetteki toparlanma sürecinin devam ettiğini vurgulamıştır. İç talepte görece olarak istikrarlı bir artış yaşandığını belirten TCMB, dış talep göstergelerinin ise kısmi bir yavaşlama içinde olduğunu ifade etmiştir.

❖ Uluslararası Ekonomi Raporu

Büyümedeki Kırılganlıklara Rağmen Daraltıcı Maliye Politikalarına Geçiş

Bu yılki G20 liderler zirvesinde global ekonomideki toparlanmanın kırılganlığına vurgu yapılmakla beraber, kamu açıklarının daraltılması gereği de gündeme getirilmiştir.

İngiltere de kamu maliyesini daraltmaya başlayan ülkeler arasındaki yerini aldı

Euro Bölgesi'ndeki borç krizi nedeniyle en çok risk altında bulunan ülkeler olan Yunanistan, İspanya ve Portekiz'e ek olarak AB'nin en güçlü ekonomisi olan Almanya da mali sıkılaştırma tedbirleri açıklarken, bu ülkelere son olarak İngiltere katılmıştır.

Avrupa Birliği Banka Stres Testleri

Euro Bölgesi'nde borç krizin nedeniyle finansman sorunları yaşayan Avrupa bankalarının ekonomik ve finansal şoklara karşı dayanıklılığını ölçmek amacıyla uygulanan stres testi sonuçlarına dair iyimser beklentiler artsa da, Avrupa ülkelerinin kamu maliyesi sorunlarının ortadan kalkmamış olması bankacılık sisteminin maruz kaldığı risklerin de devam etmesine neden olmaktadır.

Global Ekonomide Ticaret Engellerinin Artması Riski ve Çin'in Döviz Kuruna Müdahalesi

2009 küresel resesyonunun ardından toparlanmaya çalışan dünya ekonomisini tekrar sarsabilecek faktörlerden biri de ülkeler arasında cari işlemler dengesizliklerinin devam ediyor oluşudur.

❖ Finans Raporu

Yuan'ın Değer Kazanmasının Ekonomik ve Politik Etkileri

Son yıllarda para birimi Yuan'ın değerini düşük tutarak ihracat avantajı sağlayan ve bu nedenle global dengesizliklerin temel unsurlarından biri olarak görülen Çin 2 yıldır kullandığı dolara endeksli yuan para sistemini bıraktığını açıklamıştır.

Getiri Eğrilerinin Konumu Çift Dip Sinyali Olabilir mi?

ABD'de konut ve istihdam piyasasındaki toparlanmanın henüz tam olarak sağlanamamasına ek olarak Avrupa'da süregelen borç krizi, önümüzdeki dönemde ekonomide yeni bir dip yaşanabileceğine dair endişeleri artırmıştır.

Euro'daki Yükseliş Geçici mi?

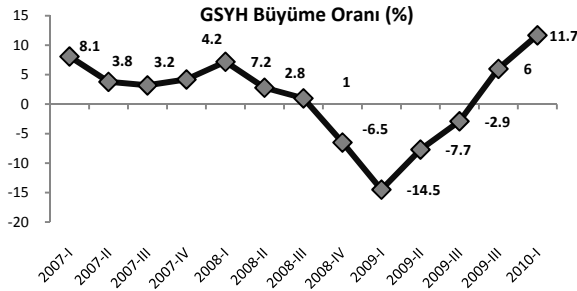
ABD'de beklentilerden kötü gelen verilerin toparlanma yönündeki endişeleri artırmasıyla, piyasalardaki endişelerin, Euro Bölgesi borç ve bankacılık endişelerinden ABD ekonomisindeki yavaşlamaya doğru kayması, EUR/USD paritesinin son yedi ayın en yüksek seviyelerine çıkmasını sağlamıştır.

Tahvil bono piyasasındaki faizler neden düşük seviyelerde seyrediyor?

Mayıs ayından bu yana bono piyasasında faiz oranları düşüşünü sürdürürken, gösterge kağıtta bileşik faiz %8.34 seviyesine kadar gerileyerek Ocak ayından sonraki en düşük seviyeleri görmüştür. Düşük enflasyon beklentileri ile Merkez Bankası'na yönelik yılın son çeyreğinde faiz artırım beklentisinin iyice azalması, faizlerdeki düşüşün temel nedeni olmaktadır.

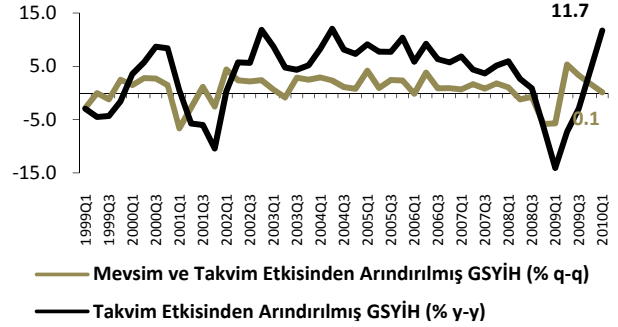
2010 yılı birinci çeyreğinde GSYİH bir önceki yılın aynı dönemine göre %11.7 oranında büyümüştür...

Grafik-1



Kaynak: TÜİK

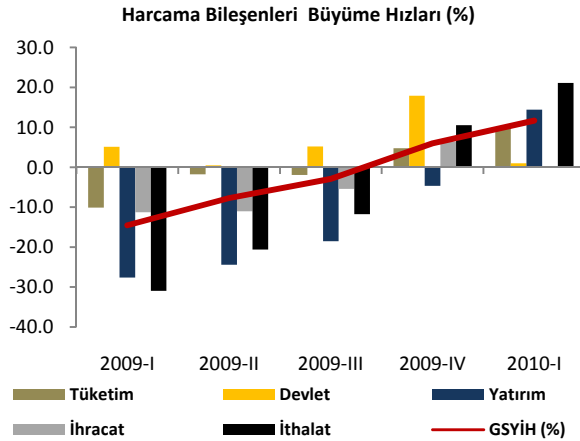
Grafik-2



Kaynak: TÜİK

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) 2010 yılı ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla %11.7 oranında büyüyerek 23,350 Milyon TL olmuştur. Takvim etkisinden arındırılmış sabit fiyatlarla GSYİH 2010 yılı birinci üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %11.8'lik artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH değeri bir önceki döneme göre %0.1 artmıştır. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH'daki büyümenin sınırlı gerçekleşmesi çift haneli büyüme rakamlarında baz etkisinin rol oynadığını göstermektedir. GSYİH seviyesinin kriz öncesi 2008 yılının birinci çeyreğiyle karşılaştırıldığında reel bazda %4.5 altında olduğu görülmektedir.

Grafik-3



Kaynak: TÜİK

Tablo-1

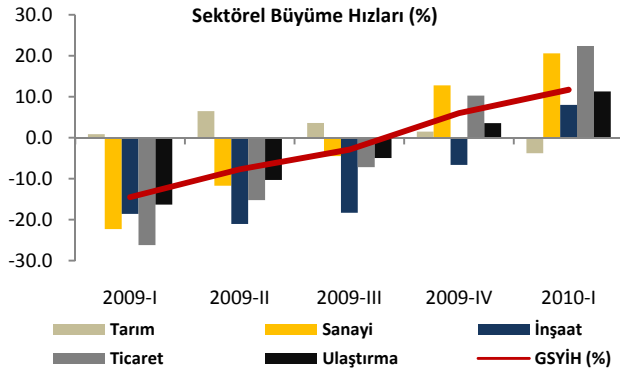
| Harcama Grubu | Payı 2010 yılı I.çey % | 2009 I.çey. büy. katkısı (puan) | 2010 I.çey. büy. katkısı (puan) |
|--------------------|------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Yurtiçi Tüketim | 74.0 | -7.6 | 7.4 |
| Yatırım | 21.6 | -5.8 | 3.0 |
| Devlet Harcamaları | 10.1 | 0.6 | 0.11 |
| İhracat | 23.6 | -2.9 | -0.03 |
| İthalat | 27.1 | 7.7 | 5.3 |

Kaynak: TÜİK

Büyüme verileri harcamalar yöntemiyle incelendiğinde (Bkz. Grafik-3 ve Tablo-1), 2010 yılı ilk çeyreğinde yerleşik hanehalklarının tüketiminde beklentilerimize paralel %9.9 oranında sert bir artış yaşandığı görülmektedir. Bu artış, 7.4 puanlık katkı ile büyümeye harcama kalemleri içinde en yüksek katkısı sağlayan grup olmuştur. Devletin nihai tüketim harcamaları, 2010 yılı ilk çeyreğinde büyümeye 0.11 puanlık katkı sağlayarak beklentilerimizin altında yer almıştır. Yatırımlarda 2009 yılı boyunca izlenen düşüşlerin ardından özel sektör yatırımlarındaki toparlanmayla yılın ilk çeyreğinde yükseliş izlenirken, kamu sektörü yatırımlarında düşüşün devam ettiği izlenmektedir. Sayısal olarak kamu sektörü yatırımları sert bir şekilde (%25.6) azalırken, özel sektör yatırımları %22.1 oranında büyüyerek büyümeye 3.92 puan katkı yapmıştır. Kamu yatırımlarındaki düşüşle toplam yatırımların büyümeye katkısı 3 puan olmuştur. Özel sektör yatırımlarında artış olumlu bir gelişme olmakla birlikte, bu yatırımların kapasite arttırım amaçlı değil gerileyen kapasite seviyesini yakalamak amacıyla kullanılacağı söylenebilir. Yılın ilk çeyreğinde ihracattaki %0.1 oranındaki süpriz düşüş dikkat çekerken, ithalattaki sert yükselişle (%21.1) beraber net ihracatın büyümeye olan katkısı beklentilerimize paralel olarak negatif gerçekleşmiştir (-5.3 puan). Diğer yandan bu hafta açıklanan dış ticaret rakamlarında ara mali

ithalatındaki artış üretimi destekleyen bir gelişmeyken, önümüzdeki dönemde ihracattaki gelişmeler net ihracatın büyümeye olan katkısında yönü belirleyecektir.

Grafik-4



Kaynak: TÜİK

olumlu baz etkisiyle %22.4 oranında büyüyen toptan ve perakende ticaret ile %11.3 büyüyen ulaştırma sektörü olmuştur. 2009 yılında sert bir şekilde daralan inşaat sektörünün ise yılın ilk çeyreğinde olumlu baz etkisiyle %8.00 büyüdüğü görülmektedir. Büyümenin beklentilerimizin bir miktar altında gerçekleşmesinde ise tarım sektöründe yaşanan düşüş etkili olmuştur. Artış beklentilerimize rağmen yılın birinci çeyreğinde %3.8 oranında daralan sektör büyümeye 0.18 puanla süpriz negatif katkı sağlamıştır.

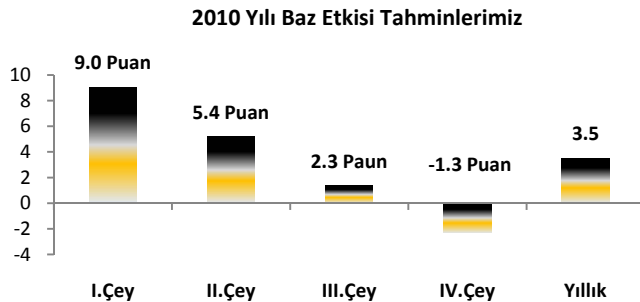
Tablo-2

| 2010 I. Çeyrek Mev. Arın. Büyüme Oranı (%) | GSYİH (%) |
|--------------------------------------------|-----------|
| Almanya | 0.2 |
| Yunanistan | -1.0 |
| İspanya | 0.08 |
| Euro Bölgesi | 0.2 |
| Brezilya | 2.7 |
| Fransa | 0.1 |
| ABD | 0.7 |
| Türkiye | 0.1 |

GSYİH'daki yıllık bazda %11.7'lik artış ilk bakışta çift haneli güçlü bir büyüme olarak değerlendirilebilecekken, bu oran G-20 ülkeleri içinde Çin'den (yüzde 11.9) sonra en yüksek ikinci, Avrupa'da ise en yüksek büyüme rakamına denk gelmektedir. Fakat baz etkisini dışlayarak takvim ve mevsimsellikten arındırılmış seri incelendiğinde, büyümenin bir önceki çeyreğe göre oldukça sınırlı bir artış kaydetmesi büyüme performansında baz etkisinin rol oynadığına işaret ederken, gerçek anlamda ekonominin henüz kriz öncesi seviyeye dönmediğini göstermektedir. Eurostat'ın hesapladığı şekliyle, takvim ve mevsimsellikten arındırılmış verilerin bir önceki çeyreğe göre değişimi, Türkiye'de %0.1 ile Euro Bölgesi'ndeki %0.2'lik büyümenin altında kalırken, ABD için hesapladığımız arındırılmış verinin çeyreklik değişimi olan %0.7'lik büyümenin de altında kaldığı görülmektedir.

Kaynak: Bloomberg

Grafik-5

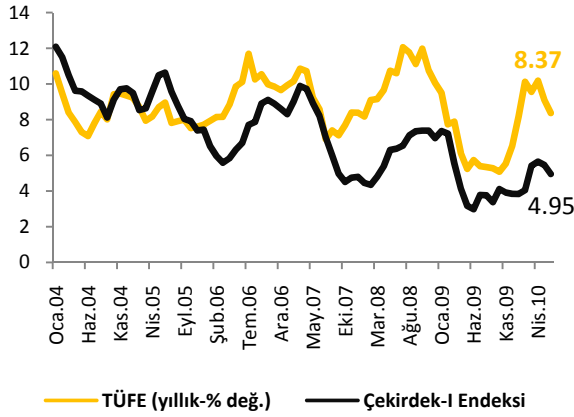


Kaynak: Vakıfbank

Önümüzdeki dönemde, baz etkisinin desteğinin azalmasıyla yıllık büyüme hızlarında yavaşlama olacağını ve yeniden tek hanelere gerileyeceğini düşünüyoruz. GSYİH'yı çeyrekler bazında incelediğimizde, GSYİH'da yılın dördüncü çeyreğinin ardından mevsimsel etkiler dışında hiç artış yaşanmayacağı varsayımı altında hesapladığımız baz etkisi Grafik-5'te görülmektedir. Baz etkisinin 2010 yılı büyüme oranları üzerinde oldukça etkili olacağını düşünmekle beraber önümüzdeki dönemde zayıflamasını bekliyoruz. Diğer yandan zayıflayan baz etkisi yanında öncül verilerde de büyümenin momentum kaybettiği görülmektedir. Mayıs ayı verilerine göre dış ticaret açığında izlenen daralma da bu beklentimizi desteklemektedir. Yıl sonu itibarıyla ise, zayıflayan büyüme beklentilerimiz paralelinde GSYİH'da %6 oranında büyüme gerçekleşmesini bekliyoruz.

Enflasyondaki düşüş Haziran ayında devam etti...

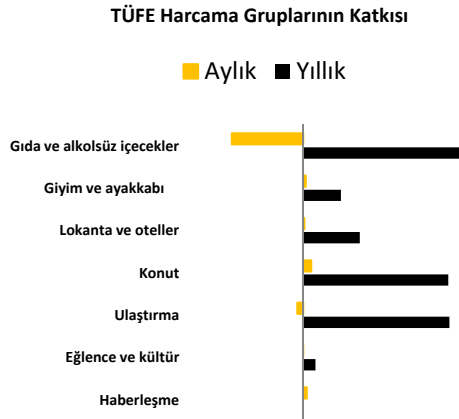
Grafik-1



Kaynak:TCMB

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Haziran ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre beklentilerin üzerinde %0.56 oranında gerilemiştir. Yıllık bazda TÜFE ise %9.10 seviyesinden %8.37 seviyesine gerileyerek Ocak ayından sonra açıklanan en düşük 2010 yılı enflasyon oranına düşmüştür. Çekirdek enflasyon olarak bilinen enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç "I Endeksi" ise aylık bazda %0.10 oranında artmış böylece, yıllık çekirdek enflasyon %5.46 seviyesinden 4.95 seviyesine gerilemiştir.

Grafik-2

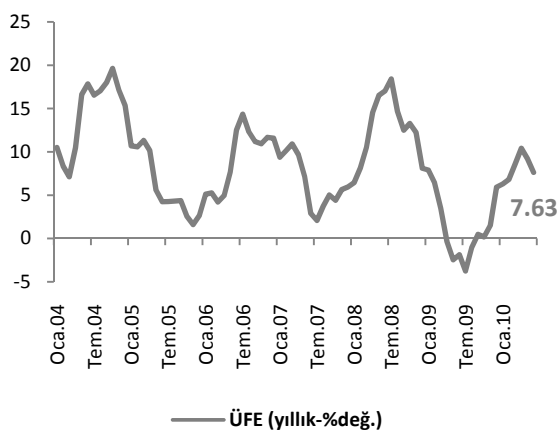


Kaynak:TCMB, Vakıfbank

TÜFE'nin beklentilerimizden düşük gelmesinde işlenmemiş gıda fiyatlarında aylık bazda gerçekleşen %2.52 oranındaki düşüşün beklentimizin üzerinde gerçekleşmesi etkili olmuştur. Gıda fiyatlarının enflasyondaki düşüşe katkısı 0.70 puan olmuştur. Mayıs ayında %4.38 oranında sert bir düşüş yaşayan gıda fiyatlarında Haziran ayında düşüşün daha sınırlı olacağı beklentimize rağmen gıda fiyatlarındaki düşüşün Haziran ayında da oldukça güçlü olduğu görülmektedir. Gıda fiyatlarındaki düşüşte işlenmemiş gıda fiyatlarında Mayıs ayından sonra Haziran ayında da düşüş izlenirken, düşüşün meyve ve sebze fiyatlarındaki gerilemeden kaynaklandığı görülmektedir. TÜFE Harcama gruplarında

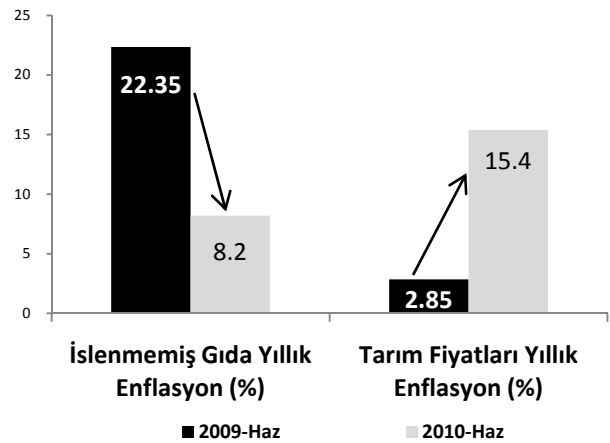
diğer alt sektörlerde ise aylık bazda sınırlı değişimler yaşanırken, giyim grubunda fiyatlar son iki yılın Haziran ayının bu yıl bir miktar artış kaydetmiştir. Önümüzdeki ay ise sezon indirimlerinin başlamasıyla giyim grubunda sert indirimler yaşanmasını bekliyoruz. Ulaştırma grubu ise son iki yıldır Haziran ayında yaşadığı yükselişlere rağmen bu yıl %0.42 oranında gerilemiştir.

Grafik-3



Kaynak:TCMB

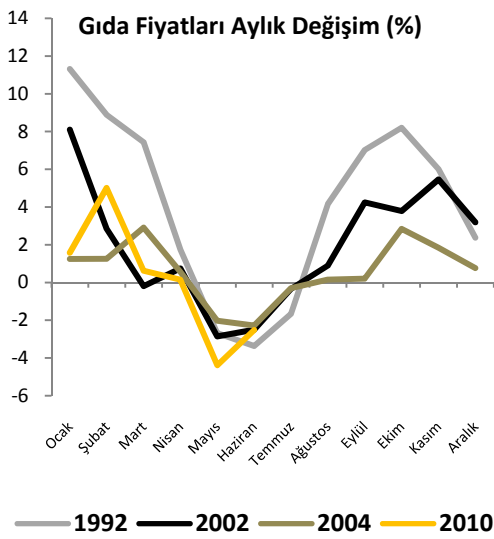
Grafik-4



Kaynak:TCMB

Mayıs ayında aylık bazda %1.15 oranında düşüş yaşayan ÜFE’de de Haziran ayında düşüşün devam ettiği izlenmektedir. Aylık bazda %0.50 oranında düşüş yaşayan üretici fiyatları yıllık bazda ise %9.21 seviyesinden %7.64 seviyesine gerilemiştir. Tarım fiyatları meyve ve sebze fiyatlarındaki düşümlere bağlı olarak aylık bazda %0.70 oranında azalırken, yıllık bazda artış oranı %15.4 seviyesine gerilemiştir. Tarım grubunda yıllık bazdaki düşüme rağmen enflasyonun bir önceki sene Haziran ayında %2.85 seviyesinde olduğu değerlendirildiğinde tarım grubunda enflasyonun son derece güçlü olduğu görülmektedir. TÜFE’de işlenmemiş gıda fiyatlarında ise yıllık enflasyonun 2009 Haziran ayında %22.3 seviyesinde yer alırken, 2010 yılında %8.20 seviyesine gerilediği görülmektedir. Bu durumda tarım ürünlerinde üretici fiyatlarındaki artışa rağmen büyük çoğunlu tarım ürünlerinden oluşan işlenmemiş gıda fiyatlarında yaşanan düşüş maliyet kaynaklı fiyat artışlarına rağmen talep yetersizliği ile tüketici fiyatlarının düşmesi ile açıklanabilir.

Grafik-5



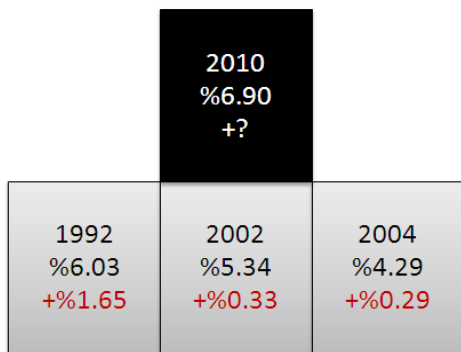
2010 yılında gıda fiyatlarında son derece volatilitesi yüksek sert hareketler yaşanmıştır. Yıl başında aylık bazda %5 oranında artış yaşayan gıda ana harcama kalemi Mayıs ayında %4.4 düşerken, Haziran ayında gerilemeye devam etmiş ve %2.5 oranında düşmüştür. Enflasyonda belirleyici olan gıda fiyatlarında önümüzdeki dönemdeki hareket ise son derece önemlidir. Gıda fiyatlarındaki seyri tahmin edebilmek için geçmiş dönemlerdeki gıda fiyatları incelendiğinde 1992, 2002 ve 2004 yıllarında gıda enflasyonunda 2010 yılına benzer volatilitesi yüksek yıllar yaşandığı görülmüştür¹. Yandaki Grafik-5’te söz konusu yıllarda gıda fiyatlarındaki aylık değişimler incelendiğinde, geçmiş yıllarda yılın ilk aylarında sert yükselişler ardından 2010 yılına benzer şekilde Mayıs ve Haziran ayları içinde gıda

Kaynak:TCMB

fiyatlarında sert düşüşler yaşandığı görülmüştür. Yaşanan düşüşler içinde 2010 yılında gıda fiyatlarındaki düşüşün en sert olduğu görülmektedir. 1992 ve 2002 yılları başında yükselişlerin daha sert olduğu dikkate alındığında, 2004 yılında izlenen hareketin 2010 yılında izlediğimiz harekete daha yakın olduğu söylenebilir.

Grafik-6

Gıda Fiyatlarındaki Düşüş



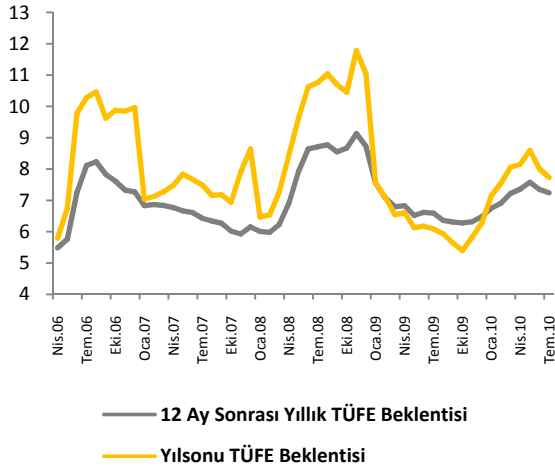
Kaynak:TCMB

Geçmiş yıllarda gıda fiyatlarındaki Mayıs ve Haziran ayları içindeki toplam düşüşler incelendiğinde, en yüksek düşüşün 2010 yılında yaşandığı görülmektedir. Temmuz ayında söz konusu yıllarda düşüşlerin devam etmesi bu yıl da gıda fiyatlarındaki düşüşün Temmuz ayında devam edebileceğine işaret etmektedir. Fakat düşüşün diğer iki ayda daha yüksek olması nedeniyle 2010 yılında son derece sınırlı olması mümkün olabilir. Söz konusu yıllarda baz etkisinin getirdiği farklılıkların da dikkate alınması gerektiği son derece önemliken, geçmiş yıllardaki genel

¹ Söz konusu yıllar içindeki enflasyon oranlarında baz yılı farklı olması nedeniyle bu yılları karşılaştırmak sayısal olarak yanıltıcı olmakla birlikte genel trendi yansıtmaktadır. Fakat baz yılı etkisinin getireceği sayısal farklılıkların göz ardı edilmemesi gerekmektedir.

trendin bu şekilde olduğu söylenebilir. Temmuz ayında dolayısıyla beklentimiz gıda fiyatlarında sıfıra yakın bir değere işaret ederken, enflasyonda belirleyici kalem sezon indirimlerin başlamasıyla giyim grubu olacaktır.

Grafik-7



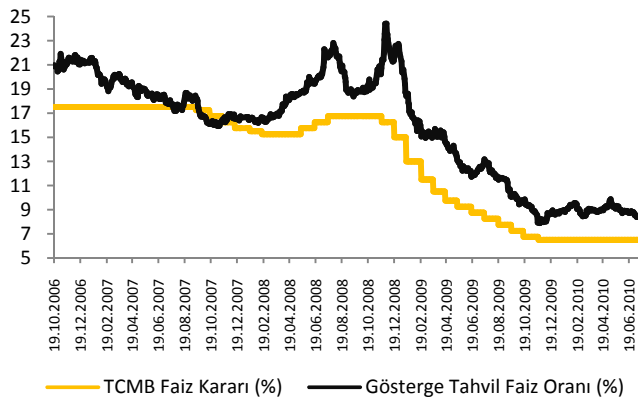
Kaynak:TCMB

Geçmiş yıllar incelendiğinde Temmuz ayına ilişkin tablo sınırlı bir düşüşe işaret ederken, diğer önemli bir soru ise yılın kalan kısmında gıda fiyatlarındaki hareketin nasıl olacağı yönündedir. Ağustos ayına rastlayan ramazan ayı gıda fiyatlarında yükselişlere neden olabileceken, önümüzdeki aylarda yaşanan sert düşüşlerin ardından sert yükselişlerin gerçekleşip gerçekleşmeyeceği yılsonu enflasyon rakamları üzerinde son derece önemli olacaktır. Beklentilerden iyi gelen Haziran enflasyon verisinin ardından yıl sonu TÜFE beklentisi %8.01'den %7.73'e düşerken, bizim beklentimiz şimdilik %7.9 oranına işaret etmektedir. Aşağı yönlü risklerin güçlü olduğu dikkat çekerken, bu beklentimiz altında gıda fiyatlarında Temmuz ayı ardından düşüşlerin yaşanmayacağı tahminimiz yer almaktadır. Maliyet kaynaklı fiyat artışlarına rağmen talep yetersizliği ile tüketici fiyatlarının düşmesi dikkate alındığında yurtiçi talepteki seyrin de son derece önemli olduğunu düşünüyoruz. Fakat gıda gibi elastikliği düşük olan mallarda talep yetersizliğinin daha fazla fiyat düşüşüne neden olmayacağı bu beklentimizi desteklemektedir.

