

VAKIFBANK 2011 YILI EKONOMİ VE BANKACILIK SEKTÖRÜ BEKLENTİLERİ


VakıfBank

T. Vakıflar Bankası T.A.O



ARALIK 2010

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar

Genel Değerlendirmeler

2010 yıl sonunun gelmesiyle beraber, 2011 yılında global ekonominin ve Türkiye ekonomisinin seyrine yönelik beklentiler önem kazanmıştır. Bu çerçevede hazırlanan '2011 Yılında Dünya ve Türkiye Ekonomisi' adlı raporumuzda öncelikle global ekonomiye ve finansal piyasalara ait beklentiler incelenmiş ardından 2011 yılı Türkiye ekonomisi ve bankacılık sektörüne ilişkin veriler değerlendirilmiştir.

Raporumuzun ilk bölümünde, Tablo 1'de görüldüğü üzere IMF beklentileri esas alınarak, büyüme, işsizlik, enflasyon ve faiz oranları ile cari işlemler dengesine ilişkin beklentiler, hem gelişmiş ve hem de gelişmekte olan ülkeler bazında değerlendirilmiştir.

Tablo-1: 2011 Yılına İlişkin IMF Tahminleri

| | Büyüme Oranı (%) | İşsizlik Oranı (%) | TÜFE (y-y, %) | Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%) |
|-------------------------|------------------|--------------------|---------------|---------------------------------|
| Dünya | 4.6 | -- | 2.93 | -0.7* |
| Gelişmiş Ülkeler | 2.4 | 6.4 | 1.51 | -0.06 |
| Gelişmekte Olan Ülkeler | 6.6 | 5.5 | 4.50 | 1.4 |

Kaynak: IMF, *Ortalama piyasa beklentisi

2010'un ortalarına doğru Euro Bölgesi ülkelerinin yüksek kamu açığı sorunları ve ABD'nin ekonomik toparlanması ve büyüme görünümüne ilişkin riskler artarken, gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için öncül aktivite göstergeleri büyüme temposunun daha güçlü olduğunu ortaya koymaktadır. Mevcut durumda GOÜ'lerin son on yıldaki hızlı büyüme performanslarını, gelişmiş ülkelerin (GÜ) üretim faaliyetlerinin yavaş seyrine bağlı olarak önümüzdeki yıllarda da devam ettirecekleri beklentisi artmıştır. Kriz sonrası GOÜ'lere yönelik risk algılamalarının iyileşmesi ile önümüzdeki dönemde GOÜ'lere olan sermaye akımlarının hız kazanabileceği düşünülmektedir. IMF Ekim ayında yayınladığı "Dünya Ekonomik Görünüm Raporu"nda, 2010 yılında dünya ekonomisinin ortalama %4.7 büyüyeceğini öngörürken, 2011 yılında dünya ekonomisinin bir miktar gerileyerek ortalama %4.2 büyüyeceğini tahmin etmektedir. GÜ'lerin 2011 yılında %2.1 ile ılımlı bir toparlanma sergilemesini bekleyen IMF, GOÜ'lerin %6.4 büyüme oranı ile global büyümeye katkısının artarak devam edeceğini öngörmektedir.

Küresel krize bağlı olarak gerek GÜ'ler gerekse GOÜ'lerde istihdam piyasasında yaşanan yapısal sorunların 2011 yılında da devam etmesi, buna göre küresel ekonominin önündeki en önemli sorunun işsizlik olması beklenmektedir. Öte yandan 2010 yılında Euro Bölgesi'ne ilişkin borç ve bütçe endişelerinin önümüzdeki dönemlerde yüksek borçluluk ve bütçe açığı oranlarına sahip ABD ve Japonya'ya da sıçraması, 2011 yılına ilişkin önemli bir risk unsuru olarak görülmektedir.

2010 yılında özellikle GÜ'lere yönelik büyüme kaygılarının artmasıyla, krizle beraber uygulanmaya başlanan genişletici para politikalarından çıkış yönünde bir adım atılmadığı gibi tam tersine, başta ABD olmak üzere Euro Bölgesi ve Japonya'da genişletici para politikalarına devam edilmesi, enflasyonist baskıları artırabilecek bir gelişme olmakla birlikte şu an için enflasyon oranlarındaki artışın sınırlı olduğu görülmektedir. GOÜ'lerde ise krizle birlikte enflasyon oranlarında izlenen düşüşün, talebin toparlanmaya başlaması, işgücü piyasalarında toparlanmanın devam etmesi ve emtia fiyatlarındaki yükselişlere bağlı olarak yerini yükselişe bırakması beklenmektedir. GÜ'lerin potansiyel büyüme oranlarının altında büyüme ve daha yüksek bir işsizlik oranı ile karşı karşıya kalmaları sonucu faiz oranlarının kriz öncesi seviyenin altında kalmaya devam ettiği görülmekte olup, GÜ'lere göre krizin etkilerini daha çabuk atlatarak kriz öncesi büyüme oranlarına yaklaşılmaya başlayan ve

genişletici para politikalarını geri çeken GOÜ merkez bankalarının önümüzdeki dönemde faiz artırımlarına başlaması beklenmektedir.

Raporun finansal piyasalar kısmı ise hisse senedi, döviz, emtia ve kredi piyasaları olmak üzere dört ana başlık altında incelenmiştir. 2011 yılının GÜ'lerin hâlihazırda faiz oranlarının bulunduğu tarihi düşük seviyeleri uzunca bir süre daha koruyacağı, enflasyon oranlarının düşük seviyelerdeki seyrini sürdüreceği ve merkez bankalarının ekonomiyi desteklemeye devam edecekleri bir yıl olacağı göz önüne alındığında hisse senedi piyasalarındaki yukarı yönlü hareketin devam edeceği bir yıl olması beklenmektedir. Tahvil faizlerinin düşük seviyelerde bulunmasına ek olarak kredi standartlarının da henüz yeterince gevşemediği göz önüne alındığında bu durumun şirketlerin tahvil ihracı yoluyla refinansman olanaklarını arttırması ve borçlanma vadelerinin uzamasına yardımcı olması beklenmektedir. Böyle bir durumda ise şirket bilançolarının daha güçlü olması ve daha sağlıklı bilançoların da şirketlerin hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Ayrıca tahvil-bono piyasasında faizlerin yükselmeye ve dolayısıyla fiyatlarının da gerilemeye başladığı dikkate alındığında bu durumun da yatırımcıları hisse senedi piyasalarına yönlendirmesi beklenirken, ABD ve Avrupa borsalarındaki yükselişlerin 2011 yılında %13-15 aralığında olması beklenmektedir.

2011 yılında döviz piyasalarının ise temel olarak büyüme, artan global dengesizlikler, GÜ'lerin izleyeceği para ve maliye politikaları ile emtia fiyatlarındaki trendlere göre hareket etmesi beklenmektedir. Döviz piyasaları açısından Avrupa borç krizine yönelik riskler değerlendirildiğinde, Euro Bölgesi'ndeki bazı ülkelerin maliye politikalarının sürdürülebilirliği konusundaki kaygılar ve yapısal sorunlara karşı oldukça kayıtsız kalınmasının, euro üzerinde büyük baskı oluşturmaya devam etmesi beklenmektedir. 2010 yılında dolar karşısında 2006 yılı başından bu yana en düşük seviyeye gerileyen euronun, özellikle 2011 yılının ilk çeyreğinde borç krizine yönelik endişelerle 1.20 seviyesine kadar gerilemesi mümkün olabilir. Hatta piyasalarda 1.10 seviyelerine kadar bir geri çekilmenin görülebileceği beklentisi bulunmaktadır. Piyasalardaki genel beklenti, kısa vadede Euro Bölgesi'nde yaşanan sorunlar derinleşse de, uzun vadede Euro Bölgesi'nde borç krizinin aşılabileceği yönündedir. 2013 yılına kadar faaliyetine devam edecek Avrupa Finansal İstikrar Fonu'nun (EFSF) ve gelecekte muhtemel krizleri çözmek için 2013 yılından sonra faaliyete geçmesi planlanan Avrupa İstikrar Mekanizması'nın (ESM), orta vadede borç krizinin diğer ülkelere bulaşacağına dair endişeleri bir miktar hafifletmesi söz konusu olabilecektir. Tüm bunlar göz önüne alındığında borç krizinin bölgenin mali yapısının güçlendirilerek aşılması durumunda, 2011'in ikinci yarısından itibaren euronun dolar karşısında yeniden değer kazanması ve 1.35-1.40 seviyelerini görmesi mümkün olabilecektir.

Hindistan ve Çin gibi yeni endüstriyel güçlerin ortaya çıkmasıyla emtia piyasalarında yıllar sürecektir bir ralliye başlangıç yapılırken, 2011 yılında da bu rallinin devam etmesi beklenmektedir. Kendine özgü dinamikleri bulunan emtialardan altının ön planda olması ve yükselişini sürdürerek yeni rekorlar kırmaması beklenirken, altında 1,700 dolar/ons seviyelerinin test edilmesi beklenmektedir. Petrol fiyatlarındaki yükselişin sınırlı kalmasında enerji tüketiminde ABD'yi geride bırakarak dünyanın en çok enerji tüketen ülkesi olan Çin'de büyümenin ortalamanın altına düşeceği beklentisine ek olarak, enerji tasarrufu sağlayan hibrid teknoloji kullanımının yaygınlaşması da etkili olacaktır. Talep yanlı beklentilerin yanı sıra OPEC dışında petrol üretiminin artacak olması ve petrol fiyatlarındaki yükselişlerin önüne geçebilmek için OPEC'in de petrol üretimini arttırması yönünde karar alacak olması da arz yanlı beklentileri oluşturmaktadır. Tüm bu beklentiler birlikte değerlendirildiğinde, petrol fiyatlarının 100 dolara yaklaşması mümkün görünmektedir.

2010 yılı boyunca Fed ve ECB tarafından alınan likiditeyi artırıcı önlemlerin uygulama sonuçlarının uzun vadede tahvil-bono piyasasında hissedilmesi mümkün görünürken, ABD bütçe açığı problemlerinin ABD tahvil getirileri üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturması söz konusu olabilecektir. Bu anlamda tahvil piyasasında yüksek getirilerin oluşabileceği konusunda beklentiler artmakta ve önümüzdeki dönemde ekonomik toparlanmanın hızlanmasına paralel olarak faiz oranlarındaki yükselişlerin tahvil piyasasında önemli fiyat hareketlerine neden olabileceği düşünülmektedir. Diğer yandan FED'in politikasının başarılı olup olmayacağı önümüzdeki dönemlerde belli olacakken, düşük faiz ortamının GOÜ'lere daha fazla fon akışı yaratması ve bu ülkelere olan

ilginin artması balon ihtimalini de gündeme getirebilecektir. Sonuç olarak FED'in tahvil alımına devam edebileceği beklentileri altında ABD'de Hazine tahvillerinin volatilitésinin yüksek olması ve daha yüksek getiriler getirmesi beklenebilir. Böylece 2011 yılsonunda 2 yıllık tahvil getirisinin %1.28, 10 yıllık tahvil getirisinin %3.55, 30 yıllık tahvil getirisinin ise %4.73 seviyelerine yükselmesi öngörülmektedir. Gelen güvenli liman alımları ile 2010 yılı içinde en düşük %2.08 seviyesine gerileyen Almanya 10 yıllık Hazine tahvil getirisinin ise 2011 yılında satıcı bir seyir izleyerek %3.30 seviyelerine yükselmesi beklenmektedir.

Yılsonuna yaklaşıırken, 2010 yılına ilişkin göstergelerin belirginleşmeye başlamasının ardından büyüme, enflasyon ve TCMB faiz kararı, cari açık, işsizlik oranı ve finansal piyasalara ilişkin genel tabloda 2011 yılının önem kazandığı düşünülmektedir. Bu çerçevede, raporun ikinci bölümünde Türkiye için 2011 yılına ilişkin makroekonomik ve finansal verilerin beklentileri ele alınmıştır.

Tablo-2 Türkiye Ekonomisine İlişkin Beklentiler

| | Büyüme (reel GSYİH, %) | TÜFE (y-y, %) | Dış Ticaret Dengesi (milyar \$) | Cari İşlemler Dengesi (milyar \$) | İşsizlik Oranı (%) | Gösterge Tahvil Getirisi (%) | TCMB Politika Faiz Oranı (%) |
|--------------------|---------------------------|---------------|---------------------------------------|---|-----------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| Baz Senaryo | 4.0 | 7.15 | -83.0 | -53.0 | 10.8 | 8.50 | 7.0 |
| Senaryo 1 | 5.0 | 9.40 | -86.0 | -60.0 | 10.0 | 10.35 | 8.0 |
| Senaryo 2 | 3.0 | 5.50 | -75.0 | -47.0 | 12.0 | 7.65 | 6.0 |

Kaynak: Vakıfbank

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere, 2011 yılına ilişkin beklentilerimiz üç ayrı senaryo altında incelenmiş olup, bu senaryolar global piyasalarda yeni bir dalgalanma olmayacağı varsayımı altında oluşturulmuştur. Beklentilerimiz baz senaryo analizine dayanırken, yukarı ve aşağı yönlü riskler diğer iki senaryo içinde değerlendirilmiştir.

Bu çerçevede, 2010 yılında güçlü bir büyüme performansı yakalayan Türkiye ekonomisinin baz senaryo altında %4.0 oranında daha sınırlı bir büyüme performansı yakalayacağı düşünülmüştür. Bu senaryo altında enflasyonun %7.15 seviyesinde gerçekleşmesi beklenirken, politika faizinin %7.0 seviyesine yükseltilmesi mümkün olabilir. 2011 yılının ilk çeyreğinde TÜFE'nin TCMB'nin orta vadeli hedefine uyumlu olarak %5 seviyelerine gerilemesi, ilk çeyreğin ardından ise enflasyonun yeniden yukarı yönlü hareket etmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, TCMB'nin yılın ikinci yarısında faiz artırımına geçmesi mümkün görünmektedir. Politika faizine ilişkin bu beklentilere paralel olarak gösterge tahvil getirisinin 2011 yılını %8.5 seviyelerinde tamamlaması beklenmektedir. Diğer yandan baz senaryo altında, dış ticaret açığının 2011 yılında genişlemeye devam edeceği ve büyüme beklentilerimiz ışığında 83 milyar dolara ulaşabileceği düşünülmektedir. 2011 yılında dış ticaret açığının 83 milyar dolar olacağı beklentisi altında, cari işlemler dengesinin 53 milyar dolar açık vermesi ve böylece cari işlemler açığının GSYİH'ye oranının %6.7'ye yükselmesi beklenmektedir. 2011 yılında işsizlik oranındaki düşüşün devam etmesi mümkün olabileceken, işsizlik oranı beklentimiz %10.8 seviyesine işaret etmektedir.

Senaryo-1'de ise, %5.0 oranı ile baz senaryoya göre daha güçlü bir büyüme performansının yakalanacağı düşünülmektedir. Söz konusu senaryo altında enflasyonist baskıların hızlanması mümkün görünürken, TÜFE'nin %9.4'e yükseleceği öngörülmektedir. 2011 yılında emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketler bu senaryoyu önemli hale getirebilecektir. Enflasyonist baskıların arttığı bir ortamda, TCMB'nin daha agresif faiz artırımına giderek politika faizini %8.0 seviyesine çekmesi mümkün görünmektedir. Bununla birlikte piyasa faizinin de yukarı yönlü hareket ederek yılı %10.35 seviyesinden tamamlaması beklenmektedir. Dış ticaret açığının daha sert genişleyeceği beklenirken, dış ticaret açığının 86 milyar dolar, cari işlemler açığının ise 60 milyar dolar olması öngörülmektedir. Diğer yandan işsizlik oranının bu senaryo altında %10.0 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Yurtdışı piyasalarda toparlanmanın devam ettiği varsayımı altında, Türkiye için hazırladığımız ikinci senaryoda ise, büyümenin %3.0 oranında baz senaryo altında bir performans yaşanabileceği düşünülmektedir. Bu senaryo altında, TCMB'nin TÜFE'de 2011 yılı hedefi olan %5.5'in yakalanabileceği öngörülmektedir. Dolayısıyla TCMB'nin enflasyonist risklerin zayıflaması nedeniyle faiz oranlarını sabit tutması mümkün olacakken, gösterge tahvile ilişkin beklentimiz %7.65 seviyesi yönündedir. Bu senaryo altında dış ticaret ve cari işlemler açığının artış hızının yavaşlayacağı beklenirken, dış ticaret açığının 75 milyar dolar, cari işlemler açığının ise 47 milyar dolar olması mümkün görünmektedir. Görece daha sınırlı büyüme beklentisi içeren senaryo altında işsizlik oranının 2011 yılında %12.0 seviyesine yükseleceği tahmin edilmektedir.

Raporun son bölümünde ise GSYİH'nin yaklaşık %90'ını oluşturan bankacılık sektörünün 2011 yılında nasıl bir seyir izleyeceğini ortaya koymak açısından bilançonun temel kalemleri olan toplam aktif, kredi, takibe girmiş alacaklar (TGA), menkul değerler cüzdanı (MDC), mevduat ve net dönem karı rakamları tahmin edilerek analitik bir değerlendirme yapılmıştır.

Tablo-3 Bankacılık Sektörüne İlişkin Beklentiler

| | Toplam Aktif (Yıllık Değişim) | Toplam Kredi (Yıllık Değişim %) | TGA (Brüt, Yıllık Değişim) | TGA Oranı (%) | MDC (Yıllık Değişim %) | Mevduat (Yıllık Değişim %) | Net Dönem Karı (Yıllık Değişim %) |
|--------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------|---------------|---------------------------|----------------------------------|---|
| Baz Senaryo | 15.7 | 23.0 | -11.5 | 3.2 | 3.7 | 17.3 | -13.7 |
| Senaryo 1 | 18.7 | 29.0 | -18.7 | 2.8 | -11.2 | 21.3 | -18.2 |
| Senaryo 2 | 11.8 | 15.5 | 6.2 | 4.1 | 5.1 | 15.7 | -7.9 |

Kaynak: Vakıfbank

Baz senaryo varsayımı altında, ekonomide yaşanan toparlanmanın 2011 yılında da devam etmesi beklenirken, kredilerde ve menkul değerler cüzdanında yaşanması beklenen olası artışlar 2011 yılında bankacılık sektörü toplam aktiflerinin yıllık bazda %15.7 büyüyeceğine işaret etmektedir. 2010 yılında kredilerde yaşanan sert hareketin 2011 yılında bir miktar yavaşlamakla birlikte devam etmesi halinde kredilerde yıllık bazda %23 artış öngörüldükçe, 2011 yılı sonunda işsizlik oranının %10.8'e gerileyeceği beklentilerinin altında TGA/Kredi oranının 2011 yıl sonunda %3.2'ye gerilemesi beklenmektedir. Diğer yandan 2011 yılında faiz oranlarında sınırlı da olsa yeniden yukarı yönlü hareketlerin görülebileceği beklentisi altında MDC'nin yıllık artış hızının %3.7'ye gerilemesini ve mevduat artış oranının 2011 yıl sonunda %17.3 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir. Faizlerdeki harekete bağlı olarak net dönem karının yıllık bazda %13.7 gerilemesi beklenmektedir.

Senaryo 1 ekonominin görece daha hızlı büyüdüğü ve enflasyonist baskılarla TCMB'nin hızlı faiz artırımına geçtiği varsayımına dayanırken, bankacılık sektörü toplam aktiflerinin yıllık bazda %18.7 büyüyeceği tahmin edilmektedir. Toplam aktiflerinde küçülmeye gitmek istemeyen sektörün kredi plasmanlarına ağırlık vermesi ile kredilerin yıllık bazda %29 oranında artması beklenmektedir. 2011 yılında TCMB'nin daha sert faiz artırımına geçmesi varsayımının altında, MDC'nin artış hızının -%11.2 seviyesinde gerçekleşmesi beklenirken, faiz oranlarına görece daha duyarlı olan mevduat artış oranının hızlanması ve %21.3'e ulaşması öngörülmektedir.

Senaryo 2 altında ise daha düşük bir büyümeye karşın faiz oranlarının düşük seviyelerdeki seyrini koruması beklenirken, bankacılık sektörü toplam aktiflerinin yıllık bazda %11.8 büyüyeceği tahmin edilmektedir. Büyümede aşağı yönlü risklerin oluşması durumunda kredilerin artış hızındaki yavaşlamanın sertleşmesi ile kredilerde yıllık bazda %15.5 ile düşük seviyede artış beklenmektedir. 2011 yılında TCMB'nin faiz oranlarını düşük seviyelerde tutmaya devam etmesi durumunda MDC'nin artış hızının %5.1 olarak gerçekleşmesi beklenirken, mevduat artış hızının %15.7 ile sınırlı kalması öngörülmektedir. Daha düşük bir büyümeye karşın faiz oranlarının düşük seviyelerdeki seyrini koruması nedeniyle karlılıktaki düşüşün daha yavaş olacağı düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

| | |
|---|-----------|
| GLOBAL EKONOMİYE İLİŞKİN BEKLENTİLER | 2 |
| - Büyüme..... | 2 |
| - İşsizlik..... | 4 |
| - Enflasyon Oranları | 5 |
| - Faiz Oranları..... | 6 |
| - Dünya Ticaret Hacmi ve Cari İşlemler Dengesi | 7 |
| - Bütçe ve Borçlanma..... | 8 |
| - Sermaye Akımları..... | 10 |
| FİNANSAL PİYASALARA İLİŞKİN BEKLENTİLER..... | 11 |
| - Hisse Senedi Piyasaları | 11 |
| - Döviz Piyasaları..... | 12 |
| - Emtia Piyasaları | 16 |
| - Altın | 16 |
| - Petrol..... | 17 |
| - Diğer Emtia | 17 |
| - Kredi Piyasaları | 17 |
| TÜRKİYE EKONOMİSİNE İLİŞKİN BEKLENTİLER | 20 |
| - Büyüme..... | 20 |
| - Enflasyon | 23 |
| - Cari İşlemler Dengesi | 26 |
| - İşsizlik Oranı..... | 27 |
| - Finansal Piyasalar – Faiz Oranı..... | 29 |
| 2011 Yılında Türkiye’de Faiz Oranlarının Seyrinde Etkili Olabilecek Faktörler | 29 |
| 2011 Yılında Gösterge Tahvil Getirisi Nasıl Bir Seyir İzleyecek? | 32 |
| TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ | 34 |
| TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNE İLİŞKİN BEKLENTİLER | 35 |

GLOBAL EKONOMİYE İLİŞKİN BEKLENTİLER

2010 yıl sonunun gelmesiyle beraber, 2011 yılında global ekonominin ve Türkiye ekonomisinin seyrine yönelik beklentiler önem kazanmıştır. Bu çerçevede hazırlanan raporun Global Ekonomiye İlişkin Beklentiler bölümünde, IMF beklentileri esas alınarak, büyüme, işsizlik, enflasyon ve faiz oranları ile cari işlemler dengesine ilişkin beklentiler, hem gelişmiş ve hem de gelişmekte olan ülke bazında değerlendirilmiştir. Tablo 1’de söz konusu beklentiler özet şeklinde verilmiş olup, daha detaylı analiz raporun devamında yer almaktadır. Raporun Finansal Piyasalara İlişkin Beklentiler bölümünde ise, global ekonomide yaşanması beklenen gelişmeler ışığında, 2011 yılında finansal piyasalara ilişkin beklentilere yer verilmiştir.

Tablo-1: 2011 Yılına İlişkin IMF Tahminleri

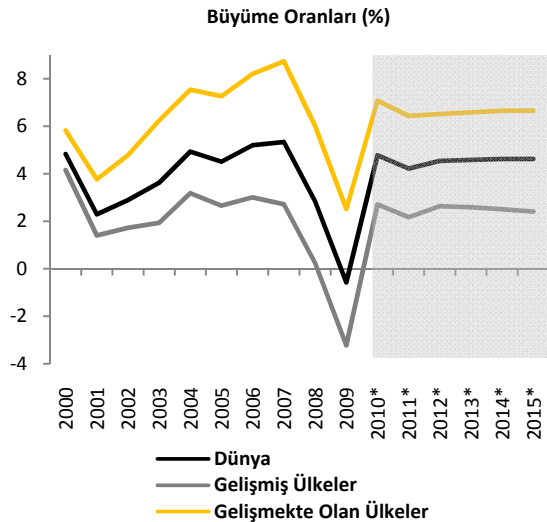
| | Büyüme Oranı (%) | İşsizlik Oranı (%) | TÜFE (y-y, %) | Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (%) |
|--------------------------------|------------------|--------------------|---------------|---------------------------------|
| Dünya | 4.6 | -- | 2.93 | -0.7* |
| Gelişmiş Ülkeler | 2.4 | 6.4 | 1.51 | -0.06 |
| Gelişmekte Olan Ülkeler | 6.6 | 5.5 | 4.50 | 1.4 |

Kaynak: IMF, *Ortalama piyasa beklentisi

- Büyüme

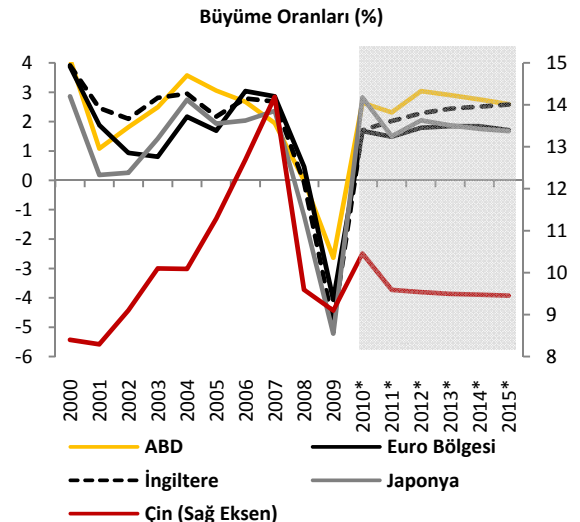
Küresel krize bağlı olarak dünya ekonomisindeki yavaşlama, gelişmiş ülkelerin (GÜ) yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) hızlı büyüme tempolarını da düşürmesine neden olmuştur. Ancak 2009’un ikinci yarısından itibaren dünya genelinde büyüme oranlarının pozitifte dönmeye başlamasıyla birlikte GOÜ’ler de büyüme tempolarını artırmaya başlamışlardır. 2010’un ortalarına doğru ise, ABD ve Euro Bölgesi kaynaklı büyüme kaygıları artarken, GOÜ’lerin öncül göstergelerinin istenen büyüme hızının biraz gerisinde kaldığı gözlenirse de, daha sonra açıklanan üretim göstergelerindeki artışlarla birlikte bu ülkelerin büyüme oranlarına ilişkin beklentiler olumluya dönmüştür. Mevcut durumda GOÜ’lerin son on yıldaki hızlı büyüme performanslarını, GÜ’lerin üretim faaliyetlerinin yavaş seyrine bağlı olarak önümüzdeki yıllarda da devam ettirecekleri beklentisi artmıştır.

Grafik-1



Kaynak: IMF, *: IMF Tahminleri

Grafik-2



Kaynak: IMF, *: IMF Tahminleri

Dünya ekonomisi 2009 yılında %0.6 oranında küçülürken, bu daralmaya en büyük katkı %3.2 oranındaki küçülme ile GÜ'lerden gelmiş, GOÜ'ler ise %2.5 oranında büyüyerek bu daralmayı önemli ölçüde sınırlamıştır. 2010 yılına Avrupa ülkelerinin yüksek kamu açığı sorunlarıyla başlayan dünya ekonomisi, son dönemde GÜ'lerde büyüme performansının hız kaybetmesi sonucu, yeniden yavaşlama tehlikesiyle karşı karşıya kalmıştır. IMF Ekim ayında yayınladığı "Dünya Ekonomik Görünüm Raporu"nda, 2010 yılında dünya ekonomisinin ortalama %4.7 büyüyeceğini öngörürken, 2011 yılında dünya ekonomisinin bir miktar gerileyerek ortalama %4.2 büyüyeceğini tahmin etmektedir. GÜ'lerin 2011 yılında %2.1 ile ılımlı bir toparlanma sergilemesini bekleyen IMF, GOÜ'lerin %6.4 büyüme oranı ile global büyümeye katkısının artarak devam edeceğini öngörmektedir.

Piyasalarda genel öngörü büyüme rakamının 2010 yılında bir miktar toparlanacağı ancak 2011 yılında 2010 yılındaki oranların altında kalacağı yönündedir. Nitekim ABD'de açıklanan öncül göstergeler büyüme temposunun hız kesmeye başladığı görüşünü desteklerken, 2009 yılında %2.6 küçülen ABD ekonomisinin 2010 yılında %2.6 oranında büyüyeceği beklense de 2011 yılında büyüme oranının daha da gerileyebileceği beklentisi giderek artmaktadır. ABD Merkez Bankası (FED) Başkanı Bernanke'nin açıklamaları da büyüme beklentilerine yönelik olumsuz kaygıları desteklemektedir. FED tarafından 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren ekonomideki toparlanmaya dair umut veren açıklamalar, yerini belirsizlik vurgusuna bırakmıştır. FED'in makroekonomik verilere dair beklentilerinde Haziran ayında yaptığı revizyonlar da ABD ekonomisinin toparlanma gücüyle ilgili kaygılarını yansıtmaktadır. FED Nisan ayında %3.2 - %3.7 olarak belirlediği büyüme beklentisi aralığını Haziran ayında %3 -%3.5 bandına çekerken, enflasyon beklentilerini aşağı yönde, işsizlik oranı beklentilerini ise hafif yukarı yönde revize etmiştir.

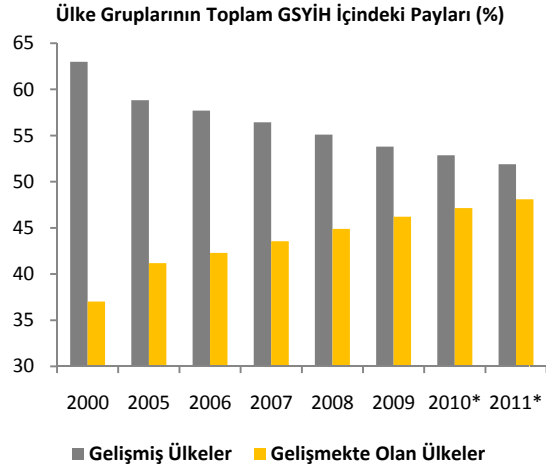
Son dönemde Euro Bölgesi'nde açıklanan makro ekonomik göstergeler yavaşlamaya işaret etmekle birlikte, Avrupa ülkelerinin yüksek kamu açıkları nedeniyle artan ülke riskleri, küresel büyüme kaygılarını da beraberinde getirmektedir. Euro Bölgesi'nde Yunanistan ile başlayan bankacılık sektörü ve borç krizinin İrlanda'ya sıçraması ve diğer Avrupa ülkelerine de yansiyabileceğine dair endişeler söz konusu bölge içerisinde farklı hususlardan kaynaklanan makroekonomik istikrarsızlıkların varlığını daha da belirgin hale getirmektedir. Nitekim 2009 yılında %4.0 oranında sert bir biçimde küçülen Euro Bölgesi ekonomisinin 2010 yılında %1.6 büyüyeceğini tahmin eden IMF, 2011 yılı için bu oranı %1.4'e çekmiştir.

Gelişmiş ekonomiler içerisinde toparlanma eğilimi görece olarak zayıf ülke konumunda olan İngiltere'nin 2009 yılında %4.8 oranında küçüldüğü görülmektedir. Bu durumun temel gerekçesi olarak hizmetler sektöründeki düşük performans gösterilmekle birlikte, 2010 yılında hane halkı tüketimindeki ve kamu harcamalarındaki toparlanmanın etkisiyle 2010 yılında İngiltere ekonomisinin %1.7 ve 2011 yılında %2 oranında büyüyeceği öngörülmektedir.

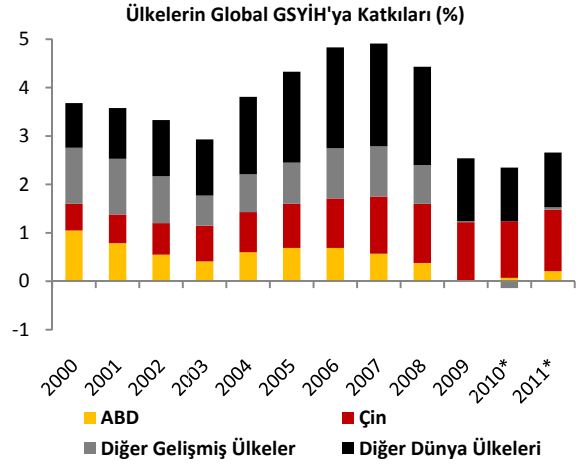
2009 yılında %5.2 küçülen Japonya'da, iktisadi faaliyetlerin 2009 yılının son çeyreğinde ve 2010 yılının ilk aylarında görece bir iyileşme eğilimine girmesi ve büyüme performansındaki gelişmede dış talepteki artışın da etkili olması ile 2010 yılında %2.8 ve 2011 yılında %1.5 büyüyeceği öngörülmektedir.

Euro Bölgesi ve ABD'nin ekonomik toparlanma ve büyüme görünümüne ilişkin yukarı yönlü riskler artarken, GOÜ'ler için öncül aktivite göstergeleri büyüme temposunun daha güçlü olduğunu ortaya koymaktadır. Dünya ekonomisindeki canlanmanın çok hızlı olmamasına karşın, GOÜ'lerde büyüme dinamiğine iç talebin katkısının artması, öncül büyüme göstergelerinin (sanayi üretimi, PMI) ve dış ticaret göstergelerinin olumlu bir tabloya işaret etmesi GOÜ'lerin global GDP içindeki paylarının artmasına da katkı sağlamaktadır. Nitekim 2009 yılında GÜ'lerin ekonomileri sert bir biçimde küçülürken, GOÜ'ler içinde küresel büyüme performansına en büyük katkıyı yapan Çin'in büyüme oranı 2009 yılında %9 seviyesinde gerçekleşmişken, IMF, Çin ekonomisinin 2010 yılında %10.4 ve 2011 yılında %9.5 büyüyeceğini öngörmektedir.

Grafik-3



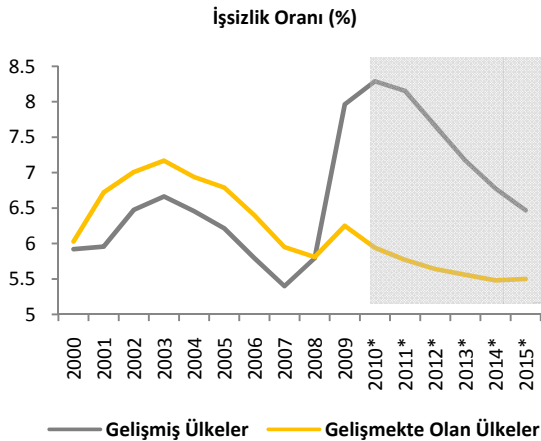
Grafik-4



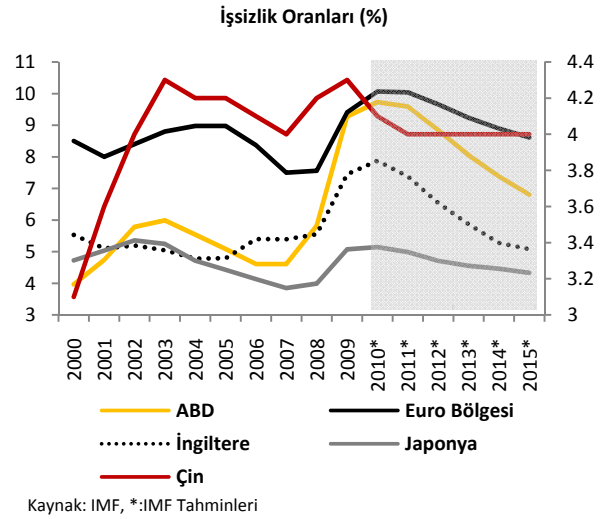
Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarının toplam GSYİH içindeki payları incelendiğinde, GOÜ'lerin dünya genelinde elde edilen toplam hasıla içindeki paylarının GÜ'lere büyük ölçüde yaklaştığı görülmektedir. Enflasyondan arındırılmış verilerle yapılan incelemede 2010 yılında gelişmiş ülkelerin toplam hasıla içindeki payının %52'ye gerileyeceği, GOÜ'lerin payının ise %47'ye yükseleceği tahmin edilmektedir. Performans açısından yapılan karşılaştırmada ise, GOÜ'lerin ve özellikle Çin'in küresel kriz süresince global hasılaya yaptığı katkının devam ettiği dikkat çekmektedir. IMF, krizden çıkış sürecinin başarıyla tamamlanacağı varsayımına dayalı olarak 2011 yılında ABD'nin toplam hasılaya katkısının görece artacağı buna karşılık diğer GÜ'lerin katkısının azalmaya devam edeceği öngörülmektedir.

- İşsizlik

Grafik-5



Grafik-6

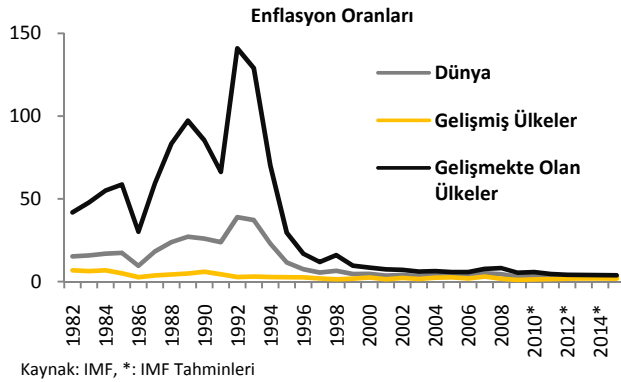


Dünya ekonomisi 2009 yılında sert bir biçimde küçülürken istihdam piyasası da ciddi oranda daralmıştır. GOÜ'lerde istihdam piyasasında yaşanan yapısal sorunlar nedeniyle işsizlik oranı 2009 yılında %6.2 seviyesine yükselirken, yaşanan son krizin özellikle GÜ'ler üzerinde daha çok etkili olması nedeniyle işsizlik oranı sert bir biçimde yükselerek %7.9 seviyesine gelmiştir. Aynı zamanda GÜ'lerde, şirket iflaslarının daha yüksek oranlarda gerçekleşmesi, işsizlik oranlarının son zamanların en yüksek seviyelerine gelmesine neden olmuştur. Nitekim IMF ve Dünya Bankası 2011 yılı için değerlendirmede bulunurken, küresel ekonominin önündeki en önemli sorunun işsizlik olduğu vurgulanmıştır. IMF, dünya ekonomisinin İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana görülen en derin resesyondan çıkmaya başladığını ve toparlanma hızının her bölgede farklı olduğunu belirtirken, GÜ'lerde istihdamda bu yıl görülecek olan toparlanmaya rağmen işsizliğin gelecek yıl da yüksek seyretmeye devam edeceğini vurgulamıştır. GÜ'lerde ekonomik toparlanmanın düşük seyretmesi nedeniyle bu ülkelerde 2011 yılında işsizlik oranının %8.1 seviyesine yükselmesi beklenirken, GOÜ'lerde bu oranın %5.7 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.

Özellikle ABD'de %9.7 ile son dönemlerin en yüksek seviyesine ulaşan işsizlik oranının 2011 yılında yine bu seviyelerde seyretmesi beklenirken, Euro Bölgesi'nde %10 ve İngiltere'de %7.3 ile şu anki seviyelerine yakın seyretmesi öngörülmektedir. GOÜ'lerin lokomotifi konumunda olan Çin'de ise işsizlik oranının 2011 yılında da %4 ile düşük seviyelerde gerçekleşmesi beklenmektedir.

- Enflasyon Oranları

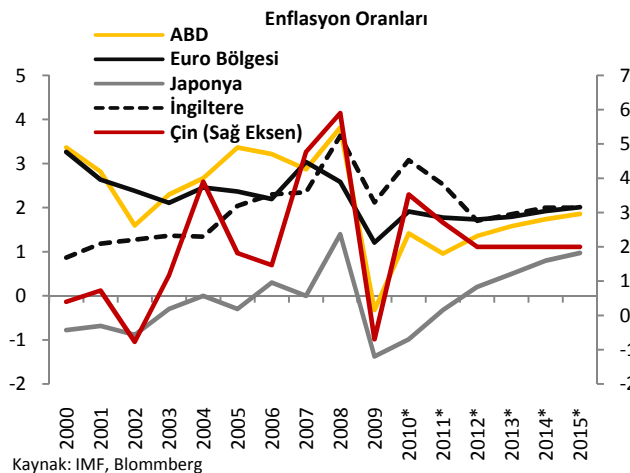
Grafik-7



2008 yılında emtia fiyatlarındaki artışa bağlı olarak dünya genelinde hızla artan enflasyon oranları 2007 yılının ikinci yarısında başlayan finansal krizin ardından daralan talebe bağlı olarak sert bir şekilde gerilemiştir. Ekonomilerdeki yavaşlamanın toplam talebi daraltması sonucu tüm dünyada düşüş eğilime giren enflasyon 2009 yılında ABD, Euro Bölgesi, Japonya gibi GÜ'lerde düşük seviyelerde bulunurken, aynı dönemde GOÜ'lerin enflasyon oranı GÜ'lerin üzerinde gerçekleşmiştir. 2010 yılı başında dünya ekonomisinde görülen

toparlanma enflasyon beklentilerinde artışa yol açsa da, Avrupa'da ortaya çıkan yüksek kamu açığı sorunları ve ABD'nin öncü göstergelerindeki yavaşlama, enflasyon beklentilerinin yeniden değişmesine neden olmuştur. Büyüme kaygılarının artmasıyla, krizle beraber uygulanmaya başlanan genişletici para politikalarından çıkış yönünde bir adım atılmadığı gibi tam tersine, başta ABD olmak üzere Euro Bölgesi ve Japonya'da genişletici para politikalarına devam edilmesi, enflasyonist baskıları artıracak bir gelişme olmakla birlikte şu an için enflasyon oranlarındaki artışını sınırlı olduğu görülmektedir.

Grafik-8



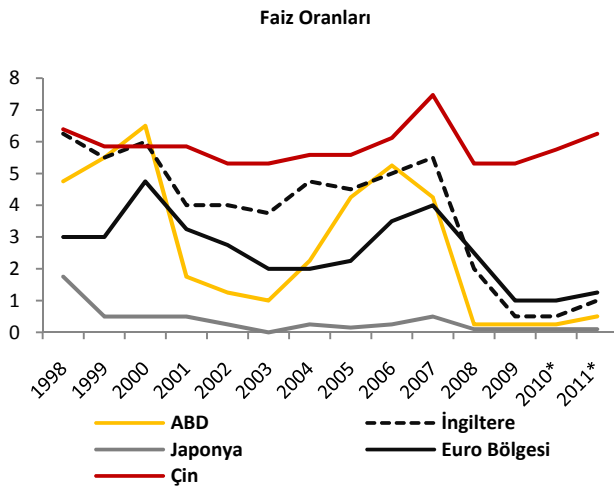
Halen dünya ekonomisinde mevcut enflasyondaki artış genel olarak maliyet kökenli olmakla birlikte, her ülke için farklı nitelik arz etmektedir. Küresel talepte henüz belirgin bir canlanma yaşanmazken, enflasyonun maliyet kaynaklı olmasının sebebi reel ekonomide gözlenen toparlanmadır. IMF Ekim ayında yayınladığı "Dünya Ekonomik Görünüm Raporu"nda, emtia fiyatlarının son dönemde yaşanan artışa karşın önümüzdeki dönemde yatay bir seyir izleyeceği ve ücretlerdeki aşağı

yönlü baskıların kademeli olarak azalacağı beklentileri altında, GÜ'lerde enflasyonun 2011 yılında yaklaşık %1 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin etmektedir.

GOÜ'lerde ise krizle birlikte enflasyon oranlarında izlenen düşüşün, talebin toparlanmaya başlaması, işgücü piyasalarında toparlanmanın devam etmesi, emtia fiyatlarındaki yükselişlere bağlı olarak yerini yükselişe bırakması beklenmektedir. GÜ'lerde devam etmekte olan genişletici para politikaları GOÜ'lere olan sermaye akımlarını hızlandırırken, bu durum para birimlerinin aşırı değerlenmesi, ekonominin aşırı ısınması gibi olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Ekonomik toparlanmaya bağlı olarak emtia fiyatlarının artış eğiliminde olması ve Çin, Hindistan gibi ülkelerde sanayi üretiminin emtiya bağımlı olması bu ülkelerin emtia fiyatlarındaki artışlara aşırı duyarlı hale getirmektedir. Tüm bu gelişmeler bir ara düşünüldüğünde 2011 yılında GOÜ'lerde düşük enflasyon ortamının sürdürülemediği ve enflasyonist baskıların artacağı tahmin edilmektedir.

- Faiz Oranları

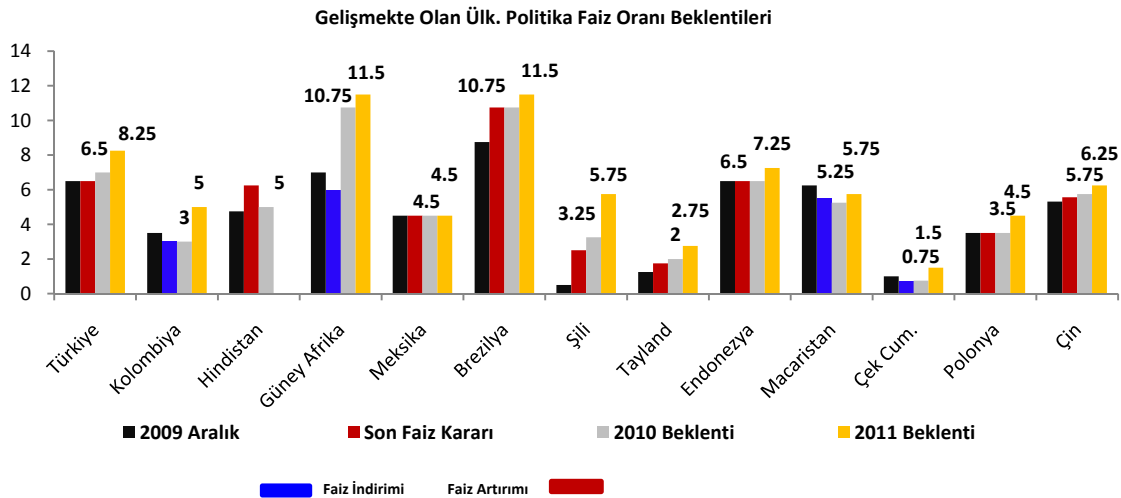
Grafik-9



Kaynak: IMF, Bloomberg

Küresel resesyon nedeniyle daralan ekonomilerde 2009 yıl sonu itibariyle pozitif büyüme rakamlarının görülmeye başlanması, resesyondan çıkış sürecinin başladığı yorumlarına neden olmuştur. 2010 yılı ilk çeyreğinde pek çok merkez bankası çıkış stratejileri uygulamaya başlarken, bu çerçevede bazı merkez bankaları kısa vadeli gösterge faiz oranlarını artırmayı tercih etmiş, bazıları da uygulamaya koydukları tahvil satın alma programlarını sona erdirmeye karar almışlardır. Çıkış stratejilerinin yanı sıra faiz indirimlerine devam eden merkez bankalarının da bulunması ülkelerin para politikalarında ayrıştıklarını göstermektedir.