Açıklanan Haziran ayı enflasyon rakamları TCMB'nin son PPK toplantı özetlerinde Haziran ayında işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşün sürdüğü şeklindeki açıklamasına paralel bir görüntü çizerek TCMB'nin kredibilitésini arttıran bir gelişme olmuştur. Enflasyon yaşanan düşüş TCMB'nin faizleri bir süre daha mevcut seviyelerde tutma konusunda daha rahat olacağını yansıtmaktadır. Bu durum TCMB'nin 15 Temmuz'da gerçekleştireceği toplantısında faizleri değiştirmeyerek sabit tutmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde mevsimsel olarak giyim fiyatlarındaki düşüşlerle enflasyondaki seyrin tek hanelerde devam edeceğini bekliyoruz ancak Ağustos ayında Ramazan ayı nedeniyle gıda fiyatlarındaki düşüşün yerine artışlara bırakması mümkün olabilir. Olumlu baz etkisinde yılın dördüncü çeyreğinde zayıflamasıyla TCMB'nin ilk faiz artırımına yılın son çeyreğinde başlamasını bekliyoruz.

TCMB faiz oranlarını değiştirmede...

Grafik-1



Kaynak:TCMB,Bloomberg

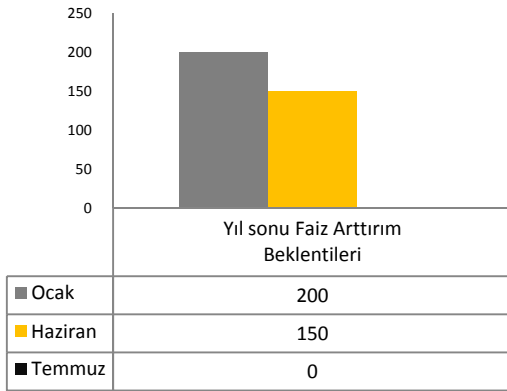
TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) 18 Mayıs 2010 tarihinde yaptığı toplantıda faiz oranlarını beklentiler doğrultusunda değiştirmeme kararı almıştır. PPK'nın faiz kararı ile ilgili açıklamasında büyümeye dair söylemlerinde bir değişiklik yapmayarak iktisadi faaliyetteki toparlanma sürecinin devam ettiğini vurgulamıştır. İç talepte görece olarak istikrarlı bir artış yaşandığını belirten TCMB, dış talep göstergelerinin ise kısmi bir yavaşlama içinde olduğunu ifade etmiştir. Kurul, temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin orta vadeli hedeflerle uyumlu

seyrini sürdürdüğüne dikkat çekmiş, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşün ve emtia fiyatlarındaki gevşemenin de katkısıyla enflasyonun Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülenden daha olumlu bir görünüm arz ettiğini belirtmiştir. Bu değerlendirme Merkez Bankası'nın %8.4 seviyesinde bulunan 2010 sonu enflasyon projeksiyonunu 27 Temmuz'da yayınlayacağı Enflasyon Raporu'nda aşağı yönlü revize edeceğine işaret etmektedir.

Önümüzdeki dönemde TCMB'nin para politikası duruşunu açıklayan cümlelerde ise PPK, "politika faiz oranlarının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerekebileceği" ifadesini korumuştur. Bu ifadenin değişmemesi TCMB'nin para politikası duruşunda değişikliğe gitmediğini göstermektedir. Özellikle son iki aydır açıklanan enflasyon rakamlarında gıda fiyatlarında yaşanan düşüşle beraber gerçekleşen olumlu görünümün TCMB'ye faizleri bir süre daha bu seviyelerde tutabilme imkanı verdiğini düşünüyoruz. Ancak enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin, Kurul'un geleceğe yönelik duruşunu değiştirmesine neden olabileceğini önemle vurgulaması önümüzdeki dönemde enflasyonda sert yükselişler yaşanması durumunda faiz arttırmalarına başlayabileceğine işaret etmektedir.

Grafik-2

Piyasa Faiz Arttırım Beklentileri



Kaynak: Reuters

enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin, Kurul'un geleceğe yönelik duruşunu değiştirmesine neden olabileceğinin önemle vurgulanması, enflasyon rakamlarında sert yükselişler yaşanması durumunda yıl sonuna kadar faizlerin sabit tutulacağı yönünde oluşan beklentiler üzerinde risk oluşturmaktadır.

Açıklanan Haziran ayı enflasyon rakamlarının ardından piyasa faiz arttırım beklentilerinde sert bir değişiklik olduğu izlenmektedir (Bkn. Grafik-2). Yıl başında piyasada ortalama 200 baz puan artış beklentileri bulunurken, Haziran ayında beklentiler 150 baz puana gerilemişti. Temmuz ayında ise piyasada çoğunluğun yıl sonuna kadar faiz arttırımı yapılmayacağı yönünde beklentisini revize ettiği görülmektedir. Bu beklentilerde Mayıs ayının ardından Haziran ayında da gerileyen enflasyon verileri ile son dönemde yurt dışı piyasalarda izlenen olumsuz verilerin etkili olduğu söylenebilir. Son açıklanan enflasyon verilerinde yaşanan düşüşün ardından önümüzdeki dönemde enflasyondaki seyir TCMB'nin para politikasındaki duruşunu belirleyecekken, PPK özetlerinde

Tablo-1

| | Politika Faiz Oranları | 2010 Enflasyon Beklentileri | Reel Politika Faiz Oranları |
|-------------------|------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Şili | 1.50 | 3.5 | -1.93 |
| Tayland | 1.50 | 3.5 | -1.93 |
| Türkiye | 6.5 | 8.0 | -1.39 |
| Çek Cum. | 0.75 | 1.5 | -0.74 |
| Meksika | 4.5 | 5.0 | -0.48 |
| Malezya | 2.75 | 2.1 | 0.64 |
| Gün.Afrika | 6.5 | 5.4 | 1.04 |
| Macaristan | 5.25 | 4.4 | 0.81 |
| Polonya | 3.5 | 2.3 | 1.17 |
| Çin | 5.31 | 3.4 | 1.85 |
| Brezilya | 10.25 | 5.5 | 4.50 |

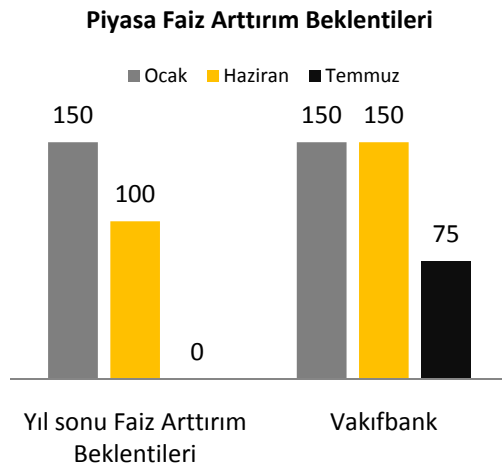
Kaynak: TCMB, Bloomberg

TCMB'nin faizleri yılsonuna kadar sabit tutacağı beklentileri üzerinde enflasyon riski yanında yurtdışı piyasalarda diğer merkez bankalarının faiz kararları da risk oluşturmaktadır. Tüm dünyada artan kamu borçluluk oranlarının faizler üzerinde yukarı yönlü baskı yaptığı bir ortamda, Türkiye'de TCMB'nin politika faizlerinin piyasa faizlerinin temel belirleyicisi olması TCMB'nin para politikası uygulamalarındaki başarısını göstermektedir. TCMB'nin faiz indirimleri sonucunda iktisadi faaliyette yaşanan toparlanmaya rağmen son dönemde reel piyasa faizlerinin artmaması Türkiye'de kriz sonrası reel faizlerin kriz öncesine göre daha düşük seviyelerde kalabileceğine işaret etmektedir. Fakat gelişmekte olan pek çok ekonomide faiz arttırmalarının başladığı bir dönemde TCMB'nin faizleri ne kadar süre daha sabit tutabileceği önemli bir soru olarak görülmektedir. Diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz kararlarının TCMB'nin önümüzdeki dönemde faiz politikası üzerinde etkili olması mümkün olabileceken gelişmekte olan ekonomiler içinde, yaşanan krizle beraber faiz oranlarını en yüksek oranda indiren merkez bankası olarak dikkat çeken TCMB'nin, diğer merkez bankalarının faiz arttırımına devam etmesi durumunda elde edecekleri yüksek arbitrajın önüne geçmesi gerekecek, bu durum TCMB'nin faiz arttırmalarını erteleme süresini kısaltabilecektir.

Dolayısıyla önümüzdeki dönemde enflasyondaki hareketin nasıl olacağı karşımıza önemli bir soru olarak çıkarken, diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz politikaları da yine TCMB'nin faiz kararı üzerinde etkili olabileceğinden önemle takip edilmelidir. Enflasyonda son dönemde gıda fiyatlarındaki sert hareketlerle beklentilerin üzerinde sert düşüş yaşanırken, Temmuz ayında giyim grubundaki düşüşle gerilemenin devam edebileceğini düşünüyoruz. TÜFE'de aylık değişimin beklentilerimiz dahilinde gelmesi durumunda yıllık bazda da TÜFE gerilemeye devam edebilecektir. Bu durum TCMB'nin kredibilitesini yükseltmeye devam ederek TCMB'ye faizleri bir süre daha bu seviyelerde tutabilme imkanı vermeye devam edebilir. Temmuz ayında enflasyonun beklentilerimiz dahilinde gelmesi 75 baz puan faiz arttırım beklentilerimiz üzerinde aşağı yönlü risklerin varlığına işaret ederken, faiz beklentilerimizde revizyona gitmemize neden olabilecektir. Piyasada bu yönde TCMB'nin önümüzdeki dönem faiz kararına ilişkin beklentiler yılsonuna kadar artış yaşanmayacağı yönündeyken, ilk artışın 2011 yılında gerçekleşebileceği yönündedir. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak bizim beklentimiz ise yılın son çeyreğinde TCMB'nin 25'er baz puanlık artışlarla faiz arttırmalarına başlayacağı yönündedir. Fakat, son dönemde global piyasalarda açıklanan verilerde toparlanmaya dair risklerin arttığı bir ortamda, bu beklentimiz üzerinde aşağı yönlü risklerin güçlü olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, Temmuz ayı enflasyon verilerinin ardından, politika faiz oranlarına ilişkin beklentimizde piyasaya paralel bir revizyona gidebiliriz.

Piyasalar neden TCMB'nin uzun süre faizleri sabit tutacağını düşünüyor...

Grafik-1

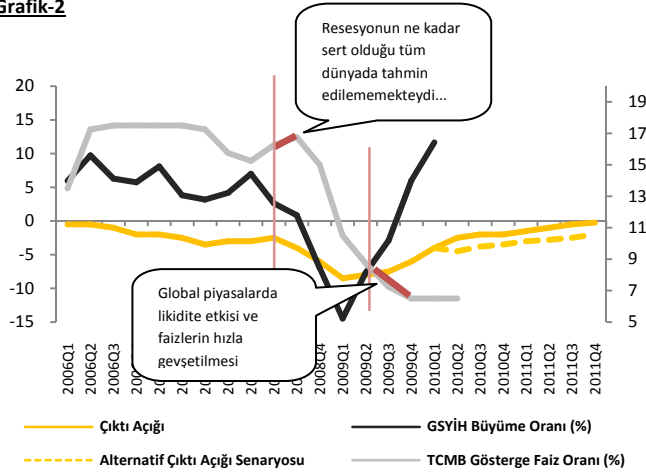


Kaynak:Reuters

Açıklanan Haziran ayı enflasyon rakamlarının ardından piyasa faiz arttırım beklentilerinde sert bir değişiklik yaşanmıştır (Bkn. Grafik-1). Yıl başında piyasada ortalama 150 baz puan faiz artış beklentileri bulunurken, Vakıfbank olarak bizim beklentimiz de aynı dönemde 150 baz puan düzeyindeydi. Haziran ayında ise piyasalarda beklentiler 100 baz puana geriledi. Ancak son açıklanan enflasyon rakamının ardından Temmuz ayında piyasa analistlerinin çoğunluğu yıl sonuna kadar faiz arttırımı yapılmayacağı yönünde beklentisinde revizyona gittiği görüldü. Bu yazımızda piyasaların neden TCMB'nin uzun süre faizleri sabit tutmayı öngördüğü incelenecek ve bu beklentiler üzerindeki hem aşağı hem de yukarı yönlü riskler değerlendirilecektir.

-Çıktı Açığı ve Politika Faizleri

Grafik-2



Kaynak:TCMB

methoda göre farklılık gösterebilmektedir. Bu durum da çıktı açığının ölçümlerinde belirsizlik yaratmakta ve hesaplamalarda zorluğa neden olmaktadır. Bu sebeple, çıktı açığını takip edebilmek için TCMB'nin Enflasyon Raporlarından düzenlediğimiz veri Grafik-2'de yer almaktadır. Grafik-2 detaylı bir şekilde incelendiğinde çıktı açığının 2009 yılının ilk çeyreğinde sert bir şekilde genişlediği, krizin hafiflemesiyle birlikte daralmaya başladığı görülmektedir. Çıktı açığının daralması Türkiye ekonomisinin potansiyel seviyesinde üretime yaklaştığına işaret ederken, ekonomideki talep yönlü enflasyonist baskının da bir göstergesidir.

Grafik-2'de çıktı açığı ile TCMB'nin faiz kararı arasındaki ilişki incelendiğinde iki dönemde TCMB'nin faiz kararında çıktı açığına ters yönde tepki verdiği dikkat çekmektedir. Birincisi krizin başladığı dönemde daralmanın ne kadar sert olabileceğinin anlaşılamadığı ve TCMB'nin enflasyonist kaygılarla faiz arttırdığı dönemdir. Bu dönemde krizin ne kadar sert olacağı aslında tüm dünyada tahmin edilememiş pek çok gelişmekte olan ekonomide merkez bankaları emtia fiyatlarındaki artışla faizleri yükseltmişti. Çıktı açığındaki harekete TCMB'nin ters yönde tepki verdiği ikinci hareket ise 2009 üçüncü çeyreğinde çıktı açığının toparlanmaya başlamasına rağmen TCMB'nin faiz indirimlerine devam ettiği dönemdir. Bu dönemdeki hareket üzerinde ise global piyasalarda likidite bolluğuna rağmen azalan enflasyonist baskılar ve gelişmekte ve gelişmiş ekonomilerde devam eden faiz indirimleri etkili olmuştur.

Bu grafikte TCMB projeksiyonlarında 2011 yılının sonuna kadar çıktı açığının hızla kapanacağını öngörmektedir. Fakat çıktı açığının bu kadar hızlı bir şekilde toparlanacağı üzerinde son açıklanan veriler risk oluşturmaktadır. Özellikle 2009 yılının son çeyreğinde ve 2010 yılının ilk çeyreğine baktığımızda özel tüketim harcamalarındaki artışın ve baz etkisinin büyümede rol oynadığı değerlendirildiğinde, büyümenin önümüzdeki dönemde son açıklanan verilerdeki gücüne devam edip etmeyeceği üzerinde önemli riskler vardır. 2010 yılının ilk çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH değeri bir önceki döneme göre %0.1 artması çift haneli büyüme rakamlarında baz etkisinin rol oynadığına işaret ederken, yılın devamında bu serideki hareket

² Potansiyel çıktı ekonomide mevcut iş gücü, sermaye ve üretim teknolojisi ile enflasyon üzerinde bir baskı yaratmadan ulaşılabilecek çıktı düzeyini ifade etmektedir. Bu anlamda, çıktı açığı (gerçekleşen ile potansiyel çıktı arasındaki fark) belli bir zamanda ekonomideki talep yönlü enflasyonist baskının derecesinin belirlenmesinde bir gösterge olarak merkez bankaları tarafından yakından takip edilmektedir. Gerçekleşen çıktı ekonominin potansiyel düzeyini aştığında pozitif çıktı açığı, potansiyel düzeyin altına indiğinde ise negatif çıktı açığı oluşmaktadır. Pozitif bir çıktı açığı merkez bankalarınca artan talep yönlü enflasyonist baskıya yönelik bir sinyal olarak değerlendirilmektedir.

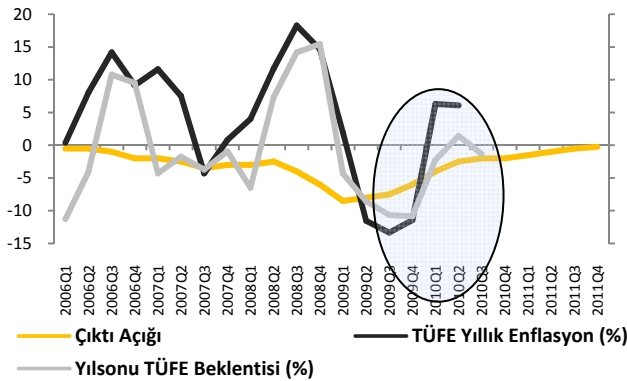
Kaynak:TCMB

ekonomik büyümenin devam edip etmeyeceği konusunda önemle takip edilmelidir. Özellikle Avrupa'yla ilgili olarak son dönemde artan global riskler tüm dünyada olduğu gibi Türkiye ekonomisi üzerinde büyüme yönlü risklerin artmasına neden olmaktadır. Diğer yandan çıktı açığının daralması ekonomideki talep yönlü enflasyonist baskının bir göstergesi olarak değerlendirilirken, enflasyonda talep yönlü bir baskının bulunmaması aslında çıktı açığındaki toparlanmanın bu kadar hızlı olmadığına da işaret etmektedir.

2009 yılının üçüncü çeyreğinde çıktı açığının toparlanmaya başlamasına rağmen TCMB'nin faiz indirimlerine devam ettiği dönemde etkili olan diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz kararları da yine önümüzdeki dönemde TCMB'nin faiz kararları üzerinde önemini korumaktadır. Geçtiğimiz hafta FED Başkanı Ben Bernanke açıklamalarında, ABD ekonomisinde yaşanmakta olan toparlanmanın tehlikeye girmesi halinde FED'in ek teşvikler uygulamaya koymayı düşünmesi gerektiğini söylemesi önümüzdeki dönemde likidite enjeksiyonunun devam edebileceğine işaret etmektedir. Böyle bir ortamda çıktı açığının tahmin edildiği kadar hızlı kapanmaması, faizlerin uzunca bir süre bu seviyelerde korunması yönünde olan beklentileri ve TCMB'nin bugünkü politika duruşunu desteklemektedir. Başka bir deyişle, çıktı açığı ve para politikası ilişkisi TCMB'nin faizleri arttırmayacağı beklentisini desteklemektedir.

-Enflasyon ve Politika Faizleri

Grafik-3

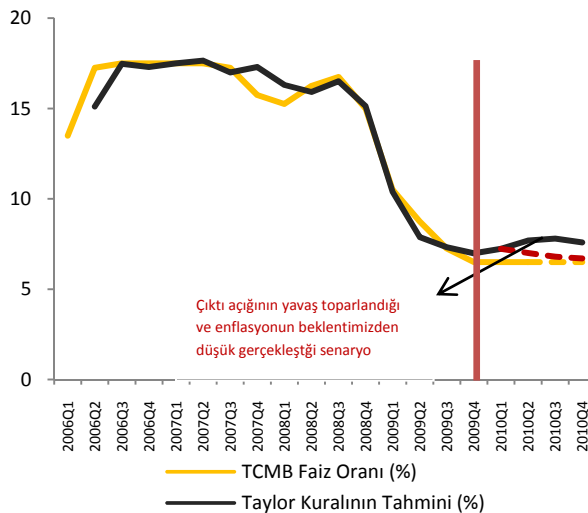


Kaynak:TCMB

Çıktı açığı yanında TCMB politikaları üzerinde etkili olan enflasyondaki hareket Grafik-3'te incelenmektedir. Bu grafikte ilk bakışta dikkat çeken en önemli gelişme yılın başında artan enflasyonist baskıların geçici olduğu ve yaşanan artışta etkili olan gıda fiyatlarının düşmesiyle enflasyonda ve beklentilerde son dönemde aşağı yönlü bir seyir izlenmesidir. Diğer bir ifadeyle çıktı açığındaki toparlanma düşük seviyelerdeyken, enflasyonda yaşanan artışta talep yönlü baskıların değil geçici fiyat artışlarının etkili olduğu görülmektedir. Yılın ilk üç ayında TCMB'nin TÜFE'de yaşanan artışın geçici olduğunu belirterek faiz arttırmalarına gitmemesi değerlendirildiğinde, TCMB'nin politika duruşunda enflasyon kadar çıktı açığına da önem verdiği görülmektedir.

-Taylor Kuralı

Grafik-4



Çıktı açığı ve enflasyon politika faizlerinin belirlenmesi hususunda birlikte ele alınması gerekliliği politika yapıcılarını alternatif metodolojilere itmektedir. Bu çerçevede çıktı açığı, enflasyon ve politika faiz oranını beraber değerlendirebilmek için literatürde Taylor Kuralı olarak bilinen nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden sapması ($\pi - \pi^*$) ve çıktı açığının ($y - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlanan

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

denklem tahminleri Grafik-4'te incelenmiştir.³ Taylor Kuralı'nın tahminiyle gerçekleşen TCMB faiz kararı birbirine oldukça paralel bir görünüm çizmekle beraber 2009 dördüncü çeyreğinden itibaren özellikle 2010 yılının ilk çeyreğinde birbirinden ayrıştığı görülmektedir. Bu harekette, bu dönemde TÜFE'de yaşanan artışla gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki farkın yükselmesi ile çıktı açığının toparlanması etkili olurken, TCMB'nin bu dönemde enflasyondaki yükselişte geçici fiyat artışlarının etkili olması nedeniyle faiz arttırımına gitmemesi etkili olmuştur. Bu dönemde TCMB'nin aslında faiz politika kuralında mekanik olarak bağlı kalmayarak enflasyondaki artışın geçici olması nedeniyle duruma uygun bir politika (discretionary) izlediği söylenebilir.⁴ Grafik-4 detaylı bir şekilde incelendiğinde, 2009 dördüncü çeyreği ve 2010 yılının ilk çeyreği ardından Taylor Kuralı enflasyon beklentilerimiz ve TCMB'nin çıktı açığı projeksiyonları altında önümüzdeki dönemde ise faizlerin sabit tutulması gerektiğine işaret etmektedir. Bu durum TCMB'nin para politikası duruşuna paralel bir görünüm çizerken, piyasada yılsonuna kadar faizlerin sabit tutulması yönünde olan beklentilerle uyumludur. Taylor Kuralı ile önümüzdeki döneme ilişkin faiz tahminlerinde enflasyon beklentilerimiz ve TCMB'nin çıktı açığı projeksiyonları önemli bir rol oynarken, yukarıda da belirttiğimiz gibi çıktı açığının TCMB'nin beklediği kadar hızlı kapanmaması durumunda ve enflasyon beklentilerimizin daha düşük gelmesi faizlerde indirim bile neden olabilecektir. Dolayısıyla önümüzdeki döneme ilişkin sabit tutulması yönünde olan faiz beklentileri üzerinde aşağı yönlü risklerin bulunduğunu söylemek mümkündür.

Gerek çıktı açığı, gerek enflasyon bunlara ek olarak ise Taylor Kuralı çerçevesinde TCMB'nin bugünkü para politikası duruşu uygun olmakla birlikte bu unsurlar dışında kalan diğer gelişmelerin de gözardı edilmemesi gerektiği düşünülmektedir. Daha önceki raporlarımızda da değindiğimiz (19-26 Temmuz 2010 Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporu ve 19-26 Temmuz 2010 Haftalık Finans Raporu) gibi diğer gelişmekte olan ülkelerle olan faiz arbitrajı ve enflasyon beklentileri yukarıda değindiğimiz uyumlu politika duruşunu kolaylıkla değiştirebilir. Ayrıca gelişmekte olan ekonomiler yanında gelişmiş ekonomilerde faizlerde daha fazla indirim gidilecek yer olmaması piyasalarda likidite sorunlarına neden olabileceken, bu durum TCMB'nin faizleri bu seviyelerde sabit tutabilmesi üzerinde büyük engel taşımaktadır. Global piyasalarda artan risk algılaması özellikle Avrupa'ya yönelik kaygıların ABD'ye yayılması olasılığı büyüme yönlü baskıları arttırması yanında piyasalardaki risk algılamasını da arttırarak TCMB'nin büyüme yönlü risklere rağmen faiz arttırımına gitmesini gündeme getirebilir. Dolayısıyla politika faiz kararının sadece makro ekonomik verilerdeki harekete değil aynı zamanda finansal piyasalardaki gelişmelere de bağlı olduğu unutulmamalıdır. Global piyasalarda büyüme rakamlarının beklentilerin altında kalması faiz indirimlerinin devam edeceği beklentilerini desteklemesi yanında artan risk algılamasıyla faizlerin yükseltilmesine de neden olabilir. Yaşanan son krizde global ekonomilerdeki likidite arttırları ile büyüme yönlü riskin önüne geçebilmek için gelişmekte olan pek çok ekonomi faiz indirebilmişken, önümüzdeki dönemde likidite imkanlarının geçtiğimiz kriz dönemindeki kadar yüksek olmaması merkez bankalarının faiz indirimlerine devam etmesine hatta faizleri bu seviyelerde sabit bırakmasına engel olabilir. Ayrıca enflasyonda son dönemde yaşanan aşağı yönlü harekette gıda fiyatlarının etkili olduğu söylenebileceken, çekirdek göstergelerdeki düşüşün manşet kadar sert olmaması ve gıda fiyatlarındaki düzeltmeyle beraber yeniden yükselmesi durumu da TCMB'nin faizleri sabit tutma yönünde olan politika duruşu üzerinde risk taşımaktadır.

³ Taylor denklemi en küçük kareler yöntemiyle modellenerek b_0, b_1 ve b_2 katsayıları tahmin edilmiştir. Modele ayrıca nominal faizlerin bir gecikmeli değişkeni eklenmiş değişen varyans ve çoklu bağıntı sorunları test edilerek düzeltilmiştir. Modelik anlamlılık düzeyi %0.96 seviyesinde ve tüm değişkenler %0.05 düzeyinde istatistik olarak anlamlı bulunmuştur. Kurulan model çerçevesinde Taylor Kuralının tahmin ettiği faiz oranları hesaplanmıştır.

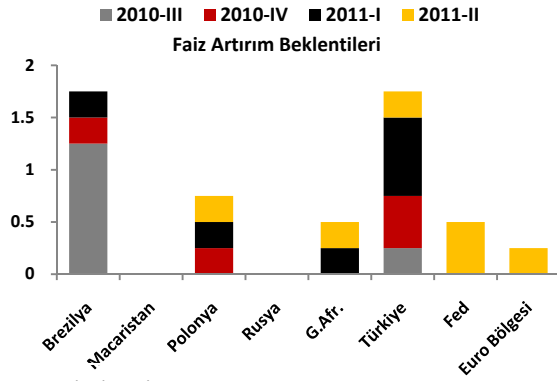
⁴ Literatürde Taylor Kuralı ve duruma uygun bir politika karşılaştırması tartışılan en önemli nokta olarak izlenirken, politika kurallarına bağlı olma duruma uygun politikalara göre önemli avantajları olduğu görülmektedir. Özellikle kurala bağlı politikalar zaman tutarsızlığı (time inconsistency) problemini çözerken, duruma uygun politikalar ise tutarsız (inconsistent) çözüm olarak ifade edilmektedir.