Grafik-10



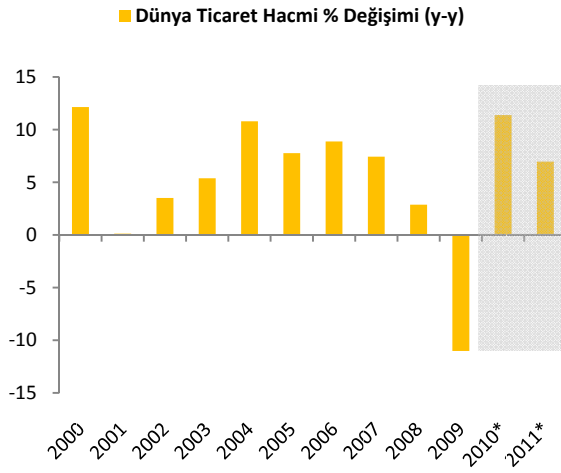
Kaynak: IMF, Bloomberg

GÜ'lerin potansiyel büyüme oranlarının altında büyüme ve daha yüksek bir işsizlik oranı ile karşı karşıya kalmaları sonucu faiz oranlarının kriz öncesi seviyenin altında kalmaya devam ettiği görülmektedir. Öte yandan GÜ'lere göre krizin etkilerini daha çabuk atlatarak kriz öncesi büyüme oranlarına yaklaşılmaya başlayan ve genişletici para politikalarını geri çeken GOÜ merkez bankalarının önümüzdeki dönemde faiz artırımlarına başlaması mümkün olabilir. Hâlihazırda Hindistan, Çin, Tayland, Brezilya ve Şili gibi pek çok ülkenin faiz arttırdığı görülmektedir.

Faiz artırım beklentileri üzerinde, son dönemde GOÜ'lerde izlenen enflasyonist riskler dışında ülke risklerinin de etkili olması mümkün olabileceken, özellikle AB'de yaşanan sorunlarla son dönemde ülke risklerine yönelik endişelerin arttığı görülmektedir. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde GOÜ'lerde faiz artırımını beklemekle birlikte, faizlerin kriz öncesi seviyenin altında olacağı düşünülmektedir.

- Dünya Ticaret Hacmi ve Cari İşlemler Dengesi

Grafik-11

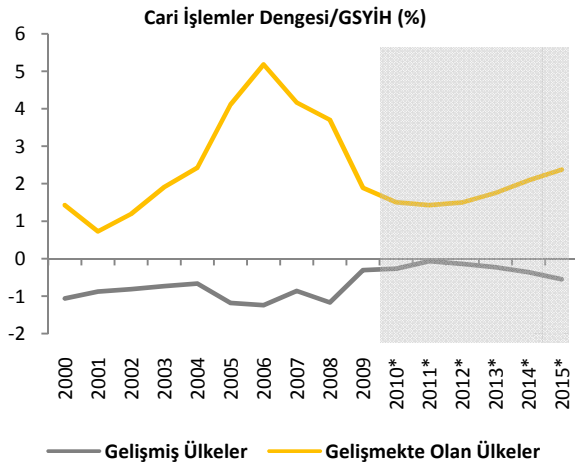


Kaynak: IMF, *: IMF Tahminleri

Dünya Ticaret Örgütü verilerine göre 2009 yılında ticaretteki daralma oldukça sert bir biçimde gerçekleşmiş ve böylece ticaret hacmi büyük resesyondan beri en sert düşüşünü 2009 yılında yaşayarak %11 oranında gerilemiştir. Küresel ekonomi için temel risk alanlarından birini oluşturan ticarete korumacı eğilimlerdeki artışa karşı uluslararası ölçekte gösterilen hassasiyet, 2010 yılında ticaretin yeniden canlanmasında önemli rol oynamıştır. Öte yandan, IMF'nin dünya ticaret hacmine ilişkin revize edilmiş tahminlerine göre 2009 yılında %11 azalan dünya ticaret hacminin global ekonomik toparlanmaya da bağlı olarak 2010 yılında %11.3, 2011 yılında ise %6.9 artması beklenmektedir. IMF'nin 2010 yılı için dünya ticaret

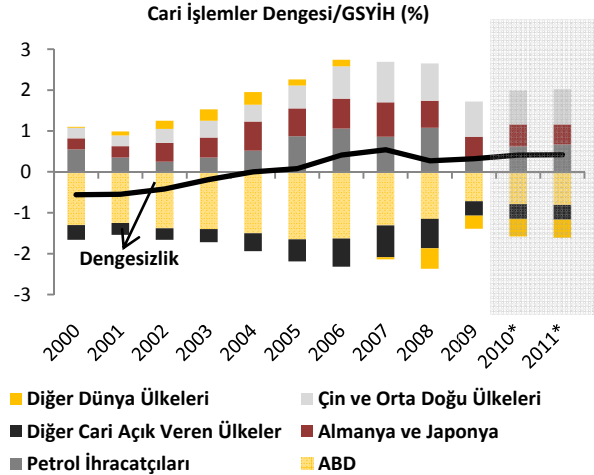
hacmine ilişkin tahminlerini yukarı yönde revize etmesi dış ticaret imkânlarının artacağına dair iyimser bir görünüm ortaya koymaktadır.

Grafik-12



Kaynak: IMF, *: IMF Tahminleri

Grafik-13



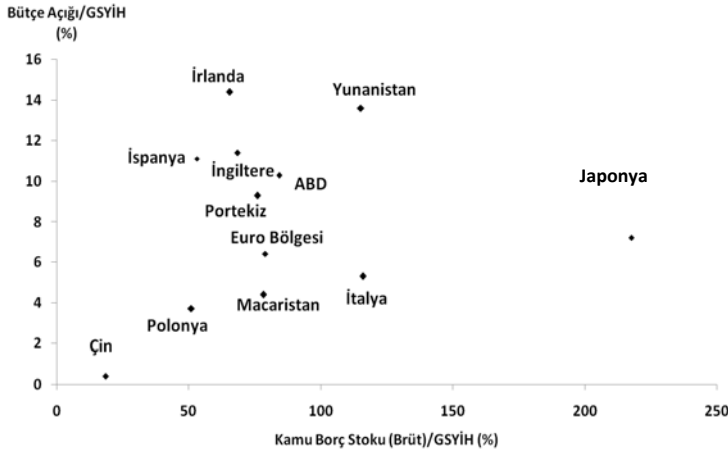
Kaynak: IMF, * IMF tahminleri

Bu çerçevede krizin meydana gelmesinde de büyük paya sahip olan cari işlemler dengesizliklerine de değinmek gerekmektedir. Yıllar itibarıyla GÜ'lerin sürekli olarak cari işlemler açığı verdiği görülürken GOÜ'lerde verilen fazla dikkat çekmektedir. Kriz öncesi dönemde cari fazla veren GOÜ'lerde oluşan tasarruf fazlası ile cari açık veren GÜ'lerdeki tasarruf açığının sebep olduğu dengesizlik global ekonominin istikrarını önümüzdeki dönem içinde hala tehdit etmektedir. IMF, cari fazla veren ülkelerin uyguladıkları kur politikalarının cari dengesizliklerin yarattığı kısır döngüyü desteklediğini vurgularken, döviz kuru uygulamalarının da krizden çıkış sürecinde alınacak tedbirler kapsamında gözden geçirilmesi gerektiğini belirtmiştir. Bu çerçevede IMF verilerine göre, GÜ'lerde cari işlemler hesabının 2010 yılında GSYİH'nın %0.2'si ve 2011 yılında %0'ı seviyelerinde açık vermesi beklenirken, GOÜ'lerde cari işlemler hesabının sırasıyla GSYİH'nın %1.8'si ve %1.5'i seviyelerinde fazla vermesi beklenmektedir.

- Bütçe ve Borçlanma

2007 yılının sonlarında ABD'de konut sektöründe başlayan kriz, kredi piyasalarını olumsuz etkileyerek kredi hacminde ciddi daralmaya neden olurken, daralan kredi hacmi de küresel ekonomiyi 6 yıl sonra yeniden resesyona sokmuştur. 2007 yılından itibaren giderek derinleşen bir şekilde yüzyılın en büyük ve en olağandışı kredi krizi yaşanırken, hem para hem de maliye politikaları kanalıyla devreye sokulan önlemler de tarihte emsali görülmemiş büyüklüklere ulaşmıştır.

Grafik-14



Kaynak: Bloomberg

2007 yılının üçüncü çeyreğinde ABD'de konut piyasasında başlayan kriz, kısa sürede kredi ve likidite krizine dönüşerek ticaret ve finansal bağlantılar kanalıyla global ölçekte dünya ekonomisine büyük zarar vermiştir. Kriz döneminde kamu ve merkez bankaları tarafından alınan önlemler ve krizin etkilerini hafifletmek için yapılan harcamalar sonraki yıllarda krizi özel sektörden kamu sektörüne kaydırırken, bu doğrultuda 2010 yılında ülkelerin borç ve bütçe problemleri ön plana çıkmıştır. 2010 yılının Mayıs ayında ise

Euro Bölgesi borç ve bankacılık endişelerine dönüşen bu kriz, AB ve IMF tarafından yapılan görüşmeler alınan önlemler sonucunda yatıştırılmaya çalışılmıştır. Alınan önlemlerin etkisiyle kısmen hafifleyen Euro Bölgesi'ne ilişkin endişelerin ardından ABD'de açıklanan verilerin karışık bir görünüm sergileyerek toparlanma yönündeki endişeleri artırması, piyasalardaki endişelerin yeniden Euro Bölgesi'nden ABD ekonomisindeki yavaşlamaya doğru kaymasına neden olmuştur. Kısa süreli çözümlerle yatıştırılmaya çalışılan Euro Bölgesi'ne ilişkin endişelerin 2010 yılının sonlarına doğru İrlanda'ya ilişkin sorunlarla birlikte yeniden alevlendiği dikkati çekerken, borç krizinin diğer ülkelere de sıçramasının önüne geçebilmek için İrlanda'ya yapılan 85 milyar euroluk kredi paketi AB Maliye Bakanları tarafından onaylanmıştır. Ancak onaylanan pakete rağmen eurodaki değer kaybı, yatırımcıların hala bölgenin borç krizinde sona gelindiği konusunda ikna olmadığını gösterirken, İrlanda Yunanistan'ın ardından dış yardıma ihtiyaç duyan ve finansal destek isteyen ikinci Euro Bölgesi üyesi olarak dikkati çekmektedir.

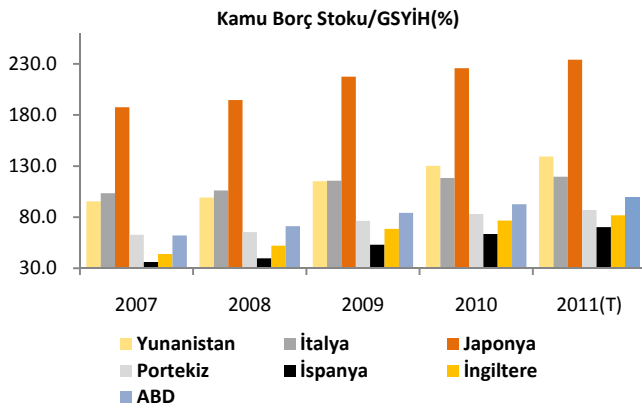
Ayrıca sorunlu ülkelere yapılan yardımlar ve bu ülkelerin uygulamaya koyduğu katı mali önlemler, ülkelerin bütçe açıklarının istenilen seviyelere ulaşmasında zorluk yaratırken, bu konuda da ülkeler arasındaki farklılıklar dikkati çekmektedir. Portekiz, artan işsizliğe bağlı olarak sosyal güvenlik harcamalarının yükselmesi ve vergi

gelirlerinin düşmesine bağlı olarak bütçe açıklarını azaltma konusunda önemli bir mesafe kaydedememişken, Yunanistan, İspanya ve İtalya'nın bütçe açıklarını azaltma konusunda çok daha başarılı olduğu görülmektedir. Portekiz ve İrlanda'nın ise yılsonu bütçe açığı hedeflerini tutturması zor gibi gözükmekte olup, 2010 yılında çift haneli bütçe açığı rasyosuna ulaşılması bile mümkün olabilecektir.

Euro Bölgesi'ne ilişkin endişeler borçlanma maliyetlerinin de yükselmesine yol açarken, bu durum bütçe dengesi hedefini tutturmak için kaynak ihtiyacı devam edecek olan sorunlu ülkelerin borç yükünün önümüzdeki dönemde de artmaya devam etmesine yol açabilir. Bu durum ise bölge ekonomilerine yönelik önemli bir risk unsuru olarak dikkati çekmektedir.

Avrupa'da Yunanistan'dan sonra sorunlu ülkeler olarak görülen İrlanda ve İspanya'nın büyümeye devam eden bütçe açığı ve borçlarıyla ilgili sorunların devam etmesi bu ülkelerdeki ekonomik problemlerin diğer ülkelere de sıçrayabileceği endişelerini arttırmaktadır. Euro Bölgesi'nin lokomotifleri olarak görülen Almanya'nın diğer Euro Bölgesi ülkelerine göre nispeten daha olumlu duruş sergilemesine karşın diğer Euro Bölgesi ülke ekonomilerinin büyümelerindeki farklılıklar nedeniyle bu yüksek büyümenin daha ne kadar sürdürülebileceği bölgedeki temel sorunlardan birini teşkil etmektedir. Ayrıca Euro Bölgesi'nde açıklanan verilerin ABD ekonomisine göre daha olumlu bir tablo çizmesine ve hükümetlerin uyguladıkları reformların ardından pek çok ülkede bütçe açıklarının bazı ülkelerde azalmaya başlamasına karşın işsizlik oranlarının artmaya devam etmesi, imalat verilerinin halen güçlü bir toparlanma olmadığını göstermesi söz konusu ülkelerde mali problemler çözülsede yapısal problemlerin ekonomilerin büyümesi önünde önemli engel olacağını göstermektedir. Diğer taraftan 2008 yılında yaşanan resesyonun global ekonomik büyüme üzerindeki etkisi henüz tam olarak ortadan kalkmamışken, Euro Bölgesi ülkelerinde alınan katı mali önlemlerin de büyüme üzerinde olası olumsuz etkileri olabileceği de göz ardı edilmemelidir.

Grafik-15



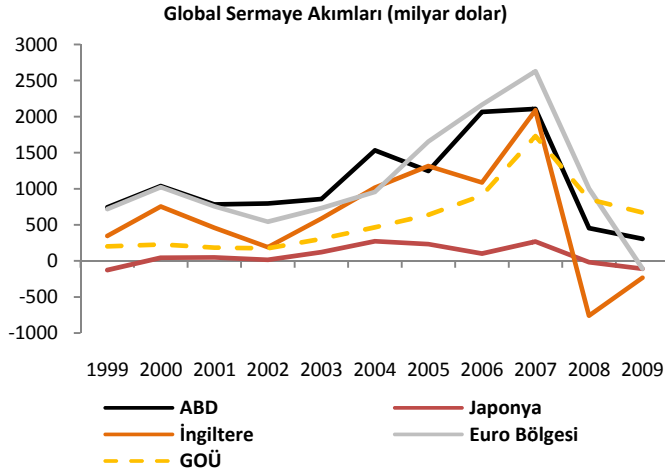
Kaynak: IMF

Tüm bu gelişmelere rağmen hükümetlerin 2011 yılında bütçe açıklarını azaltmak için önümüzdeki dönem için harcama kısıtlamaları ve vergi artışlarına odaklanması ve buna bağlı olarak da politik tansiyonun artmaya devam etmesi beklenmektedir. 2010 yılında Euro Bölgesine ilişkin borç ve bütçe endişelerinin önümüzdeki dönemlerde yüksek borçluluk ve bütçe açığı oranlarına sahip ABD ve Japonya'ya da sıçraması olası gözükmektedir.

Sonuç olarak, Avrupa Finansal İstikrar Fonu (EFSM) gibi mekanizmaların Euro Bölgesi'nde büyük endişe yaratan kırılmalı bankacılık sektörünü daha sağlam bir yapıya kavuşturmayı sağlayabilmesi durumunda, 2013 yılına kadar problemlili ülkelerin borçlarını yeniden yapılandırması mümkün görünmektedir. Aksi bir durumda yani 2013 yılının ortalarına kadar bankacılık sektörünün kırılmalı yapısını hala sürdürmesi durumunda ise Euro Bölgesi'nin bu Finansal İstikrar Mekanizması'nın ya bitiş tarihini daha ileri bir tarihe ötelemesi ve bu programa dahil olan katılımcıların sayısının artırılması ya da ECB'nin dahil olduğu kısmın artırılması olasılıkları dahilinde bulunmaktadır.

- Sermaye Akımları

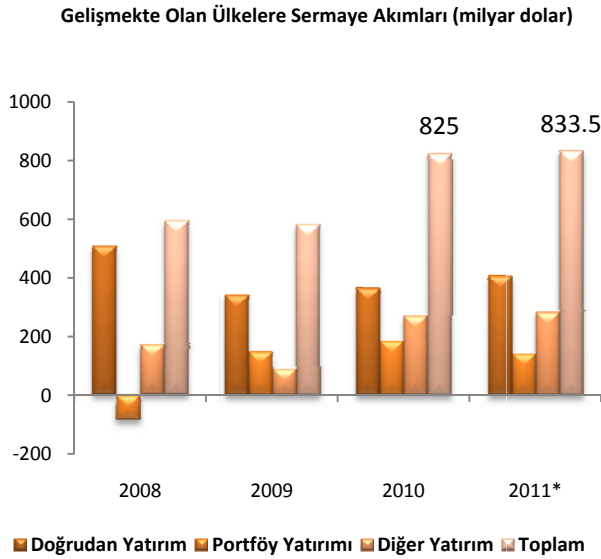
Grafik-16



Kaynak: IMF

Kriz sonrası süreçte gelişmiş ekonomilerdeki genişletici para politikaları ve küresel likidite bolluğu sonucu riskli varlıklara yönelme eğilimi, GOÜ'lerin olumlu büyüme görünümüleri, görece olarak yüksek faiz seviyeleri ve ülkelerin azalan risklilikleri, GOÜ'lere yüksek oranda sermaye girişlerine yol açmaktadır. 2009 yılında Euro bölgesinde artan endişelerle birlikte Euro bölgesine olan sermaye akımlarının keskin bir düşüş yaşadığı görülmektedir. Diğer yandan, ABD'de kriz sonrası devam eden likidite problemleri çerçevesinde sermaye akımlarının hala düşük seviyelerde seyrettiği dikkat çekmektedir.

Grafik-17

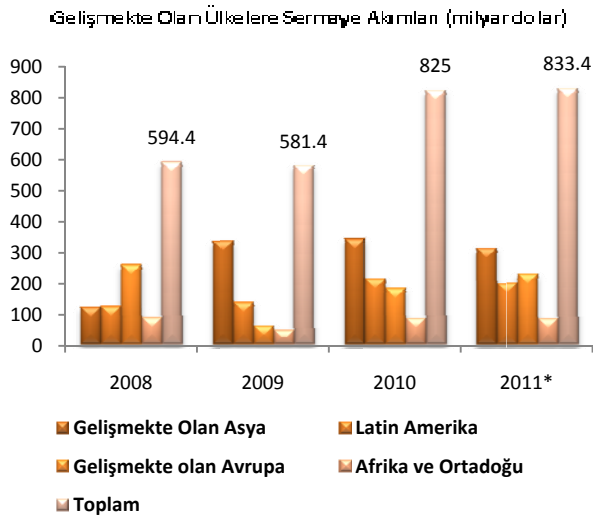


Kaynak: TCMB

Kriz sonrası GOÜ'lere yönelik risk algılamalarının iyileşmesi ile önümüzdeki dönemde GOÜ'lere olan sermaye akımları hız kazanabilir. Diğer yandan, ekonomilerin toparlanma hızları arasındaki farkı yansıtan GÜ ve GOÜ'ler arasındaki ayrışma teorisinin (decoupling), GOÜ'lere olan sermaye girişlerini teşvik edici bir etken olacağı söylenebilir. GÜ'lerde uzun süre uygulanması beklenen genişletici para politikalarına rağmen Çin, Brezilya, Şili gibi GOÜ'lerin faiz artırımlarına başlamış olmaları portföy kanalıyla sermaye girişlerini artırabilir. 2009 yılından itibaren GOÜ'lere olan sermaye akımlarının arttığı görülürken, Uluslararası Finans Enstitüsü (Institute of International Finance – IIF) tahminlerine göre 2011 yılında da

(833.5 milyar dolar) GOÜ'lere sermaye girişlerinin artması beklenmektedir. Bu durum GOÜ'lerde varlık balonu oluşumuna veya finansal sisteme yönelik risklerin oluşmasına neden olabilir.

Grafik-18



Kaynak: TCMB

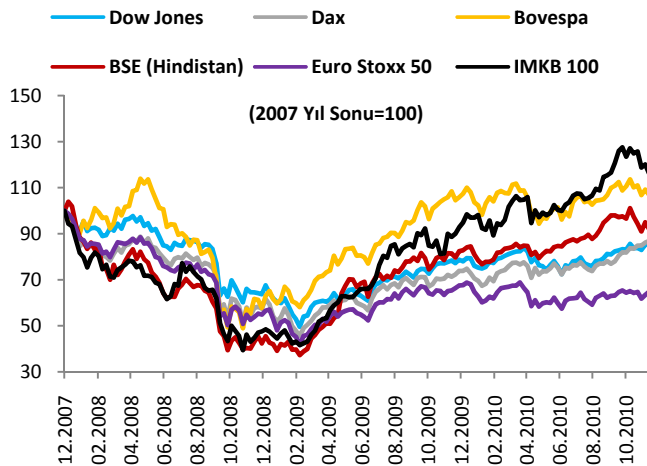
milyar dolar) Tahminlere göre 2011 yılında diğer GOÜ'lere gelen sermaye akımları azalırken, Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan Avrupa ülkelerine olan sermaye akımları artacaktır.