Tablo-1

| | Politika Faiz Oranları | 2010 Enflasyon Beklentileri | Reel Politika Faiz Oranları |
|-------------------|------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Şili | 1.50 | 3.5 | -1.93 |
| Tayland | 1.50 | 3.5 | -1.93 |
| Türkiye | 6.5 | 8.0 | -1.39 |
| Çek Cum. | 0.75 | 1.5 | -0.74 |
| Meksika | 4.5 | 5.0 | -0.48 |
| Malezya | 2.75 | 2.1 | 0.64 |
| Gün.Afrika | 6.5 | 5.4 | 1.04 |
| Macaristan | 5.25 | 4.4 | 0.81 |
| Polonya | 3.5 | 2.3 | 1.17 |
| Çin | 5.31 | 3.4 | 1.85 |
| Brezilya | 10.75 | 5.5 | 4.97 |

Kaynak:TCMB, Bloomberg

Grafik-5



Kaynak:Bloomberg

TCMB'nin faizleri yılsonuna kadar sabit tutacağı beklentileri üzerindeki yukarı yönlü riskler arasında özellikle yurtdışı piyasalardaki diğer merkez bankalarının faiz kararları risk oluşturmaktadır. Gelişmekte olan pek çok ekonomide faiz artırımlarının başladığı bir dönemde eksi reel faiz veren Türkiye ekonomisine yabancı yatırımcıların ilgisi azalabilecek, bu durum ise TCMB'nin faizleri sabit tutabilmesi üzerinde risk oluşturabilecektir. Başka bir deyişle diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz kararlarının da TCMB'nin önümüzdeki dönem faiz politikası üzerinde etkili olması mümkündür.

Gelişmekte olan ekonomiler arasında yaşanan krizle beraber en yüksek oranda faizleri indiren merkez bankası olarak dikkat çeken TCMB'nin, diğer merkez bankalarının faizlerde arttırmaya devam etmesi durumunda elde edecekleri yüksek arbitrajın önüne geçmesi gerekecek, bu durum ise TCMB'nin faiz artırımlarını erteleme süresini kısaltabilecektir. Özellikle son dönemde pek çok gelişmekte olan ülkenin faiz artırımlarına başladığı bir dönemde faiz artırımlarının devam edebileceği beklentileri altında (Bkz: Grafik-5) Türkiye'nin eksi reel politika faizine ve en yüksek enflasyon beklentisine sahip olması TCMB'nin faizleri uzun süre bu seviyelerde tutacağına ilişkin söylemleri üzerinde risk taşımaktadır. Brezilya'nın artı %4.97 reel faiz verdiği bir ortamda Türkiye'nin -%1.4 reel politika faize sahip olması, faizlerin bu seviyelerde korunabileceğine dair beklentiler üzerinde önemli bir risk unsurudur.

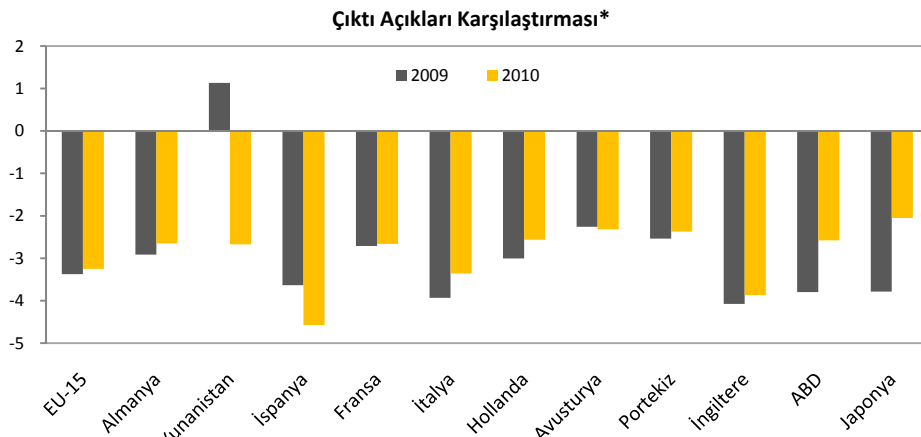
Sonuç olarak, TCMB faizleri yılsonuna kadar sabit tutacağı yönünde olan beklentiler üzerinde yukarı ve aşağı yönlü risklerin bulunduğu görülmektedir. Şu an için Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak 75 baz puan artış yönünde olan beklentilerimizde değişikliğe gitmiyoruz. Fakat Temmuz ayı enflasyon rakamları ile birlikte enflasyondaki seyir ve yurt dışı piyasalarda büyüme yönlü risklerin belirginleşmesiyle beklentilerimizi piyasaya paralel olarak faizlerin yılsonuna kadar sabit tutulacağı yönünde revize edebiliriz. Enflasyonda son dönemde gıda fiyatlarındaki sert hareketlerle beklentilerin üzerinde sert düşüş yaşanırken, önümüzdeki dönemde yaşanan düşüşlerin yerini yükselişlere bıraktığı bir ortamda piyasa faiz beklentilerinde yeniden yükseliş yönlü revizyonlar yaşanabileceken, bizim görüşümüz şuan itibarıyla ikinci bir revizyon yerine enflasyondaki ve global piyasalardaki seyri izlemek yönündedir.

Büyümedeki Kırılganlıklara Rağmen Daraltıcı Maliye Politikalarına Geçiş

Bu yılki G20 liderler zirvesinde global ekonomideki toparlanmanın kırılganlığına vurgu yapılmakla beraber, kamu açıklarının daraltılması gereği de gündeme getirilmiştir. Bir yandan, kamu açıklarının global finansal istikrar için ciddi bir tehdit oluşturması nedeniyle azaltılması gereği, diğer yandan büyümedeki toparlanmanın sürdürülebilir hale gelmemiş olması, politika yapımcıları bir ikilem içine sokmaktadır.

Avrupa ülkelerinin kredibilitelerinin, sürdürülebilir olmayan kamu mali açıkları nedeniyle giderek azalması, küresel resesyondan çıkma aşamasında mali açıkların dünya ekonomisini yıl başından beri en çok tehdit eden risk olarak görülmesine neden olmuştur. Son haftalarda açıklanan öncül büyüme göstergelerinin ABD ekonomisindeki toparlanmanın ne kadar kırılgan olduğunu bir kez daha göstermesi, dünya ekonomisinin yakaladığı ılımlı olarak nitelenen büyüme performansının tekrar azalarak çift dipli bir resesyona yaşanması olasılığına dikkatleri çekmiştir. Mevcut durumda başta gelişmiş ülkeler olmak üzere pek çok ülkeyi kamu maliyesi sorunları nedeniyle bekleyen başlıca iki kötü son bulunduğu görülmektedir. Kamu dengelerinin bozuk olduğu gelişmiş ülkelerin Yunanistan'ın yıl başından beri yaşadığı kredibilite sorununa ve iflas riskine maruz kalmaları, olasılıklardan ilkidir. Diğer bir olasılık ise, talep koşullarında istenen düzelmeye gerçekleşmediği ve finansal sistemin hala kırılgan olduğu bir ortamda, merkez bankaları parasal sıkılaştırma yönünde adımlar atmaya hazırlanırken, daraltıcı maliye politikası uygulanmaya başlanarak, Japonya'nın 1990'lı yılların ikinci yarısında yaşadığı gibi deflasyona girilmesidir. Ülkelerin kredibiliteleri azalmadan yani Yunanistan'ın durumuna düşmeden, kamu açıklarını azaltma kaygıları orta ve uzun vadede daha büyük sorunlara ortam hazırlayabilecek bir hata olarak nitelendirilmektedir. Benzer bir hatanın Büyük Buhran döneminde II. Dünya Savaşı öncesinde ABD'de uygulanan daraltıcı maliye politikası ile yapıldığı ileri sürülmektedir.

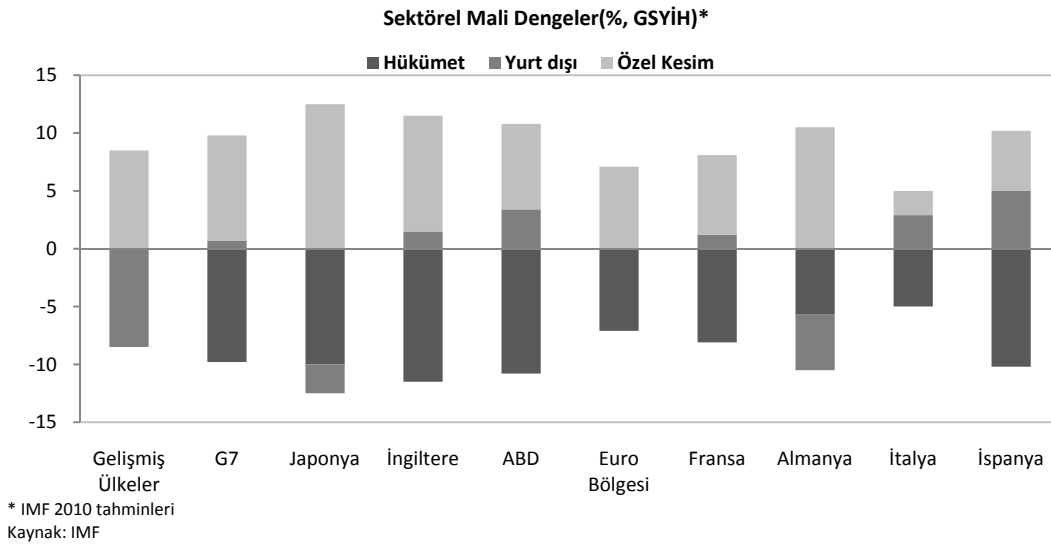
Dünya ülkeleri içinde kamu açığı sorunu en ciddi düzeyde olan Yunanistan'ın ardından, İspanya ve Portekiz kredibilitelerinin azalmaması için, Almanya ise kamu disiplini sağlayabilmek için şimdiye kadar daraltıcı mali tedbirler açıklayan gelişmiş ülkelerdir. İngiliz hükümeti de benzer bir adım atma çabasıdadır. Bu politikaları destekleyen bir söylem, Haziran ayının son hafta sonunda Kanada'da yapılan G20 liderler zirvesinde de dile getirilmiştir. G20 liderleri her ne kadar 2013 yılına kadar bütçe, 2016 yılına kadar ise borçlanma konularında denge sağlanması üzerinde uzlaşsa da, bu konuda katı hükümler koymayarak büyümedeki kırılganlıklara karşı hassas bir tavır sergilemiştir. Pek çok ülkede bankacılık sisteminin de küresel finans krizine yol açan sorunlardan tam olarak kurtulamadığı ve yeniden yapılanmaya ihtiyacı bulunduğu da farkında olan G20'nin alınması gereken mali tedbirlerin büyüme performansını olumsuz etkilememesi gerektiği konusunda da bilinçli olduğu görülmüştür. Diğer bir deyişle G20 kamu açıkları yanında deflasyon tehlikesinin de bilincinde görünmektedir. Bu durum, G20 merkez bankalarının deflasyon riski var olduğu sürece para politikalarını gevşek tutmaya devam edeceklerine de işaret etmektedir.



*2000 yılı fiyatlarıyla reel hale getirilmiş veriler kullanılmıştır.
Kaynak: AB Komisyonu

Öte yandan, kamu açıklarının büyümedeki kırılganlıkları dikkate alarak da olsa zamanından erken azaltılmaya başlanmasının yaratacağı deflasyon riskine karşılık, geç kalınmış bir mali sıkılaştırma da iflas riskini artırmaktan daha önemli bir soruna; enflasyonist baskıların kontrolden çıkmasına neden olabilecektir. Enflasyon, her ne kadar gelişmiş ülkeler için şimdilik bir tehdit unsuru değilse de gelişmekte olan ülkeler için küresel toparlanma kesintiye uğramadığı sürece çok kısa vadede olmasa da sorun olabilecektir. Dünya ekonomisi küresel krizde dibin görüldüğü 2009'un ilk çeyreğinden bu yana dört çeyrektir toparlanmaya çalışırken, bazı görüşlere göre kamu maliyesinin ekonomiye verdiği desteğin devam etmesi gerekirken, artan telafi edici kamu harcamalarının bir sonucu olan yüksek bütçe açıklarının bir an önce azaltılması gerektiği düşüncesi de bir hayli yaygındır. Kamu maliyesini sıkılaştırma zamanının geldiği görüşü dört gerekçeye dayandırılmaktadır:

- i) Yunanistan, İspanya ve Portekiz'e ilişkin kaygıların yakın zamanda İngiltere ve ABD'yi de kapsayacak şekilde yayılması endişesi,
- ii) Kamu açıklarının özel sektör yatırımları üzerindeki dışlama etkisi,
- iii) Artan kamu açıklarının enflasyona yol açacağı düşüncesi,
- iv) Kamu harcamalarındaki artışın talep artışı sağlamayacağı inancı.



İlk olarak, ABD ve İngiltere'nin, Yunanistan ve diğer Avrupa ülkeleri benzeri kredibilite riskine maruz kalmamalarını sağlayan bir takım avantajları bulunmaktadır. Bunlardan biri, özel kesimin sahip olduğu fazlanın, kamu açığını karşılayacak düzeylerde olması, bir diğeri, olası bir likidite riskine derhal müdahale edebilecek güçte merkez bankaları bulunmasıdır. Ayrıca bu ülkelerde dalgalı kur rejimi uygulanması politika esnekliği sağlarken, ABD'nin para biriminin dünya genelinde rezerv para olarak kabul edilmesinin getireceği ayrıcalıklar söz konusudur. Dolayısıyla, Avrupa ülkelerinin kamu maliyesi sorunlarının, yüksek kamu açığına sahip ABD ve İngiltere'ye sığması ihtimali bu ülkelere özgü avantajlar nedeniyle düşüktür.

Öte yandan, özel sektörün yüksek borçluluk rasyolarının küresel krize yol açmasının ardından, krizle birlikte özel sektör açıklarının fazlaya dönüştüğü görülmüştür. Özel kesimin harcamalarını ve borçlanmasını kısmasının yavaşlatıcı etkisini telafi etmek üzere kamu açıkları oluşmuştur. Diğer bir deyişle, özel sektör yatırımları yüksek kamu harcamalarının etkisiyle azalmamıştır. Halihazırda IMF'nin 2010 yılı tahminlerine göre gelişmiş ülkelerde özel sektör dengesinin fazla vermeye devam edeceği öngörülmektedir. Bu durum 2010 yılı için kamu açıklarının devam etmesini gerektirecektir. Çıktı açının yüksek olduğu bir ortamda kamu harcamalarının özel sektörü dışlamak bir yana ikamesinin söz konusu olması yanında, enflasyonist baskı yaratma ihtimali de düşüktür.

Geriyeye kalan soru, gelişmiş ülkelerin yüksek kamu açıklarının finanse edilip edilemeyeceğidir. Özel sektör dengesinin fazla vermesi ve gerek Almanya ve Japonya gibi gelişmiş ülkeler gerekse bazı gelişmekte olan ülkelerin cari fazla vermeye devam etmesi bu sorunu çözebilecek temel faktörlerdir.

Literatürde bütçe açıkları ve borç stoklarının, vergi artışları öngören tedbirlerden çok kamu harcamalarının azaltılmasına dayanan tedbirlerle kontrol altına alınmasının daha başarılı sonuçlar verdiği yönünde tespitler bulunmaktadır. Ancak, bu değerlendirme yapılırken, kamu açığının azaltılmasının özel sektör ve dış alem dengelerinin de değişmesini gerektirdiği dikkate alınmalıdır. Mali sıkılaştırmanın etkili olabilmesi için net ihracatın ve özel kesim harcamalarının artırılması veya özel kesim tasarruflarının azaltılması gerekmektedir. Bu durumda sektörler arası dengelerin yeniden dağıtılması için vergi artırımları da uygulamaya konulmalıdır. Fakat, küresel finansal sistemin güçlü olmaması, faiz oranlarının sıfıra yakın, dış talebin zayıf, hanehalkı ve şirketler kesiminin kredi imkanlarının sınırlı olması ve sabit döviz kuru uygulamalarının bulunmaması gibi koşulların geçerli olduğu küresel ekonomide sıkılaştırıcı kamu tedbirlerinin başarılı olması ihtimalinin çok da yüksek olmadığı unutulmamalıdır.

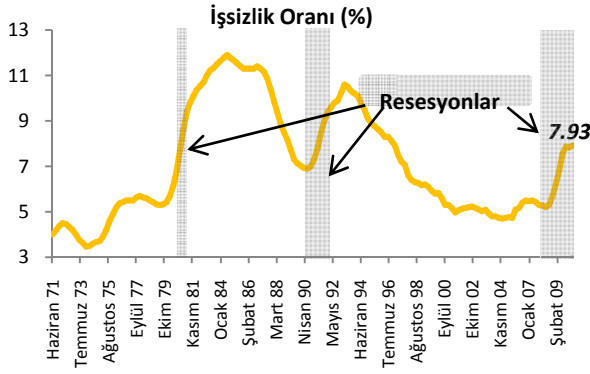
Sonuç olarak, kamu açıklarının daraltılmasında aceleci olunmaması veya G20 ülkelerinin de üzerinde uzlaştığı şekilde söz konusu açıkların büyümeyi destekleyecek şekilde azaltılmasının, küresel ekonomi için en optimum sonuçların alınmasını sağlayacak çözüm olduğu söylenebilir.

İngiltere de kamu maliyesini daraltmaya başlayan ülkeler arasındaki yerini aldı

Euro Bölgesi'ndeki borç krizi nedeniyle en çok risk altında bulunan ülkeler olan Yunanistan, İspanya ve Portekiz'e ek olarak AB'nin en güçlü ekonomisi olan Almanya da mali sıkılaştırma tedbirleri açıklarken, bu ülkelere son olarak İngiltere katılmıştır. Söz konusu ülkeler, daha güçsüz bir ekonomi, daha katı bir maliye politikası ve daha düşük büyüme oranı üçlemesini göze alarak yaşanan son krizin üstesinden gelmeye çalışmaktadırlar. Bu yazımızda Avrupa'daki mali önlem süreçlerine yeni katılan İngiltere'nin yaşanan krizden nasıl ve ne ölçüde etkilendiğinden bahsedilecektir.

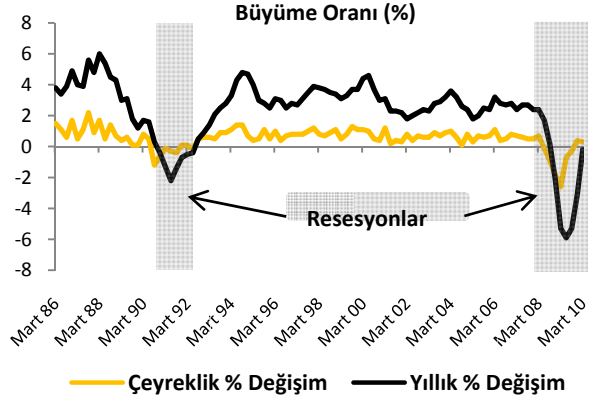
İngiltere'de geçmişte yaşanan resesyonlar sırasında nüfus ve iş alanlarının mevcut rakamların yarısı kadar olmasına rağmen, gerek global ekonomideki görece güçlü konumu gerekse rekabet gücünün yüksek olması, yaşanan resesyonların boyutlarını sınırlamakta idi. Son yaşanan resesyonun ise, ABD finans sektöründen kaynaklanması ve finans sektörünün İngiliz ekonomisi içindeki payı ve öneminin yüksek olmasının yanında ABD finans piyasaları ile entegrasyonunun yüksek olması, İngiltere'nin krize karşı dayanıklılığını azaltmıştır. Öte yandan, işsizlik oranının yaşanan son krizde geçmiş resesyon dönemlerindeki kadar artmadığı görülmektedir. Resesyonun küresel ekonomiyi kapsamaması ve ABD ekonomisine etkileri bakımından Büyük Buhran dönemi ile karşılaştırılacak kadar ciddi sonuçlar yaratma potansiyeli, hükümeti istihdamdaki daralmayı önlemek amacıyla firmalara vergi ödeme sürelerini uzatmak gibi teşvikler sağlamaya sevk etmiştir. İşverenler ise, resesyon süresince, işçi çıkarmak yerine, çalışma saatlerini azaltmak, ücretleri düşürmek veya dondurmak gibi önlemler alma yoluna gitmiştir. İstihdamın daralmasını önleyerek ölçeklerini sınırlı ölçüde daraltan İngiliz firmaları işgücü maliyetlerini azaltmamaya çalışırken, resesyon nedeniyle daralan talep karşısında fiyat indirimlerinden olabildiğince kaçınmıştır. Bunun sonucunda enflasyonda çok da keskin bir düşüş yaşanmazken, işsizlik oranı en fazla %8 seviyesine yaklaşarak önceki resesyon dönemlerinin altında kalmıştır.

Grafik 2.İşsizlik Oranı



Kaynak: Bloomberg

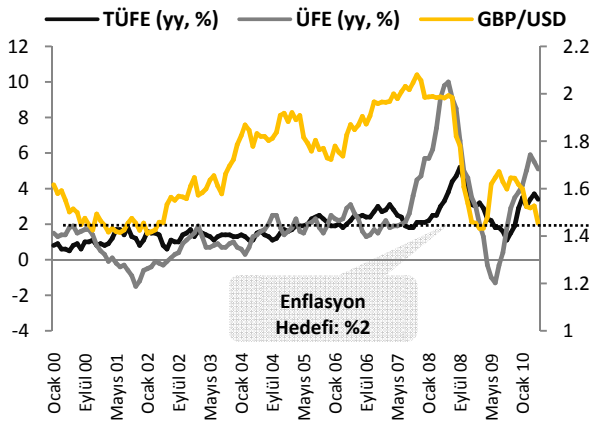
Grafik 3.Büyüme Oranı (% değişim)



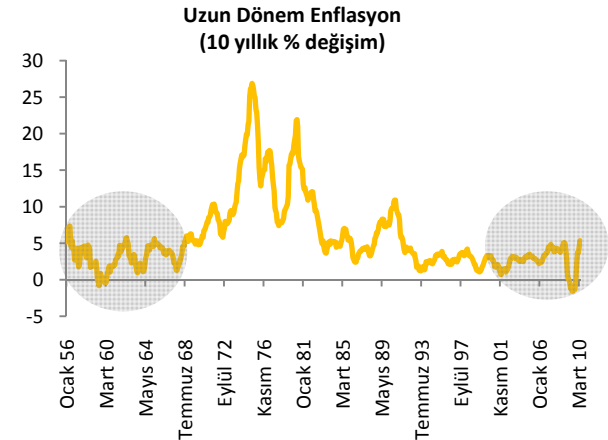
Kaynak: Bloomberg

İngiltere’de 2010 yılının ilk çeyreğinde %3.3 olarak açıklanan Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), Nisan ayında aylık bazda %3.7’ye çıkararak, son 17 ayın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. İngiltere’deki bu yüksek enflasyon değerlerine özellikle İzlanda’da meydana gelen yanardağ patlaması sonucu hava trafiğinin olumsuz etkilenmesi ve bunun sonucunda Nisan ayı gıda fiyatlarında artış yaşanması neden olmuştur⁵. Enflasyondaki yükselişte ayrıca, sigara ve içki fiyatları ile giyim grubu fiyatlarındaki artış ve petrol fiyatlarının bir önceki aya göre artması da etkili olmuştur. Öte yandan, ABD kaynaklı finans krizi öncesinde enflasyonist baskılar nedeniyle İngiltere Merkez Bankası’nın politika faiz oranını %5.75 seviyesine kadar yükseltmesinin de etkisiyle yüksek getiri arayışı sonucu İngiliz Sterlini’ndeki (GBP) değer artışının, finans krizi ile birlikte yerini hızlı bir değer kaybına bırakması da enflasyonist baskıların artmasına neden olmuştur. Temmuz 2007’de ABD dolarının GBP karşısındaki değeri 2.08 seviyesini test ederken, 2009’un ilk aylarında 1.43 seviyelerine kadar gerilemiştir. GBP daha sonra kademeli olarak değer kazansa da son dönemde, Euro Bölgesi ülkelerinin bütçe açığı ve borç yükü sorunlarının yarattığı krizin bir yansıması olarak tekrar düşüş eğilimine girmiştir. İhracatının çoğunluğunu sanayi mallarının, ithalatını ise hammadde ve gıda gibi tüketim mallarının oluşturduğu İngiltere’nin para birimindeki değer kaybı ihracatı açısından olumlu olsa da dış alım gücünü azaltarak fiyat artışlarına neden olmuştur. Dolayısıyla, döviz kuru-enflasyon geçişgenliğinin artması fiyat baskılarının yukarı yönlü olmasında önemli ölçüde etkili olmuştur.

Grafik 4-5. İngiltere yıllık ve uzun dönem enflasyon oranları



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

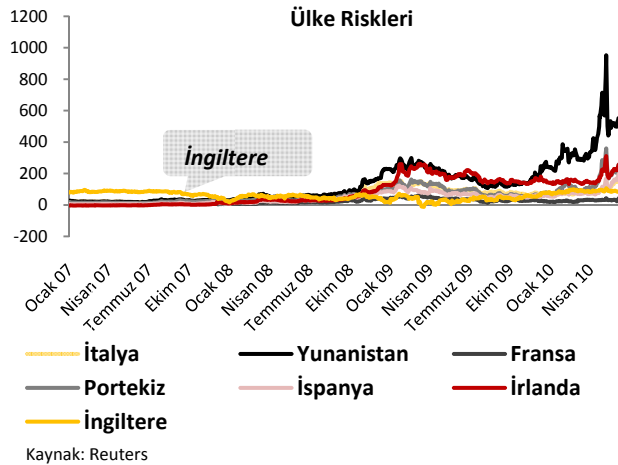
⁵ Gıda, içki ve tütün grubunda net ithalatçı olan İngiltere’nin dış ticaret açığının %21’i bu gruptan kaynaklanmaktadır.

Grafik 5'te İngiltere'nin 1956 yılından itibaren 10 yıllık yüzde değişim alınarak hesaplanan uzun dönem enflasyon oranları görülmektedir. Geçmiş dönemlerde volatilitesi oldukça yüksek olan enflasyon oranı 1990'lı yılların ortalarından itibaren istikrarlı bir hareket sergilemeye başlamış fakat, son aylarda tekrar bir dalgalanma yaşamıştır. Aylık bazdaki enflasyon verilerindeki sert hareketler de göz önüne alınarak incelendiğinde bu durumun İngiltere için fiyat istikrarı açısından pek de parlak olmadığı ve enflasyon, geçmiş dönemlerdeki hareketlerine benzer tepkiler vermeye devam ettiği takdirde ekonomideki toparlanma arttıkça enflasyonist baskıların giderek daha ciddi bir sorun haline geleceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, İngiltere Merkez Bankası ikinci çeyrekte daha ılımlı bir görünüm sergileyen enflasyonun, alınan kamu maliyesi tedbirleriyle birlikte gelecek beş yıl içerisinde %2 olan enflasyon hedefine yakınsayacağını öngörmektedir.

İngiliz hükümetinin aldığı kamu maliyesi önlemleri ekonomideki toparlanmayı aksatabilir mi?

Euro Bölgesi ülkelerinin kamu açıklarının dünya genelinde kaygı unsuru olduğu bir dönemde İngiltere'nin seçim sürecine girmesi, ülke risklerinin artmasına neden olan ve kredi notlarının düşürülmesi tehlikesini gündeme getiren borç krizine karşı önlemlerin gecikmeli olarak gündeme gelmesine neden olmuş ve bu sırada ülke piyasaları dalgalanmalara maruz kalmıştır.