GOÜ'ler bölgesel olarak ayrı ayrı incelendiğinde, 2010 yılı tahminlerine göre en yüksek sermaye akımının gelişmekte olan Asya ülkelerine yöneleceği beklentisi dikkat çekmektedir. 2010 yılsonu için Asya ülkelerini Latin Amerika ülkeleri izlemektedir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan Avrupa ülkeleri ise 182.5 milyar dolar ile 2010 yılı sermaye girişleri yönünden üçüncü sırada yer almaktadır. Yapılan tahminlere göre 2011 yılında Asya ülkelerine olan sermaye akımlarında düşüş beklenmesine rağmen, yine bu ülkeler en yüksek sermaye akımlarını çeken ülkeler olarak dikkat çekmektedir. İkinci sırada ise Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan Avrupa ülkeleri bulunmaktadır. (229.6

FİNANSAL PİYASALARA İLİŞKİN BEKLENTİLER

- Hisse Senedi Piyasaları

Grafik-1



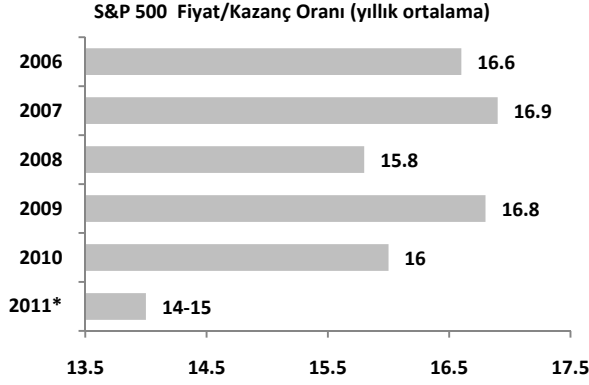
Kaynak: Bloomberg

gevşemediği göz önüne alındığında bu durumun şirketlerin tahvil ihracı yoluyla refinansman olanaklarını arttırması ve borçlanma vadelerinin uzamasına yardımcı olması beklenmektedir. Böyle bir durumda ise şirket bilançolarının daha güçlü olması ve daha sağlıklı bilançoların da şirketlerin hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Tüm bu gelişmelerle birlikte GÜ'lerin zayıf büyüme performanslarına karşın GOÜ'lerin görece daha yüksek büyüme oranlarını 2011 yılında da sürdürecek olmaları ve artan likidite birlikte değerlendirildiğinde, 2011 yılının hisse senedi piyasaları için pozitif getiri sunmaya devam edeceği bir yıl olması

2011 yılının GÜ'lerin hâlihazırda faiz oranlarının bulunduğu tarihi düşük seviyeleri uzunca bir süre daha koruyacağı, enflasyon oranlarının düşük seviyelerdeki seyrini sürdüreceği ve merkez bankalarının ekonomiyi desteklemeye devam edecekleri bir yıl olacağı göz önüne alındığında hisse senedi piyasalarındaki yukarı yönlü hareketin devam edeceği bir yıl olması beklenmektedir. Bu gelişmelerin yanı sıra mevcut durumun hisse senedi piyasalarındaki yükselişi destekleyen diğer faktörleri de incelemekte fayda bulunmaktadır. Tahvil faizlerinin düşük seviyelerde bulunmasına ek olarak kredi standartlarının da henüz yeterince

mümkün görünmektedir. Ayrıca tahvil-bono piyasasında faizlerin yükselmeye ve dolayısıyla fiyatlarının da gerilemeye başladığı dikkate alındığında bu durumun da yatırımcıları hisse senedi piyasalarına yönlendirmesi beklenirken, ABD ve Avrupa borsalarındaki yükselişlerin 2011 yılında %13-15 aralığında olması beklenmektedir.

Grafik-2



Kaynak: Bloomberg

Hisse senedi piyasalarında fiyatların ucuz mu pahalı mı olduğunu gösteren fiyat/kazanç (P/E) oranı S&P 500 için incelendiğinde S&P 500'de fiyat kazanç oranının 2011 yılında uzun dönem ortalaması olan 16 seviyelerinin altında seyretmesi beklenmektedir. Bir şirketin hisse senedi fiyatının hisse başına kârının kaç katı olduğunu gösteren bu oranın gerilemesinde, şirket karlılıklarının yükselmesine karşın hisse senedi piyasalarındaki yükselişlerin daha kısıtlı olacağı beklentisi etkili olmaktadır. Ancak ABD ve Avrupa ekonomilerinin belirgin bir şekilde toparlanması durumunda P/E rasyosunun

yükselmesi de ihtimal dahilinde bulunmaktadır.

Hisse senedi piyasaları için olumlu olarak gösterilen bu gelişmelere karşın, FED'in ikinci niceliksel gevşeme programına rağmen ekonomik aktivitedeki yavaş toparlanma, Euro Bölgesi ülkelerinde yaşanan yapısal sorunların ve Euro Bölgesi ülkelerindeki bütçe ve borç problemlerinin diğer ülkelere de sıçrayabileceği yönündeki endişeler ve GOÜ'lerde enflasyon riskinin belirginleşmesi durumunda söz konusu ülkelerin parasal daralma yönünde alabileceği önlemler 2011 yılına dair olası riskleri oluşturmaktadır. Ayrıca halihazırda Euro Bölgesi ülkeleri kadar öne çıkmamış olsa da, önümüzdeki dönemde Japonya ve ABD'nin de borç ve bütçe problemlerinin de sorun oluşturması olası görünürken, ABD'de vergi indirimlerinin devam etmesi yönünde alınan son karar da vergi gelirlerini azaltması yönünde baskı oluşturabilecektir. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ABD'nin gelecek 2 yıl içinde kredi notlarının tehlikeye girebileceği yönünde yapılan açıklamalar da ABD ekonomisine ilişkin endişeleri yansıtmaktadır.

Bu beklentiler altında ABD, Almanya ve GOÜ'lerden Türkiye, Brezilya, Rusya ve Hindistan favori ülkeler olarak sıralanırken, Çin ve Euro Bölgesi çevre ülkeleri, zayıf performans gösterecek ülkeler kapsamında değerlendirilmektedir.

- Döviz Piyasaları

2010 yılında GÜ'lerde ekonomik aktivitenin yavaşlamasına bağlı olarak artan deflasyona yönelik kaygılar, Avrupa ülkelerinin borç sorunları ve ABD'de ekonomik toparlanmayı desteklemek için ikinci bir niceliksel genişlemeye (QE 2) gidilmesi döviz piyasaları üzerinde etkili olan belli başlı gelişmeler olmuştur. 2011 yılında döviz piyasalarının temel olarak büyüme, artan global dengesizlikler, GÜ'lerin izleyeceği para ve maliye politikaları ile emtia fiyatlarındaki trendlere göre hareket etmesi beklenmektedir.

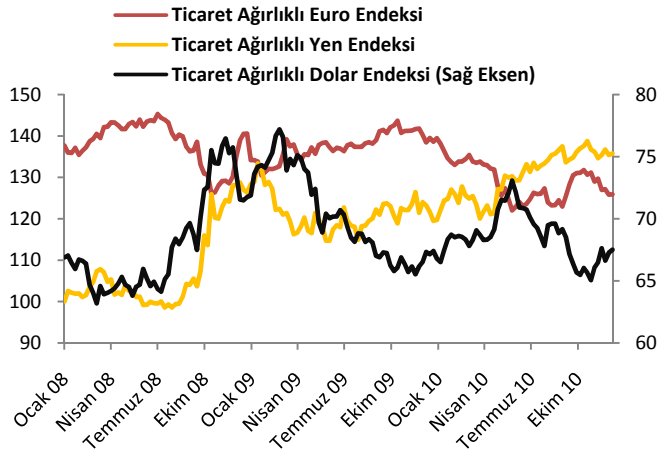
Bir yandan Avrupa'nın bir yılı daha 2010 yılındaki gibi stres altında geçirip geçirmeyeceğine yönelik kaygılar devam ederken, diğer taraftan ABD'nin para ve maliye politikalarında sıkılaştırmayı erteleyip ertelemeyeceği ve enflasyon hedefinin peşinden gidip gitmeyeceği, 2011 yılına yönelik önemli risk unsurları olarak görülmektedir. Kriz sonrası süreçte gelişmiş ekonomilerdeki genişletici para politikaları ve küresel likidite bolluğunun, yatırımcıların riskli ve yüksek getiriye sahip varlıklara yönelme eğilimini artırmasıyla, GOÜ'lere yoğun sermaye girişleri yaşanmaktadır. Yoğun sermaye girişlerinin varlık balonlarının yanı sıra, hızlı ve kontrolsüz kredi genişlemesine neden olması ve bunların sonucunda görülen enflasyon artışı, söz konusu ülkelere yönelik önemli

risk unsurları olarak sıralanabilir. Bu risklerin önüne geçebilmek amacıyla başvuru sermaye kontrollerinin kur savaşlarına yol açarak global dengesizlikleri artırmasından endişe edilmektedir.

2011 yılına ilişkin önemli risk unsurları

- Euro Bölgesi'nde borç krizinin yayılması

Grafik-3



Kaynak: Bloomberg

Döviz piyasaları açısından Avrupa borç krizine yönelik riskler değerlendirildiğinde, Euro Bölgesi'ndeki bazı ülkelerin maliye politikalarının sürdürülebilirliği konusundaki kaygılar ve yapısal sorunlara karşı oldukça kayıtsız kalınmasının, euro üzerinde büyük baskı oluşturmaya devam etmesi beklenmektedir. 2010 yılında dolar karşısında 2006 yılı başından bu yana en düşük seviyeye gerileyen euronun, özellikle 2011 yılının ilk çeyreğinde borç krizine yönelik endişelerle 1.20 seviyesine kadar gerilemesi mümkün olabilir. Hatta piyasalarda 1.10 seviyelerine

kadar bir geri çekilmenin görülebileceği beklentisi bulunmaktadır. GÜ'ler para birimlerinin 2011 yılındaki seyrine ilişkin detaylı analiz yapabilmek için ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'nın dış ticaret ilişkisinde bulunduğu ülkelerin para birimleri karşısında dolar, euro ve yenin reel değerini yansıtmak üzere oluşturulan ticaret ağırlıklı döviz kuru endekslerini (Trade Weighted Index) incelemek faydalı olabilir. Endeksleri incelediğimizde, dolar endeksinin 2008 yılının son çeyreğinde gerilemiş olduğu en düşük seviyelerinden toparlanmaya başladığı görülmektedir. Bu durum doların QE 2 ardından yaşadığı kayıpları telafi etmeye başladığı şeklinde yorumlanabilir. Öte yandan, dolar endeksi ile ters korelasyonu olan euro endeksinin 2010 yılı boyunca aşağı yönlü hareket etmesi, euronun diğer para birimleri karşısında güç kaybettiğini açıkça ortaya koymaktadır. Bu noktada Euro Bölgesi'ne yönelik ekonomik kırılganlıkların 2011 yılında eurodaki değer artışını sınırlama ihtimalinin olduğu görülmektedir.

ABD'de kırılgan ekonomik görünüme bağlı olarak parasal gevşemenin 2011'de de devam etmesi beklenirken, Avrupa'da ise 2011 yılının 3.çeyreğinden itibaren para politikasında sıkılaştırmaya gidilmesi beklenmektedir. Ancak uzun vadede Euro Bölgesi'nde Yunanistan, İspanya Portekiz ve İrlanda gibi yapısal sorunlar yaşayan ülkelere bağlı olarak yaşanabilecek sorunlar nedeniyle, ABD büyümesindeki yavaşlamanın daha fazlasının Euro Bölgesi'nde görülmeye başlanacak olması ihtimali göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde ABD benzeri bir parasal gevşemeye gidilmesi olasılığı da bulunmaktadır.

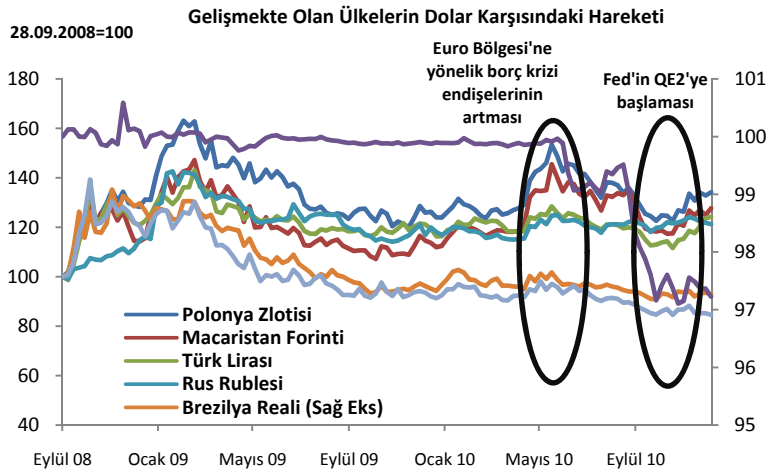
Euro Bölgesi'ne yönelik olumsuz beklentilere karşın parasal birliğin dağılabileceği varsayımlarının, sorunlu ülkelerin birlikten çıkmasının ekonomik açıdan daha dramatik gelişmelere neden olacağı, güçlü ülkelerin birlikten çıkmasının ise yüksek maliyetli olacağı gerekçesiyle geçikleşmeyeceği düşünülmektedir. Piyasalardaki genel beklenti, kısa vadede Euro Bölgesi'nde yaşanan sorunlar derinleşse de, uzun vadede Euro Bölgesi'nde borç krizinin aşılabileceği yönündedir. 2013 yılına kadar faaliyetine devam edecek Avrupa Finansal İstikrar Fonu'nun (EFSF) ve gelecekte muhtemel krizleri çözmek için 2013 yılından sonra faaliyete geçmesi planlanan Avrupa İstikrar Mekanizması'nın (ESM), orta vadede borç krizinin diğer ülkelere bulaşacağına dair endişeleri bir miktar hafifletmesi söz konusu olabilecektir. Tüm bunlar göz önüne alındığında borç krizinin bölgenin mali yapısının

güçlendirilerek aşılması durumunda, 2011'in ikinci yarısından itibaren euronun dolar karşısında yeniden değer kazanması ve 1.35-1.40 seviyelerini görmesi mümkün olabilecektir.

Diğer taraftan ABD'de toparlanmanın güçlenmesi ve FED'in beklentilerden erken para politikasını sıkılaştırması, Euro Bölgesi'nde ise borç krizinin yayılması ve fon kaynaklarının yetersiz kalması durumunda, euronun dolar karşısında değer kaybetmesi kaçınılmaz olacaktır. Euro Bölgesi'nde yaşanan büyük sorunları çözmek için gerekli olan yapısal reformlar hayata geçirilmezse, özellikle Güney Avrupa ülkelerinde, 1990'larda Japonya'dakine benzer "kayıp bir 10 yıl" yaşanmasından endişe duyulmaktadır.

- **ABD'de ekonomik toparlanmanın güç kaybetmeye devam etmesi ve FED'in parasal gevşeme miktarını artırması**

Grafik-4



Kaynak: Reuters

Euro Bölgesi borç krizine ek olarak, FED'in parasal gevşemeye ne kadar süre ile devam edeceği, 2011 yılında GÜ'ler para birimleri kadar GOÜ para birimleri üzerinde önemli etken olmaya devam edecektir. FED'in 2010 yılında ikinci niceliksel gevşemeye gitmesinin en önemli sonuçlarından biri, doların değer kaybetmesi olmuştur. Doların değer kaybetmesiyle, olumlu büyüme görünümüleri, görece olarak yüksek faiz seviyeleri ve azalan riskliliklerine bağlı olarak

GOÜ'lere sermaye akımları artmış ve bu ülkelerin para birimleri değer kazanmıştır. ABD'nin yüksek çıktı açığına bağlı olarak 2011 yılında niceliksel gevşemeye devam etmesi durumunda doların baskı altında kalması kaçınılmaz olacaktır. ABD'de kriz süresince artmaya devam eden cari işlemler açığına ek olarak, son yardım paketi paralelinde genişleyen bütçe açığıyla birlikte önümüzdeki dönemde ikiz açıklara yönelik riskler artmaktadır. Buna göre önümüzdeki dönemde ABD'de bütçe ve borç problemleri derinleşirken, borç krizine karşın cari işlemler dengesini korumayı başaran Euro Bölgesi'nde, borç krizinin başka ülkelere yayılmasının engellenmesi ve dolayısıyla risk algılamasının azalması durumunda, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) FED'den önce faiz artırımına gitmesi söz konusu olabilecektir. FED'in 2011, hatta 2012 yılında parasal gevşemeye devam etmesi buna karşılık faiz artırımına gitmemesi beklenirken, ECB'nin 2011'in ikinci yarısından itibaren para politikasını sıkılaştırmaya başlaması, döviz piyasasında dengelerin değişmesine yol açabilecektir. Dolardaki değer kaybının artmasının, doların rezerv para konumu kaybetmesi gibi sonuçları olabilecektir. Son dönemde GOÜ'lerin özellikle Çin'in global ekonomide ağırlığının artmasına bağlı olarak piyasalarda yuanın yeni rezerv para olabileceği konuşulmaya başlanmıştır.

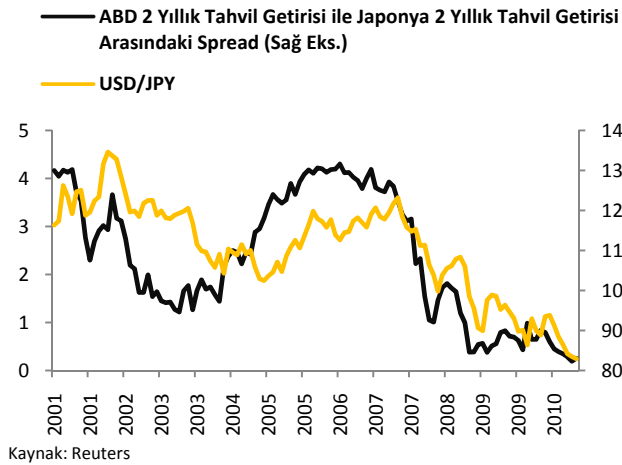
- **Jeopolitik Riskler**

2011 yılında döviz piyasalarını etkileyebilecek bir diğer risk unsurunun jeopolitik riskler olduğu düşünülmektedir. Bu risklerin başında ABD ve İran arasında yaşanan gerginlik gelmektedir. İran'ın Batı'nın karşı çıkmasına karşın sürdürdüğü nükleer çalışmalara bağlı olarak önümüzdeki dönemde İran ve Batılı ülkeler arasındaki politik gerilimin artması beklenmektedir. İran kaynaklı gerilimin Orta-Doğu'ya yönelik risk algılamasını artırarak enerji piyasalarını olumsuz etkilemesi kaçınılmaz olacaktır. Asya tarafında ise, Güney ve Kuzey Kore arasında yaşanan gerilimin her an sıcak bir çatışmaya dönüşme ihtimali mevcuttur. Bunun yanı sıra

Irak' ta istikrarın tam olarak sağlanamamış olması ve Afganistan'da devam eden çatışmalar diğer jeopolitik riskler olarak sıralanabilir.

- **GOÜ'lerin, yaşanan yoğun sermaye girişlerinin neden olduğu risklerin önüne geçebilmek amacıyla başvurduğu sermaye kontrollerinin, kur savaşlarına yol açması**

Gelişmiş ekonomilerdeki genişletici para politikaları ve küresel likidite bolluğu sonucunda, yüksek getirili GOÜ'lere artan sermaye girişleri, çeşitli riskleri de beraberinde getirmektedir. İlk olarak, yoğun sermaye girişi dış kredilerde artış ve yerel para biriminde değerlenme yoluyla ithalatta artışa yol açarak, cari açığı artırıcı yönde etkiye bulunmaktadır. Buna ek olarak, finansal istikrar için önemli bir risk unsuru oluşturan varlık balonlarının oluşmasına, hızlı ve kontrolsüz kredi genişlemesine, bunların sonucunda da enflasyonun yükselmesine neden olmaktadır. Bu risklerin önüne geçebilmek amacıyla başvuru sermaye kontrollerinin etkinlik derecesi tartışılan bir konu olmakla beraber, global olarak kur savaşlarına yol açmasından endişe duyulmaktadır. Diğer taraftan artan enflasyonun kaçınılmaz bir sonucu olarak pek çok GOÜ'de para politikaları sıkılaştırılmaktadır. GOÜ'lerde artan enflasyonist baskılar ve sıkı para politikasına karşılık, ABD'de parasal gevşemenin 2011 yılı boyunca devam etmesi halinde, gelişmekte olan ülke para birimlerinin dolar karşısında değer kazanması beklenmektedir. Özellikle uzak doğu Asya ülkeleri para birimleri, emtia para birimleri olarak kabul edilen Avustralya Yeni Zelanda Doları ile krizin etkilerini çabuk atlatarak faiz artırımlarına başlayan İsveç ve Norveç gibi Kuzey Avrupa Ülkeleri para birimlerinin dolar karşısında değerlendirilmesi beklenmektedir. Öte yandan güçlü büyümesiyle öne çıkan Çin'de artan enflasyona bağlı olarak 2011 yılında faiz artırımlarına devam edilmesi ve yuanın değer artışının hızlanması beklenmektedir.



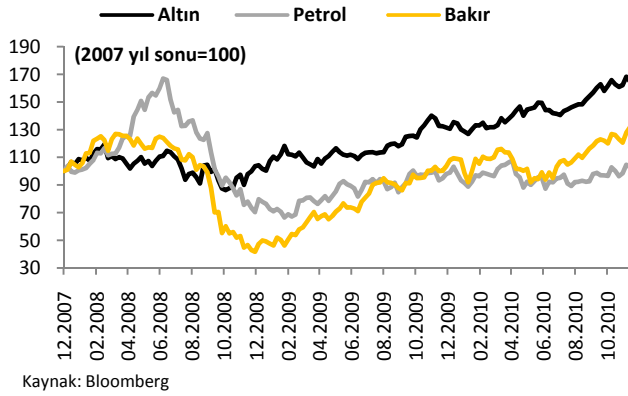
Düşük enflasyon ve büyüme oranlarına sahip Japonya'nın ise 2011 yılında sıfır faiz politikasına devam etmesi beklenmektedir. 2010 yılında dolar karşısında değer kazanan yen, Japonya Merkez Bankası'nın (BOJ) müdahalelerine rağmen güçlü seyrini devam ettirmiştir. Yen'in değer kazanması, ülke ekonomisinin ihracata bağımlı olmasından dolayı yaşanan durgunluğu artırıcı bir etki yaratmaktadır. Japonya ekonomisinde durgunluğun devam etmesi, faiz hadlerinin sifira yakın olması, buna ek olarak %227 borç stoku/GSYİH oranı ile dünyanın en yüksek borçluluğa sahip ülkesi olmasına karşın, yenin

dolar karşısında değer kazanmasının bir kaç önemli nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, ekonominin yüksek kamu açığına karşın cari fazla vermesi ve ABD gibi ikiz açık sorununun olmamasıdır. İkinci olarak, Japonya'nın tahvillerinin büyük bir kısmının hanehalkı ve japon yatırımcıların elinde olması, buna karşın Japonya'ya göre daha düşük borçluluk oranına sahip ABD'nin tahvillerinin başta Çin olmak üzere yabancıların elinde olmasının dolar açısından yarattığı dezavantajdır. Diğer taraftan ABD ve Japonya arasındaki faiz farkının azalması da USD/JPY paritesi üzerinde etkili olan bir diğer unsurdur. Daha önce ABD ve Japonya arasındaki faiz farkından dolayı dolar lehine hareket eden spreadin, ABD'nin faizleri 0.25 seviyesine indirmesinin ardından yen lehine hareket ettiği görülmektedir. Tüm bunlara ek olarak, eskiden piyasalarda carry trade para birimi olan görülen Japon yeni'nin yerine doların kullanılmaya başlaması ile Japon yen'inden alınan eski pozisyonların dolara çevrilmesi de, yenin değerlendirilmesine yol açmaktadır. Bu bağlamda önümüzdeki aylarda Yen'in dolar karşısında değer kazanmaya devam etmesi ve USD/JPY'nin 75 seviyesine kadar gerilemesi beklenebilir.

Sonuç olarak, 2011 yılında döviz piyasalarının, Euro Bölgesi borç krizine yönelik yaşanacak gelişmeler ve ABD’de izlenecek para ve maliye politikalarına odaklı seyir izlemesi beklenmektedir. ABD’deki parasal genişlemenin devam etme ihtimaline karşılık, ECB’nin para politikasını sıkılaştırma eğilimi euroya değer kazandıran önemli faktör olarak görülmektedir. Ancak bölge ülkelerinde kamu açıklarını azaltmak için alınan önlemlerin büyüme performansını olumsuz etkilemesi, artan enflasyonist baskılarla euronun değer kazanma potansiyelini sınırlayabilecektir. Öte yandan, mevcut göstergelerin ABD’nin ekonomik görünümü konusunda iyimser bir tablo çizmemesine karşın, FED’in bu konuda önlem alma çabasının dolar’a olan güveni yeniden sağlayarak EUR/USD paritesinde düşüşe yol açması ihtimali de bulunmaktadır. GOÜ’lerde ise 2010 yılında yaşanan güçlü büyümenin 2011 yılında yatay bir seyir izlemesi beklenmekte olup, FED’in parasal gevşemeye yönelik politikaları devam ettikçe bu ülkelere yüksek sermaye girişlerini sürmesi kaçınılmaz olacaktır.