Grafik 1. Ülke Riskleri

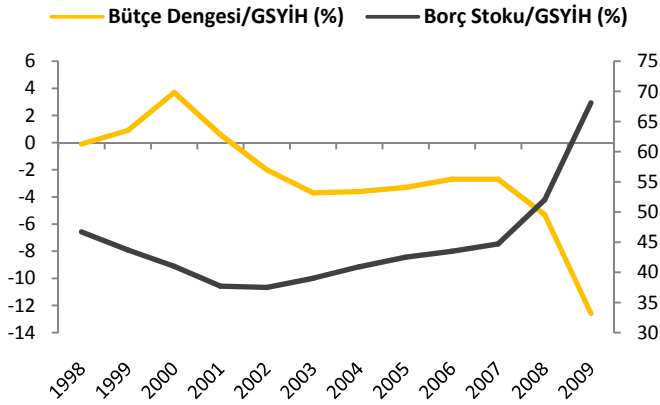


İngiltere'nin yakın dönemde kurulan, liberal ve muhafazakar partilerden oluşan koalisyon hükümeti, Yunanistan'ın kamu maliyesi sorunları ile tetiklenen Avrupa borç krizinin ardından ülkede benzer bir krize yol açmamak için bazı mali önlemler almak zorunda kalmıştır. Euro Bölgesi ülkelerine nazaran ülke riski daha düşük olan İngiltere, Avrupa'da yaşanan borç krizinin etkilerine maruz kalmamak için, katı bir bütçe disiplini sağlayarak zararı en aza indirmeyi planlamıştır.

İngiliz hükümetinin mali sıkılaştırma paketinde ülke tarihinde son 60 yılda gerçekleşen en sıkı

tedbirler yer almaktadır. Vergi artışları ve kamu harcamalarını azaltarak gelecek beş yıl içerisinde bütçe açığını azaltmayı planlayan hükümet, mali kriz sırasında bankaları kurtarmak ve ekonomiyi yeniden canlandırmak için alınan önlemlerle giderek artan kamu harcamalarının, ülke kredibilitesinde düşüşe yol açarak ekonomiyi yeni bir krize sürükleyeceği endişesini taşımaktadır.

Açıklanan kamu maliyesi tedbirleri Haziran ayında 86 milyar GBP tutarında gerçekleşen bütçe açığının, 2015-2016 dönemine kadar yaklaşık 52 milyar GBP kamu tasarrufu sağlanarak azaltılmasını öngörmektedir. Bu tutarın %85'inin harcama kesintileri, %15'inin ise vergi artışları ile sağlanması hedeflenmektedir. Toplam hasıla üzerinde uzun vadeli etkileri olmayacağı açıklanan paketin kamu kesimi borçlanma gereğini 2014-2015 mali yılının sonuna kadar 155 milyar GBP'den 71 milyar GBP'ye düşürmesi öngörülmektedir. Buna göre, hükümet bütçe açığı/Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) oranını %5.9 azaltmayı hedeflemektedir. Hükümet programında en büyük harcama kesintisi kalemleri savunma ve eğitim (%10 kesinti) olarak dikkat çekmektedir. Öte yandan, bankalar ve şirketler için karlılık koşullarına bağlı olarak geçici vergi artışları öngörüldürken, bunun IMF önerileri ile de uyumlu olduğu bildirilmiştir. Ayrıca, katma değer vergisi ve yüksek gelir dilimlerinden alınan vergiler 2012-2013 mali yılı sonuna kadar geçerli olacak şekilde artırılmıştır.



Kaynak: OECD

İngiltere'nin kamu maliyesi göstergeleri incelendiğinde, 2009 yılı itibariyle borç stokunun GSYİH'ya oranının %68'e kadar yükseldiği ancak halen bu oranın 1855-2009 dönemi ortalaması olan %87'nin ve ABD ile Almanya ve Fransa'nın da aralarında bulunduğu pek çok Avrupa ülkesinin altında bulunduğu dikkat çekmektedir. Ancak, İngiltere'nin GSYİH'sının %12.6'sına ulaşan bütçe açığı açısından diğer Avrupa ülkelerine kıyasla daha büyük bir sorunla karşı karşıya olduğu görülmektedir. İngiltere, finansal piyasalarının sıkı bağlantılar içinde olması

sebebiyle ABD'de başlayan finansal krizin yayıldığı ilk ülke olmuştur. Ayrıca, kriz öncesinde ABD'de olduğu gibi bir hayli canlı olan İngiliz emlak sektöründe de, krizle birlikte hızlı bir yavaşlama yaşanmış, bankalar kredi geri ödememe oranlarındaki artışlar ve ABD piyasalarındaki riskli türev ürünlere yaptıkları yatırımlar nedeniyle ciddi zararlara maruz kalmışlardır. Bankaların iflas etmesini önlemek için sermaye yardımları yapan hükümet, kamu harcamalarını toplam talepteki daralmayı önlemek için daha da artırmıştır. Bütçe açığı 1990'ların ilk yarısında yaşanan resesyonda en fazla %8'e ulaşan İngiltere son resesyonda artan enflasyona karşın, yatırımların uzun süre toparlanamama ihtimalinden uzaklaşabilmek için kamu harcamalarını yüksek tutmak zorunda kalmıştır.

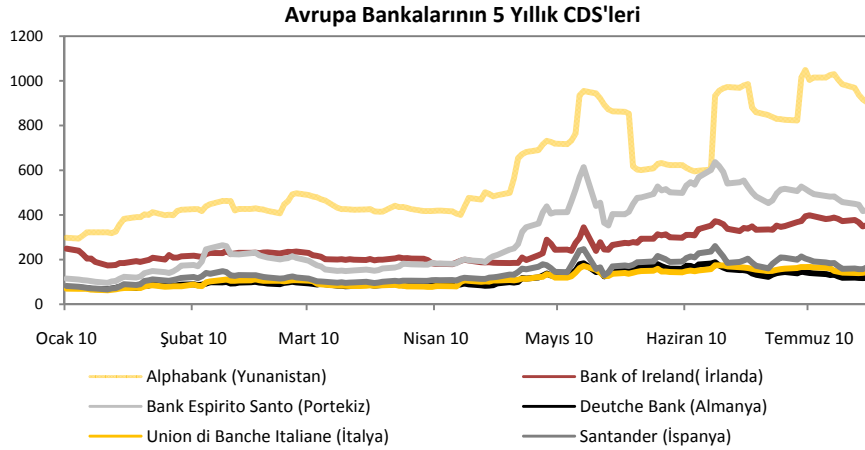
Halen İngiltere'nin karşısındaki en büyük riskler enflasyonist baskıların ve özel kesim tasarruflarının eş zamanlı olarak artmasına karşın, yatırım harcamalarında belirgin bir artış görülmemesidir. Bu durum, para politikasının enflasyondaki artışa rağmen gevşek tutulmasını gerektirmektedir. Döviz kurunun değersiz olması ve düşük faiz oranları ise toparlanmayı hızlandırabilecek önemli avantajlardır. Bu ortamda İngiliz hükümetinin Haziran ayında açıkladığı bütçe tedbirleri, henüz kendi başına toparlanma kabiliyeti olduğu kuşkulu olan yatırım harcamaları ve toplam talepteki sınırlı canlanmayı sektöre uğratabilecek olması açısından erken bir karar olarak nitelendirilmektedir. Ayrıca, hükümetin kredibilite kaybına ilişkin endişelerinin de İngiltere'nin hem kısa hem de uzun vadeli tahvillerine olan talebin güçlü olması sebebiyle yersiz olduğu ileri sürülmektedir.

İmparatorluktan bu yana...

Dünya ekonomisinde %3.1'lik payı ile altıncı sırada yer alan İngiltere, veya diğer adıyla "Birleşik Krallık", dünyanın ilk büyük sanayileşmiş ekonomisidir. Dünyada yeni doğan demokrasinin gelişmesinde büyük payı olan sanayi devriminin, neden ilk olarak İngiltere'de ortaya çıktığı sorusuna verilecek cevaplar, ülke ekonomisinin hangi noktadan başlayarak bugünlere geldiğini de ortaya koymaktadır. Sanayi devriminin ilk olarak İngiltere'de ortaya çıkmasının nedenlerinin biri; 18. yy İngiltere'sinde bankacılık ve finans sektörlerinin diğer ülkelerden daha ileri olmasının, ülkeyi dönemin mali merkezi konumuna getirmesidir. Ülkede 11. yy'dan itibaren şekillenen bir anayasal monarşi düzeni bulunması ekonomik gücün de altyapısını oluşturmuştur. Buna ek olarak parlamentonun kapitalizm ilkeleri doğrultusunda iç piyasalarda özgür rekabeti önleyici bütün engelleri kaldırmış olması da önemli bir nedendir. İngiltere'nin söz konusu dönemde dünyanın en büyük sömürge imparatorluğu olması ülkeye geniş hammadde kaynağı ve üretilen mallar için pazar olanağı sağlamıştır. Ayrıca, İngiltere'nin bir ada ülkesi olması da Avrupa'daki derebeylik mücadelesi, savaşlar ve mezhep kavgalarından uzak kalmasına imkan vermiştir. Amerika'da yaşanan 1929 Büyük Buhranı'nın benzerini 1720'de yaşamış olan İngiltere, iç borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmiş ve 17. - 18. yy'larda 'merkantilizm' olarak bilinen; ulus çıkarlarını, birey ya da zümrelerin çıkarlarından üstün tutan teorisinin de merkezi olmuştur. Sanayi devrimi ile birlikte fabrika sisteminin yaratıcısı olan İngiltere 19. yy sonlarında, ABD piyasadaki yerini alana kadar dünya ticaretinin lideri olmuştur.

Avrupa Birliği Banka Stres Testleri

Euro Bölgesi'nde borç krizin nedeniyle finansman sorunları yaşıyan Avrupa bankalarının ekonomik ve finansal şoklara karşı dayanıklılığını ölçmek amacıyla uygulanan stres testi sonuçlarına dair iyimser beklentiler artsa da, Avrupa ülkelerinin kamu maliyesi sorunlarının ortadan kalkmamış olması bankacılık sisteminin maruz kaldığı risklerin de devam etmesine neden olmaktadır.



| Ülkelere göre stres testine katılan banka sayısı ⁶ | Ülke | Banka Sayısı |
|---------------------------------------------------------------|---------------|--------------|
| | Almanya | 14 |
| | Avusturya | 2 |
| | Belçika | 2 |
| | Danimarka | 3 |
| | Finlandiya | 1 |
| | Fransa | 4 |
| | Güney Kıbrıs | 2 |
| | Hollanda | 4 |
| | İngiltere | 4 |
| | İrlanda | 2 |
| | İspanya | 27 |
| | İsveç | 4 |
| | İtalya | 5 |
| | Lüksemburg | 2 |
| | Macaristan | 2 |
| | Malta | 1 |
| | Polonya | 1 |
| | Portekiz | 4 |
| | Slovenya | 1 |
| | Yunanistan | 6 |
| | Toplam | 91 |

Kaynak: ABDK (CEBS)

Euro Bölgesi ülkelerinin borç sorunlarının kredi piyasalarında borçlanma maliyetlerini artırması, söz konusu ülke bankalarının sahip olduğu devlet tahvillerindeki değer kaybı nedeniyle aktif kalitesinin azalmasına yol açarken Mayıs ayında Avrupa bankacılık sistemindeki kırılmalıkların dikkat çekici hale gelmesine neden olmuştur. Yunanistan, İspanya, İtalya ve Portekiz bankalarının piyasa değerlerindeki ani düşüşlerle birlikte likidite imkanlarının daralması, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) devam eden gevşek para politikasına rağmen Avrupa piyasalarının yeni bir likidite kriziyle karşılaşması ihtimalini gündeme getirmiştir. ECB'nin likidite ihtiyacını piyasadaki karşılamakta güçlük çeken bankalara ellerindeki devlet tahvillerini haftalık repo ihaleleriyle satın alarak fon sağlayacağını açıklaması piyasadaki karışıklıkları dindirirse de, Avrupa bankacılık sisteminin istikrarının tekrar sorgulanarak yeniden zor duruma düşmeleri ihtimaline karşı önlem alınması gereği yukarıda belirtilen dört ülke tarafından ısrarla vurgulanmıştır.

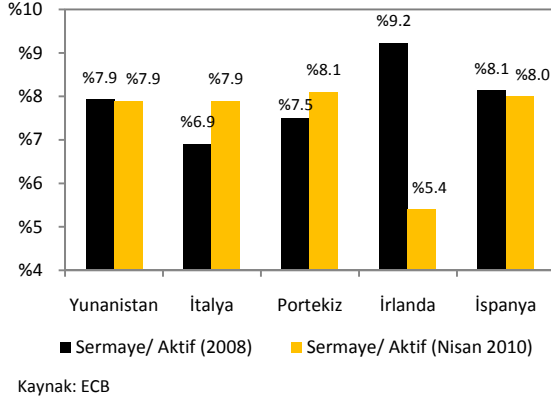
Avrupa Birliği (AB) bu ülkelerin ısrarı karşısında bankacılık sistemi ile ilgili belirsizlikleri azaltmak ve diğer AB bankalarının da mali güçlerinin sorgulanmadan aklanması için ilk aşamada AB'ye üye 27 ülkeden toplam 26 bankanın stres testine tabi tutulmasına karar vermiştir. Ancak bu rakam piyasalarca yeterli bulunmayınca banka sayısı 91'e çıkarılmıştır. Seçilen bu 91 bankanın aktif büyüklükleri faaliyette buldukları ülke bankacılık sektörünün en az %50'sini, toplam aktif büyüklüğü ise

Avrupa bankacılık sektörünün %65'ini oluşturmaktadır. Bu bankalar arasında İspanya'dan 27, Almanya'dan 14, Yunanistan'dan 6 ve İngiltere'den ise 4 banka bulunmaktadır. Ayrıca, testin uygulanacağı bankalar arasında

⁶ Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Letonya, Litvanya, Romanya ve Slovakya 27 AB ülkesi içinde yer almalarına karşın, bu ülkelerde sadece yabancı bankalar faaliyette bulunduğu için stres testi dışında bırakılmışlardır.

'cajas' olarak adlandırılan İspanyol yerel tasarruf bankaları ve 'landesbank' olarak bilinen Alman hükümeti ve bölgesel tasarruf bankalarının kontrolündeki yerel bankalar da bulunmaktadır.

Avrupa Bankalarının Mevcut Görünümü



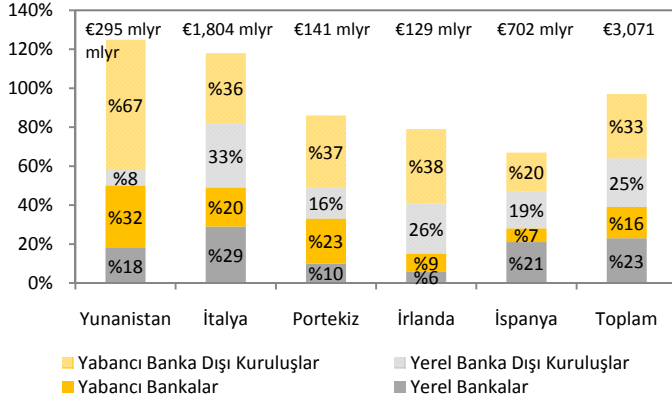
Avrupa bankaları içinde ülke risklerine en çok maruz kalan Euro Bölgesi bankaları 2008 ve 2009 yıllarındaki kriz tecrübesini 2009 yılının son çeyreğinde üzerinden atsa da 2010'un ikinci çeyreğinde ülke risklerinin olumsuz etkisi altına girmiştir. Euro Bölgesi'nde büyük ölçekli bankaların özkaynak karlılığının ağırlıklı ortalaması 2009 yıl sonu itibarıyla %2.4'ten %4.5'e, 2010'un ilk çeyreğinde ise %11'e kadar yükselmiştir. Benzer bir toparlanma aktif karlılığında da gözlenmiş, aktif karlılığı 2010'un ilk çeyreği itibarıyla %0.17'den %0.45'e yükselmiştir.

Ayrıca, kaldıraç rasyosu (borç/özkaynak rasyosu) ve

aktif devir hızı gibi göstergelerde de 2008 yılı ve 2009'un ilk yarısına göre belirgin bir toparlanma gözlenmiş, çekirdek sermaye rasyosu ise bankaların risk azaltma ve sermaye artırma çabaları sonucu 2010'un ilk çeyreğinde %10.1'den %10.6'ya çıkmıştır. AB ve Euro Bölgesi'nin kamu finansmanı ve bankacılık riskleri açısından ilk sırada yer alan ülkeleri Yunanistan, İspanya, Portekiz, İrlanda ve İtalya bankalarının sermayelerinin Nisan 2010 itibarıyla toplam aktifleri içindeki payı 2008 yılı ile kıyaslandığında İrlanda için söz konusu oranın önemli ölçüde gerilediği, diğer ülkelerde önemli bir gerileme yaşanmadığı gözlenmektedir.

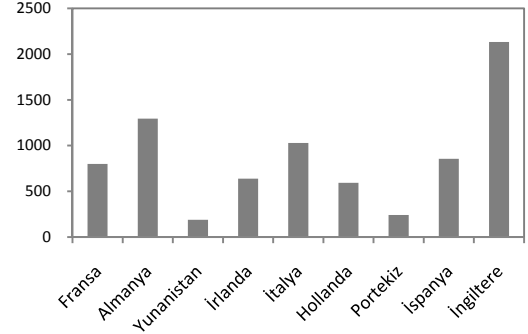
Bu arada, küresel finans krizinin krediler üzerindeki olumsuz etkisi azalarak devan etmiş, 2007 yılında bankaların 5 milyar euro düzeyindeki kredi zararları 2009'da ulaştığı 355 milyar euro'dan 2010 sonu itibarıyla 360 milyar euro'ya yükselmiştir. Euro Bölgesi'nde hanehalkı ve şirketler kesimine verilen kredilerdeki daralmanın durakladığı gözlenirse de bankaların özellikle konut ve diğer tüketici kredilerine ilişkin risklere karşı temkinli olduğu, ticari kredi arzının ise likidite koşullarındaki iyileşmeye rağmen, sermaye pozisyonu ve finansman maliyetleri tarafından sınırlandırıldığı görülmektedir. Bankaların kısa vadeli borçlarının %60'ın üzerinde olması ve Mayıs ayında ülke risklerinde yaşanan artış, uzun vadeli borçlanma imkanlarını azaltırken, maliyetleri artırmaktadır. Pek çok Euro Bölgesi ülkesinin yüksek kamu açıklarının finansmanı için borçlanmak zorunda olması, tahvil piyasasında bankalar için borçlanma maliyetlerini artırarak dışlama etkisi yaratma tehlikesi taşımaktadır. Ayrıca, bankaların mevduat kapma yarışı da maliyetleri artırabilecek iken, özellikle küçük ve orta ölçekli bankaların borçlarını çevirebilmek için ECB kaynaklarına başvurma ihtiyaçları da Euro Bölgesi bankaları için kaygı unsurudur.

Kamu Borçlarının Alacaklılara Göre Dağılımı (% GSYİH)



Kaynak: Eurostat, ECB, Citibank

Bankaların Avrupa Bankalarından Alacakları* (milyar \$)



Kaynak: BIS, *Aralık 2009 itibarıyla
Kamu borçları banka bilançoları içindeki ağırlığı

açısından da risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. 2009 sonu itibarıyla Euro Bölgesi bankalarının portföylerindeki devlet tahvili ve hazine bonoları sermayelerinin ortalama %76'sını, toplam varlıklarının ise %5'ini oluşturmaktadır. Kamu borçlarının alacaklılarına göre dağılımı Euro Bölgesi'nin en sorunlu beş ülkesi için incelendiğinde, İtalyan bankalarının portföyündeki Hazine kağıtları tutarının Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ya (GSYİH) oranının %29 ile ilk sırada geldiği görülmektedir. Bu oran İspanya için %21 düzeyindedir. Bu beş ülke toplamında ise yerel bankaların kendi ülkelerinin kamu borçlarının 3 trilyonun üzerinde olduğu ve bu rakamın toplam GSYİH'ya oranlandığında %23'ünün yerel bankaların portföylerinde bulunması açısından banka bilançolarının ülke risklerine doğrudan maruz kalabileceği görülmektedir. Bunun yanında Euro Bölgesi ve AB ülkeleri arasındaki finansal entegrasyon da, bankaların diğer AB bankalarından alacaklarının yüksek olması dolayısıyla bankacılık sektörü içinde risklerin yayılması söz konusu olabilecektir. Bu koşullar altında AB bankacılık sisteminin aşağı yönlü riskler nedeniyle herhangi bir çöküntüye maruz kalmasını önlemek amacıyla stres testlerinin yapılması doğru bir karar olarak değerlendirilmektedir.

Stres Testi Nedir?

Stres testi, bir finansal kuruluşun veya finans sisteminin ekonomik krizler veya piyasa koşullarındaki beklenmedik karışıklık ve şokların yaratacağı olası riskler karşısındaki duyarlılığını ölçmek amacıyla kullanılan bir yöntemdir. Çeşitli senaryolar altında risk faktörlerinin bilançolar üzerinde belirgin bir stres yarattığını varsayarak sistemin veya kuruluşun finansal gücü ortaya konmaya çalışılır. Stres testleri başlıca iki kategoride sınıflandırılabilir: i) Finansal kuruluş bazında yapılan Portföy Stres Testleri, ii) Sistem bazında yapılan Finansal Sistem Stres Testleri.

Portföy stres testleri, finansal kuruluşlarca risk yönetimi ilkeleri doğrultusunda ulusal düzenleyici ve denetleyici otoritelerce öngörülen çerçevede belirli aralıklarla, sermayenin risk içeren faaliyetler arasında en uygun dağılımını belirlemek amacıyla uygulanır. Portföy stres testlerinin kullanılması ilk kez, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) bünyesinde 1974 yılında dünya genelinde bankacılık denetiminin kalitesinin artırılması amacıyla İsviçre'nin Basel şehrinde oluşturulan Basel Bankacılık Gözetim ve Denetim Komitesi (Basel Komitesi) tarafından 1988 yılında yayımlanan Basel-I kriterlerince bankalara piyasa riski çerçevesinde sermaye yeterliliğinin ölçülmesi çalışmalarında dikkate alınmak üzere tavsiye edilmiştir. Daha sonra 2004 yılında yayımlanan Basel-II kriterlerinde ise daha güçlü biçimde vurgulanan stres testleri tavsiyenin ötesine geçerek, piyasa riskinin yanında kredi yoğunlaşma ve likidite risklerinin ölçülmesi için de öngörülmüştür.

Finansal sistem stres testleri ise, tüm finansal sistemin istikrarını olumsuz etkileyebilecek kırılganlıkların belirlenmesini ve ekonomi ve piyasa koşullarındaki bozulmaların finansal sistemin istikrarını ne ölçüde etkileyeceğini tespit etmeyi amaçlar. Genellikle ülkelerin finansal gözetim otoriteleri tarafından ekonomik ve finansal şokların bankacılık sektörü sermaye yeterliliği üzerinde olumsuz etkilerinin gözlenmesi üzerine, bu

etkilerin hangi düzeye ulaşabileceğinin tespiti amacıyla yürütülmektedir. Finansal sistem stres testlerini IMF ve BIS farklı şekillerde uygulamaktadır.

Finansal sistem stres testleri esas olarak senaryo analizleri kullanılarak uygulanır. Makro ve mikro düzeyde olmak üzere iki temel analiz alanı vardır. Makroekonomik şoklar çerçevesinde normal koşulları yansıtan baz senaryo ve olumsuz koşulları yansıtan kötümser senaryo oluşturulur. Bu senaryolardan elde edilen sonuçlar bankacılık sistemi bilançosu ve gelir tablosunun analizinde kullanılacak bir yapıya dönüştürülür. Testlerde büyüme, işsizlik oranı, enflasyon, faiz oranları ve döviz kurları gibi makro değişkenlerin yanı sıra, hisse senedi fiyatları ve kredi derecelendirmesi gibi piyasa verileri, ayrıca uluslararası standartlara uyumluluk gibi sektörel nitelikler ile göreceli büyüklük gibi yapısal bilgiler esas alınır. Bunun yanında bilançonun hem aktif hem de pasif yapısının finansal sağlamlığını yansıtan göstergeler ele alınır.

Yapılan finansal sistem stres testi sonuçları risk faktörleri ile bağlantısı en güvenilir şekilde kurulabilecek olan sermaye yeterliliği cinsinden ifade edilir. Basel-II kriterlerine göre dünya genelinde bankaların operasyonel ve finansal risklerini finanse edebilecek likiditeye sahip olmalarını sağlamak üzere sermaye yeterlilik rasyosu %8 olarak öngörülmektedir. Basel II kriterlerine göre banka sermayesi üç kısma ayrılmaktadır:

- i. **Ana Sermaye (1. Kuşak Sermaye – Tier 1):** Çekirdek sermaye olarak da adlandırılan 1. kuşak sermaye Ödenmiş Sermaye, Dağıtılmayan Kar ve Yedek Akçe toplamından oluşur.
- ii. **Katkı Sermaye (2. Kuşak Sermaye – Tier 2):** Gizli Yedekler + Kredi Karşılıkları + Yeniden Değerleme Yedekleri + Özkaynağa Dayalı Melez Enstrümanlar + Sermaye Benzeri Borçlar
- iii. **Piyasa Riski Özkaynak Gereksinimini İçin Kullanılacak Kısa Vadeli İkincil Sermaye Benzeri Borçlar (3. Kuşak Sermaye - Tier 3)**

Sermaye büyüklükleri hesaplandıktan sonra, sermaye yeterlilik rasyosu kabaca aşağıdaki orana göre hesaplanır:

$$\frac{1. Kuşak Sermaye + 2. Kuşak Sermaye + 3. Kuşak Sermaye}{Kredi Riski Ağırlıkları + Piyasa Riski Ağırlıklı Varlıklar + Operasyonel Risk Ağırlıklı Varlıklar} \geq \%8$$

Bu hesaplama sonucunda ulaşılan değer %8'den küçükse sermaye yetersiz, büyükse sermaye yeterlidir sonucuna ulaşılır. Öte yandan, Basel-II kriterlerine göre finansal sistem stres testlerinde esas alınan sermaye rasyosu Tier-1 olarak ifade edilen çekirdek sermaye rasyosudur. Bu oranın en az %6 olması öngörülmektedir. Avrupa bankalarına uygulanan son stres testinde de çekirdek sermaye rasyosunun esas alınacağı öngörülmektedir.

AB stres testi kapsamında bankalar "hassasiyet testi" ve "senaryo analizleri testi" olmak üzere iki başlık altında incelemeye tabi tutulmaktadır. Her iki analizde de operasyonel risk, piyasa ve kredi riski ile birlikte, henüz gerçekleşmemiş muhtemel olaylar göz önüne alınarak değerlendirilmeler yapılmaktadır.

Avrupalı regülatörlerin bankalara uyguladığı üç stres testi senaryosu bulunmaktadır;

- İlk senaryoda, stres testleri ekonomik büyümenin Avrupa Komisyonu'nun tahminlerine paralel gerçekleşmesi halinde bankaların nasıl performans gösterecekleri (Baz Senaryo),
- İkinci senaryoda Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'da (GSYİH) %3 oranında bir düşüşün etkileri (Kötümser Senaryo),
- Üçüncü senaryoda ise bankaların devlet tahvili piyasalarındaki şoklara nasıl tepki verecekleri incelenmektedir.

2009'da Yapılan Stres Testleri ve Sonuçları

Finans krizinin Ağustos 2007'de başlaması ile birlikte ABD'li finans şirketleri ve bunlarla sıkı ilişki içinde olan Avrupa bankalarının taşıdıkları riskler giderek artarken, piyasa değerleri hızla azalmaya ve mali durumları bozulmaya başlamıştır. Bu durumdan en çok büyük ölçekli finans şirketlerinin etkilenmesi ve iflas tehlikesiyle karşı karşıya kalmaları, "iflas etmek için çok büyük" (too big to fail) sorununu gündeme getirmiştir. Ağustos 2007 – Eylül 2008 döneminde artan yerel banka iflaslarının yanında ABD bankacılık sektörü en büyük tehlike ile Mart 2008'de karşılaşmıştır. ABD hükümeti bu tehlikeyi, ülkenin önde gelen yatırım bankalarından Bear Stearns'ün, yine ABD'nin en büyük ilk üç bankasından biri olan JP Morgan, Merrill Lynch'in ise Bank of America tarafından satın alınmasını sağlayarak atlatabilmiştir. Ancak, Eylül 2008'e gelindiğinde bir diğer önde gelen yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflas etmesine engel olunmamıştır. Bunun sonucunda global piyasaların krizin başlangıcından beri en şiddetli sarsıntıya maruz kalması, büyük bankaların mali durumlarındaki bozulmanın global finans sisteminde ne kadar büyük bir çatlak oluşturduğu anlaşılmıştır.

Finansal piyasalardaki karışıklıklar para politikalarının hızla gevşetilerek standart olmayan ve acil likidite önlemleriyle azaltılırken, finans kuruluşlarına kaynak aktarmakta direnen ABD ve AB ülkeleri kurtarma programları hazırlayarak Hazine yardımları yapılacağını duyurmuşlardır. Banka ve finans kuruluşlarını zarara uğratan başlıca faktörün bilanço dışı işlemler olması, açıklanan bilançolara güveni sarsmanın yanında, potansiyel zararların da belirlenmesini güçleştirmiştir. Bu nedenle, gerek finans sisteminin maruz kalabileceği zararların tespit edilerek global finansal istikrarın sağlanması gerekse Hazine yardımından yararlanacak kuruluşların belirlenmesi amacıyla stres testleri yapılması gündeme gelmiştir.

| 2009'da Yapılan Stres Testlerinin Varsayımları (%) | | | | | | | |
|----------------------------------------------------|----------|-------------|------|------------------|------|-------------|------|
| | | Baz Senaryo | | Kötümser Senaryo | | Gerçekleşen | |
| | | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 | 2008 | 2009 |
| ABD | Büyüme | -2.9 | 0.9 | -3.7 | -0.3 | 1.1 | 0.1 |
| | İşsizlik | 8.9 | 10.2 | 9.2 | 11.2 | 7.2 | 10.0 |
| AB-27 | Büyüme | -4.0 | -0.1 | -5.2 | -2.7 | 0.7 | -2.3 |
| | İşsizlik | 9.4 | 10.9 | 9.6 | 12.0 | 7.6 | 9.4 |
| Euro Bölgesi | Büyüme | -4.0 | -0.1 | -5.2 | -2.7 | 0.9 | -2.1 |
| | İşsizlik | 9.9 | 11.5 | 10.0 | 12.5 | 8.2 | 9.8 |

Kaynak: CEBS (Avrupa Bankacılık Denetleme Komitesi)

| Emlak Fiyatı Varsayımları (yıllık % değişim) | | | | | |
|----------------------------------------------|-------------------|-------------|------|------------------|------|
| | | Baz Senaryo | | Kötümser Senaryo | |
| | | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 |
| ABD | Ticari Emlak Fiy. | -15 | -10 | -25 | -20 |
| | Konut Fiyatları | -15 | -10 | -25 | -20 |
| AB-27 | Ticari Emlak Fiy. | -13 | -6 | -17 | -13 |
| | Konut Fiyatları | -8 | -5 | -14 | -15 |

Kaynak: CEBS (Avrupa Bankacılık Denetleme Komitesi)

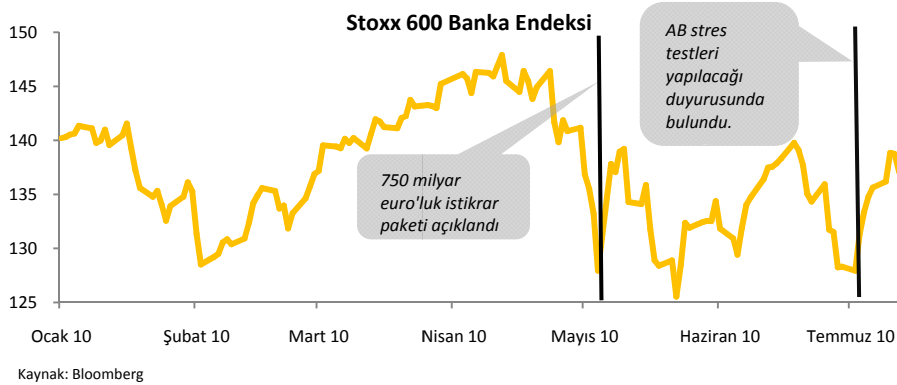
Global finans sistemi içindeki payı ve finansal istikrarı tehdit gücü daha yüksek olan ABD bankaları Mayıs 2009'da stres testine tabi tutulmuştur. Testler ticari bankaların toplam aktiflerinin yaklaşık üçte ikisine sahip olan en büyük 19 bankaya, baz senaryo ve kötümser senaryo altında iki ayrı test uygulanmıştır. Senaryolar büyüme ve işsizlik oranının yanında emlak fiyatlarına dair varsayımları da içermiştir. Testlere ilişkin varsayımların kamuoyuna duyurulması şeffaflığın ve testlerin kredibilitesinin artmasını sağlarken, kredi türev ürünlerinden ve diğer kredilerden kaynaklanacak potansiyel kayıplar arasında ayırım yapılmış olması yatırımcı güvenini olumlu etkilemiştir. Test sonuçlarına göre 19 bankanın 10'unun 2009 yıl sonuna kadar toplam 185 milyar dolar sermaye artırımına gitmesi gerektiği ortaya çıkmıştır.

AB bankalarına ise Ekim 2009'da ilk stres testleri uygulanmıştır. Senaryo varsayımları yukarıdaki tablolarda verilen testler sonucunda baz senaryoya göre AB bankalarının sermaye yeterlilik rasyosu %9'un üzerinde, kötümser senaryoya göre ise %8'in altında kalırken, hiç bir bankanın sermaye yeterlilik rasyosunun Avrupa Bankacılık Denetleme Komitesi'nce stres testini geçmek için öngörülen %6'nın altında kalmadığı görülmüştür.

AB Stres Testi Sonuçlarına İlişkin Beklentiler ve Olasılıklar

Yeterince şeffaf olmadığı eleştirisine maruz kalan AB stres testlerinin, geçtiğimiz yıl yapılan ABD ve AB stres testlerinde öncelikli olarak dikkat çeken kredi kalemleri dışında, bu yıl banka bilançolarındaki devlet tahvilleri için ülke risklerinin artması nedeniyle teminat ayrılması gereğini ortaya koyması beklenmektedir. Piyasalarda test sonucuna göre, 91 bankanın %6 çekirdek sermaye yeterlilik rasyosu hedefine ulaşabilmek için toplam 40 ile 80 milyar euro arasında (ortalama olarak yaklaşık 50 milyar euro civarında) sermaye artırımına gitmesi gerekeceği tahmin edilmektedir. Söz konusu sermaye artırımının ise hisse ihracı yoluyla sağlanması veya 10 Mayıs'ta AB ülkeleri ve IMF tarafından üzerinde anlaşılan 750 milyar euro'luk yardım paketinin AB ve Euro Bölgesi ülkelerine ait 500 milyar euro'luk kısmı kapsamında temin edilmesi öngörülmektedir.

AB bankacılık sektöründe "şeffaflık" sağlanması için öngörülen stres testine getirilen en büyük eleştiri makro senaryolara ilişkin varsayımların açık bir şekilde belirtilmemesidir. Bu konuda verilen bilgi sadece, olumsuz senaryoda önümüzdeki iki yıl için GSYİH büyüme oranının AB Komisyonu beklentisinin %3 altında kalacağı varsayımdır. Ayrıca, işsizlik ve enflasyon oranlarına ilişkin detaylı bilgi verilmemiştir. Diğer bir eleştiri ise, devlet tahvilleri için öngörülecek teminat oranının açıklanmamasına yöneliktir. Ancak, yine de ülke risklerinin stres



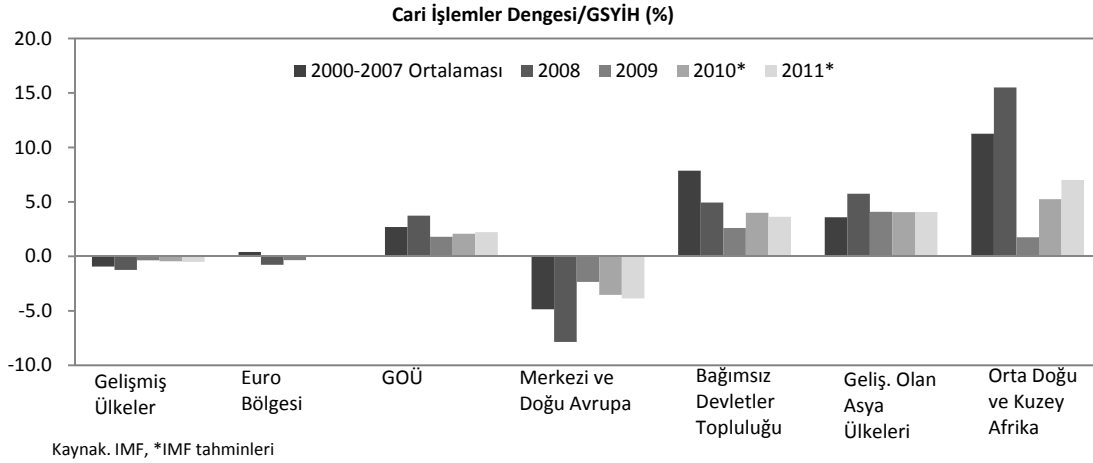
testlerinde dikkate alınacak olması güven artırıcı bir unsur olarak görülmektedir.

Stres testleri ile ilgili süreç ilerledikçe, ülkeler düzeyinde olumlu beklentiler açıklanması, sonuçların olumlu geleceği yönünde iyimserlik yaratmaktadır. Test sonuçlarının beklenenden kötü gelmesi durumunda, Mayıs ve Haziran aylarında hisse değerleri dalgalanmalara maruz kalan Avrupa bankalarını, daha zorlu bir süreç bekleyecektir. Ancak, sermaye ihtiyacının sorunsuz bir şekilde özellikle AB fonlarından karşılanabilmesi durumunda bankacılık sektörü, ülke risklerinin devam etmesine rağmen daha güçlü bir yapıya kavuşabilecektir. Bu durumda fazla iyimser bir bakış açısına göre, bankacılık sektörünün kredi kalemleri ile ilgili gelişmelere daha çok odaklanabilmesi beklenebilir. Ancak, AB ülkelerinin kamu maliyesi sorunlarının devam ediyor olması ülke risklerinin tekrar artması ihtimalini hala canlı tutmaktadır. Bu durumda, AB bankacılık sektörünün yapılan stres testine rağmen ülke riskleri kaynaklı kırılmalıkların etkisi altında kalmaya devam edeceği düşünülmektedir.

Global Ekonomide Ticaret Engellerinin Artması Riski ve Çin'in Döviz Kuruna Müdahalesi

2009 küresel resesyonunun ardından toparlanmaya çalışan dünya ekonomisini tekrar sarsabilecek faktörlerden biri de ülkeler arasında cari işlemler dengesizliklerinin devam ediyor oluşudur. Bu dengesizliklerin ortadan kaldırılması için ilk adım, cari fazla veren ülkelerde uygulanan kontrollü veya sabit kur rejimlerinin gözden geçirilmesi olarak gösterilmektedir. Söz konusu adımın atılmaması halinde yüksek cari açık veren ülkelerin dış ticaret engellerini artırmaları dünya ticaretinde korumacı politikaların yaygınlaşmasıyla sonuçlanacaktır.

2010 yılının başından itibaren yüksek kamu açıkları giderek global ekonomiyi tehdit eden ciddi bir risk haline gelirken, global ekonomide küresel resesyon öncesinde var olan cari işlemler dengesizliklerinin, resesyonun ortaya çıkmasında ne ölçüde etkili olduğu sorusu henüz cevaplanamamışken, mevcut sorunların devam ediyor olması, küresel krizden çıkış aşamasında global ekonominin istikrarını yeniden bozabilme potansiyeli taşımaktadır. Söz konusu dengesizliklerin baş aktörleri ABD ve Çin'dir. Genel olarak bakıldığında ise ABD, Güney Avrupa Ülkeleri, Fransa ve İngiltere en yüksek cari işlemler açığına sahip gelişmiş ülkeler olarak dikkat çekerken, gelişmekte olan ülkeler grubunda Çin'in de aralarında bulunduğu gelişmekte olan Asya ülkeleri ile Rusya'nın



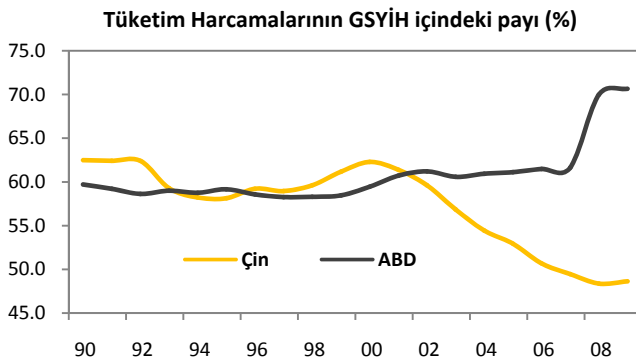
öncülüğünde Bağımsız Devletler Topluluğu ve petrol ihraç eden ülkeler cari fazla veren ülkelerdir.

Yukarıdaki şekilden de açıkça gözlenen global cari işlemler dengesizliklerinin başlıca ekonomik nedenleri;

- i) Asya ülkelerinin ihracata dayalı büyüme politikaları çerçevesinde izledikleri düşük değerli döviz kuru politikası,
- ii) Asya ülkelerinin 1997 krizi sonrasında tasarruflarını ve rezerv birikimlerini artırmalarına karşılık, ABD hükümetinin bütçe açığı ve borçluluğunun artması,
- iii) ABD hanehalkının düşük faiz oranları sayesinde borçluluk rasyosunu ve tüketim harcamalarını artırması,

olarak sıralanabilir. Makroekonomik nedenlerin yanında, ABD finansal varlıklarının likiditelerinin yüksek olması ve uygun piyasa koşulları dolayısıyla yatırım araçları olarak tercih edilmesi de diğer bir neden olarak gösterilmektedir.

Global ekonomiyi daha sürdürülebilir bir istikrara kavuşturmak için cari işlemler fazlası veren ülkelerin dış ticaret gelirlerinin bir kısmından vazgeçmeleri, bu çerçevede kontrollü döviz kuru rejimi uygulayan Çin ve Japonya gibi ülkelerin döviz kurlarını daha değerli hale getirmeleri ya da yüksek cari açık veren ABD gibi gelişmiş ülkelerin döviz



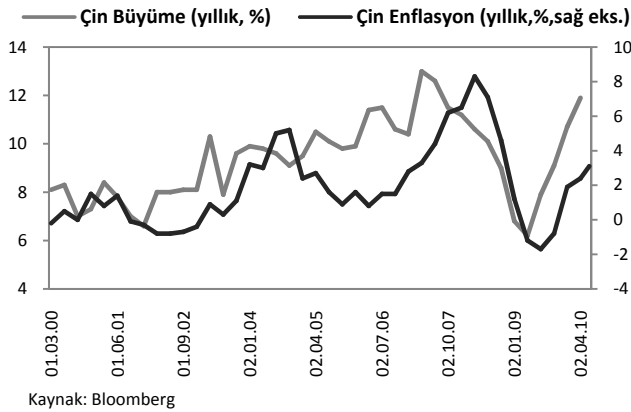
kurlarını devalüe etmeleri gerektiği vurgulanmaktadır. Öte yandan, üretim ve talep koşulları gibi yapısal faktörler değişmediği sürece döviz kurları ile sağlanacak düzelmelerin geçici olacağı da açıktır.

1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerin

kalkınma ve sürdürülebilir büyüme hedefi için üretim dinamiklerini artırma çabaları, Japonya örneğinin de etkisiyle ihracat ağırlıklı büyümeye öncelik vermelerine neden olmuştur. Bu durum Japonya ile sıkı dış ticaret ilişkisi içinde bulunan Asya ülkelerinde daha belirgin bir hal almıştır. 1997 krizi, küresel ekonomide yer edinebilmek için aynı zamanda finansal liberalizasyona da giden bu ülkeler için, kalkınma sürecinde kısa bir duraklama olurken, büyüme sürecinde daha sağlam adımlar atmaları gerektiğini de göstermiştir. Krizden ders çıkaran Asya ülkeleri yurtiçi tasarruflarını artırmaya odaklanmışlardır. Bu durum, artan yurtdışı tüketim dışı için gerekli pazarı sağlarken yurtiçi tüketim harcamalarını geri plana itmiştir. Özellikle ABD ve Çin'de 1990-2009 dönemi için tüketimin seyri incelendiğinde son on yıl içinde yapısal bir dönüşüm yaşandığı görülmektedir. Dolayısıyla, Çin ve ABD örneklerinden de görüldüğü gibi ülke ekonomilerinde talebin ağırlığının değişmesi gereği, global ekonomideki cari işlemler dengesizliklerinin kalıcı olarak ortadan kaldırılabilmesi için bir ön koşuldur.

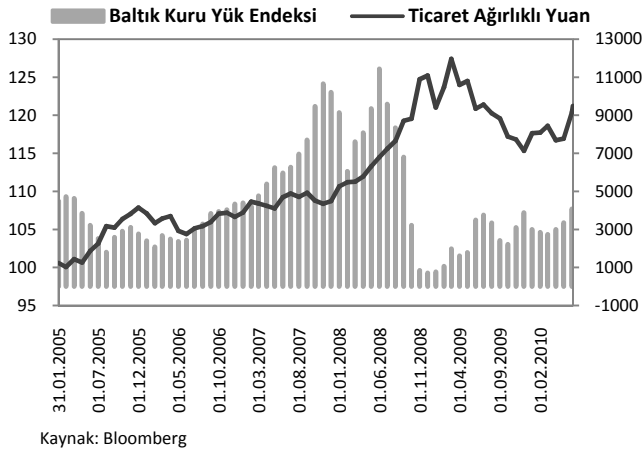
Buna karşın, en sık dile getirilen konuların başında cari fazla veren gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin değerini esnek hale getirmeleri gelmektedir. Bu ülkelerin para birimlerini dış ticaret avantajı elde etmek amacıyla kontrol ettikleri bir gerçektir. Bu konuda en sert eleştiri alan ülkelerin başında Çin gelmektedir.

Çin'in Para Birimine Esneklik Kazandırmasının Sebepleri



Çin, küresel krizin ardından en hızlı toparlanan ülkedir. Pek çok ülkenin resesyonda en dip seviyeyi gördüğü 2009'un ilk çeyreğinde Çin'in büyüme oranı da %6.2 ile en düşük seviyesine inmiştir. Büyüme oranı 2009'un ikinci yarısında hızlanmaya başlayarak, 2010'un ilk çeyreğinde %11.9'a ulaşmıştır. Bu hızlı büyüme temposuna karşılık dünya ekonomisindeki canlanmanın çok da hızlı olamaması, Çin'in büyüme dinamiğine iç talebin katkısının artmakta olduğuna işaret etmektedir. Enflasyon verileri de bu durumu teyit etmektedir.

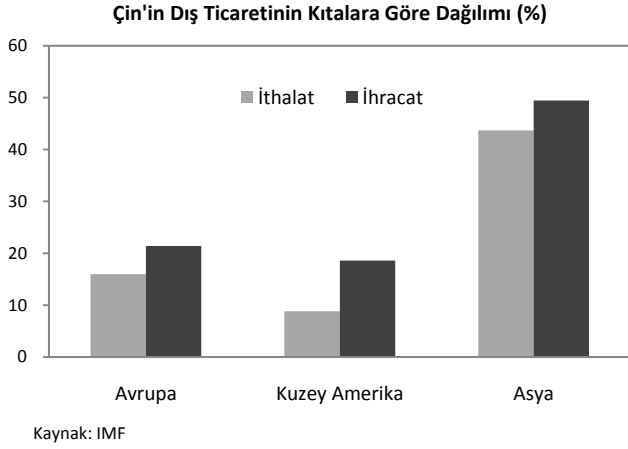
Geçtiğimiz yıl negatif seviyelerde olan yıllık enflasyon, Mayıs ayı itibariyle %3.1'e kadar yükselmiştir. IMF beklentileri Çin'de enflasyonun yıllık ortalama %3.1 olarak gerçekleşeceği yönündedir. Bu durum, henüz Mayıs ayında yüksek baz etkisine rağmen bu seviyeyi yakalayan enflasyonun yılın geri kalanında daha da artabileceği anlamına gelmektedir.



Artan enflasyon bir yana, Çin yakaladığı büyüme temposunu daha da artırma ve dünya ticaret hacminin henüz toparlanmadığı bir ortamda dış ticaret imkanlarını da gözetmek amacındadır. Baltık Kuru Yük Endeksi'nden de görüldüğü gibi 2008 yılının ikinci yarısında hızla daralan dünya ticaret hacmi, 2009'un ikinci yarısından itibaren toparlanmaya çalışsa da yeni bir ivme yakalamakta zorlanmaktadır. Diğer yandan, Çin'in para biriminin değerini küresel resesyondan etkilenmemek için dolar karşısında Haziran 2008'de sabit hale getirmesine rağmen, ticaret ağırlıklı Yuan'ın

özellikle krizle birlikte değer kazanma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu durum, Çin'in büyüme performansı ve

dolar/Yuan kuruna müdahalesinin, rekabet avantajının garantisini sağlamadığı anlamına gelmektedir.



Öte yandan Çin'in, para birimi Yuan'ın dolar karşısındaki değerinin sabit olmasına karşın diğer para birimlerinin dolar karşısındaki değerinin sabit olmaması dolayısıyla, aslında para biriminin değerini çok da kesin bir şekilde koruması mümkün değildir. Çin'in dış ticaret verileri kıtalara göre yapılan ayırım üzerinden incelendiğinde, ihracat ve ithalatında en yüksek payın Asya ülkelerine ait olduğu, Avrupa kıtasının ikinci, Kuzey Amerika'nın ise üçüncü sırada geldiği görülmektedir. Çin Avrupa kıtasında dış ticaretinin neredeyse tamamını Avrupa Birliği (AB) ülkeleri ile yapmaktadır. Ayrıca, bu ülkelerden

sağladığı dış ticaret fazlası Kuzey Amerika'ya göre daha düşüktür. Euro Bölgesi ülkelerinin kamu maliyesi sorunlarının risk algılamasını artırmasıyla birlikte euro'nun dolar karşısında değer kaybetmesinin, AB ülkelerine dış ticaret avantajı kazandırdığı açıktır. Bu arada, dolar/Yuan paritesinin sabit olmasına karşın, euro'nun dolar karşısında değer kaybetmesi, Yuan'ın da euro karşısında dolaylı olarak değer kazanmasına yol açmaktadır. Çin'in dış ticaretinde ikinci sıradaki AB ülkelerine karşı rekabet üstünlüğünü kaybetmemek için yapabileceklerinin başında para biriminin dolar karşısındaki değerini esnetmek gelmektedir.

Haziran ayının son haftası itibariyle para birimi yuan'ın dolar karşısındaki hareket bandını genişleterek, kademeli olarak değer kazanmasına izin vereceğini açıklayan Çin'in bu politika değişikliğinin ardında başlıca iki hedefi bulunduğu görülmektedir. Birincisi; artan enflasyonist baskılarla ekonominin aşırı ısınmasına engel olmak üzere ithal fiyatlarının değerini daha düşük hale getirmek, ikincisi ise; euro'daki değer artışı nedeniyle AB karşısındaki rekabet üstünlüğünü kaybetmemektir. Dolayısıyla, Çin'in dış talebin yeterince canlanmadığı bir ortamda iç talebin yaratacağı baskıyı hafifletmesi gerektiğinin bilincinde olduğu fakat, diğer yandan da ihracatını sınırlayacak engellere karşı önlem alma çabası güttüğü görülmektedir.

Global Cari İşlemler Dengesizlikleri ve Ticaret Engellerinin Artması Riski

Küresel resesyon sonrası dünya ekonomisinin toparlanmaya çalıştığı bir aşamada, gelişmiş ülkelerin büyüme performanslarının hala yurt içi talebe bağlı olması talep koşullarında düzelme yaşanmaması durumunda toparlanmanın daha da gecikmesi ihtimalini artırmaktadır. Ayrıca, dünya ülkeleri iç talebe ve cari açığın artmasına dayalı bir büyümenin sürdürülebilir olmadığını küresel resesyonla bir kez daha tecrübe etmiştir. Global ekonomide cari işlemler dengesizliklerinin azaltılması gereği ısrarla vurgulansa da, gelişmiş ülkelerde üretim fonksiyonunun değişmek zorunda olduğu gerçeği göz ardı edilmektedir. Çin'in para biriminin değerini artırmasının, dış ticaret ortaklarında veya tüm dünyada üretim faaliyetlerinde bir dönüşüm yaratmak için ilk koşul olmadığı açıktır.