- Emtia Piyasaları

Grafik-5



Hindistan ve Çin gibi yeni endüstriyel güçlerin ortaya çıkmasıyla emtia piyasalarında yıllar sürececek bir ralliye başlangıç yapılırken, emtia fiyatları yaklaşık son 8-10 yıldır yukarı yönlü bir trend içinde hareket etmeye başladı. Bu yukarı yönlü hareket 2007 yıl sonunda başlayan ve 2008 yılında derinleşen global krizin etkisiyle yeniden tersine dönmüş olsa da, sonrasında ABD dolarının zayıflamaya başlaması ve enflasyon kaygılarının artmasıyla emtia fiyatları yeniden tarihi rekor seviyelerini kırarak yeni rekor denemeleri

yaptı. Kendine özgü dinamikleri bulunan emtiaları altın, petrol ve diğer emtialar olmak üzere 3 başlık altında incelemekte fayda bulunmaktadır:

- Altın

Global piyasalarda yaşanan krizin ardından başta GÜ’ler olmak üzere merkez bankalarının aldığı likiditeyi artırıcı önlemler, gerek enflasyon kaygılarıyla gerekse de güvenli liman alımlarıyla 2010 yılında altına olan talebi arttırırken, yılın ikinci yarısında ABD’nin yeniden piyasalara para pompalamaya başlayacağı sinyallerini vermesi de bu yükselişin devam etmesini sağladı. Bu yükselişle 2010 yılında 1,430 dolar/ons seviyelerine dek yükselen altının 2011 yılında da ön planda olması ve yükselişini sürdürerek yeni rekorlar kırması bekleniyor. Dolarla ilgili kaygıların sürmesi ve enflasyon baskılarının artması altın fiyatlarını desteklemeye devam edecek olup, altının arzının sınırlı olurken, talebinin giderek artması da bu yükselişi destekleyen bir diğer gelişme olacak. Görece diğer GOÜ’lerin üzerinde bir büyüme oranına sahip olacak Çin ve Hindistan gibi ülkelerin zenginleşmesi ve demografik yapısı bu ülkelere gelecek altın talebini arttıracaktır. Bu bağlamda söz konusu bu ülkelere gelebilecek olası talep artışları da altının 2011 yılında yeni rekor denemeleri yapmasına destek olabilecek bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca 2011 yılında ABD’nin ve Euro Bölgesi’nin aldığı önlemlere rağmen ülke ekonomilerinin istedikleri sonuçlara ulaşamamaları ve sorunlarını çözememeleri durumunda da hem likidite önlemlerinin artmaya devam edecek olması ile olası enflasyon tehlikesinin artması hem de güvenli liman alımları altına olan talebin hızlanarak devam etmesine neden olacakken, böyle bir durumda para birimlerindeki belirsizlikler nedeniyle ülke merkez bankalarının toplam rezervleri içinde altın miktarının payını arttırmaya devam edecek olmaları da altına olan talebi arttıracaktır.

Bu bağlamda altının 2011 yılı sonuna kadar 1,700 dolar seviyelerini görmesi söz konusu olabileceken, 2012 yılında ABD’nin belirgin bir şekilde toparlanmaya başlaması ve enflasyon tehlikesinin daha belirgin bir şekilde

ortaya çıkmasıyla zirve yapması beklenmektedir. Ancak 2011 yıl sonuna doğru ABD ekonomisindeki toparlanma olasılığının artması ve FED'in faiz artırımına gideceği sinyallerini vermesi durumunda ise altına sert satışların gelmesi ve altın fiyatlarının bulunduğu seviyelerden geri çekilmesi de söz konusu olabilecektir.

- **Petrol**

2010 yılında global büyümenin toparlanmaya başlaması ve özellikle de görece çok daha yüksek büyüme potansiyeline sahip GOÜ'lerden gelen talep hammadde fiyatlarının da hızla toparlanmasına destek verirken, bu sürecin GÜ'lerin girdiği darboğaza karşın, GOÜ'lerdeki hızlı büyümenin verdiği destekle 2011'de de devam etmesi beklenmektedir. 2011 yılında en iyi performansı 2010 yılında olduğu gibi değerli madenlerin göstermesi beklenirken, petrol fiyatlarındaki yükselişlerin daha sınırlı olması beklenmektedir. Petrol fiyatlarındaki yükselişin sınırlı kalmasında enerji tüketiminde ABD'yi geride bırakarak dünyanın en çok enerji tüketen ülkesi olan Çin'de büyümenin ortalamanın altına düşeceği beklentisine ek olarak, enerji tasarrufu sağlayan hibrid teknoloji kullanımının yaygınlaşması da etkili olacaktır. Talep yanlı beklentilerin yanı sıra OPEC dışında petrol üretiminin artacak olması ve petrol fiyatlarındaki yükselişlerin önüne geçebilmek için OPEC'in de petrol üretimini arttırması yönünde karar alacak olması da arz yanlı beklentileri oluşturmaktadır. Tüm bu beklentiler birlikte değerlendirildiğinde, petrol fiyatlarının 100 dolara yaklaşması, 2012 yılında ise 100 doları aşması muhtemel görünmektedir. Ayrıca OPEC'in de yaptığı son açıklamalarında petrol fiyatları için 100 dolar/varil seviyelerinin normal seviyeler olduğunu belirtmesi bu beklentileri desteklemektedir.

- **Diğer Emtia**

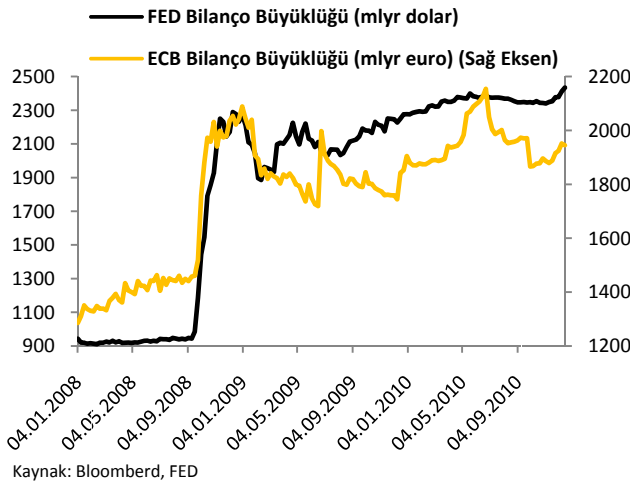
2011 yılına ilişkin genel ekonomik görünümün emtia fiyatlarını şekillendirmesi beklenirken, genel beklenti temel metal fiyatlarının birçok faktörün yardımıyla 2011'de de artması yönünde bulunmaktadır. Bunlardan ilki, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) niceliksel gevşeme programına devam edecek olması olurken, ABD'nin ihraç ettiği bu paranın GOÜ'lere gitmesi de temel metalleri güçlendiren bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. 2010 yılının sonlarında yükselmeye başlayan bakırın 2011 yılında da en iyi performansı sergilemesi beklenirken, dünyada imalat verilerinin iyileşmesi bakır fiyatlarının yükselmesine destek olacaktır. Bakırdaki sert yükseliş beklentisine karşın tüm metallerin aynı şekilde yükselmesi beklenmemektedir. Bu bağlamda alüminyumun zayıf bir performans göstermesi beklenirken, çinko ve kurşun gibi metallerin ise sınırlı bir yükseliş yaşaması beklenmektedir.

2010 yılında hareketli bir dönem geçiren tarımsal emtia ürünlerinin ise 2011'de de yükselişini sürdürmesi beklenirken, 2011'de tahıllar arasında en güçlü performansı buğdayın göstermesi beklenmektedir. Pamuk fiyatlarının ise 2010 yılındaki sert yükselişlerinin ardından üretiminin rekor seviyeye yükselmesi ve tüketicilerin daha ucuz olan elyafa yönelmesi sonucu bir miktar gevşemesi beklenmektedir.

- **Kredi Piyasaları**

2010 yılına Avrupa ülkelerinin yüksek kamu açığı sorunlarıyla başlayan dünya ekonomisi, son dönemde GÜ'lerde büyüme performansının hız kaybetmesi sonucu, yeniden yavaşlama tehlikesiyle karşı karşıya kalmıştır. ABD'de açıklanan makro ekonomik veriler büyüme temposunun hız kesmeye başladığını gösterirken, ekonomik aktivitenin yavaşlamasına bağlı olarak enflasyondaki artışın sınırlı olması, ekonominin deflasyona girebileceği endişelerine de neden olmaktadır. Nitekim FED'in açıklamalarında enflasyonun belirledikleri hedefin altında olması nedeniyle deflasyonist korkuya dikkat çekmesi, artık piyasaların işsizlik verisinden çok enflasyon verisine odaklanmasına yol açmaktadır. Bu nedenle FED ekonomide yavaşlayan toparlanmaya destek olmak amacıyla arka arkaya önemli adımlar atmıştır. Deflasyonist baskıların arttığı ve faiz oranlarının sifıra yakın olduğu bir ortamda FED'in elindeki tek araç klasik para politikası araçlarının dışında bir araç olarak öne çıkan niceliksel gevşeme politikası olmuştur.

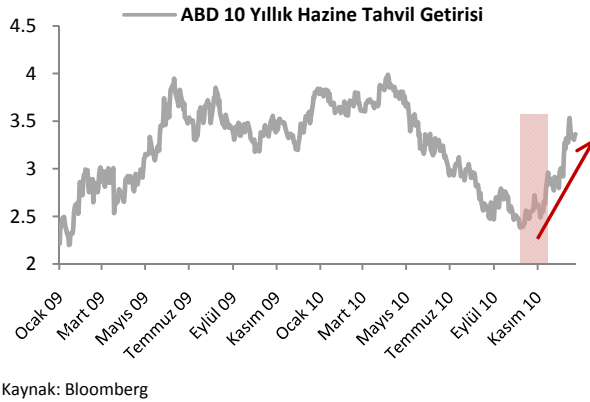
Grafik-6



Küresel krize bağlı olarak sürdürdükleri genişletici para politikası neticesinde ECB, İngiltere Merkez Bankası (BoE) ve özellikle FED'in bilançoları 2010 yılı içerisinde hızlı bir şekilde büyümüştür. Makro ekonomik anlamda amaçlanan sonuçların istenilen süre içerisinde elde edilememesi nedeniyle, 2010 yılının Kasım ayında yapılan FED toplantısında ikinci parasal genişleme programıyla 2011 yılının Haziran ayına kadar 600 milyar dolarlık uzun vadeli hazine tahvili alımının gerçekleştirileceği duyurulmuştur. FED'in program dahilinde azami istihdamı ve fiyat istikrarını sağlamak için programın büyüklüğünü ve hızını düzenli olarak

gözden geçireceğini bildirmesi aynı zamanda programın önemini de yansıtmaktadır.

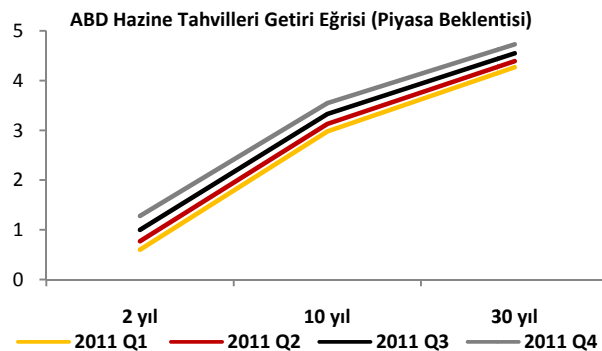
Grafik-7



Söz konusu uygulama sonuçlarının uzun vadede tahvil-bono piyasasında hissedilmesi mümkün olabilir. FED'in uygulamaya koyduğu parasal genişleme politikasının temel amacının faiz hadleri üzerinde tahvil alımı ile aşağı yönlü baskı yapması iken; son dönemde yatırımcıların ABD tahvili satmaları FED'in faiz politikasının ne kadar doğru işlediği konusunda kuşular yaratmaktadır. Ayrıca Cumhuriyetçi liderler ile Bush döneminde getirilen vergi indirimlerinin toplumun tüm kesimleri için uzatılması yönünde varılan anlaşmanın ülkenin çıkarı açısından en iyi

olduğunu belirtmesi yatırımcıları riskli varlıklara yöneltmiştir. Böylece vergi indirimlerinin uzatılması kararının piyasalardaki olumlu havayı desteklemesiyle önümüzdeki dönemde bütçe açığının daha da artacağı beklentisi ABD tahvilinin yukarı yönlü hareket etmesine neden olabilir. Bu anlamda tahvil piyasasında yüksek getirilerin oluşabileceği konusunda beklentiler artmakta ve önümüzdeki dönemde ekonomik toparlanmanın hızlanmasına paralel olarak faiz oranlarındaki yükselişlerin tahvil piyasasında önemli fiyat hareketlerine neden olabileceği düşünülmektedir. Diğer yandan FED'in politikasının başarılı olup olmayacağı önümüzdeki dönemlerde belli olacakken, düşük faiz ortamının GOÜ'lere daha fazla fon akışı yaratması ve bu ülkelere olan ilginin artması balon ihtimalini de gündeme getirebilecektir.

Grafik-8



Özetle 2011 yılında FED'in tahvil alımına devam edebileceği beklentileri altında ABD'de Hazine tahvillerinin volatilitésinin yüksek olması ve daha yüksek getiriler getirmesi beklenebilir. Böylece 2011 yılsonunda 2 yıllık tahvil getirisinin %1.28, 10 yıllık tahvil getirisinin %3.55, 30 yıllık tahvil getirisinin ise %4.73 seviyelerine yükselmesi öngörülmektedir.

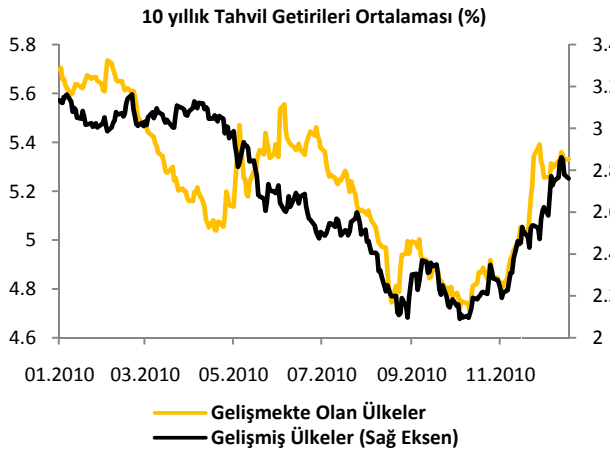
Tablo-2

| | 2011 Q1 | 2011 Q2 | 2011 Q3 | 2011 Q4 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| Almanya 2 Yıllık | 1.11 | 1.26 | 1.38 | 1.63 |
| Almanya 10 Yıllık | 2.93 | 3.05 | 3.17 | 3.33 |
| İngiltere 2 Yıllık | 1.06 | 1.18 | 1.44 | 1.76 |
| İngiltere 10 Yıllık | 3.48 | 3.58 | 3.77 | 3.91 |
| Japonya 2 Yıllık | 0.16 | 0.18 | 0.20 | 0.23 |
| Japonya 10 Yıllık | 1.14 | 1.21 | 1.25 | 1.25 |
| Çin 2 Yıllık | 2.90 | 3.10 | 3.20 | 3.30 |
| Çin 10 Yıllık | 3.90 | 4.00 | 4.10 | 4.20 |

Kaynak: Bloomberg

ABD'nin yanı sıra Euro Bölgesi'nde Yunanistan ile başlayıp İrlanda ile devam eden ve ardından başka Avrupa ülkelerine de yansıtacağından endişe duyulan mali ve ekonomik sıkıntılar sonrasında Avrupa Merkez Bankası'nın geleneksel olmayan politika tedbirlerini geri çekmesi ve enflasyona yönelik politikalar uygulaması 2011 yılında tahvil-bono piyasasını etkileyecek gelişmeler olabilir. Diğer yandan Euro Bölgesi borç kriziyle ilgili yaşanan gelişmeler Euro Bölgesi'nin lokomotifi olarak görülen Almanya Hazine tahvillerine olan talebi artırmıştır. Gelen güvenli liman alımları ile yıl içinde en düşük %2.08 seviyesine gerileyen Almanya 10 yıllık Hazine tahvil getirisinin 2011 yılında satıcı bir seyir izleyerek %3.30 seviyelerine yükselmesi beklenmektedir.

Grafik-9

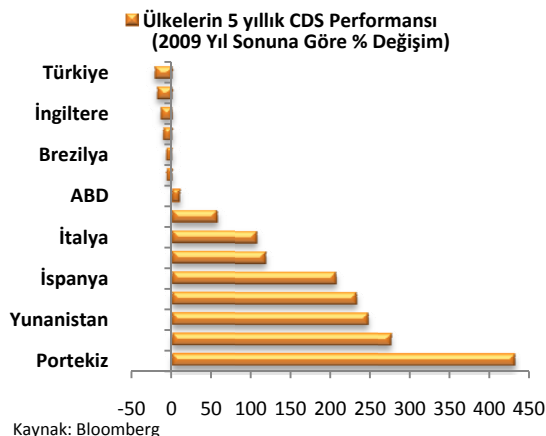


Kaynak: Bloomberg

GOÜ ortalamasında Brezilya, Güney Afrika, Macaristan, Polonya
GÜ ortalamasında ABD, Japonya, Almanya ve İngiltere kullanılmıştır.

Tahvil-bono getirilerinin GÜ'lere göre nispeten yüksek olduğu GOÜ'lerde, devlet ve şirket tahvillerine olan talebin önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Yandaki grafikte de görüldüğü üzere, GOÜ'lerde 10 yıllık Hazine tahvil getirileri ortalamasına bakıldığında, GÜ'lerin devlet tahvili getirilerinin GOÜ'lerin ortalamalarından çok daha yüksek olduğu, ancak artan tahvil talebi ile birlikte her iki eğri arasındaki marjın son dönemde daraldığı görülmektedir. Bu durum, GOÜ'lere uzun vadeli kredi temin etmede avantaj sağlarken, bazı GOÜ'ler için büyümeyi destekleyici bir faktör olarak değerlendirilebilir. Piyasa faizlerinin gerilemesi cari işlemler fazlası veren GOÜ'lerde ise ekonominin aşırı ısınmasına neden olabilir.

Grafik-10



Seçilmiş ülkelerin 5 yıllık CDS performansı incelendiğinde, Avrupa'nın sorunlu ülkeleri olarak görülen ve PIIGS olarak adlandırılan ülkelerden olan Portekiz, İrlanda, Yunanistan, İspanya ve İtalya'nın CDS'lerinde yaşanan sert artışlar dikkat çekmektedir. 2009 yılının Aralık ayına göre %431 oranında artış gösteren Portekiz'in 5 yıllık CDS'leri 486 seviyesine yükselirken, Yunanistan'ın CDS'leri %246 oranında artarak 981 seviyesi ile rekor seviyelere yükselmiştir. CDS'lerde yaşanan sert artışlar ülkelere yönelik endişelerin artmasına neden olurken, uluslararası kredi

derecelendirme kuruluşlarının da Yunanistan'ın, Portekiz'in, İspanya'nın kredi notunu düşürmesinin ardından İrlanda'nın da kredi notunu düşürmesi, bu ülkelerin borçlanma araçlarını artık eskisi gibi güvenli yatırım yapılabilir olarak görmediğine işaret etmektedir. Not indirimlerine gerekçe olarak İrlanda ve İspanya'da zor durumda olan finansal sektörün desteklenmesinin maliyetinin, ülkelerin finansal esnekliğini daha da zayıflatacağı endişeleri gösterilmiş, kamu borç stokunun GSYİH'ye oranının yükseleceği ve bu durumun hükümetin orta vadeli mali hedeflerini tutturmasını engelleyebileceği kaydedilmiştir. Türkiye'ye baktığımızda ise, Türkiye'nin makroekonomik olarak pek çok ülkeye göre daha stabil görüntüsünün yani sıra 140 seviyelerinde seyreden 5 yıllık CDS'leri ile şu anki kredi notunu hak etmediği görülmektedir. Bu durum Türkiye'nin kredi notu ile piyasalardaki fiyatlamasının ayrıştığını ve kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasanın gerisinde kaldığını göstermektedir.

TÜRKİYE EKONOMİSİNE İLİŞKİN BEKLENTİLER

Yılsonuna yaklaşılrken, 2010 yılına ilişkin göstergelerin belirginleşmeye başlamasının ardından büyüme, enflasyon ve TCMB faiz kararı, cari açık, işsizlik oranı ve finansal piyasalara ilişkin tabloda 2011 yılının önem kazandığını düşünüyoruz. Bu çerçevede, Türkiye için 2011 yılına ilişkin makroekonomik ve finansal verilerin beklentileri Tablo 1'de özet olarak gösterilmektedir. Senaryolarla ilgili detaylı analizler raporun devamında incelenmektedir.

Tablo-1

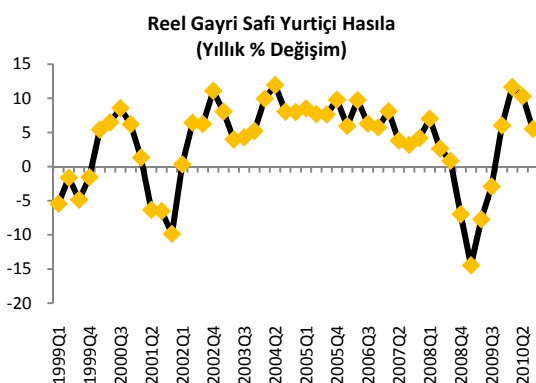
| | Büyüme (reel GSYİH, %) | TÜFE (y-y, %) | Dış Ticaret Dengesi (milyar \$) | Cari İşlemler Dengesi (milyar \$) | İşsizlik Oranı (%) | Gösterge Tahvil Getirisi (%) | TCMB Politika Faiz Oranı (%) |
|--------------------|------------------------|---------------|---------------------------------|-----------------------------------|--------------------|------------------------------|------------------------------|
| Baz Senaryo | 4.0 | 7.15 | -83.0 | -53.0 | 10.8 | 8.50 | 7.0 |
| Senaryo 1 | 5.0 | 9.40 | -86.0 | -60.0 | 10.0 | 10.35 | 8.0 |
| Senaryo 2 | 3.0 | 5.50 | -75.0 | -47.0 | 12.0 | 7.65 | 6.0 |

Kaynak: Vakıfbank

- Büyüme

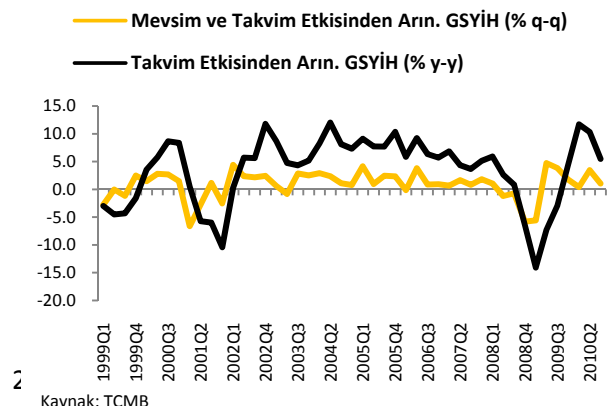
2010 yılı üçüncü çeyreğinde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) bir önceki yılın aynı dönemine göre %5.5 oranında artış göstermiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH ise bir önceki döneme göre %1.1 artmıştır. Böylece, yılın birinci çeyreğinde %0.4, ikinci çeyreğinde ise %3.5 oranında artan mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYİH üçüncü çeyrekte ılımlı bir büyüme performansı sergilemiştir.