Dünya genelinde etkili olan finansal krizlerin ardından ülkelerin krizin sosyal etkilerini azaltmak için uluslararası ekonomiye daha kapalı hale gelme eğiliminin arttığı bilinmektedir. Son yaşanan küresel kriz sonrası bir miktar arttığı gözlenen dış ticaret engelleri, işsizlik oranlarının yüksek seviyelerde kalmaya devam etmesi durumunda tüm dünyaya yayılabilecektir. Hükümetlerin krizin en çok etkilediği sektörlerle yaptığı yardımların sona ermesinin ardından, ekonominin kendi dinamikleriyle çalışmaya başlamaması durumunda, halen küresel ekonominin istikrarını tehdit etme riski taşıyan yüksek kamu açıklarının daha da artırılmasına ihtiyaç duyulacaktır. Yerli sektörlerde yurt dışı malların rekabetini önlemek için ithalat engelleri getirilmesi, kamunun alacağı önlemlere katkı

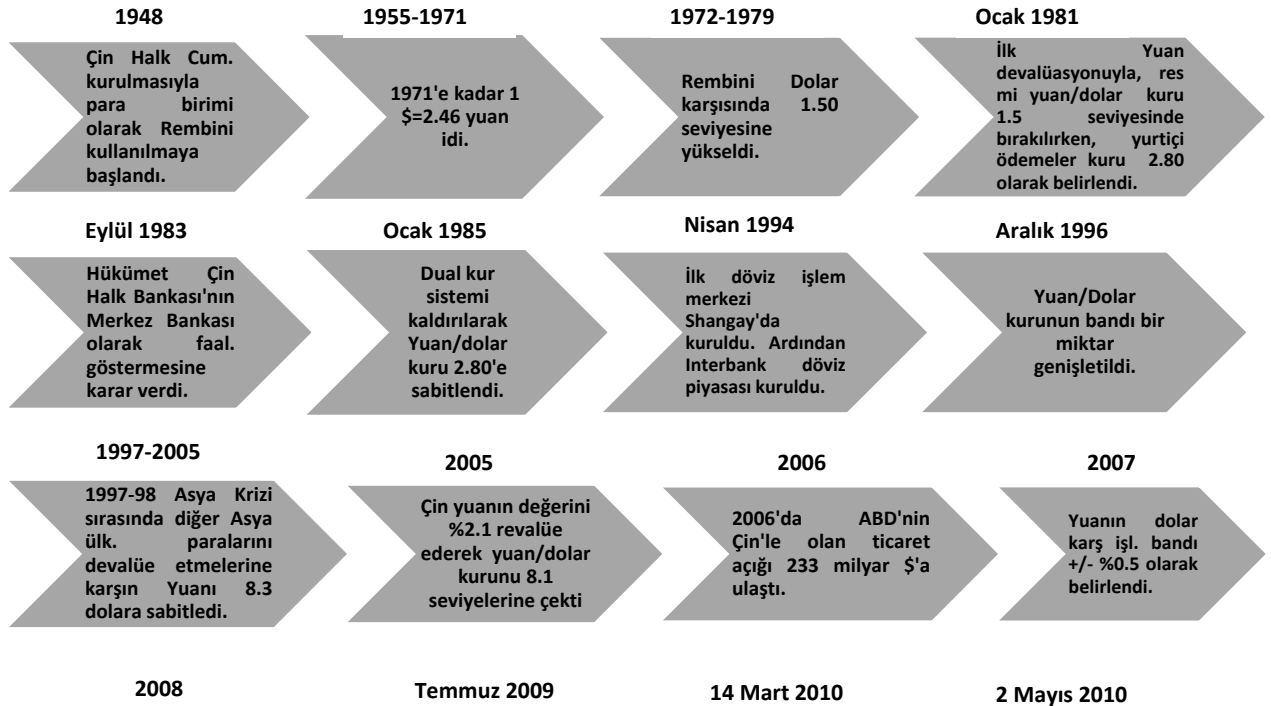
sağlayacaktır. Öte yandan dünya genelinde ithalatın büyük ölçüde ihracat mallarının üretimi için de yapıldığı dikkate alındığında korumacılık önlemlerinin çok da pratik ve gerçekçi bir çözüm getirmeyeceği de ortadadır. Ancak 2009 küresel krizinin 1929 Büyük Buhranı ile benzerliği nedeniyle, Büyük Buhran döneminde yaşanan bu kötü tecrübenin tekrarlanmasına karşı hassas olunması doğaldır.

Yuan'ın Değer Kazanmasının Ekonomik ve Politik Etkileri

Son yıllarda para birimi Yuan'ın değerini düşük tutarak ihracat avantajı sağlayan ve bu nedenle global dengesizliklerin temel unsurlarından biri olarak görülen Çin geçtiğimiz hafta sonu 2 yıldır kullandığı dolara endeksli yuan para sistemini bıraktığını açıklamıştır. Bu çalışmada, bu kararın arkasındaki nedenler ile yuanın serbest bırakılmasının ekonomik ve politik etkilerine kısaca değinerek, mal ve finans piyasaları üzerindeki olası etkileri ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir.

Yaklaşık 5 yıldır Çin'in para politikası ve yuanın değeri global dengesizliklerin temel unsurlarından biri olarak görülmektedir. Bunun temel nedeni Çin'in yuanın değerinin düşük olması avantajını kullanarak dünya ihracatındaki payını artırması, buna karşılık başta ABD ve Avrupa ülkeleri olmak üzere pek çok ülkenin dünya ihracatındaki payının azalmasıdır. Yuanın (Renminbi) tarihçesini incelediğimizde, 1970'li yıllarda 1 USD=2.46 yuan iken, özellikle 1980 yılından itibaren Çin ekonomisinin dışa açılmasıyla birlikte, Çin'in ihracatını rekabetçi bir yapıya kavuşturmak amacıyla yuanı kullanmaya başladığı izlenmektedir. Yuanın değerinin devalüe edilmeye başlanmasıyla beraber 1994 yılında 8.62 ile tarihi en düşük seviyeleri gören USD/CNY kuru, 1997 – 2005 yılları arasında Çin hükümetinin yuanı bir miktar değerlendirmeye karar vermesiyle 8.30 olarak sabitlemiştir. Temmuz 2005'de Yuan'ın %2 daha değerlendirilmesiyle USD/CNY kuru 8.11 seviyesine çekilmiştir. 2007 yılında günlük işlemlerde yuanın dolar karşısındaki işlem bandı +/- %0.5 olarak belirlenmiştir. Bir yıl sonra derinleşen global krizle birlikte, 10 yılı aşkın bir süredir ilk defa yuan 7.00 doların altında işlem görmüştür. Çin yuanın değer kazanması ve ihracatının olumsuz etkilenmesini engellemek için yuanın değerini 6.83 dolara sabitlemiştir. Uzun zamandır devam eden baskıların ardından Çin Haziran 2010'da 2 yıldır kullanılan dolara endeksli yuan sistemini bıraktığını, ancak yuanda bir kerelik ve yüksek bir değer artırımını olmayacağını, artışın zamana yayılacağını açıklamıştır.

Şema 1





Kaynak: Reuters

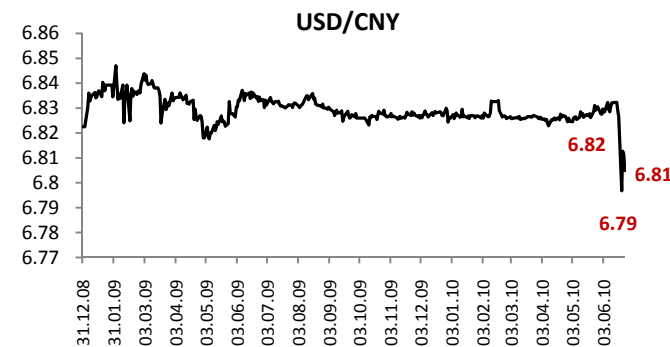
Son dönemde Çin gibi gelişmekte olan ülkelerin global ekonomik büyümenin motoru olacağı beklentisi nedeniyle hafta sonu Çin Merkez Bankası'ndan gelen açıklamalar büyük önem arz ederken, Çin'in yaklaşık iki yıldır yuanı dolara endekslediği ve çok dar bir bantta dalgalanmasına izin verdiği para politikasını daha esnek hale getirme kararı ekonomik etkileri bakımından önemli sonuçlar doğurabilecektir. Çin'in aldığı bu karar, 1990'lı yıllarda Japonya'da yenin sert bir şekilde değer kazanmasının neden olduğu ve kayıp 10 yıl (lost decade) olarak da adlandırılan ve Japonya ekonomisinin şu an içinde bulunduğu zor durumun da bir nedeni olarak gösterilen durumla da karşılaştırılmaktadır. Japonya'nın 1980'lerde başlayan ve 1995'lerde USD/JPY'nin 300'lerden 80'lere kadar gerilemesiyle sonuçlanan bir dönem baz alınarak bir değerlendirme yapıldığında, yuandaki değer artışının kademeli ve ılımlı bir şekilde olacağı göz önüne alındığında Çin'in kararının olası etkilerinin de sınırlı olması beklenmektedir. Bu bağlamda Çin'de de benzer bir durum yaşanması ihtimali son derece düşük kalmaktadır.

Çin'in kararının olası etkilerine kısaca değinecek olursak:

- Daha değerli bir yuan yurt içi talebe ivme kazandıracak olup, ülkenin ihracata olan bağımlılığının da azalmasına yardımcı olacaktır. Bunun aynı zamanda iktidarda bulunan partinin stratejisi ile de yakından uyumlu olduğu dikkati çekerken, bu durum Çin halkının servetini arttıracak bir etki yaratıp, gelir dağılımındaki eşitsizlikleri azaltacak ve ülkenin ihracata dayalı büyüme yapısı yurt içi talebe doğru kayma gösterebilecektir.
- Daha güçlü bir yuan enflasyon üzerindeki baskıların da hafiflemesine yardımcı olacaktır.
- Büyüme yapısının değişmesine bağlı olarak ekonomideki kırılmalıkların azalması ise uzun vadede hisse senedi piyasalarındaki yukarı yönlü hareketlerin daha sağlıklı olmasını sağlayacak olup, bu etki kademeli olacaktır.
- Yuandaki değerlenmenin de tedrici ve ılımlı olmasına bağlı olarak ilk aşamada Çin'in büyümesinde yaşanabilecek olası daralmanın çok düşük olacak olması nedeniyle emtia piyasalarında ciddi hareketlilikler beklenmemektedir.
- Daha güçlü bir yuanın ABD ve Çin arasındaki tansiyonu da düşürmesi beklenirken, ileriki dönemlerde bu iki büyük ülke arasında çıkabilecek olası bir ticaret savaşının da önüne geçilebilecektir.

Çin'in kararının Piyasalar Üzerindeki Olası Etkisi

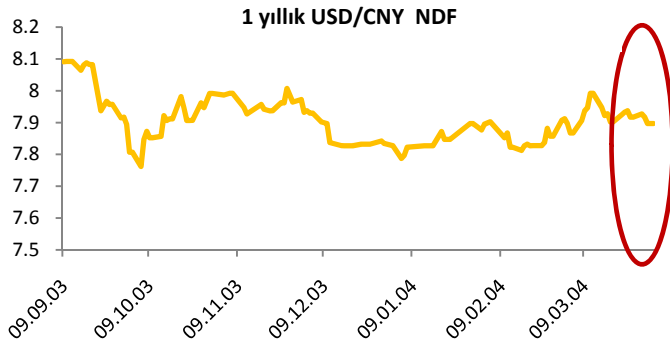
Grafik 1



Açıklamanın ardından piyasalarda yuanın serbest dalgalanma ile değil de kontrollü dalgalanma ile işlem göreceği beklentisi güçlenmiştir. Çin'den gelen açıklamalarla yuanın bundan sonra tek bir para birimi yerine, farklı para birimlerinden oluşan bir sepete bağlanacağı da kesinlik kazanmıştır. 22 Haziran sabahında

6.82 seviyesinde olan USD/CNY kuru %0.43'lük bir düşüşle 6.79 seviyesine gerilemiş, böylece yuan dolar karşısında son beş yılın en yüksek değerini görmüştür. Ancak 22 Haziran'da USD/CNY kuru yeniden 6.81 seviyelerine yükselmiştir. Bunun temel nedeni, yuanın yol açtığı dolar talebi ile bazı kamu bankalarının dolar alarak, dolar talebi yaratmasından kaynaklanmıştır. Böylece Çin kamu bankalarını merkez bankası adına piyasalara müdahale ettirerek, kontrollü bir kur politikası takip edeceğinin sinyallerini vermiştir. Önümüzdeki dönemde merkez bankasının, günlük ortalama kuru belirlemesi, kamu bankalarının da buna göre piyasada alım-satım yaparak kuru kontrol altında tutması muhtemel gibi gözükmektedir. Önümüzdeki dönemde Çin Merkez Bankası'nın USD/CNY kurunun günlük seviyesini belirlerken, euro gibi diğer önemli para birimlerinin hareketini dikkate alacağı düşünülmektedir. Çin Merkez Bankası'nın tıpkı Rusya Merkez Bankası'nın yaptığı gibi, yuanın değerini farklı para birimlerinden oluşan bir döviz sepetinine bağlayarak, EUR/USD paritesinde yaşanabilecek sert düşüşlere karşı yuanın değerini koruması ve olası düşüşlerde yuanın değerini bu sepete göre ayarlaması beklenebilir.

Grafik 2



Kaynak: Reuters

Yuanın yavaş da olsa değer kazanmaya devam edeceği beklentilerini en iyi yansıtan önemli göstergelerden biri de NDF'lerdir. (non-deliverable forward-teslimsiz forward). NDF piyasaları likidite problemlerini giderebilmek için Çin dışında özellikle de Hong Kong ve Singapur'da oluşturulmuş teslimsiz bir vadeli işlem piyasasıdır. Yuanın çok dar bir bantta dalgalanmasından ötürü uluslararası piyasa katılımcılarının yuan piyasalarına anında erişememelerinden ve yuan üzerinde oynanan spekülasyonlardan korunmak için (hedge) böyle bir piyasa oluşturma gerekliliği ile 1995 yılından itibaren aktif olarak kullanılmaya başlanmış olup, hala USD/CNY piyasalarındaki beklentileri yansıtan bir piyasa olarak yakından takip edilmektedir. NLP, Çin'de yatırım yapmak isteyen piyasa oyuncuları ve yatırımcılar tarafından korunma amaçlı olarak çok sıkça kullanılmakta olup, en likit vadeli ve en sık kullanılanı 1 yıl vadelişidir. Bu bağlamda 1 yıl vadeli USD/CNY NDF'si incelendiğinde 1 yıllık NDF'si 21 Haziran'da yuanın dolar karşısında değer kazanmasının ardından değer artışının devam edeceği beklentileriyle 6.70 seviyesinden 6.64 seviyesine gerilemiştir. 22 Haziran Salı günü ise kamu bankalarının dolar alımlarının ardından yeniden yükselmeye başlamıştır. 24 Haziran Perşembe günü itibariyle USD/CNY kuru 6.80 seviyelerinde seyrederken, 12 aylık USD/CNY NDF'lerin yaklaşık %2'lik bir farkla 6.66 seviyelerinden işlem görmesi, piyasalarda yuanın 12 ay sonrasında yaklaşık %5 oranında değerleneceği beklentilerini desteklerken, NDF'lerdeki sınırlı yükseliş uluslararası piyasalarda yuanın değer kazanmaya devam edeceği, ancak bunun 2005-2007 yılları arasında olduğu gibi dar bir bant içinde ve hızlı olmayacağı görüşünü kuvvetlendirmektedir. (NDF piyasaları hakkında detaylı açıklama Ek 1'de yer almaktadır).

Grafik 3



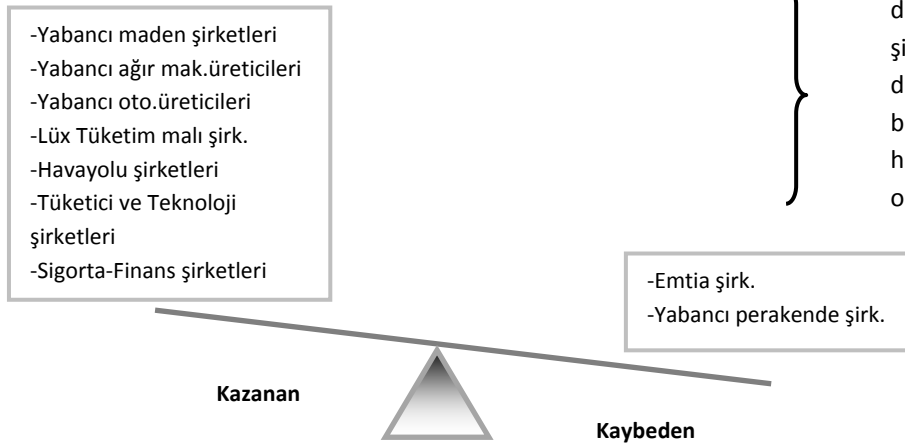
Kaynak: Reuters

Çin'in yaklaşık iki yıldır yuanı dolara endekslediği ve çok dar bir bantta dalgalanmasına izin verdiği para politikasını daha esnek hale getireceği açıklamasının hemen ardından, dünya borsalarında Asya borsaları öncülüğünde bir yükseliş yaşanırken, bu yükseliş kısa süreli olmuştur. Ancak uzun vadede yuanın değer

kazanmasının ülke ekonomisini daha az ihracata bağımlı hale getireceğinden ve verimlilik artışlarına neden olacağından, Asya borsalarında yaşanacak olası yukarı yönlü hareketin daha kalıcı hale gelmesi mümkün olabilecektir. Böyle bir durumda yuan cinsinden şirketlerin aktifleri de yuanın değerine bağlı olarak artacaktır. Bu noktada asıl kaybedenler ihracatçılar olacakken, bu durum ekonominin geneli için çok da kötü sonuçlar doğurmayacaktır. Aksine ekonominin 2008 yılında yaşanan finansal kriz öncesi GSYİH'nın yaklaşık 2/3'ünü oluşturan ihracata bağımlılığı azaltılacak ve bu yolla kriz dönemlerinde yurt dışı talepte meydana gelebilecek olası bir daralmaya karşı ekonominin kırılganlığı da azaltılmış olacaktır. Zaten halihazırda yaşanan krizin ardından ihracat şirketleri artık eskisi kadar hisse senedi piyasalarının ana sürükleyicisi olmadığından, bu durumun tüm piyasa üzerindeki etkileri de sınırlı kalacaktır.

Uzun vadede enflasyonu kontrol altına alabilmek için (22-29 Mart 2010 tarihli haftalık finans raporumuzda da ayrıntılı bir şekilde incelediğimiz üzere) yuanın değerlenmesinin kaçınılmaz bir durum olduğu göz önüne alındığında, uzun dönemde yuanın değerlenmesi Çin ekonomisinin yapısını olumlu yönde etkileyeceğinden ve ekonomiye duyulan güveni arttıracığından, hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerinin de olumlu olması mümkün olabilecektir. Ancak Çin'in yakın dönemde sıcak para olarak da adlandırılan spekülasyon para akışını engellemek için yuandaki değerlenmeyi kontrol etmek istemesi nedeniyle hisse senedi piyasalarındaki bu toparlanmanın tedrici olması beklenmektedir. Nitekim yuana ilişkin yapılan açıklamanın ardından Çin borsalarında yaşanan sınırlı yükselişler de bu fikri desteklerken, Haziran ayında Şangay Endeksi 2,500-2600 gibi dar bir bantta işlemlerini sürdürmüştür. Bu prosesin kademeli olacak olması bu kararın ardından gelen alımların da sınırlı kalmasını sağlarken, Euro Bölgesi ekonomilerine ilişkin endişeler piyasalar üzerinde hala etkisini sürdürmektedir.

Güçlü Yuandan Hangi Sektörler Nasıl Etkilenecek?



Güçlü yuandan etkilenebilecek sektörlere kazanacak ve kaybedecek olası sektörler açısından bakıldığında, bu durumdan kazançlı çıkacak şirketlerin daha ağırlıklı olduğu dikkati çekerken, bu şirketlerin borsaların yukarı yönlü hareketleri üzerinde de etkili olması beklenmektedir.

Şirketler bazında kısa bir değerlendirme yapıldığında,

Yabancı maden şirketleri (Kazançlı): Brezilya maden devi olan Vale SA hisseleri %3 yükselirken, New York Borsası'nda en fazla işlem gören yedinci kağıt oldu. Kanada'da ise büyük ana metal üreticileri yuanın değer kazanması sonucu artacak ihracat olanakları nedeniyle kazançlı çıkacak şirketler arasında.

Ağır iş makinesi üreticileri (Kazançlı): Dünyanın en büyük iş makineleri üreticisi Caterpillar bu karardan en kazançlı çıkan şirket olacak. Şirket Çin'e her yıl milyarlarca dolarlık iş makinesi satıyor. Değer kazanan yuan ülkenin ithalatının artmasına yardımcı olarak iş makineleri üreticilerinin satışlarının artmasına yardımcı olacak. Caterpillar yönetimi kararın kendi şirketlerine yarayacağını açıkladı. İş makineleri alanından dünya ikincisi olan Japon Komatsu da yuanın her %1'lik değer artışının şirketin net kârını 12.1 milyon dolar artıracığını açıkladı.

Yabancı otomobil üreticileri (Kazançlı): Dünyanın en büyük pazarı Çin’de satış yapan yabancı otomobil üreticileri de karardan kazançlı çıkacak şirketler arasında. Yuan değer kazanmaya devam ederse bu gelişmeden en çok Çin’de Brilliance ile ortak olduğu otomotiv şirketinin ihtiyacı olan parçaların yarısını Almanya’dan ithal eden BMW kazançlı çıkacak. BMW hisseleri %2.7, Brilliance hisseleri ise %4.8 oranında değer kazanmıştı.

Lüks tüketim malı üreticileri (Kazançlı): Güçlü yuan Asya’daki diğer ülkelerinin para birimlerinin de değer kazanmasını ve dolayısıyla bölgeye yönelik güvenin artmasını beraberinde getirecek. Avrupa ve Amerikalı şirketlerin lüks ürünleri bölge ülkelerindeki tüketiciler için daha ucuz hale gelecek. Karardan en çok Asya’ya büyük miktarda satış yapan Tiffany&Co, Bulgari, Hermes ve Louis Vuitton gibi firmalar yararlanacak.

Havayolu Şirketleri (Kazançlı): Uçak satın alırken dolar borçlanan ancak gelirlerinin önemli bir bölümü yuan cinsinden olan ülkenin havayolu şirketleri Çin’in bu kararından kazançlı çıkacak. Bu şirketler aynı zamanda akaryakıtı da dolarla aldıkları için karlı olacaklar. Zaten kararın ardından hava yolu şirket hisseleri %5-8 oranında değer kazanmıştı.

Tüketici ürünleri ve teknoloji ürünleri üreticileri (Kazançlı): General Electric ve Procter & Gamble gibi Amerikan şirketleri yuanın dolar karşısında değer kazanmasıyla kâr transferinde önemli oranda kambiyo kârı yazacak şirketler arasında. Dünyanın en büyük bilgisayar üreticilerinden Lenovo da satışlarının %47’sini Çin’de yapmakla birlikte kârını dolar cinsinden açıklıyor. Lenovo hisseleri de olası bir kur kazancı nedeniyle %5’ten fazla değer kazanmıştı.

Sigorta – Finans şirketleri(Kazançlı): Sigorta şirketleri portföylerinde önemli miktarda bulunan ‘A’ sınıfı kaliteli Çinli şirketlere ait hisse senetlerinin değer kazanması nedeniyle karardan kazançlı çıkacaklar arasında. Yasa Çinli sigortacılara portföylerinin %25’ini değerli şirketlerin hisse senetlerine yatırma olanağı veriyor. Ancak bu orana ulaşan Çinli sigortacı henüz bulunmazken, sigorta şirketlerinin hisseleri de iki katı bir işlem hacmiyle dün %6’dan fazla değer kazanmıştı.

Hammade ve emtia üreticileri (Kaybedecek): Uzun vadede Çinli hammade üreticileri en çok etkilenen şirketler arasında yer alacak. Maliyetleri yuan, satışları ise yuan cinsinden olan Alüminyum Corp of China, Zijin Mining and PetroChina gibi şirketler maliyet artışı nedeniyle kötü etkilenecek. Yuan değer kazanmaya devam ederse bu şirketler ihracatta zorlanacaklar.

Yabancı perakendeciler (Kaybedecek): Asya’dan mal alan Target ve Wal-Mart Stores gibi perakende devleri yuanın değer kazanması nedeniyle maliyetleri yükselecek şirketler arasında. Japonya’nın ikinci büyük perakende şirketi Aeon ithalatının önemli bölümünü Çin’den yaptığı için Çin’in kararının ardından maliyet baskısını hafifletmek amacıyla başka ülkelere de alım yapacağını açıklamıştı.

Genel olarak yuanın değer kazanmasıyla emek yoğun sektörlerin daha olumsuz etkilenmesi beklenirken, yukarıda ayrıntıları ile ele alınan şirketler bazında yapılan değerlendirmede kur kazancı, ithal ettikleri girdi ve ara malı maliyetlerindeki düşüş vs gibi başka faktörlerin de işin içine girmesi durumunda emek yoğun sektörlerin kazançlarına ya da kayıplarına ilişkin net bir etkiden söz etmek zor görünmektedir.

Tablo 1

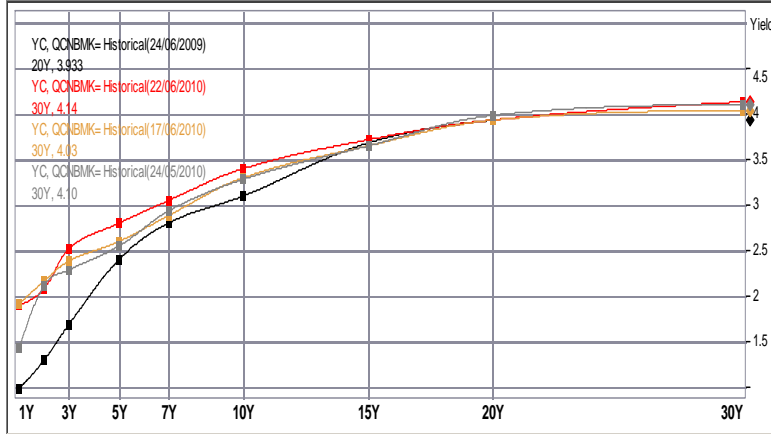
| 2009 Emtia İthalatının Hacmi | Milyon Ton | Milyar \$ |
|------------------------------|------------|-----------|
| Ham Petrol | 203.790 | 89.26 |
| Rafine Edilmiş Petrol | 36.960 | 16.98 |
| Demir | 627.780 | 50.14 |
| Çelik | 22.220 | 21.51 |
| Bakır | 8.290 | 28.72 |
| Alüminyum | 4.950 | 8.10 |
| Soya Fasülyesi | 45.550 | 18.79 |
| Plastik | 23.810 | 34.79 |

Kaynak: Reuters

Çin Dünya'nın ikinci en büyük petrol tüketicisi olarak dünyadaki her 10 varilden birini kullanmaktadır. Diğer emtiaların kullanımı açısından da Çin'in üst sıralarda yer aldığı bilinmektedir. Son dönemde Çin'in emtia talebi petrol fiyatlarında yaşanan yükselişte temel faktör olarak dikkat çekmektedir. Bu nedenle ithal edilen emtiaların yuanda meydana gelebilecek değerlenmeye karşı hareketleri önem kazanmaktadır. Yuanın değerlenmesi yurtiçi tüketimde bir artışa neden olabileceğinden, başta şeker, mısır olmak üzere pek çok tarım emtiasının ithalat hacminin artması mümkün görünürken, petrol ve metal gibi emtiaların yuanın değerlenmesine karşı tepkisi daha kompleks görünmektedir. Piyasalardaki genel kanı petrol ithalat hacminde sert bir daralmanın olacağı yönündeyken, bu durum düşünüldüğü kadar sert bir etki de yaratmayabilir. Yuan'daki değerlenme

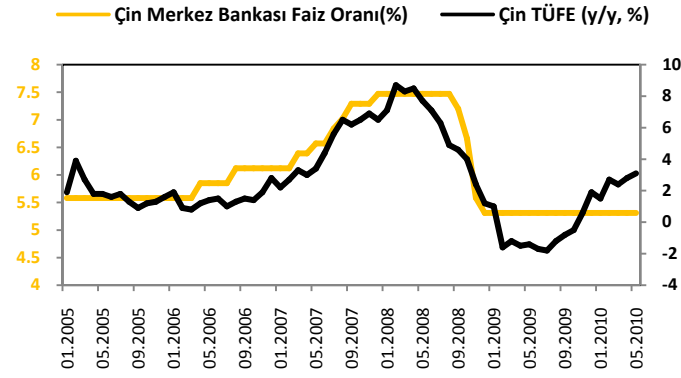
Çin'in ithal emtia talebi için pozitif etki yaratırken, döviz kurunun revalüe edilmesi toplam talebin azalmasına bağlı olarak emtia talebini düşüren bir sıkı para politikası aracı olarak negatif bir etki yaratacaktır. Bu nedenle bu iki etkinin birbirini nötrlemesi mümkün olabileceken, net etkinin sanılandan daha düşük olması beklenebilir. Yuan'ın değerlenmesinin ardından petrol fiyatlarının gelişimine baktığımızda; ilk etapta pozitif bir tepki görülürken, bu olumluluğun sürdürülebilir olduğunu söylemek yanıltıcı olabilir. Özellikle gelecek aylarda petrol ithalatının daralması ile bu olumluluk tersine dönebilecektir.