Grafik-1



Kaynak: TCMB

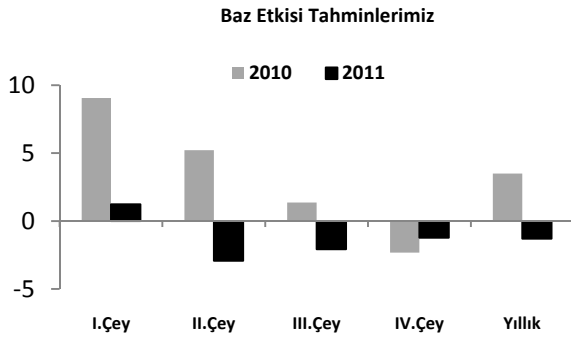
Grafik-2



Kaynak: TCMB

2010 yılının son çeyreğine ilişkin olarak ilk öncül veriler açıklanmaya başlamıştır. Ekim ayı sanayi üretimi endeksi aylık olarak %13.4, yıllık bazda ise %9.8 artışa işaret ederken, bu durum 2010 yıl sonunda %8.0 oranında büyüyeceğimiz yönündeki beklentimizi desteklemektedir. Diğer yandan kredi büyümesinin de Ekim ayında yıllık bazda %27.9 oranında artan bir hızda yükseldiği ve özellikle TL cinsinden kredilerin %30 ile daha da sert büyüdüğü değerlendirildiğinde, baz etkisinin terse dönmesine rağmen güçlü büyüme performansının devam edeceği yönünde işaretler artmış görünmektedir. Bununla birlikte, III. çeyrekte kamu harcamalarının büyümeye katkısı negatif gerçekleşirken, bütçenin yılsonu hedeflerini tutturacağı kesinleşmesi ile birlikte son çeyrekte kamu harcamalarının da büyümeye olumlu katkı yapması beklenebilir.

Grafik-3

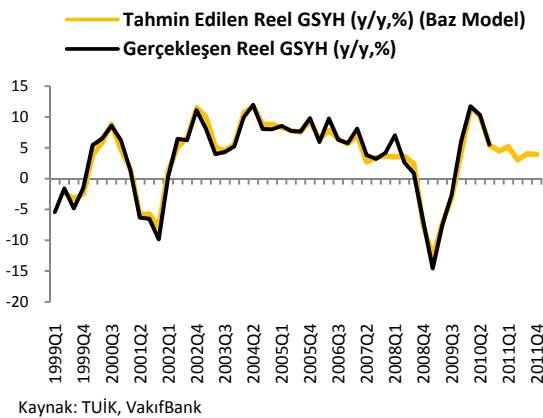


Kaynak: TCMB, VakıfBank

2010 yılına ilişkin beklentilerimiz güçlü bir büyümeye işaret ederken, 2011 yılında tablonun nasıl olacağını tahmin edebilmek için öncelikle baz etkisinin nasıl olduğunu belirlemenin önemli olduğunu düşünüyoruz. 2009 yılında yaşanan sert daralma ardından Türkiye GSYİH büyüme oranı yılın ilk iki çeyreğinde olumlu baz etkisiyle çift haneli, güçlü bir büyüme performansı sergilemiştir. Gerçekleşen çift haneli büyüme hızları üzerinde büyük ölçüde olumlu bazın etkili olduğu söylenebilecekken, söz konusu baz etkisinin yılın üçüncü çeyreğinde yavaşladığı

görülmektedir. Yılın son çeyreğinde ise baz etkisinin ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki yapabileceğini düşünüyoruz. Mevsimsel etkiler dışında GSYİH'nin hiç artış yaşamayacağı varsayımı altında hesapladığımız baz etkisi tahminlerimiz Grafik-3'te yer alırken, 2009 yılında yaşanan sert daralmanın ardından 2010 yılının tamamında sadece baz etkisiyle %3.50 oranında bir büyüme yakalanabileceğini tahmin ediyoruz. 2010 yılı büyüme beklentilerimiz çerçevesinde söz konusu olumlu bazın 2011 yılı genelinde ise, 1.3 puan ile GSYİH büyüme oranına negatif yönde bir katkı yapabileceğini düşünüyoruz.

Grafik-4

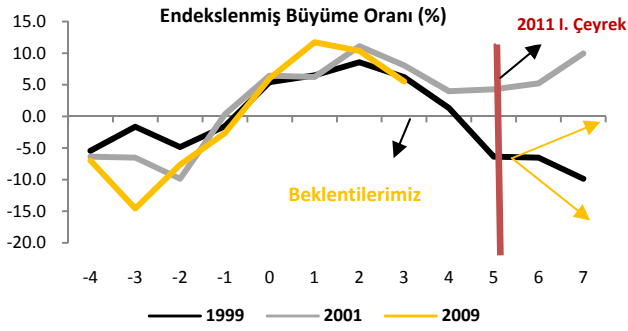


Kaynak: TÜİK, VakıfBank

2011 yılında GSYİH'nin trendini ortaya koymak amacıyla oluşturduğumuz ekonometrik modelin tahminleri Grafik-4'te yer almaktadır. 29 Kasım-6 Aralık 2010 tarihli Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporumuzda 2010 yılında reel büyüme oranına ilişkin beklentimizi %8'e revize etmiştik. 2011 yılı büyüme rakamları 2010 yılında reel olarak ekonominin %8 oranında büyüyeceği varsayımı altında tahmin edilmiştir. Geçmiş dönemler için tahmin edilen büyüme hızı ile gerçekleşen büyüme hızı arasındaki grafiksel uyum dikkat çekmektedir (Bkz. Grafik-4). Model 2010 yılının ardından 2011 yılında büyüme trendinin bir miktar yavaşlayacağına işaret ederken, 2011 yılında ekonominin bir önceki yıla göre %4.7 oranında

büyüyeceğini öngörmektedir. Yukarıda da değindiğimiz gibi 2010 yılının ardından güçlü baz etkisinin ortadan kalkması ile birlikte 2011 yılında negatif olarak hesapladığımız baz etkisi ile büyümenin görece olarak yavaşlaması beklenmektedir.

Grafik-5



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Ekonometrik model ışığında 2011 yılına ilişkin reel GSYİH büyüme beklentimiz %4.0 seviyesine işaret ederken, beklentilerimiz üzerindeki risklerin geçmiş kriz ve krizden çıkış dönemleri karşılaştırılarak analiz edilmesinin gerekli olduğunu düşünüyoruz. Yandaki Grafik-5'te Türkiye'de daha önce yaşanan resesyon dönemlerini incelemek için GSYİH verileri krizden çıkış tarihleri t=0 olarak kabul edilerek endekse dönüştürülmüştür. Krizden çıkış zamanları eşitlenerek hazırlanan endekslenmiş

büyüme oranlarındaki hareketi incelediğimizde 1999, 2001 ve 2009 yıllarında yaşanan krizlerde büyüme oranındaki hareketin birbirine oldukça benzediği görülürken (2010 yılsonuna ilişkin beklentilerimiz dahilinde), GSYİH'deki düşüşün ve toparlanmanın son krizde bir miktar daha sert olduğu dikkat çekmektedir. 2010 yılına ilişkin beklentilerimiz çerçevesinde söz konusu yıllarda kriz süreci ve ardından toparlanma dönemlerinin birbirine paralel bir görüntü çizdiği izlenirken, söz konusu paralel hareketin 1999 ve 2001 krizlerinde toparlanma ardından gelen dönemde birbirinden ayrıştığı görülmektedir. Bu durum 2011 yılına ilişkin ekonometrik modelimiz ışığında hesapladığımız beklentilerimiz üzerindeki aşağı ve yukarı yönlü risklere işaret etmektedir.

Tablo-2

| | Yurtdışı Olumlu | Yurtdışı Olumsuz |
|-------------------|-----------------|----------------------------|
| Yurtiçi Senaryo 1 | 5.0 | Ekonomide daralma |
| Yurtiçi Senaryo 2 | 3.0 | Ekonomide sert bir daralma |

Kaynak: Vakıfbank

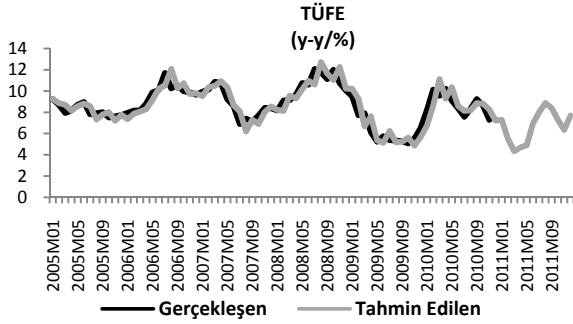
Geçmiş kriz dönemleri incelendiğinde, kriz ardından gelen güçlü büyüme verileri birbirine paralel bir görüntü çizmekle birlikte, olumlu baz etkisinin sona ermesiyle 1999 krizinin ardından 2001'de yeni bir kriz yaşandığı görülürken, 2001 krizi ardından ise baz etkisi sona ermesine rağmen büyümenin hızla devam ettiği görülmektedir. Kriz ardından toparlanma sürecinde büyüme rakamlarında izlenen trend çerçevesinde,

2011 yılına ilişkin büyüme beklentilerimiz üzerinde olumlu ve olumsuz olmak üzere iki ayrı şekilde senaryo analizi yaptığımız takdirde, yurtdışı piyasalarda yeni bir kriz yaşanmaması durumunda olumsuz senaryo altında dahi 1999 yılı ardından izlenen trendin gerçekleşebileceğini düşünmüyoruz. Büyüme oranlarında yeniden eksi rakamları görmek için yurtdışı piyasalarda yeni bir güçlü resesyon yaşanması gerekiyorken, bu olasılık altında 1999 yılındaki trendi 2011 yılına yansıttığımızda 2011 yılsonu büyüme oranı sert bir daralma yaşanabileceğine işaret etmektedir. Bu senaryo dışında, yurtdışı piyasalarda toparlanmanın devam ettiği varsayımı altında, son açıklanan üçüncü çeyrek büyüme rakamları baz alınarak Türkiye için hazırladığımız olumsuz senaryoda ise %3.0 oranında bir büyüme performansı yaşanabileceğini düşünüyoruz. 2011 yılsonu büyüme oranının olumlu bir performans izlemesi durumunda %5.0 oranında güçlü bir büyüme yakalanabilecektir. Dolayısıyla, 2011 yılına ilişkin beklentimiz geçmiş krizler ardından büyüme performansında görülen sert yükseliş ya da sert bir düşüş şeklinde olan trende kıyasla yatay bir harekete işaret etmektedir.

Sonuç olarak, 2010 yılında ekonominin %8 olan beklentimiz yönünde büyümesi durumunda oldukça güçlü bir büyüme yakalayacak olan Türkiye ekonomisinin 2011 yılında potansiyel büyümesinin ve son yıllardaki performans ortalamasının altında %4.0 oranında büyüyeceğini düşünüyoruz. Çalışmamızda yer alan baz model ve alternatif modelin tahminleri ile kriz dönemleri ve sonrasında değerlendirildiği trend analizimiz de birbirine paralel sonuçlar veririrken, ekonominin 2011 yılında %4.0 büyüyeceği yönündeki beklentimizi desteklemektedir.

- Enflasyon

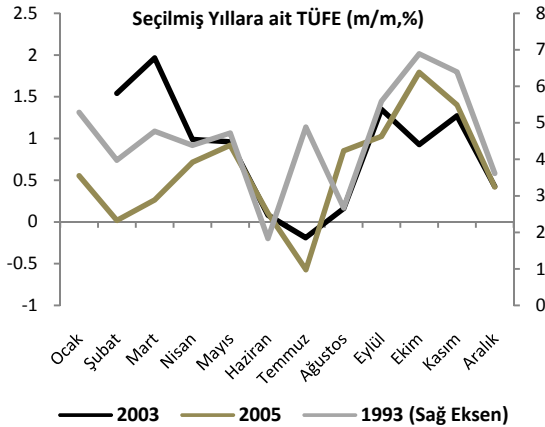
Grafik-6



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

daha önemli hale gelmiştir. 2011 yılında enflasyonunun trendini ortaya koymak amacıyla oluşturduğumuz ekonometrik modelin tahminleri Grafik-6'da yer almaktadır. Model, 2010 yılının ardından 2011 yılının ilk çeyreğinde enflasyon trendinin aşağı yönlü hareket edeceğine işaret ederken, Mart ayından itibaren söz konusu aşağı yönlü trendin bozulacağını, yılın son çeyreğinde ise enflasyonun yeniden aşağı yönlü hareket edeceğini öngörmektedir. Bu beklentiler çerçevesinde 2011 yılsonunda TÜFE'nin %7.15 seviyesinde gerçekleşeceği yönündeki tahminimizi koruyoruz. IMF'nin yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda Türkiye için 2011 enflasyon tahminini %5.7'ye indirdiği görülürken, bu beklentinin oldukça iyimser olduğunu düşünüyoruz. 2011 yılında enflasyonun farklı bir pencereden değerlendirilmesi gerekmektedir. Kurlarda ve ithalatımız içinde yüksek paya sahip olan hammadde mallarının fiyatlarında aynı anda izlenen yukarı yönlü hareketler, önümüzdeki dönemde fiyatlar üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. Başka bir ifadeyle, maliyet kaynaklı olarak enflasyonda yukarı yönlü baskılar hissedebiliriz. Ekonometrik model ışığında 2011 yılına ilişkin enflasyon beklentimiz %7.15 seviyesine işaret ederken, beklentilerimiz üzerindeki risklerin geçmiş dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmesinin gerekli olduğunu düşünüyoruz. Bu çerçevede aşağıda enflasyon beklentilerimiz üzerindeki aşağı ve yukarı yönlü riskler değerlendirilecektir.

Grafik-7



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Grafik-7'de seçilmiş yıllara ait TÜFE'nin aylık değişimi yer almaktadır. Gıda enflasyonunun 2010 yılına benzer volatilitede seyrettiği yıllar olarak 1992, 2002, 2004 yılları belirlenmiştir. 2011 yılında manşet enflasyonun trendini belirlerken, gıda enflasyonunun volatiliteli bir seyir izlemesinin ardından gelen yıllar değerlendirmeye alınmıştır. 1993-2003 ve 2005 yıllarının trendi değerlendirmeye alınarak 2011 yılı enflasyon rakamları için bir aralık belirlenmeye çalışılmıştır. 1993 yılında enflasyonun aylık rakamlarının oldukça yüksek olduğu

2010 yılında manşet enflasyonun seyrinde kontrol edilemeyen kalemlerden biri olarak değerlendirilen gıda fiyatlarının temel belirleyici olduğu görülmüştür. 2010 yılının ilk çeyreğinde çift hanelere kadar yükselen manşet enflasyon yıl içinde dalgalı bir seyir izlerken, yılın son çeyreğinde yeniden düşüş trendine girmiştir. 2010 yılına ilişkin rakamlar netleşmeye başlarken, 2011 yılında enflasyonun nasıl olacağı sorusunu cevaplamak

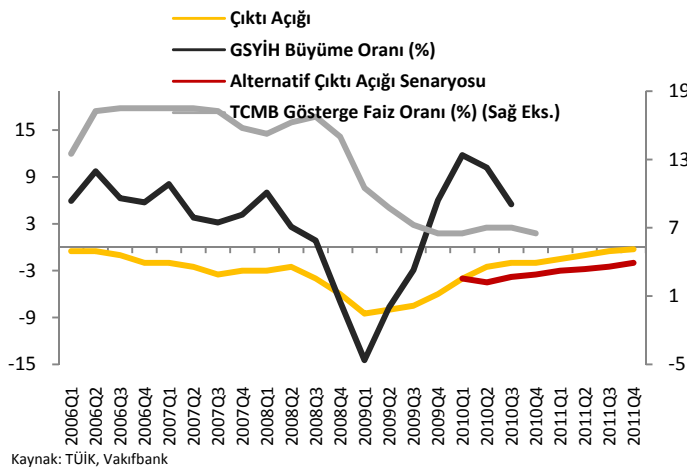
Tablo-3

| TÜFE (y/y,%) | 1. Senaryo | 2. Senaryo |
|-----------------|------------|------------|
| Beklentilerimiz | %9.4 | %5.5 |

Kaynak: Vakıfbank

değerlendirildiğinde, 1993 rakamlarını 2011 yılına yansıtma yanıltıcı olacağından, 1993 yılı analizimizden çıkarılmıştır. Büyüme için ilk senaryoda 2001 yılında yaşanan krizin ardından güçlü büyüme performansını 2011 yılına yansıtılmıştır. Bu analizimize paralel olarak enflasyon rakamları için yukarı yönlü riskleri ortaya koymak amacıyla söz konusu dönemdeki ortalama enflasyonun üzerinde bir enflasyon baz alınarak 2011 yılına yansıtılmıştır. İlk senaryoda enflasyonun 2011 yılı sonunda %9.4 olacağı bulunurken, önümüzdeki yıl hava şartları nedeniyle gıda fiyatlarında görülebilecek yukarı yönlü hareketler ve önümüzdeki yılın seçim yılı olması bu senaryonun önemini artırmaktadır. TÜFE'nin seyrinde söz konusu yıllara ait olumlu trendi ortaya koymak amacıyla, 2003-2005 yıllarındaki enflasyon ortalamasının altında bir enflasyon 2011 yılına yansıtıldığında 2011 yılında enflasyonun %5.5 olarak gerçekleşeceği bulunmuştur. Böylece ikinci senaryo altında TCMB'nin 2011 yılı hedefi olan %5.5'in yakalanabileceğini düşünüyoruz.

Grafik-8



Yukarıda incelediğimiz enflasyon göstergeleri ardından 2011 yılına ilişkin TCMB'nin para politikasındaki duruşunun nasıl olacağı sorusuna cevap vermek için çıktı açığını ve ardından Taylor Kuralı'nı incelemekte fayda olduğunu düşünüyoruz. TCMB'nin Enflasyon Raporlarından düzenlediğimiz veri Grafik-8'de yer almaktadır. Grafik-8 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 bir göstergesidir.

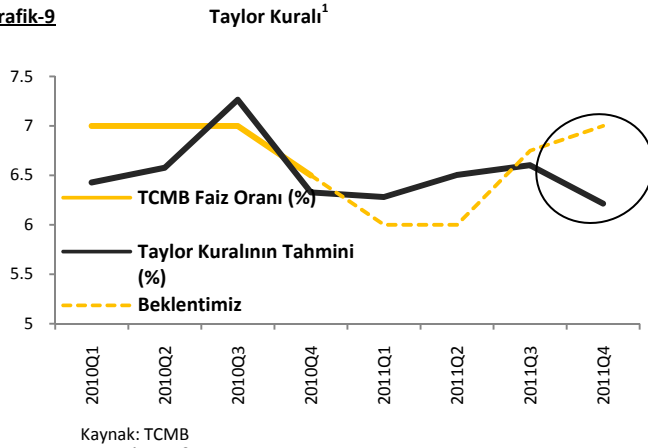
Çıktı açığı ile TCMB'nin faiz kararı arasındaki ilişki incelendiğinde iki dönemde TCMB'nin faiz kararında çıktı açığına ters yönde tepki verdiği dikkat çekmektedir. Birincisi krizin başladığı dönemde daralmanın ne kadar sert olabileceğinin anlaşılamadığı ve TCMB'nin enflasyonist kaygılarla faiz arttırdığı dönemdir. Bu dönemde krizin ne kadar sert olacağı aslında tüm dünyada tahmin edilemezken tek faiz arttıran merkez bankasının TCMB olmadığı görülmektedir. Diğer 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.

Son açıklanan rakamlar değerlendirildiğinde, çıktı açığındaki daralmanın son dönemdeki toparlanma hızına paralel bir görünüm çizdiği görülürken, çıktı açığının kriz öncesi seviyelere yaklaştığı dikkat çekmektedir. TCMB yayınladığı III. Enflasyon Raporu'nda çıktı açığındaki daralmanın beklendiği kadar hızlı olmayacağına vurgu yaparak, bu durumu yılsonu enflasyon tahminlerini aşağı çekmesindeki gerekçelerden biri olarak göstermiştir. ABD ve Euro Bölgesi merkez bankalarının da toparlanmaya yönelik risklere dikkat çekerek genişletici politikaları devam ettireceklerini açıklamaları bu beklentiler ile uyumaktadır. Global ekonomilerde toparlanma yönlü risklerin devam etmesi Türkiye ekonomisi için de risk oluşturmaktadır. Ancak 2010 yılında açıklanan büyüme rakamları çıktı açığındaki daralmanın beklenenden daha hızlı olabileceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte alternatif bir çıktı açığı senaryosuna değinmek faydalı olacaktır. Söz konusu senaryo, çıktı açığının toparlanma hızının TCMB beklentilerinin de üzerinde yavaşlayacağına işaret ederken, son açıklanan olumlu rakamlarla

şimdilik bu senaryonun gerçekleşmesinin uzak görüldüğü söylenebilecektir. Açıklanan büyüme verileri ardından çıktı açığındaki daralmanın yavaş olacağı risklerinin zayıfladığı söylenebilecekken, bu durum Türkiye ekonomisinin potansiyel seviyesinde üretime yaklaştığına işaret etmektedir. Bu durum ekonomideki talep yönlü enflasyonist baskının yükselebileceğine dair riskleri gündeme getirirken, TCMB'nin enflasyonist baskıların hafifleyeceği söylemini desteklememektedir.

Son dönemde sıcak para girişinin hızlı bir şekilde artması nedeniyle TCMB, fiyat istikrarına yönelik risklerin zayıfladığı gerekçesiyle, finansal istikrara yönelik önlemler açıklamıştır. TCMB politika faizi olan 1 haftalık repo oranını %7.0 seviyesinden %6.5 seviyesine çekmiştir. Bununla birlikte TCMB geleneksel para politikası araçlarının dışına çıkarak, çıkış stratejileri kapsamında Nisan ayından itibaren artırıma geçtiği zorunlu karşılık oranlarında son yapılan Aralık ayı toplantısında vade ayırımına gitmiş ve borç alma ile borç verme faiz oranı arasındaki farkı genişleterek vade uzamasını da teşvik etmiştir. TCMB'nin aldığı önlemler ile finansal istikrarı ön plana çıkardığı söylenebilecekken, gerekçe olarak fiyat istikrarına ilişkin risklerin zayıf olduğu belirtilmiştir. Fakat kurlarda ve ithalatımız içinde yüksek paya sahip olan hammadde mallarının fiyatlarında aynı anda izlenen yukarı yönlü hareketler önümüzdeki dönemde fiyatlar üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilir. Özellikle pek çok gelişmekte olan merkez bankasının faiz artırımına başladığı bir dönemde TCMB'nin faizleri indirmesinin Türkiye ekonomisi açısından risk oluşturabileceği de mümkün görünmektedir.

Grafik-9



Çıktı açığındaki toparlanma ile enflasyon beklentilerimiz altında 2011 yılındaki faiz kararına ilişkin yönü belirlemek için Taylor Kuralı ile hazırladığımız modelin tahminleri Grafik-9'da yer almaktadır. 2011 yılının ilk çeyreğinde 2010 yılında işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış ve vergi ayarlamalarıyla oluşan olumlu baz etkisiyle enflasyon rakamlarında düşüşün devam edeceği beklentimiz

altında TCMB'nin faizleri 2011 yılının ilk ayında 50 baz puan indirmesini bekliyoruz. TCMB'nin iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışmaya ve kredi genişlemesine bağlı olarak cari açığın hızlı artışının finansal istikrarı tehdit ettiğine vurgu yapması bu beklentimizi desteklemektedir. Global piyasalarda yaşanan sorunların derinleşmediği bir durumda, TCMB'nin 2011 yılının ikinci yarısında enflasyondaki olumlu bazın tersine dönmesiyle artan enflasyonist baskılarla faiz artırımına başlamasının mümkün olabileceğini düşünüyoruz. Baz senaryo altında TCMB'nin toplamda 100 baz puanlık bir faiz artırımına giderek politika faiz oranını %7.0 seviyesine çekmesini bekliyoruz. 2011 yılında Taylor Kuralı'nın önemini kaybettiği görülürken, Taylor Kuralı ile politika faiz oranı beklentimiz arasındaki sapma daha çok TCMB'nin artık geleneksel para politikası araçlarının dışındaki araçlarla para politikasını sıkılaştırmasından kaynaklanmaktadır. TCMB politika faizinde indirime giderken, zorunlu karşılık oranlarında vade yapısına göre farklılaştırmaya giderek artırıma geçmiş bununla birlikte, borçlanma ve borç verme faiz oranı arasındaki koridoru da genişletmiştir.

¹ Taylor Kuralı nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedefleneninden sapması ($\pi - \pi^*$) ve çıktı açığının ($y - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlanan çıktı açığı ve enflasyonun hedefinden sapmasına değişik ağırlıklar vererek faiz oranının belirlenmesinde kullanılan bir kuraldır.

Tablo-4

| TCMB Politika Faizi | Baz Senaryo | 1. Senaryo | 2. Senaryo |
|---------------------|-------------|------------|------------|
| Beklentilerimiz | %7.0 | %8.0 | %6.0 |

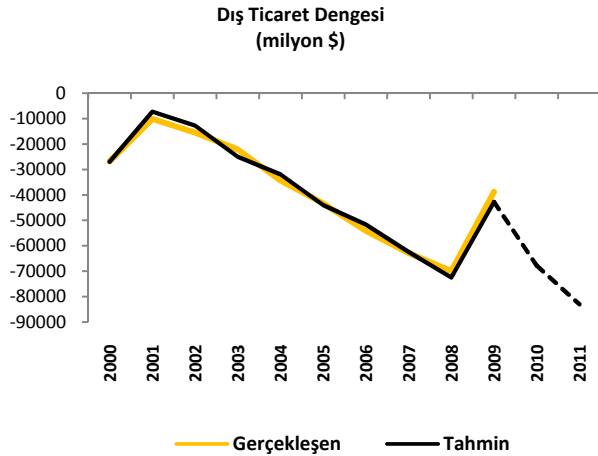
Kaynak: VakıfBank

Diğer yandan son dönemde global piyasalarda artan belirsizlikler değerlendirildiğinde TCMB'nin faiz artırımını ötelemesi mümkün olabilir. Özellikle açıklanan çekirdek enflasyon göstergelerindeki düşüş ardından gıda fiyatlarındaki artışa rağmen çekirdek göstergelerindeki yatay seyrin 2011 yılında devam etme olasılığı TCMB'nin para politikası duruşunda büyüme yönlü kaygılarla faiz artırımlarını ertelemesine neden olabilir. Söz konusu senaryo altında

TCMB'nin politika faiz oranını %6.0 seviyesine indirdikten sonra 2011 yılında sabit tutması mümkün olabilir. Ancak yukarıda da değindiğimiz gibi maliyet kaynaklı olarak enflasyonist baskıların hızlanması durumunda TCMB para politikasında daha sert sıkılaştırmaya geçebilecekken, söz konusu senaryo altında TCMB'nin politika faiz oranını toplamda 200 baz puan artırarak 2011 yıl sonunda %8.0 seviyesine yükseltmesi beklenmektedir. Şu an için beklentimiz TCMB'nin 2011 yılının ikinci yarısının başında faiz artırımına gideceği yönündedir.

- Cari İşlemler Dengesi

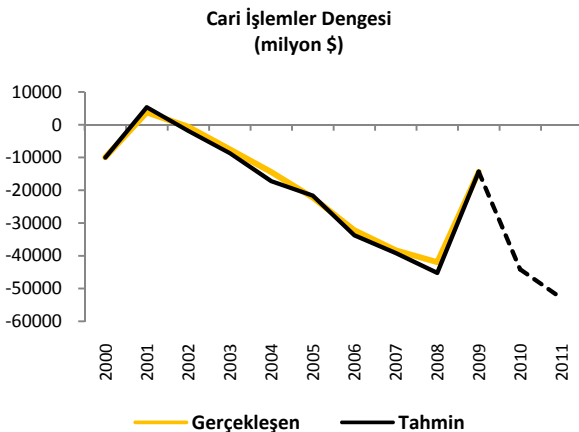
Grafik-10



Kaynak: TCMB, VakıfBank

yıl daha da genişlemesi mümkün görünmektedir. Oluşturduğumuz ekonometrik model de dış ticaret açığının 2011 yılında genişlemeye devam edeceği yönündeki görüşümüzü desteklerken, 4-11 Ekim 2010 tarihli raporumuzda yer alan büyüme analizimizdeki rakamları 2011 için %4'e revize ettikten sonra 2011 yılında dış ticaretin 83 milyar dolar açık vermesini bekliyoruz.

Grafik-11



Kaynak: TCMB, VakıfBank

Cari işlemler dengesinin 2011 yılındaki seyrini tahmin edebilmek için öncelikle cari denge ile yüksek korelasyona sahip dış ticaret dengesini tahmin etmek önemlidir. Bu çerçevede, 2011 yılında dış ticaret açığının seyrini öngörebilmek için oluşturduğumuz model kapsamında iç ve dış talep göstergeleri ile kur ve petrol fiyatlarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Yılın ilk 10 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre sert şekilde genişleyen dış ticaret açığının, iç talebin dış talebe göre daha olumlu bir görünüm sergilemesi ve beklentilerin de dış talebe ilişkin kırılganlıkların devam edeceğine işaret etmesi ile önümüzdeki

Cari işlemler hesabında önemli bir paya sahip olan dış ticaret tahminleri ışığında cari işlemler açığı tahmin edilmiştir. Oluşturduğumuz ekonometrik modelimizde gerçekleşen cari işlemler açığı ile tahmin edilen cari işlemler açığı arasındaki uyum dikkat çekerken, 2011 yılında cari işlemler açığındaki genişleme trendinin hızla devam etmesi beklenmektedir (Bkz. Grafik-11). 2011 yılında dış ticaret açığının 83 milyar dolar olacağı beklentisi

altında cari işlemler dengesinin 53 milyar dolar açık vermesi ve böylece cari işlemler açığının GSYİH içindeki oranının -%6.7 olması beklenmektedir. 2011 yılı için bu beklentimiz baz senaryo altında tahmin edilirken, gerek dış ticaret açığı gerekse cari işlemler açığı tahminlerimizde kur ve petrol fiyatlarının seyrindeki değişmelerin ve Türkiye ekonomisi ile dış ticaretimizde önemli bir paya sahip olan Euro Bölgesi ekonomisinin büyümesine ilişkin risklerin beraber değerlendirilmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz.

Tablo-5

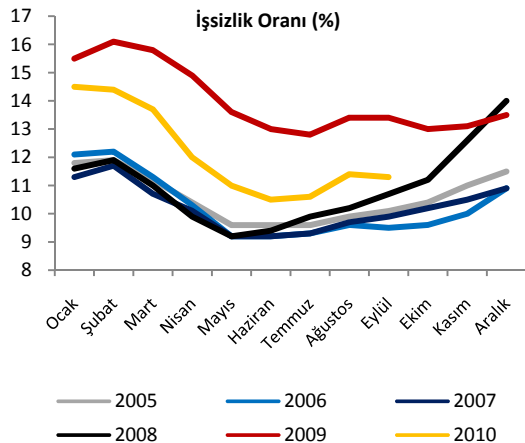
| 2011 yılına ilişkin Beklentiler | Kur | Petrol | Türkiye Büyüme | Euro Bölgesi Reel Büyüme(%yoy) | Dış Ticaret Dengesi Model | Cari İşlemler Dengesi Model |
|---------------------------------|------|--------|----------------|--------------------------------|---------------------------|-----------------------------|
| Baz Senaryo | 1.55 | 100 | 4 | 1.4 | -83 milyar \$ | -53 milyar \$ |
| Senaryo-1 | 1.45 | 110 | 5 | 2.2 | -86 milyar \$ | -60 milyar \$ |
| Senaryo-2 | 1.65 | 90 | 3 | 1.0 | -75 milyar \$ | -47 milyar \$ |

Kaynak: Vakıfbank

Bu çerçevede, hazırladığımız değişik senaryolar altında dış ticaret ve cari açığa ilişkin beklentilerimiz Tablo-5'te yer almaktadır. Baz senaryoda 2011 yılında büyüme beklentimiz %4 yönündeyken, 2011 yılı Euro Bölgesi büyümesi için ortalama piyasa beklentisi analize dahil edilmiştir. Finansal piyasalara ilişkin olarak 2011 yılında 1.55 olan kur beklentimizin yanı sıra petrol fiyatlarında TCMB'nin yıl sonu beklentisi baz alınmıştır. Bu beklentiler ışığında dış ticaret açığı ve cari işlemler açığına ilişkin beklentilerimizi yukarıda belirtmiştik. Finansal verilerdeki değişkenlikler beraberinde büyüme yönlü riskler alternatif 2. senaryo altında incelenmiştir. İlk senaryo analizi, USD/TL kurunun beklentimizin altında kalacağı, diğer bir ifade ile TL'nin USD karşısındaki değerlenmesinin devam edeceği ve gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında daha güçlü bir büyüme performansının yakalanacağı varsayımı altında ele alınmıştır. Birinci senaryo ile 2011 yılında Türkiye ekonomisinin %5 oranında büyüyeceği yönünde olan beklentimizin yanı sıra piyasa beklentilerinde olumlu performansı yansıtan Euro Bölgesi büyümesi baz alınmıştır. Söz konusu senaryo altında dış ticaret açığının 86 milyar dolara ulaşacağı beklenirken, cari işlemler açığının 60 milyar dolar olacağı tahmin edilmektedir. Diğer yandan USD/TL kurunun beklentilerin üzerinde yükseleceği, petrol fiyatlarının ise beklentilerin altında kalacağı ikinci senaryo altında hem yurtiçi hem de Euro Bölgesi büyümesinin görece daha olumsuz bir performans yaşayacağı dikkate alınmıştır. Bu senaryo altında ise dış ticaret ve cari işlemler açığının artış hızının yavaşlayacağı beklenirken, dış ticaret açığının 75 milyar dolar, cari işlemler açığının ise 47 milyar dolar olması mümkün olabilir.

- İşsizlik Oranı

Grafik-12

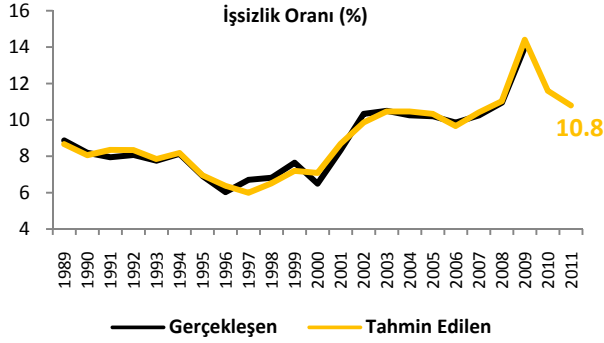


Kaynak: TÜİK

2010 yılının Ağustos-Eylül-Ekim döneminde işsizlik oranı %11.3 olarak açıklanmıştır. Geçen senenin aynı döneminde %13.4 olan işsizlik oranı böylece geçen yıla göre 2.1 baz puan gerilemiştir. 2010 yılında işsizlik oranında izlenen trendi geçmiş yıllarla kıyaslayabilmek için yandaki Grafik-12 incelendiğinde, 2010 yılında 2009 yılı dışında kalan 2005-2008 yıllarına göre işsizlik oranında hızlı bir düşüş yaşandığı dikkat çekmektedir. Fakat 2010 yılı süresince işsizlik oranının söz konusu yıllara göre hala yüksek seviyelerde seyrettiği görülmektedir. 2009 yılında yaşanan krizin etkisiyle işsizlik oranının oldukça yüksek seviyelere ulaştığı dikkat çekerken,

2010 yılı genelinde aşağı yönlü hareket eden işsizlik oranının bir önceki yıla göre oldukça gerilediği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde ise olumlu mevsimsel etkilerin sona ermesi ile birlikte işsizlik oranında yukarı yönlü bir hareket görülebilecektir. Yukarı yönlü hareket beklentimiz geçmiş yıllara paralel bir çerçeve çizmekle beraber, söz konusu artışın geçmiş yıllara kıyasla daha sınırlı olması mümkün olabilir. Sanayi üretimi ve enflasyon oranı beklentilerimiz çerçevesinde, 2010 yıl sonu işsizlik oranına ilişkin beklentimiz %11.6 seviyesine işaret etmektedir. Bundan sonraki bölümde işsizlik oranının 2010 yılında %11.6 seviyesinde gerçekleştiği kabul edilerek, 2011 yılına ilişkin beklentilerimiz incelenecektir.

Grafik-13



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

Tablo-6

| 2011 yılına ilişkin Beklentiler | Reel Büyüme | Enflasyon | İşsizlik Oranı |
|---------------------------------|-------------|-----------|----------------|
| Baz Senaryo | 4.0 | 7.15 | 10.8 |
| Senaryo-1 | 5.0 | 9.4 | 10.0 |
| Senaryo-2 | 3.0 | 5.5 | 12.0 |

Kaynak: Vakıfbank

2011 yılı işsizlik oranını tahmin edebilmek için büyüme ve enflasyon verileri kullanarak oluşturduğumuz ekonometrik modelimizde gerçekleşen işsizlik oranı ile tahmin edilen arasındaki uyum dikkat çekmektedir. Model tahminleri çerçevesinde 2011 yılında işsizlik oranındaki düşüşün devam etmesi mümkün olabileceken, yaşanan düşüşün 2010 yılına kıyasla hız kesmesi beklenmektedir (Bkz. Grafik-13). Baz senaryo altında 2011 yılında büyüme ve enflasyona ilişkin beklentilerimiz sırasıyla %4.0 ile %7.15 seviyelerine işaret ederken, bu beklentiler ışığında 2011 yılına ilişkin işsizlik oranı beklentimiz %10.8 seviyesindedir. Diğer yandan birinci senaryo altında yani büyümenin %5.0 enflasyonun ise %9.4 seviyesinde gerçekleşmesi durumunda işsizlik oranının %10.0 seviyesine gerileyebileceğini düşünüyoruz. İkinci senaryoda ise enflasyonun 2011 yılı sonunda %5.5 olacağı tahmin edilirken, %3.0 ile büyüme performansı açısından olumsuz beklentiler değerlendirildiğinde işsizlik oranının 2011 yılında %12.0 seviyesine yükseleceği tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, 2011 yılına ilişkin işsizlik oranı beklentimiz 2010 yılında izlenen hızlı düşüşe kıyasla daha yatay bir harekete işaret ederken, ekonomide yaşanacak toparlanmanın gücüne bağlı olarak beklentimiz üzerinde aşağı ve yukarı yönlü risklerin varlığı dikkat çekmektedir. Ayrıca işsizlik oranındaki yatay hareket beklentimiz 2011 yılında Türkiye'nin kriz öncesi seviyelere kıyasla hala yüksek bir işsizlik oranına sahip olacağına işaret etmektedir. Bu durum aslında diğer makro ekonomik verilerden farklı olarak işsizlik oranında yapısal olarak izlenen katılığın bir sonucu olarak sürpriz bir gelişme olarak değerlendirilmemelidir.

- Finansal Piyasalar – Faiz Oranı

2011 Yılında Türkiye’de Faiz Oranlarının Seyrinde Etkili Olabilecek Faktörler

- Bankacılık Sektörü Bilançosuna İlişkin Beklentiler

Tablo-7

| Bankacılık Sektörü Projeksiyonları | | |
|------------------------------------|------|------|
| Değişken (y/y,%) | 2010 | 2011 |
| Toplam Aktif | 15.5 | 15.7 |
| Kredi | 25.5 | 23.0 |
| MDC | 10.0 | 3.7 |

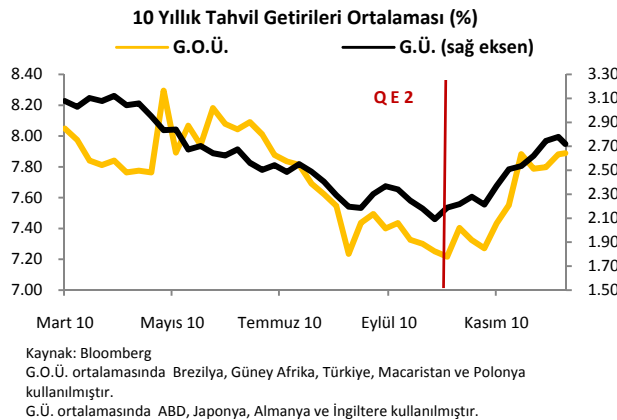
Kaynak: VakıfBank

Türk bankacılık sektörüne ilişkin 2011 yılı beklentimiz, sektörün sahip olduğu sağlıklı mali bünyesini koruyarak aktif büyümesini sürdüreceği yönündedir. 2009 yılında büyümedeki yavaşlama nedeniyle kredilerde yaşanan daralmayı, menkul kıymetler portföyünü artırarak telafi eden bankacılık sektörüne 2010 yılında büyüme dinamiği kazandıran ana bilanço kalemi krediler olmuştur.

2010 yılında tahvil getirilerindeki gerileme nedeniyle, menkul kıymetler cüzdanından elde edilen faiz gelirlerinin azalması bankaları kredi plasmanına sevk etse de, tahvil piyasasına artan yabancı ilgisi ve Merkez Bankası’nın faiz oranlarının 2011 yılının son çeyreğine kadar düşük seviyelerde kalacağı söyleminin etkisiyle bankacılık sektörünün menkul kıymetler portföyünü azaltmakta zorlandığı görülmektedir. Öte yandan, 2010 yılında ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunan baz etkisinin 2011 yılında negatife dönüşeceği beklentimiz ışığında kredilerdeki artışın bir miktar sınırlanabileceğini söyleyebiliriz. Ancak, dış talebin zayıf görünümüne karşın iç talepteki canlılık kredi büyümesini destekleyecek önemli bir faktördür. Bu doğrultuda, Türk bankacılık sektörünün kredi portföyünü genişletmeye devam edeceğini ve menkul kıymetlere olan ilgisinin azalacağını söyleyebiliriz. Bu durum tahvil faizlerini artırıcı rol oynasa da, küresel ölçekte tahvil alımlarının devam etmesi ve Türkiye’den gerek yurtiçi ekonomik ve siyasi nedenlerle gerekse küresel risk algılamalarının değişmesine bağlı olarak sermaye çıkışları yaşanmadığı sürece faizler üzerindeki aşağı yönlü baskının çok fazla azalmasını bekleyemeyiz. Ayrıca, kredi plasmanlarının artması sonucu rekabet artışının kredilerden elde edilecek faiz gelirlerini azaltabilecek olması, bankaların menkul değerler portföylerini küçültme eğilimlerini sınırlayabilecektir.

- FED’in Niceliksel Genişlemeye Gitmesinin Tahvil Piyasasına Etkisi

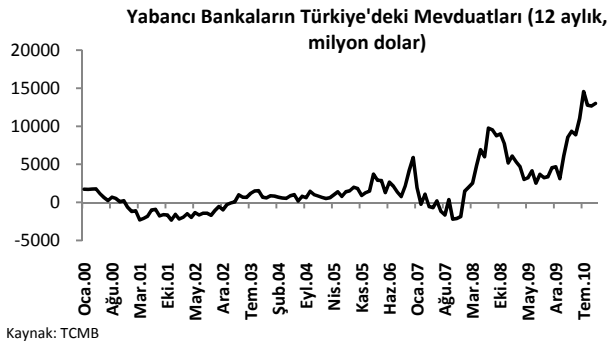
Grafik-14



2010 yılının ikinci yarısında, FED ekonomik aktivitenin istenen hızda canlanma gösterememesi ve azalan çekirdek enflasyon karşısında deflasyonist baskıları düşürme gereği duyarak, yeniden niceliksel genişlemeye (QE2) gideceği beklentisinin oluşması, küresel büyüme dinamiklerinin temel kaynağı haline gelen GOÜ piyasalarına sermaye akımlarını artırmıştır. FED’in yeniden niceliksel genişleme uygulamaya başlaması ABD’de faiz oranlarının uzun bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı beklentisini artırarak, getiri oranlarının nispeten yüksek

olduğu ve yatırım fırsatları açısından cazip görünen GOÜ tahvillerine gelen alımları desteklemektedir. Artan sermaye akımları ile hazine tahvillerinin faizleri rekor düşük seviyelere gerilemiştir. Mayıs ayından beri alıcı bir seyir izleyen gösterge Hazine tahviline FED’in açıkladığı niceliksel genişlemenin ardından gelen alımların yanı sıra Aralık ayında TCMB’nin faiz indirimine gitmesi ile söz konusu tahvilin bileşik faizi %7.25 seviyesine kadar inmiştir.

Grafik-15



FED'in 2-3 Kasım 2010 tarihlerinde yaptığı toplantıda, Haziran 2011'e kadar 600 milyar dolar tutarında Hazine tahvili satın almayı kararlaştırması, GOÜ'lere fon akışlarının hızlanması ile getirilerin gerilemesine neden olmaktadır. FED kararının ardından tahvillere küresel ölçekte gelen alımların devam etmesinin temel nedeni ise, faiz oranlarının bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı beklentisi olarak görülmektedir. Ayrıca, FED kararının piyasa beklentileri doğrultusunda

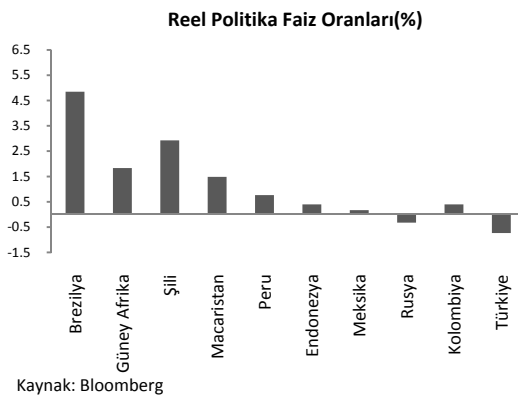
olması sebebiyle risk algılamalarının artmamış olması da bir diğer etkindir.

Tahvil piyasasının ilk etaptaki tepkilerinin alım şeklinde olmasına karşın, FED'in QE2 ile ABD'de enflasyon beklentilerini yükseltmesine paralel olarak, QE2'nin diğer ülkelerde de enflasyonist etkileri olması beklenebilecektir. Nitekim emtia fiyatlarında son haftalarda yaşanan yükselişler de bu ihtimali artırmaktadır. Enflasyonun küresel ölçekte artması durumunda, Türkiye'de enflasyon beklentilerindeki olası bozulma Merkez Bankası'nı faiz artırımına zorlayabilecekken, kurdaki değerlenme nedeniyle azalan rekabet gücü büyüme performansına olumsuz yansıyabilecektir. Bu durumda Merkez Bankası'nın büyüme ve enflasyon görünümünün yarattığı olumsuzlukların nispi ağırlığına göre tavır alması beklenebilecektir. Böyle bir ortamda orta vadede getirilerde yukarı yönlü hareketler görülebilecektir.

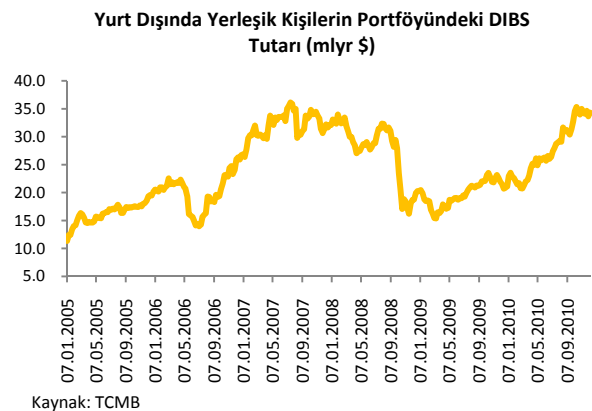
- Küresel Piyasalarda Yaşanabilecek Dalgalanmalar

Türkiye'de faiz oranlarının 2011 yılındaki seyri ile ilgili olarak vurgulanması gereken bir diğer husus da, küresel ekonomide yaşanabilecek olası dalgalanmalardır. GOÜ'lerin ABD'nin nispeten zayıf büyüme görünümünden etkilenmeye başlamaları ve küresel krizde ikinci bir dip tehlikesinin tekrar gündeme gelmesi halinde, küresel tahvil piyasalarındaki aşırı alımların tersine dönmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu durumda Türkiye'de de Hazine tahvillerine sert satışlar gelmesiyle piyasa faizleri de hızla yükselişe geçecektir.