Grafik 4



Kaynak: Reuters

Çin'in yuanın değerini esnek bırakması Çin'in tahvil-bono piyasasında da farklı hareketlere neden olmuştur. Tahvil-bono piyasasının ilk tepkisine baktığımızda; getirilerin yükseldiği görülmektedir. Çin'in getiri eğrisi incelendiğinde; geçtiğimiz hafta Pazartesi gününe ait getiri eğrisinin (kırmızı) kararın ardından yukarı yönlü kaydığı gözlenmiştir. Ancak asıl dikkat çeken nokta; Çin'in yuanın değerini geçmişte yaptığı hareketlere benzer şekilde oldukça yavaş ve kademeli olarak yükselteceğinin anlaşılmasının ardından getiri eğrisinin aşağı yönlü hareketidir. Perşembe gününe ait getiri eğrisi (siyah), bir hafta öncesine ait getiri eğrisinin (sarı) ve bir ay öncesine ait getiri eğrisinin (gri) altına kadar gerilemiştir. Bu hareket, getiri eğrisinin alt ucunda yaşanırken, 15 yıl vadeden uzun tahvillerde önemli bir hareket yaşanmamıştır. Komuta ekonomisi olması nedeniyle farklı dinamiklere sahip olan Çin'de Merkez Bankası'nın faiz oranına baktığımızda; bir buçuk yıldır %5.31 seviyesinde tutulduğu dikkat çekerken, bir buçuk yıl öncesinin enflasyon oranının yıllık olarak %1-1.2 civarında serrettiği görülmektedir. 2009 yılının Temmuz ayından itibaren enflasyon oranı yükseliş trendini devam ettirerek (bazı aylarda geçici bozulmalar görülsün bile) %3.1 seviyesine kadar yükselmiştir. Çin'de hali hazırda enflasyon oranının çok yüksek seviyelerde seyretmesi getiriler üzerinde de baskı oluştururken, Çin'in yuanın dolar karşısındaki değerini esnetme açıklamasında temkinli bir tavır alacağını belirtmesi, faiz artırımı beklentilerini öteleyerek tahvil-bono piyasasında daha sert tepkilere neden olmuştur.



Kaynak: Bloomberg

Çin'in esnek yuana geçmesi durumunda; üretim maliyetlerinde ve ücretlerde sert artışlar görülebileceğinden, böyle bir ortamda Çin'in global ekonomilerde yarattığı deflasyonist etki terse dönebilecektir. Maliyet enflasyonunun artması ile birlikte getirilerde yukarı yönlü hareketler görülebilecektir. Özellikle Çin'le ticari ilişkileri gelişmiş ülkeler bu durumdan etkilenebilecekken, ABD Hazine tahvil getirilerinde artan faiz artırım beklentileri ile getirilerin yukarı yönlü baskı altında kalması mümkün

görülmektedir. Türkiye'nin tahvil-bono piyasasının hareketleri incelendiğinde; ABD Hazine tahvil getirileri ile yüksek bir korelasyona sahip olduğu görülmekteyken, böyle bir ortamda yurtiçi tahvil-bono piyasasının da hem doğrudan hem de dolaylı olarak etkilenmesi beklenebilir.

Piyasalarda, Çin'in yuanın değerinin serbest bırakılması yönünde yaptığı son hareketin, global dengesizlikleri azaltmaktan çok aslında ABD'nin Çin'in doları manupüle ettiği suçlamalarına karşı yapılmış bir hareket olduğu konuşulmaktadır. Ülkelerin ekonomik canlanmaya en çok ihtiyaç duyduğu bir dönemde Çin'in yuanın değerlendirilmesi konusunda halen istenilen tavır sergilememesi ABD'nin Çin'e karşı tavrın almasına hatta bazı yaptırımlar uygulamasına neden olabilecektir.

Ek 1:

NDF Piyasaları: Çin piyasası gelişmeye ve dışa açılmaya başladıkça Çin'de faaliyet gösteren yabancı yatırımcılar Çin para birimi yuandaki değişikliklerden korunmak için Çin'de olmayan bir forward piyasası ve farklı türev enstrümanlara ihtiyaç duymuştur. Bu ihtiyacın farkına varan uluslararası bankalar ihtiyacı karşılamak amacıyla offshore teslimatsız forward piyasası (non deliverable forward) oluşturmuşlardır.

Bu piyasalarda işlem gören NDF kontratı, vadeli forward döviz işlemine benzemektedir. Meblağ, forward oranı ve vade günü sözleşmede açıkça belirtilir. Yuan NDF'si dolar bazında alınıp satılmaktadır. Anlaşılan vadeli döviz kuru oranı ve spot oran arasındaki farkın ödemesi de dolar cinsinden yapılır. NDF bir nakit ödemeli forward sözleşmesi olup fiziki teslimat söz konusu değildir.

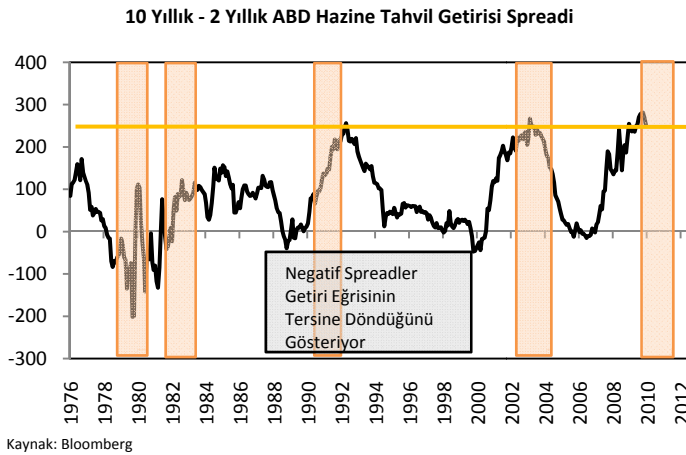
Getiri Eğrilerinin Konumu Çift Dip Sinyali Olabilir mi?

ABD’de konut ve istihdam piyasasındaki toparlanmanın henüz tam olarak sağlanamamasına ek olarak Avrupa’da süregelen borç krizi, önümüzdeki dönemde ekonomide yeni bir dip yaşanabileceğine dair endişeleri artırmıştır. Bu çerçevede hazırlanan çalışmada, ABD’de geçmiş yıllarda yaşanan çift dipler değerlendirilerek, getiri eğrisindeki hareketlerin yeni bir çift dibin öncüsü olup olmadığı analiz edilmiştir.

ABD konut ve istihdam piyasasındaki toparlanmanın yavaş olması ve Euro Bölgesi’nde ortaya çıkan borç krizinin global çapta bir bankacılık krizine dönüşebileceği endişeleri, piyasalarda ABD’de önümüzdeki dönemde çift dip yaşanabileceği tartışmalarını artırmıştır. ABD ekonomisinin tarihçesine baktığımızda 160 yıl içerisinde yalnızca 3 kez çift dip yaşandığı dikkat çekmektedir. Buna göre, ilk çift dip 1913 Ocak ayında, ikincisi 1920 yılında, üçüncüsü ise 1980 yılında yaşanmıştır. 1980 yılında Başkan Carter’in yüksek para arzı ve kredi kullanımını azaltmak için kredi kontrollerini artırması enflasyonu %15 seviyelerine çıkartarak yeni bir resesyonun yaşanmasına yol açmıştır. Resesyon 6 ay sonra kredi kontrollerinin kaldırılmasıyla sona ermiş ve sonraki 12 aylık süreçte yeniden pozitif büyüme görülmüştür. 1981 yılında para politikasındaki katı sıkılaştırma ile ABD ekonomisi yeniden resesyona girmiştir. Sonuç olarak, 1854 yılından günümüze kadar ABD’de toplam 33 resesyon yaşanmış, yalnızca 3 kere ortalama 38 ay süren çift dip görülmüştür.

Bugün global ekonomide yaşanan gelişmelerin daha önce hiç tecrübe edilmemiş olması, geçmişte yaşanan olaylara bakarak önümüzdeki döneme dair bir analiz yapmayı ve yeni bir çift dip yaşanabilir mi sorusuna net bir cevap verilmesini güçleştirmektedir. Euro Bölgesi’nde yaşanan borç krizinin derinleşmesi ve bankacılık reformunun, banka sermaye pozisyonlarını olumsuz etkileyerek ve tüketici güvenini azaltarak yeni bir bankacılık krizine dönüşmesi, global ekonomiye yönelik temel risk unsuru olarak görülmektedir. Banka bilançolarının kötüleştiği ve sermaye ihtiyacının arttığı bir dönemde bankalara sermaye artırımını zorunluluğu getirilmesi ekonomik zayıflıkları artıracaktır. Bugünkü ekonomik konjonktürde, yanlış finansal politikaların çift dipli resesyona yol açabilmesi söz konusu olabileceken, bu ihtimal aşağıda getiri eğrileri kapsamında değerlendirilmiştir.

Grafik 1



Yandaki grafikte de görüldüğü üzere, 10 yıl ve 2 yıl vadeli ABD Hazine tahvil getirileri arasındaki fark (spread), 2010 yılının Mart ayında tarihi rekor seviyeler olan 280 seviyelerine yükselmesinin ardından yeniden gerilemeye başlamıştır. Bu farkın yükselmesi, ekonominin gelecekte hızlı bir büyüme sürecine geçeceği beklentilerinin artmaya başladığı anlamına gelmektedir. Bu durum ekonominin genişleme dönemlerinin başlarında yaşanırken, getiri eğrisinin de dikleşmesine neden

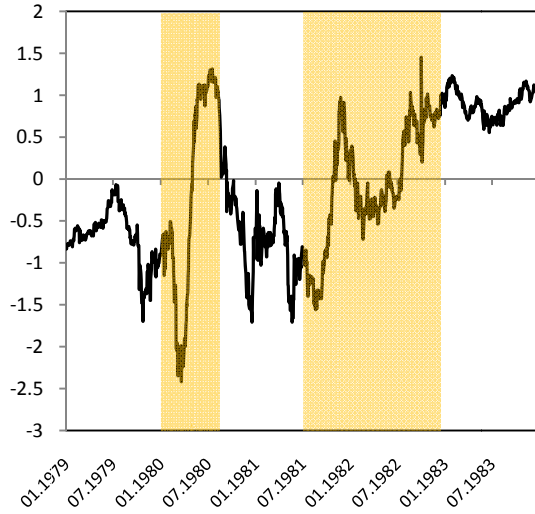
olmaktadır. 1976 yılından itibaren 10 yıl ve 2 yıl vadeli ABD Hazine tahvil getirileri spreadi incelendiğinde, son yaşanan krizin ardından ekonomiye sağlanan politika destekleriyle spreadlerdeki ve dolayısıyla da getiri eğrilerindeki en sert dikleşmenin yaşandığı dikkati çekmektedir. Getiri eğrilerinde yaşanan dikleşme aynı zamanda yeni bir resesyonun olasılık dahilinde olmadığını gösterirken, içinde bulunduğumuz dönemdeki global koşulların daha önce hiç yaşanmadığı göz önüne alındığında ikinci bir dibin yaşanmayacağını söylemek de çok zor olmaktadır. 1976’dan itibaren 10 yıl ve 2 yıl vadeli ABD Hazine tahvil getirileri spreadinin hareketi incelendiğinde, getiri eğrilerinin 34 yıllık dönemde resesyonun başlangıcından 10-33 ay, ortalama olarak ise

yaklaşık 21 ay öncesinde tersine döndüğü yani kısa dönem getirilerin uzun dönem getirilerin üzerine çıktığı görülmektedir. Şimdilerde ise 10 yıl ve 2 yıl vadeli ABD Hazine tahvil getirileri spreadinin 250 seviyelerinde bulunduğu dikkate alındığında şu aşamada ekonomide ikinci bir dibin görüleceğini söylemek zor görünürken, bu analize göre en azından 10-33 ay arasında ve ortalama olarak da 21 ay içinde böyle bir olasılığın pek ihtimal dahilinde olmadığı söylenebilir.

1980-1982 Çift Dip ile Son Krizin Karşılaştırılması

Grafik 2

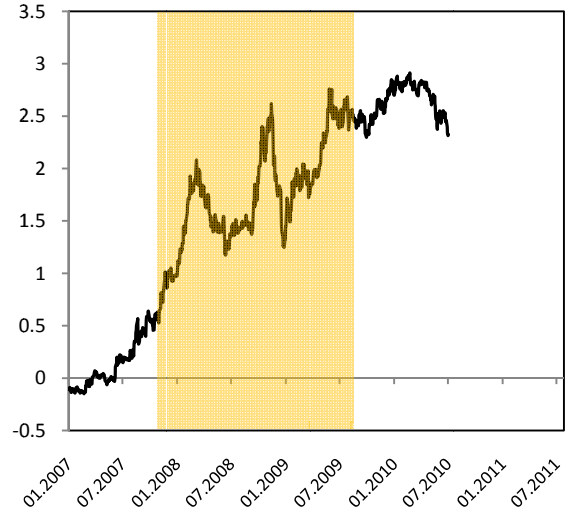
10 Yıl-2 Yıl Vadeli Tahvil Getiri Spreadi-1980-1982 Çift



Kaynak: Bloomberg

Grafik 3

10 Yıl-2 Yıl Vadeli Tahvil Getiri Spreadi- Son Kriz

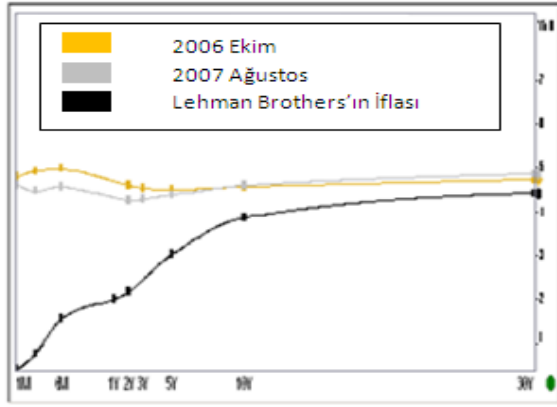


Kaynak: Bloomberg

ABD ekonomisinde 1980 yılında yaşanan resesyonun ardından FED'in enflasyon korkusu ile daha erken faiz artırımına geçmesi 1981 yılında ekonominin yeniden bir resesyona girmesine neden olmuştur. 1980-1982 yıllarında yaşanan çift dip sırasında 10 yıllık ve 2 yıllık ABD Hazine tahvil getirileri spreadinin hareketi incelendiğinde; 1980 yılının Eylül ayından sonra yani 1981 yılının Temmuz ayında ekonomide ikinci bir dip yaşanmadan 10 ay önce eğrinin sert şekilde terse döndüğü dikkat çekmektedir. Başka bir ifade ile enflasyon korkularıyla kısa vadeli tahvillere satış gelirken, kısa vadeli tahvil getirilerinin uzun vadeli tahvil getirilerinin üzerine çıktığı görülmektedir. Bu durum ekonomide kısa vadede kredibilite sorunu olduğunu ortaya koyarken, yatırımcıların güvenli liman olarak görülen 10 yıllık ABD Hazine tahviline geçiş yaptıklarını göstermektedir. Yaşanan son resesyonda ise 10 yıllık tahvil getirisi ile 2 yıllık tahvil getirisi arasındaki spreadin hareketinde dalgalanmalar olmasına karşın, spread yukarı yönlü bir trend izlemektedir. Son dönemde ABD'de konut verilerinin olumsuz bir görünüm çizmesi, işsizlik oranının hali hazırda yüksek seviyelerde seyretmesi ve alınan sıkı maliye politikası önlemlerinin büyüme yönlü oluşturabileceği riskler global endişeleri hızlandırırken, bu durum ekonomide ikinci bir dip görülebileceği yönündeki düşünceleri desteklemektedir. Son resesyona ait grafik incelendiğinde (bkz: Grafik 5), Euro Bölgesi endişelerinin 2010 yılının Ocak ayında hızlanması ile birlikte eğrinin aşağı yönlü döndüğü dikkat çekmektedir. 10 yıllık ABD Hazine tahvilinde güvenli liman alımları görülürken, spreadde aşağı yönlü seyrin devam etmesi mümkün olabilecektir. Ancak, eğrinin sıfır noktasının çok üzerinde olması şu an için çift dibe ilişkin bir ipucu vermemektedir. 1980-1982 yıllarında yaşanan çift dip sırasında sıfır noktasına hareketin oldukça hızlı ve sert şekilde olduğu dikkati çekerken, 10 yıllık ABD Hazine tahvilinin de 2009 yılının Nisan ayından beri ilk kez %3.00 seviyelerinin altına çekildiği değerlendirildiğinde, 10 yıllık tahvil getirisi ile 2 yıllık tahvil getirisi arasındaki spreadin hızla daralmasının mümkün olabileceği unutulmamalıdır.

Grafik 4

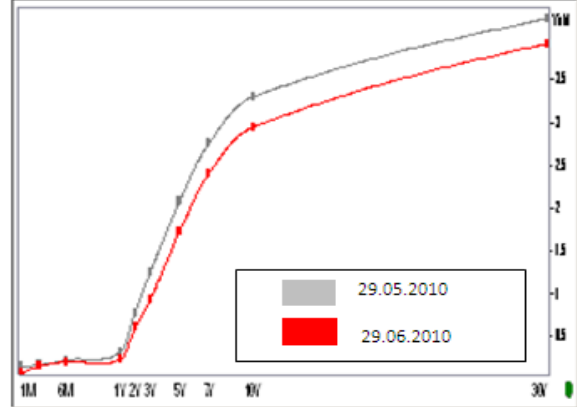
Getiri Eğrisi: Son Kriz Öncesi



Kaynak: Reuters

Grafik 5

Getiri Eğrisi: Son Kriz Sonrası



Kaynak: Reuters

ABD'de mortgage kaynaklı krizin başlangıcı olarak kabul edilen 2007 yılının Ağustos ayından 10 ay öncesine ait getiri eğrisine (sarı)(Ekim 2006) baktığımızda; eğrinin ters döndüğü görülürken, bu durum yukarıda değindiğimiz fikrimizi desteklerken, 2007 yılının Ağustos ayında ise eğrinin (açık gri) normal şekline daha yakın olduğu görülmektedir. Lehman Brothers'ın iflas ettiği dönemde ise eğrinin (siyah) normal şeklinde (vade arttıkça getirinin yükselmesi) olduğu görülmektedir. Getiri eğrisinin son dönemdeki hareketi önemli görünürken (kırmızı), eğrinin bir ay önceki getiri eğrisine (gri) göre aşağı kaydığı izlenmektedir. Bu aşağı yönlü harekette uzun vadeli kıymetlere gelen alımlar rol oynarken, kısa vadeli kıymetlerde hareketin daha katı olduğu dikkat çekmektedir. 1980 yılı ile karşılaştırıldığında bu durum temel olarak enflasyonist bir baskının oluşmamış olmasından, dolayısıyla faiz artırım beklentilerinin de ötelenmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Enflasyon beklentilerinin yükseldiği bir ortamda kısa vadeli tahvil getirilerinde yukarı yönlü hareketler izlenebilecekken, hali hazırda talep göstergelerindeki zayıf seyre paralel olarak enflasyon rakamları daha stabil görünmekle birlikte deflasyon riski tam olarak atlatılmış görünmemektedir. Resesyonda ikinci bir dip yaşanması durumunda, 1980 yılında yaşanan çift dipten farklı olarak bunun en temel nedeni yanlış politikalar olacaktır. ABD'de bankalara getirilmesi planlanan sıkı sermaye standartları, henüz kendi başına ayakta durmayı başaramayan bir ekonomide finans sektörü öncülüğünde yeni bir dip yaşanması ihtimalini artırabilecektir. Bu nedenle, Toronto'da düzenlenen G20 toplantısında bankalara ilişkin düzenlemelerde esnek olunması yönünde karar alınmış olsa da bunun orta vadede uygulanabilirliği kuşkuludur. Diğer bir öne çıkan konu ise sıkı maliye politikalarıdır. Euro Bölgesi'nin yüksek kamu borcu ve bütçe açığı ile mücadele eden ülkeleri art arda sıkılaştırıcı maliye politikaları açıklarken, pek çok gelişmiş ülkenin böyle bir politika içine girmesi global büyüme açısından da risk oluşturmaktadır.

Sonuç olarak, getiri eğrisinin şu anki konumu çift dip için bir sinyal vermekten uzak görünmesine karşın, tahvil-bono piyasasında görülebilecek sert hareketler dikkatle takip edilmelidir. Son 10 günde 20 baz puan daralan 10 yıllık - 2 yıllık ABD Hazine tahvil getirisi spreadinin hızlı hareketleri değerlendirildiğinde, özellikle ABD'de konut sektöründeki bozulmanın, yüksek işsizlik oranının devam etmesi ve ABD'de finans sektörünün yeni düzenlemelere tepkisi ya da Yunanistan ile başlayan ve yüksek kamu borcu ve bütçe açığına sahip diğer Euro Bölgesi ülkelerinden İspanya, İrlanda ve Portekiz'i de sert şekilde etkileyen krizin etkilerinin hafifletilmesi amacıyla alınan sıkı maliye politikalarının oluşturacağı riskler ve bu ülkelerin temerrüte düşme (Default) ihtimallerinin devam etmesi çift dip riskini artıracaktır.

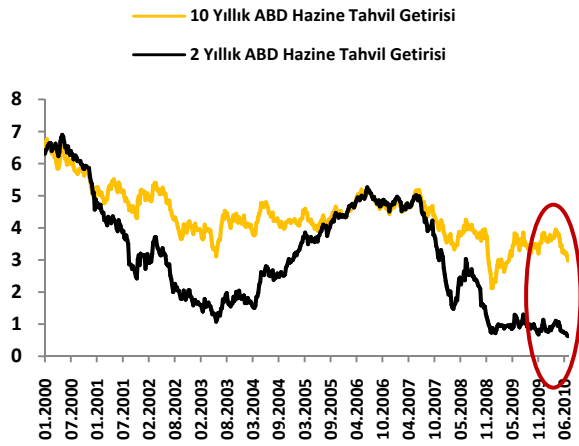
Euro'daki Yükseliş Geçi mi?

Son iki haftadır ABD'de beklentilerden kötü gelen verilerin toparlanma yönündeki endişeleri artırmasıyla, piyasalardaki endişelerin, Euro Bölgesi borç ve bankacılık endişelerinden ABD ekonomisindeki yavaşlamaya doğru kayması, EUR/USD paritesinin son yedi ayın en yüksek seviyelerine çıkmasını sağlamıştır. Bu çalışmada euronun dolara karşı değer kazanmasının arkasındaki nedenler ile bu durumun kalıcı mı yoksa geçici mi olduğu incelenmiştir.

EUR/USD paritesinin son on iki yıl içindeki seyri incelendiğinde; 2001-2008 döneminde 0.90'dan 1.60'a çıkan EUR/USD paritesinin, Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflasının ardından 2009 Şubat'ına kadar dolara gelen güvenli liman alımlarıyla 1.60'tan 1.24'e gerilediği, yani euronun dolar karşısında sert bir şekilde değer kaybettiği görülmektedir. Mart 2009'da başlayıp Kasım 2009'da sona eren süreçte doların yeniden değer kaybetmeye başlamasıyla parite 1.24'ten 1.50'ye kadar çıkmış, ancak Yunanistan'la başlayan borç krizinin ardından paritede yeniden sert düşüşler yaşanmaya başlanmıştır. Haziran 2010'dan itibaren ise euronun yeniden değer kazanmaya başladığı dikkat çekmektedir.

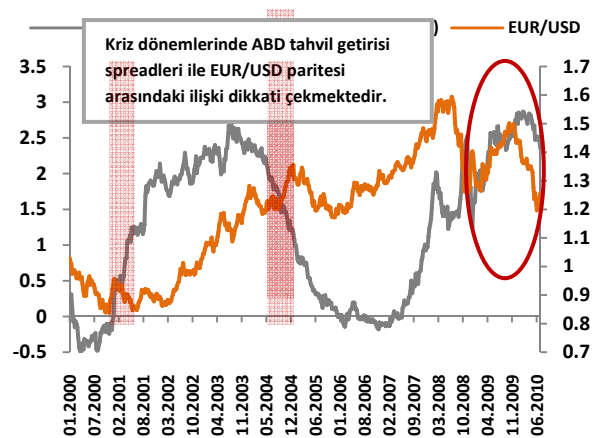
Bunun temel nedeni son haftalarda piyasalardaki endişelerin, Euro Bölgesi borç ve bankacılık endişelerinden ABD ekonomisindeki yavaşlamaya kaymasıdır. Şu anda ABD ekonomisi ve göstergelerinin toparlanma beklentilerini karşılamaması euroya değer kazandırsa da, uzun vadede Euro Bölgesi borç krizinin tam olarak çözümlenemeyeceği hatta derinleşebileceği endişelerinin, euroya yeniden değer kaybettirmesi beklenmektedir. Euronun kullanıldığı bölge ekonomisinin, Amerikan ekonomisinden çok daha kötü durumda olması nedeniyle euronun dolara karşı yükselmesini sağlayacak reel bir gelişmenin olduğunu söylemek şu aşamada oldukça zor görünmektedir.

Grafik 1



Kaynak: Bloomberg

Grafik 2

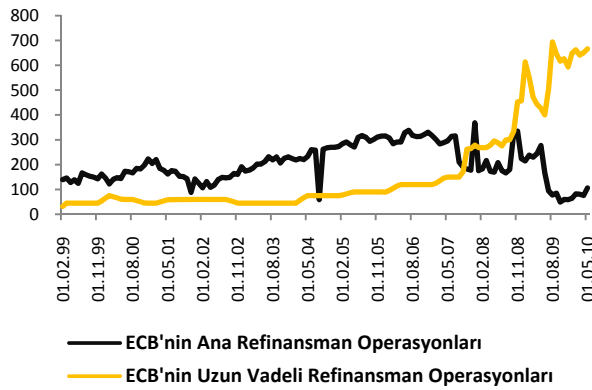


Kaynak: Bloomberg

Euro Bölgesi'ndeki genel olumsuzluklara ek olarak son dönemde ABD ekonomisinden gelen olumsuz veriler yeniden ikinci bir dip ihtimali ve deflasyon kaygılarını gündeme getirmiş olsa da, Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed) gerek gördüğü durumda piyasaları rahatlatmak için ihtiyaç duyulan adımları atacağı beklentisi, ABD'de ikinci bir dip görülebileceği ihtimalini azaltmaktadır. Yukarıdaki grafikten de görüldüğü üzere Euro Bölgesi'nde yaşanan borç krizinin ardından ABD ekonomisine ilişkin oluşan kaygılarla ABD Hazine tahvillerine gelen güvenli liman alımları ABD Hazine tahvil getirilerinin yeniden %3 seviyelerinin altına gerilemesine neden olmuştur. Güvenli liman alımları her ne kadar büyümeye yönelik kaygıları ve deflasyon korkularını yansıtıyor olsa da, ABD ekonomisinin sahip olduğu avantajlar bu durumun geçici olabileceğini göstermektedir. Ancak bu olumsuz ortam henüz ABD dolarını çok etkilemezken, Euro Bölgesi'nde yaşanan kriz de dolara gelen güvenli liman alımları ve

euronun değer kaybetmesiyle doların değerlenmesine destek vermiştir. ABD ekonomisinin son dönemde yaşadığı kırılganlık büyük ölçüde konut kredilerindeki vergi kolaylığının sona ermesinden kaynaklanırken, konut sektörünün içinde bulunduğu zayıf durumu göz ardı etmek de imkansız görünmektedir. Fakat Euro Bölgesi'nin aksine ABD hükümetinin ekonomiyi rahatlatmak için 2009 yılı başında üzerinde anlaşmaya varılan paket kapsamında hala daha fazla paraya sahip olması ABD ekonomisini Euro Bölgesi'ne göre çok daha avantajlı bir duruma getirmektedir. Ancak ABD ekonomisi ikinci bir dipten kaçınmayı başarsa bile, bu durum ekonominin uzun süren bir zayıf büyüme performansından ve yüksek işsizlik oranından da kaçınabileceği anlamına gelmemektedir. Bu bağlamda Fed'in güçlü büyüme için çözümlenmesi gereken en önemli problem olarak gördüğü yüksek işsizlik oranı seviyeleri Fed'in faiz artırım zamanını ötelerken, Fed'in alınması gereken önlemler konusunda Avrupa Merkez Bankası'na (ECB) göre çok daha hızlı hareket ettiği de son yaşanan krizde görülmüştür.

Grafik 3



Yeniden tahvil alımına başlayan ECB aslında aldığı önlemlerle piyasaları uzun vadeli finansman yerine kredi krizi öncesinde olduğu gibi kısa vadeli finansmana yönlendirmeye çalışmaktadır. Yandaki grafikten de görüldüğü üzere ECB'nin ana refinansman operasyonları ile uzun vadeli refinansman operasyonları arasındaki farkın oldukça açıldığı izlenmektedir. ECB bu farkı azaltmaya çalışmaktadır. ECB'nin bunu yapabilmesi ve bankaların fonlara kolayca ulaşabilmeleri 23 Temmuz'da açıklanacak stres testlerinin sonuçlarının olumlu çıkmasına bağlı olacaktır.

ABD'nin Lehman'ın batışının ardından yaptığı stres testlerini piyasaların güvenini artırmak için kullandığı gibi ECB de stres testleri sonuçlarını euro ve Euro Bölgesi'ne olan güveni artırmak için kullanmayı planlamaktadır. Ancak Avrupa'da yaşanan krizin ABD'de olduğu gibi bankacılık krizi değil de ülke borç krizi olması, piyasaların stres testlerine olan güvenini azalatabilecektir.



Stres testleri, bono piyasaları üzerindeki baskıları bir miktar hafifletse ve euronun dolar karşısında 2009 yılının sonlarında test etmiş olduğu en yüksek seviye olan 1.5140'tan 1.1870 gelen %38.2'lik fibonacci düzeltme hareketinin işaret ettiği 1.30-1.3120 seviyelerinde kalmasına izin verse de, bu durum uzun vadede eurodaki değer kaybının önüne geçemeyecek gibi görünürken, EUR/USD'de yeniden 1.10 ve hatta 1.00 seviyelerine kadar bir

geri çekilme beklentisi piyasalarda oluşmaya başlamıştır. Ayrıca ECB'nin faiz oranlarını %1 seviyesinde sabit bıraktığı 08 Temmuz'da yaptığı toplantıda Euro Bölgesi'nde sorunlu ülkelere ilişkin krizin yeniden derinleşmesi

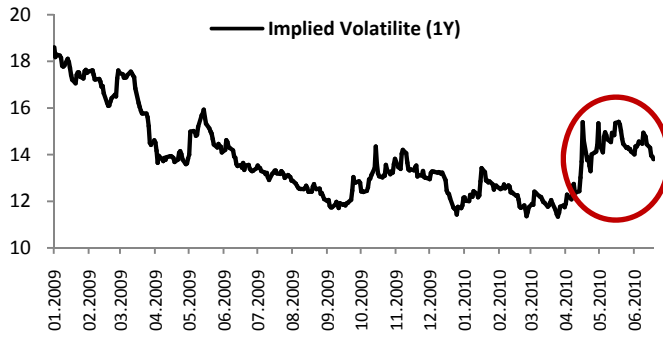
durumunda bu ülkelerin Avrupa Birliği'nden çıkarılmayacağı ve böyle bir opsiyonun ihtimal dahilinde olmadığı yönünde alınan kararların ECB'ye bu ülkelerin yükümlülüklerini üstlenmesi gibi bir sorumluluk yüklediğinden eurodaki değer kaybının devam etmesi beklenmektedir.

Tüm bu değerlendirmeler ışığında, uzun vadede ECB'nin başta Yunanistan olmak üzere riskli durumda olan İspanya, Portekiz gibi ülkelere karşı aldığı önlemlerin yetersiz kalması ve yeni önlemleri almada gecikmesi halinde euronun dolar karşısında yeniden değer kaybetmesinin kaçınılmaz olduğu düşünülmektedir. Borç krizi, Yunanistan'ın borçlarının yeniden yapılandırılması ya da Ekonomik ve Parasal Birliğin dağılmasıyla sonuçlanmasa da, bölge ekonomilerinin aldığı sert mali önlemlerin bazı olumsuz sonuçları olması kaçınılmazdır.

Yapılan yardımlar ve ECB'nin tahvil alımları ile bölgedeki likidite sıkışıklığı kısmen azalsa da halen devam etmektedir. Ülkelerin bütçe açığını azaltmaları en doğru çıkış yolu olmasına karşın, hükümetlerin uyguladıkları katı mali önlemlerin yol açtığı sosyal istikrarsızlığa uzun süre dayanamadığı ve bunu sürdürmediği daha önce yaşanan örneklerden bilinmektedir. Bu nedenle uzun vadede Yunanistan'ın borçlarını yeniden yapılandırmaya gidebileceği düşünülmektedir. Böyle bir durumda ise halihazırda kısa vadede faiz artırımına gitmesi beklenmeyen ECB'nin yeni önlemler alması kaçınılmaz olacaktır.

EUR/USD paritesinin yüksek seviyelerdeki belirsiz seyri opsiyon piyasasını da etkileyebilecektir

Grafik 4



Kaynak: Bloomberg

Euro Bölgesi borç endişelerinin bir miktar arka planda kaldığı son günlerde, 1 yıllık implied volatilitenin sert yukarı yönlü hareketleri dikkat çekmektedir. Haziran ayı içinde gerçek volatilitenin 10.4 seviyelerine işaret ederken, Temmuz ayında implied volatilitenin 14 seviyelerine kadar yükselmiştir. Son dönemde ekonomistlerin EUR/USD paritesinin seyri için tahminlerinin farklılaşması aslında EUR/USD paritesinin volatilitesi açısından da öncül bir gösterge niteliğindedir. Beklentilerdeki farklılaşma volatilitede sert hareketlerin Temmuz ayında da devam edebileceğine işaret

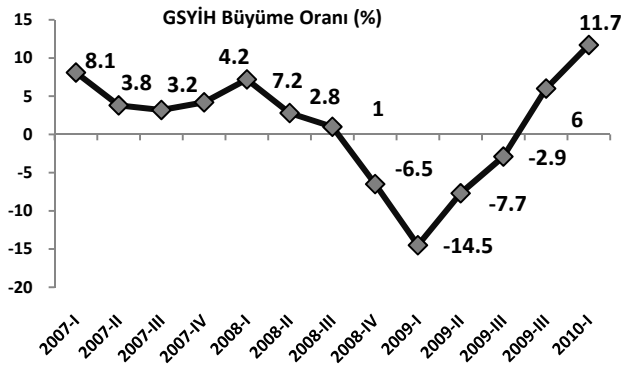
etmektedir. Volatilitenin gelecek değerindeki değişim beklentilerine bağlı olarak opsiyon piyasasında kurların ve paritelerin future fiyatları belirlenirken, daha geniş bir hareket beklentisi opsiyon işlem maliyetlerini de artıracaktır.

Tahvil bono piyasasındaki faizler neden düşük seviyelerde seyrediyor?

Mayıs ayından bu yana bono piyasasında faiz oranları düşüşünü sürdürürken, gösterge kağıtta bileşik faiz %8.34 seviyesine kadar gerileyerek Ocak ayından sonraki en düşük seviyeleri görmüştür. Düşük enflasyon beklentileri ile Merkez Bankası'na yönelik yılın son çeyreğinde faiz artırımı beklentisinin iyice azalması, faizlerdeki düşüşün temel nedeni olurken, bu çalışmada bono faizlerindeki düşüşün ne süre ile devam edeceği makro ekonomik açıdan, enflasyon ve diğer ülkelerle olan faiz farkları açısından incelenmiştir.

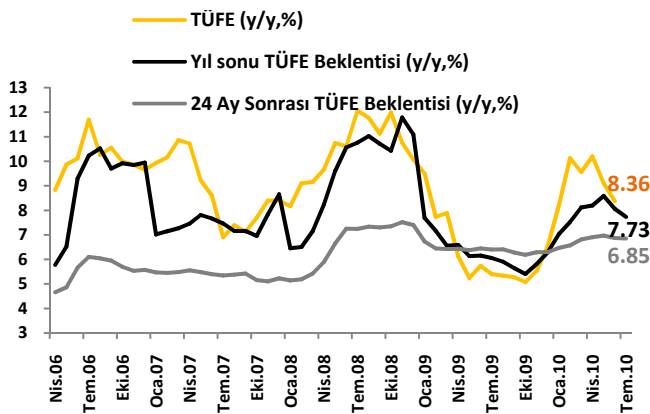
2008 yılında yaşanan krizin ardından 2009 yılı ikinci çeyreğinden itibaren toparlanmaya başlayan Türkiye ekonomisi 2010 yılı başından itibaren bu eğilimini sürdürmektedir. Sanayi üretimi Mart ayında yaşadığı sert yükselişin ardından bir miktar yavaşlayarak da olsa toparlanma eğilimini korurken, Mayıs ayına ilişkin güçlü kapasite kullanım oranı ve PMI verileri de imalat sanayiinde belirgin bir iyileşmeye işaret etmektedir. İşsizlik oranındaki gerilemenin büyüme verilerindeki toparlanma beklentimize paralel olarak Mart ve Nisan aylarında hız kazanması, Türkiye'nin 2009 yılında yaşanan resesyonun ardından 2010 yılında trendin üzerinde bir büyüme performansına sahip olabileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, birinci çeyrekte %11.9 ile beklentilerin oldukça üzerinde gelen büyüme rakamının yılın ikinci çeyreğinde takvim etkisinin azalmasıyla tek hanelere gerilese de güçlü seyrini koruması beklenmektedir. Türkiye'nin performansının göreceli olarak daha güçlü olmasına karşın, Avrupa'daki problemlerin etkisiyle son dönemde döviz kurlarında yaşanan yukarı yönlü hareketliliğin devam etmesi durumunda girdi maliyetleri kanalıyla önümüzdeki aylarda imalat sanayii üretimini olumsuz etkilemesi ise bir risk unsuru olarak görülmektedir.

Grafik 1



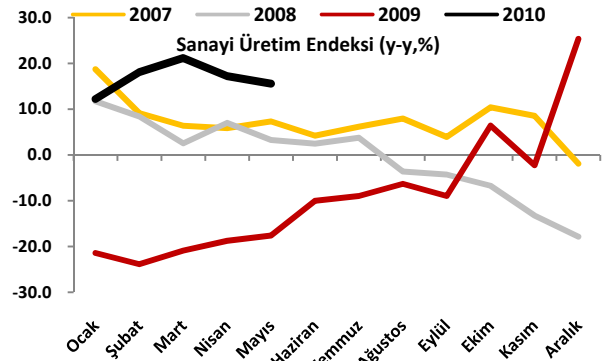
Kavnak:TCMB

Grafik 3



Kavnak:TCMB

Grafik 2



Kavnak:TCMB

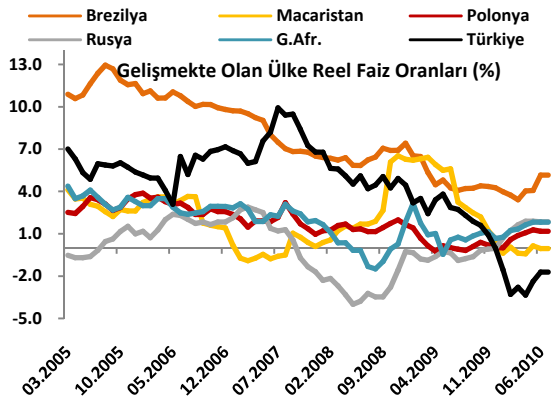
Bir taraftan AB'deki sorunların devam etmesiyle dış talep üzerinde artan riskler, diğer taraftan Mayıs ve Haziran ayları enflasyonunda gıda fiyatlarında görülen düzeltme ile oluşan daha ılımlı görünümün, Merkez Bankası'nın politika faizlerini bir süre daha sabit tutması yönündeki beklentiyi güçlendirdiği gözlenmektedir. Tahminlerin çok altında kalan Haziran ayı enflasyon verisinin ardından enflasyon beklentilerinde kısa vadede bir iyileşme olduğu dikkat çekmekte olup, TCMB'nin son beklenti anketinde yıl sonu için

enflasyon beklentisinin 28 baz puanlık düşüşle %7.73'e, 12 ay sonrası için enflasyon beklentisinin ise 11 baz puanlık düşüşle %7.24'e gerilemesi bu duruma işaret etmektedir. Ancak, 24 ay sonrası için beklentilerin değişim göstermeden %6.85'te kalması piyasa oyuncularının halihazırda orta vadede kayda değer bir dezenflasyon beklentisi olmadığını göstermektedir. Tüm bunlara ek olarak global piyasalarda faizlerin düşük seyri de yurtiçinde faizlerdeki düşüşü destekleyen bir diğer unsur olmaktadır. Avrupa Merkez Bankası gösterge faizinin %1, İngiltere Merkez Bankası'nın %0,5 ve ABD Merkez Bankası'nın %0-0.25 seviyesinde olduğu bir ortamda faizlerdeki düşüşün devam etmesi hala mümkün görünürken, faizlerdeki düşüşün nereye kadar devam edebileceği önümüzdeki dönemde yurtiçinde açıklanacak ekonomik verilere bağlı olacaktır. Dünya ekonomilerinde başta ABD olmak üzere birçok gelişmiş ülkede son açıklanan ekonomik verilerin önümüzdeki altı ayda yavaşlamaya işaret etmesi Merkez Bankalarının faiz oranlarını düşük seviyede daha uzun tutabilmesine olanak sağlayabilir. Böyle bir durumda yurt içinde de faiz artırım beklentilerinin dışarıya paralel ya ötelendiğini ya da indirildiğini görmekteyiz.

Gelişmekte Olan Ülke Reel Faiz Oranları ile Karşılaştırma

Merkez Bankası faizleri daha ne kadar sabit tutabilir sorusuna faiz farklarının faiz kararları üzerindeki etkileri bakımından da cevap aramak yerinde olacakken, bu durum diğer gelişmekte olan ülke faizlerinin ne düzeyde olduğu üzerine bir araştırma yapılmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Türkiye'de diğer pek çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi dış kaynak ihtiyacı yüksek olduğundan faizler düşürülürken sadece enflasyon ve büyüme rakamları gibi makro veriler değil, diğer ülkelerin faiz oranlarının da dikkate alınması gerekmektedir. Bunun arkasındaki temel neden ise, yabancı yatırımcının en yüksek faiz kazancının olduğu yere yönelecek olması ve Türkiye'nin bu alandaki rekabetçiliğini korumak istemesidir. Bu nedenle diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz kararlarının da TCMB'nin önümüzdeki dönemdeki durumunda etkili olması beklenmektedir. Son yaşanan krizle beraber en yüksek oranda faizleri indiren merkez bankası olarak dikkat çeken TCMB'nin negatif reel faiz vermesi yanında en yüksek enflasyon beklentisine sahip olan ülkelere biri olması da dikkat çekmektedir. Son açıklanan enflasyon verilerinin ardından beklentilerde aşağı yönlü revizyon beklentisine rağmen, enflasyonist baskıların diğer gelişmekte olan ekonomilere göre daha güçlü olması beklenmektedir. Oluşabilecek enflasyonist baskılara ek olarak, önümüzdeki dönemde diğer merkez bankalarının faizlerde artırıma gitmesi durumunda TCMB'nin, faiz artırımlarını erteleme süresi kısalabilecektir. Özellikle son dönemde Brezilya, Hindistan gibi ülkelerin faiz artırımlarına başlaması bu beklentileri güçlendirmektedir.

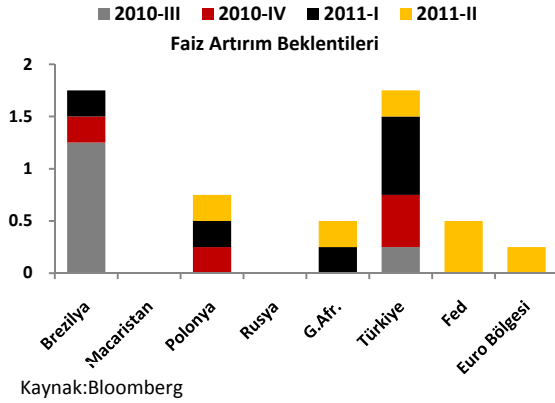
Grafik 4



Bu nedenle çalışmamızın bu kısmında, Türkiye'ye hem ekonomik hem de piyasa yapısı açısından yakın olduğu düşünülen altı gelişmekte olan ülkenin faiz oranları incelenmiştir. Seçilen ülkeler arasında Brezilya en yüksek reel faize sahip ülke olarak dikkati çekerken, Brezilya'yı G.Afrika, Rusya, Polonya ve Macaristan takip etmektedir. Bu ülkeler arasında negatif reel faiz veren tek ülkenin ise Türkiye olduğu görülmektedir. Burada tabii ki hesaplanan faiz halihazırdaki enflasyon rakamları olduğundan piyasadaki beklentiler daha önem taşımaktadır. Son açıklanan enflasyon rakamları ve Merkez Bankası açıklamaları sonrası piyasa

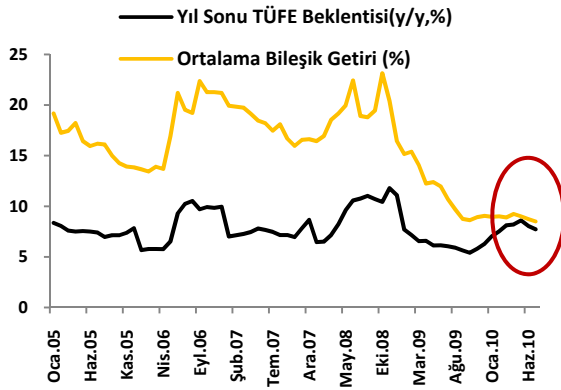
oyuncularının yıl sonu enflasyon beklentilerinde ciddi azalmalar olmuştur. İşte bu durum özellikle halihazırda negatif faiz seviyesinde olan Türkiye'nin enflasyonunun göreceli olarak kalıcı olmadığı ve düşeceği yönündeki piyasa beklentisinin giderek güçlenmesi tahvil-bono piyasalarında alım yönündeki hareketleri desteklemeye devam etmektedir.

Grafik 5



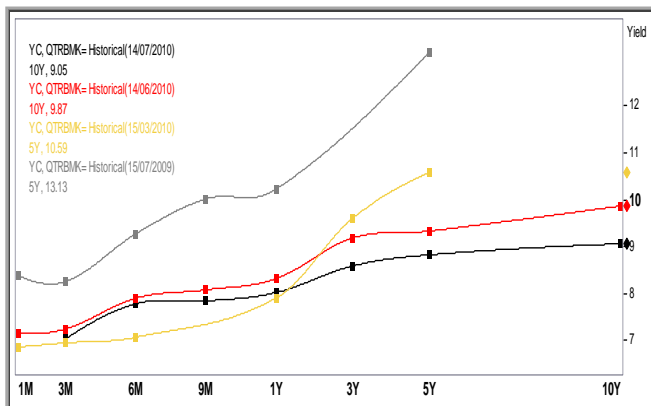
çeyreğinde olması beklenmektedir.

Grafik 6



Yurtiçinde son iki aydır gıda fiyatları kaynaklı olarak düşüşler devam ederken, yurtiçi tahvil getirilerinde aşağı yönlü hareketlerin sertleştiği izlenmektedir. İlk olarak tüketici fiyatlarının yıllık bazda gerileyerek %9.00 seviyesinin altına inmesi, TCMB'nin faiz artırımını ötelirken, düşük enflasyon rakamları TCMB'nin kredibilitésini de artırmaktadır. Yukarıda da değindiğimiz gibi açıklanan düşük enflasyon rakamları enflasyon beklentilerini de değiştirmektedir. Yıl sonu enflasyon beklentileri ile gösterge tahvilin ortalama bileşik getiri arasındaki farkın tarihinde ilk defa bu kadar daraldığı görülürken, enflasyon beklentilerinin daha da azalması ortalama bileşik getirideki aşağı yönlü hareketleri desteklerken, spread'in bu kadar çok daralması bileşik getirinin artık bu seviyelerden sonra dönebileceğine de işaret etmektedir. Gıda fiyatlarında son 2 aydır yaşanan sert düşüşün ardından gıda fiyatlarının yükselişe geçmesi, maliyet kaynaklı olarak sonbahar aylarında enflasyonda yaşanabilecek olası yukarı yönlü hareketler ve son çeyrekte ortadan kalkacak baz etkisi ile enflasyon beklentilerinin yeniden yükselmesi durumunda getirilerde yukarı yönlü hareketler görülebilecektir. Ancak Temmuz ve Ağustos aylarının ardından sürpriz şekilde gıda fiyatlarının düşüş trendini devam ettirmesi enflasyon beklentilerini düşürerek getirilerde yeniden aşağı yönlü hareketlere neden olabilecektir.

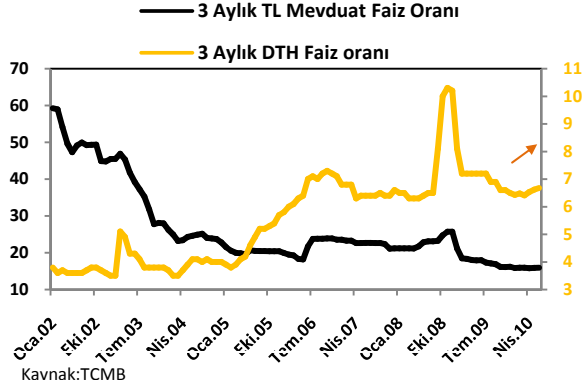
Grafik 7



Enflasyon beklentilerinin düştüğü bir ortamda getiri eğrileri de sert şekilde yer değiştirmektedir. Son dönem getiri eğrisi (siyah), bir ay önceki getiri eğrisine (kırmızı) göre değerlendirildiğinde, özellikle uzun vadeli kıymetlere gelen alımların daha sert olduğu dikkat çekmektedir. 3 ay önceki eğriye (sarı) göre ise son dönem getiri eğrisinin düzleştiği izlenmektedir. Kısa vadeli kıymetlerin

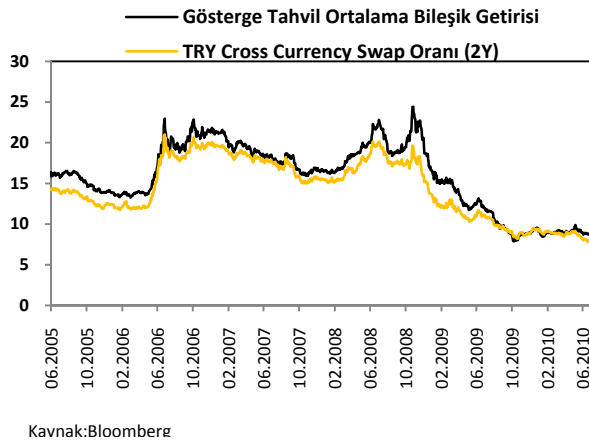
yukarı yönlü hareketi önemli görünürken, kısa vadede enflasyon beklentilerinin azalmasına karşın böyle bir hareket sürpriz görünmekle birlikte toparlanma beklentilerini yansıtmaması bakımından önemli olabilir.

Grafik 8

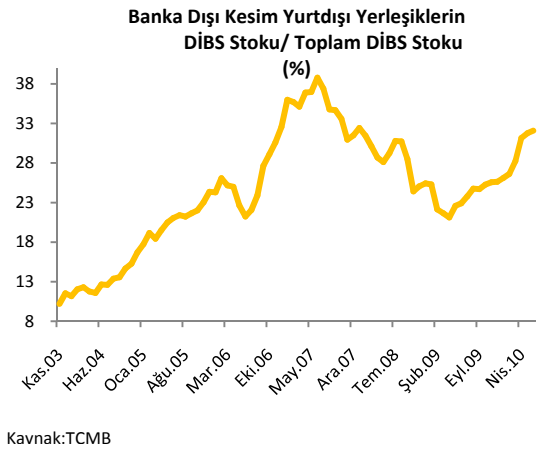


Diğer yandan bankacılık sektörünün fon kaynaklarının önemli bir kalemi olan mevduatların, yabancı para mevduat faizi yükselirken, TL cinsi mevduat faizlerinin yatay kalması, tahvil-bono piyasası açısından faizler üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. YP cinsi mevduat faizinin yükseldiği bir ortamda, TL cazibesini yitirdiğinden bu durum tahvil-bono piyasasında yukarı yönlü baskı yaratabilecek bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Grafik 9



Grafik 10



2009 yılının ikinci yarısından önce gösterge tahvilin ortalama bileşik getirisi cross currency swap oranının üzerinde hareket ederken, TCMB'nin faiz oranına ilişkin beklentilerin değişmesi ile birlikte 2009 yılının ikinci yarısından itibaren cross currency swap oranı ile gösterge tahvilin ortalama bileşik getirisi üst üste hareket etmeye başlamıştır. 2010 yılının Nisan ayından itibaren ise ortalama bileşik getiri cross currency swap oranının üzerine çıkmıştır. 2010 yılının başından beri Yunanistan kaynaklı Euro Bölgesi endişelerinin gündeme gelmesi ile spreadler sert şekilde genişlerken, bu durum gerek yurtdışı piyasalarda gerekse yurtiçi piyasalarda USD cinsi fon bulmayı zorlaştırmıştır. Diğer bir ifade ile piyasalarda USD sıkışıklığı yaşanmıştır. Böyle bir ortamda yurtiçi bankacılık sektörü USD/TL cross currency swap işlemler aracılığı ile dolar fonlaması sağlarken, TL tarafında faizlerin gösterge tahvilin ortalama bileşik getirisinin altına gerilemesiyle oluşan 'arbitraj' avantajı yatırımcılar açısından önemli görünmektedir. Örneğin, halihazırda %7.55 basit seviyesinde seyreden cross currency swap oranı üzerinden USD verip TL alan yatırımcılar %8.40 basit getiri oranı ile gösterge tahvil olarak aradaki arbitraj avantajından yararlanabilmektedirler. Yukarıdaki grafiği incelediğimizde, son dönemde aradaki spreadin de genişlediği görülmektedir. Son dönemde tahvil-bono piyasasındaki yabancı payının artması da bu düşüncemizi destekler niteliktedir. Bu çerçevede yurtiçinde dolar sıkışıklığının önümüzdeki günlerde de devam edeceği beklentisine bağlı olarak cross currency swaplarda görülen hareketliliğin artarak devam etmesi mümkün görünmektedir.

| | | | |
|-------------------------|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| Serkan Özcan | Baş Ekonomist | serkan.ozcan@vakifbank.com.tr | 0312-455 70 87 |
| Cem Eroğlu | Kıdemli Ekonomist | cem.eroglu@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 80 |
| Nazan Kılıç | Ekonomist | nazan.kilic@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 89 |
| Bilge Özalp Türkarıslan | Ekonomist | bilge.ozalpturkars@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 88 |
| Zeynep Burcu Çevik | Ekonomist | zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 93 |
| Seda Meyveci | Araştırmacı | seda.meyveci@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 85 |
| Emine Özgü Özen | Araştırmacı | emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 87 |
| Selin Düz | Araştırmacı | selin.duz@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 93 |
| 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.