Grafik-16



Grafik-17



Türkiye'de reel politika faizlerinin halen negatif düzeylerde, reel piyasa faizlerinin ise %1'in üzerinde olmasına rağmen yurtdışından fon girişlerinin devam etmesi ve söz konusu portföy akımlarının cari işlemler açığının finansmanında önemli bir kalem haline gelmesi, fon çıkışlarına karşı duyarlılığı artırabilecektir. Halen diğer GOÜ'lerle birlikte hareket eden Türkiye'nin küresel piyasalarda olası bir çalkantıda geçmiş dönemlerde olduğu gibi çıkış yaşanan ülkelere riski göz ardı edilmemelidir. Böyle bir ihtimal gerçekleştiği takdirde

piyasalarda artan tansiyonu ve sermaye kaçışlarını önlemek için başvurulabilecek ilk çare faiz artırımları olacaktır.

- **Kamu Maliyesi Görünümü**

Tablo-8

| Hazine Finansman Programı (*) | | | | |
|--|-----------------------|----------------|------------------------------------|----------------|
| (Milyar TL) | 2009 (Gerçekleşme) | 2010 (Program) | 2010 (Gerçekleşme Tahmini)(***) | 2011 (Program) |
| I-ÖDEMELER | 148.9 | 200.3 | 194.8 | 152.8 |
| İç Borç Servisi | 134.2 | 182.6 | 178 | 135 |
| Dış Borç Servisi | 14.6 | 17.7 | 16.8 | 17.8 |
| II-FİNANSMAN | 148.9 | 200.3 | 194.8 | 152.8 |
| Toplam Borçlanma | 150.2 | 195.3 | 175.7 | 131.7 |
| Dış Borçlanma | 11.3 | 13.7 | 15 | 12.5 |
| İç Borçlanma | 138.9 | 181.6 | 160.7 | 119.1 |
| Diğer Finansman(***) | -1.3 | 5 | 19.1 | 21.1 |
| Toplam İç Borç Çevirme Oranı(%) | 103.5 | 99.5 | 90 | 88 |

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

*nakit bazlı

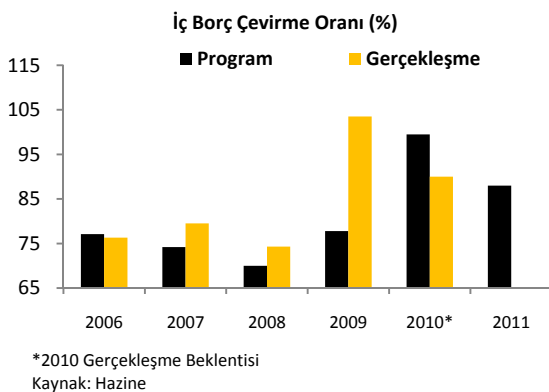
**Kamuoyuna duyurulan düzenli geri alım programı gerçeklemleri çerçevesinde borç servisi rakamlarında değişiklik olabilecektir.

***Nakit bazlı faiz dışı denge, özelleştirme gelirleri, işsizlik sigortası fonundan yapılan aktarımlar, TMSF'den sağlanan gelirler, devirli/garantili borç geri dönüşleri, kasa/banka değişimi ve kur farkı kalemlerini içermektedir.

Hazine'nin Orta Vadeli Program (OVP) ve Merkezi Yönetim Bütçesi (MYB) öngörülleri göz önüne alınarak hazırladığı, 2011 Hazine Finansman Programı, 2010 yılı gerçekleşme tahminlerinin Kasım 2009'da yayınlanan hedeflerden daha başarılı bir performans göstermesi nedeniyle aynı olumlu havanın 2011 yılında da yaşanması ihtimaline işaret etmektedir.

2011 yılında finansman programı çerçevesinde Hazine'nin toplamda 135 milyar TL iç borç geri ödemesi yapacak olması ve bunu finanse etmek için 119.1 milyar TL iç borçlanma gerçekleştirecek olması beklentisi doğrultusunda, 2011 yılının toplam iç borç çevirme rasyosu %88 olarak öngörülmektedir.

Grafik-18



Hazine'nin 2010 yılı Finansman Programı'nda öngördüğü iç borç çevirme rasyosunu %99.5'ten %90'a revize etmiş olması, 2011 yılı için de benzer şekilde ihtiyatlı bir tavır sergileyebileceğine işaret etmektedir. Ancak, Merkez Bankası'nın 2011 yılında sıkı para politikasına geçeceği beklentisi doğrultusunda piyasada aşırı likidite bulunmasını tercih etmeyeceği dikkate alındığında, Hazine'nin borçlanma rasyosunu öngörülen %88 seviyesinin altına düşürmesine ihtiyaç olmayacağı düşünülebilir. Bunun yanında, önümüzdeki yıl genel seçimlerin de yapılacak olduğu dikkate alındığında borçlanma

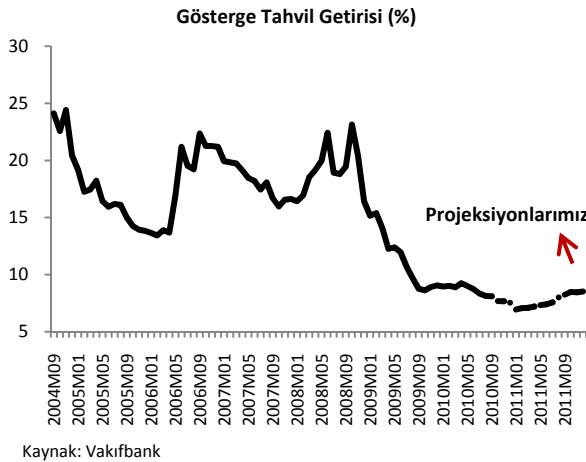
rasyosu hedefinin %90 seviyesinin çok fazla altına düşürülmemiş olması da makul görünmektedir. Hazine'nin finansman programındaki ihtiyatlı görünümün Orta Vadeli Program'da 2011 için öngörülen %40 seviyesindeki borç stoku/GSYİH rasyosu ile uyumlu olması, bütçe disiplini konusunda kredibilite sağlayabilecektir. Dolayısıyla, 2011 yılında borçlanma ve bütçe hedeflerinin tutturulması konusunda sıkıntı yaşanmayacağı ve bu durumun faizler üzerindeki yukarı yönlü baskıları hafifleteceği düşünülmektedir.

2011 Yılında Gösterge Tahvil Getirisi Nasıl Bir Seyir İzleyecek?

- Ekonometrik Analiz

Gösterge tahvil getirisinin 2011 yılındaki seyrini belirlemek amacıyla kurduğumuz ekonometrik modelimizde (gösterge tahvil getiri oranının veri setinin 2004 yılı Eylül ayından başlamasına bağlı olarak), 2004 yılı Eylül ayı ile 2010 yılı Ekim ayı arasındaki aylık veri seti ile çalışılmıştır. 27 Eylül 2010 tarihinde yayınladığımız raporumuzda yer alan gösterge tahvil getirisinin makro ekonomik ve finansal göstergeler ile korelasyon matrisi dikkate alınarak değişkenler belirlenmiştir. Söz konusu korelasyon matrisine göre, menkul değerler portföyü, cari işlemler açığı, manşet enflasyon, çekirdek I-endeksi, TCMB gösterge faiz oranı, GOÜ ortalama faiz oranları ile GÜ ortalama faiz oranları ve 5 yıllık Türkiye CDS değerinin gösterge tahvil getirisi ile yüksek korelasyona sahip olduğu dikkat çekmektedir. Teorik olarak Merkez Bankası faizlerinin piyasa faizleri üzerinde temel belirleyici olduğu, korelasyon matrisince de desteklendiği için politika faiz oranı modele dahil edilmiştir. Bununla birlikte gecelik borçlanma faiz oranı ile enflasyon rakamlarının güçlü korelasyonu değerlendirildiğinde, iki değişkeni beraber modele dahil etmek ekonometrik olarak sorun yaratacağından, geçici fiyat artışlarını da yansıtan manşet enflasyon yerine çekirdek enflasyon tercih edilmiştir. Çekirdek I endeksi için, çalışmamızın enflasyon bölümünde yer alan 2011 yılı enflasyon projeksiyonları baz alınmıştır. Nominal döviz kuru ile gösterge tahvil getirisi arasında beklenildiği kadar yüksek bir korelasyon bulunmamasına karşın, nominal döviz kuru modelde ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar vermiştir. Diğer yandan, korelasyon matrisine göre yüksek korelasyon saptadığımız, cari işlemler açığının 12 aylık kümülatif toplamı ve toplam kamu borç stoku ile iç borç stoku değişkenleri modelde denenmiş ve ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar vermediği saptanmıştır.

Grafik-19



Modelin sonuçları değerlendirildiğinde, 2010 yılının sonunda ve 2011'in ilk yarısında gösterge tahvilin getirisinin %8.0 seviyesinin altındaki seyrinin devam etmesi beklenmektedir. FED'in Kasım ayının başında açıkladığı 2011 yılının ilk yarısında tahvil alımlarına devam edeceği açıklamalarının yanı sıra, 2011 yılının ilk çeyreğinde enflasyonda geçen yıl yaşanan yükselişlerin oluşturduğu baz etkisi ile sert düşüşlerin beklenmesi gösterge faiz üzerinde aşağı yönlü kırılmalara neden olabilecektir. Diğer yandan, gösterge tahvil getirisinin seyri TCMB'nin faizleri 2011 yılının ilk ayında 50 baz puan indirmesinin ardından, 2011 yılının ilk yarısında değiştirmeden bırakacağı beklentileri

ile de uyumlu bir görünüm çizmektedir. 2011 yılının ikinci yarısına doğru USD/TL kurunun hareketi ve enflasyon gelişmeleri ile birlikte piyasada oluşan, TCMB'nin 2011 yılının üçüncü çeyreğinden sonra faiz artırımına gideceği beklentisinin aksine, TCMB'nin faiz artırımına 2011 yılının ikinci yarısında geçeceği beklentimiz paralelinde gösterge tahvil getirisinin de yukarı yönlü bir ivme kazanması mümkün olabilir. Yılın son çeyreğinde faizlerdeki yukarı yönlü hareketin hız kesmesi beklenirken, kurduğumuz ekonometrik model paralelinde 2011 yılsonunda gösterge tahvil getirisinin %8.50 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz. Modelimizde cari açık ve borçlanma verileri ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar vermemesine karşın, önümüzdeki dönemde cari açığın finansmanı konusundaki risklerin sertleşmesi ya da azalması veya Hazine Finansman programında öngörülenden daha olumlu ya da olumsuz bir senaryonun yaşanması durumunda gösterge tahvil getirisinin bu gelişmelerden etkilenmesi kaçınılmaz olacaktır.

- Senaryo Analizi

Tablo-9

| | TÜFE (y/y,%) | USD/TL | TCMB Politika Faizi | Gösterge Tahvil Getirisi (%) |
|--------------------|--------------|--------|---------------------|------------------------------|
| Baz Senaryo | 7.15 | 1.55 | 7.00 | 8.50 |
| 1. Senaryo | 9.40 | 1.65 | 8.00 | 10.35 |
| 2. Senaryo | 5.50 | 1.45 | 6.00 | 7.35 |

Kaynak: VakıfBank

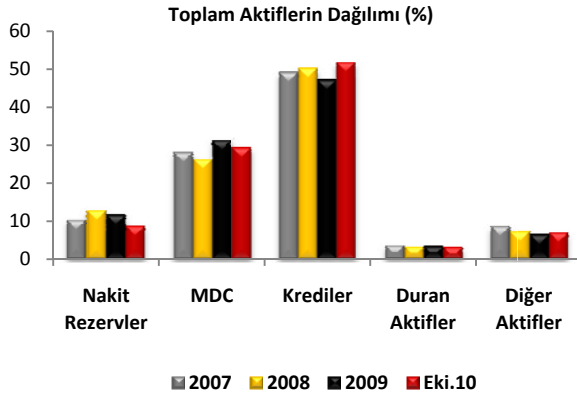
2011 yılı Türkiye ekonomisi çalışmalarımız çerçevesinde hazırladığımız değişik senaryolar altında gösterge tahvil getirisi beklentilerimiz Tablo-9'da yer almaktadır. Baz senaryo altında 2011 yılında gösterge tahvil getirisinin %8.50 seviyesinde oluşacağı yönündeki beklentimizi gerekçeleri ile birlikte yukarıda incelemiştik. Baz senaryo altında TCMB'nin 2011 yılında politika faizinde toplamda 100 baz puan artırıma gitmesi öngörülürken, kurun 2011 yılında 1.60 seviyesine yükseleceği beklenmektedir. Gösterge tahvil getirisini etkileyen değişkenlerin beklentilerden sapması halinde gösterge tahvil getirisini değişik senaryolar altında incelemenin faydalı olacağını düşünüyoruz. Oluşturduğumuz ilk senaryoda enflasyon için yukarı yönlü olarak %9.4 değeri baz alınırken, son dönemdeki performansın aksine TL'nin 2011 yılında değer kaybedeceği öngörülmektedir. Ayrıca söz konusu senaryo enflasyonist baskılarla TCMB'nin faiz artırımını konusunda daha agresif olacağı düşüncesi altında oluşturulmuştur. Böyle bir ortamda gerek yurtiçi gelişmeler gerekse yurtdışı konjonktüre bağlı olarak gösterge tahvil getirisi üzerinde yukarı yönlü baskıların artacağı düşünüldüğünden, ilk senaryo altında gösterge tahvil getirisinin %10.35 olması öngörülmektedir. Diğer yandan, ikinci senaryoda enflasyonun TCMB'nin de hedefi olan %5.5 oranında gerçekleşeceği analize dâhil edilirken, bu senaryoda enflasyonist baskıların görece daha sınırlı olduğunu söylemek mümkün görünmektedir. Enflasyonist baskıların görece yatıştığı bir ortamda TCMB'nin politika faiz oranını Ocak ayındaki 50 baz puanlık düşüşün ardından %6.00 seviyesinde sabit tutacağı varsayılmıştır. USD/TL kurunun ise Kasım ayında görülen düşük seviyelere yakın seyredeceği varsayımı yer almaktadır. İkinci senaryo altında gösterge Hazine tahvil getirisinin 2011 yılı sonunda %7.35 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

Raporun bu bölümünde GSYİH'nin yaklaşık %90'ını oluşturan bankacılık sektörünün 2011 yılında nasıl bir seyir izleyeceğini ortaya koymak açısından bilançonun temel kalemleri olan toplam aktif, kredi, takibe girmiş alacaklar (TGA), menkul değerler cüzdanı (MDC), mevduat ve net dönem karı rakamları tahmin edilerek analitik bir değerlendirme yapılmıştır.

Türk bankacılık sektörü 2007 yılının sonlarına doğru yurt dışı piyasalarda başlayan ve tüm dünyayı etkileyen küresel finans krizine rağmen, yurt dışı bankacılık sektörünün aksine 2010 yılı boyunca sağlam ve güçlü performansını sürdürmeyi başarmıştır. Böylece 2007 yılı sonunda %70 seviyelerinde olan toplam aktiflerin GSYİH içindeki payı 2009 yılı sonunda %87.4'e, 2010 yılı Ekim ayında ise %88 seviyesine yükselmiştir.

Grafik-1

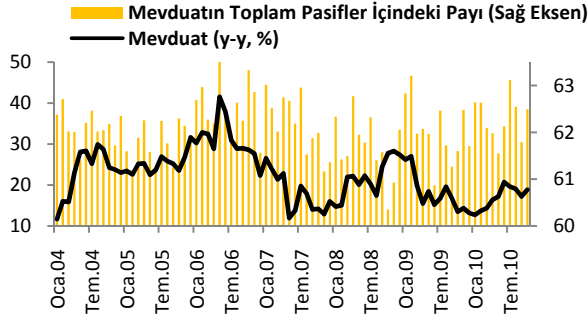


Kriz sırasında hem hükümet hem de bankacılık sektörü düzenleyici otoriteleri tarafından alınan yerinde ve zamanında önlemler sektörün krizi olabilecek en hafif şekilde atlmasına olanak verirken, 2009 yılı sonunda 392 milyar TL olan kredi hacmi 2010 yılı Ekim ayında yıl sonuna göre %23 oranında artarak 482 milyar TL olmuş ve kredilerin toplam aktifler içindeki payı da %51.7 seviyelerine yükselmiştir. Kredilerde yaşanan yüksek oranlı artış, nakit rezervler kaleminin 2009 yıl sonuna göre %15.7 oranında gerilemesine neden olurken, 2009 yılında sert bir şekilde yükselerek %15.8 oranında artış gösteren duran aktifler kaleminin artış

oranında ise 2010 yılında tahsili gecikmiş alacaklardaki gerilemeye bağlı olarak %6.6'ya kadar gerileme yaşanmıştır. Krizin etkilerinin en çok hissedildiği kalem olan ve 2009 yılı sonunda %5.6 seviyelerine yükselen kredilerin takibe dönüşüm oranı ise 2010 yılında başlayan belirgin toparlanma ile birlikte 2010 yılı Ekim ayında %4.3 seviyesine gerileyerek, 2009 yılının Şubat ayından itibaren en düşük seviyeyi görmüştür. 2009 yılı sonunda %76.3 seviyelerine gerileyen mevduatın krediye dönüşüm oranı ise 2010 yılı Ekim ayı itibarıyla %82.8 seviyelerine ulaşmıştır.

2008 yılı sonunda %26.5 seviyelerine kadar gerileyen menkul değerler portföyünün toplam aktifler içindeki payı, yaşanan krizin ardından TCMB'nin hızlı faiz indirimleri ve kamunun artan borçlanma ihtiyacı nedeniyle 2009 yıl sonu itibarıyla %31.5 seviyelerine kadar yükselmiştir. 2010 yılından itibaren global krizin ülkemiz üzerindeki etkilerinin azalmaya başlaması ve bankalar arasında kredi alanında yaşanan artan rekabet neticesinde menkul değerler cüzdanının toplam aktifler içindeki payı 2010 yılı Ekim ayında %29.3 seviyesine gerileyerek 2009 yılı Temmuz ayından bu yana en düşük seviyeye ulaşmıştır.

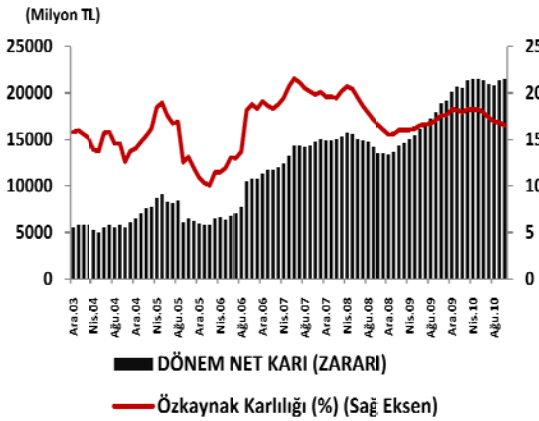
Grafik-2



Kaynak: BDDK

yukarı yönlü harekete bağlı olarak 2009 yıl sonunda %20.6 seviyelerine yükselen sermaye yeterlilik rasyosu ise 2009 yıl sonuna göre bir puan gerileyerek 2010 yılı Ekim ayında %19.57 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik-3

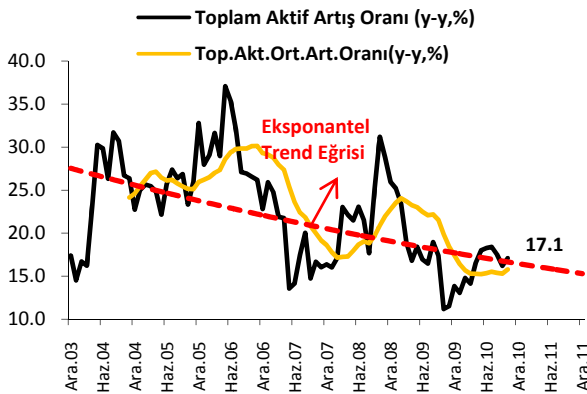


Kaynak: BDDK

%18.2 olan özkaynak karlılığının Ekim 2010'da %16.50'ye, %2.42 olan aktif karlılığının ise %2.31'e gerilediği görülmektedir. Bunun en büyük nedeni ise, bankaların hem aktiflerinin hem de öz kaynaklarının büyümesine rağmen aynı süre içerisinde birikimli net dönem karının aynı oranda büyümeyi yakalayamaması olmuştur.

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNE İLİŞKİN BEKLENTİLER

Grafik-4



Kaynak: BDDK, VakıfBank

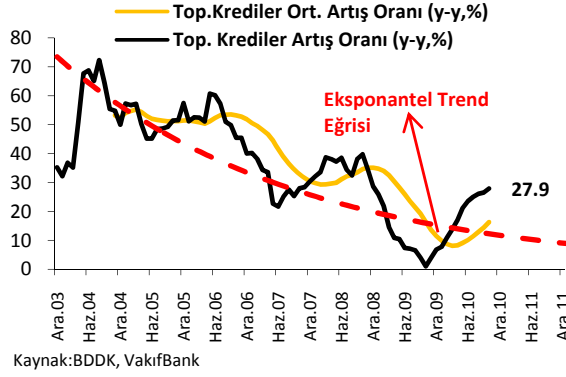
Bankacılık sektörünün fon kaynakları incelendiğinde, 2009 yılı sonunda %61.8 olan toplam mevduatın fon kaynakları içindeki payının 2010 yılı Ekim ayında %62.5 seviyelerine ulaştığı görülmektedir. Bankalara borçlar kaleminin toplam pasifler içindeki payı ise, yaşanan krizin etkisiyle yurt dışından borçlanma imkanlarının azalmasına bağlı olarak 2009 yılı sonunda %10.3 seviyelerine dek gerilemiş, 2010 yılı Ekim ayında ise %11.3 seviyesine yükselmiştir. 2009 yılının Ekim ayından itibaren kredilerde yaşanan sert

2010 yılının Ocak ayında %5.17 ile kriz döneminden sonra en yüksek seviyesine ulaşan net faiz marjı, bu tarihten itibaren düşmeye başlamış ve 2010 yılı Ekim ayında %4.17 seviyesine gerileyerek 2006 yılı Haziran ayından itibaren en düşük seviyede gerçekleşmiştir. Net faiz marjında yaşanan bu azalış karlılık oranlarının da gerilemesine neden olurken, iç talep artışına bağlı olarak, kredi hacmindeki artışın kredilerden alınan faiz gelirlerini artırması ve brüt takipteki alacakların gerilemesi sonucunda ayrılan karşılık oranlarının azalması karlıktaki artışın hız kaybetmekle birlikte devam etmesine katkıda bulunmuştur. Bankacılık sektörü karlılık göstergeleri değerlendirildiğinde, 2009 sonunda

| Toplam Aktif (Yıllık Değişim %) | | |
|---------------------------------|-----------|-----------|
| 2011 Beklentimiz | | |
| Baz Senaryo | Senaryo 1 | Senaryo 2 |
| 15.7 | 18.7 | 11.8 |

2010 yılında ekonomide yaşanan toparlanmanın 2011 yılında da devam etmesi beklenirken, reel GSYİH'nin baz senaryoda %4 büyüyeceği beklentisi altında kredilerde ve menkul değerler cüzdanında yaşanması beklenen olası artışlar 2011 yılında bankacılık sektörü toplam aktiflerinin yıllık bazda %15.7 büyüyeceğine işaret etmektedir.

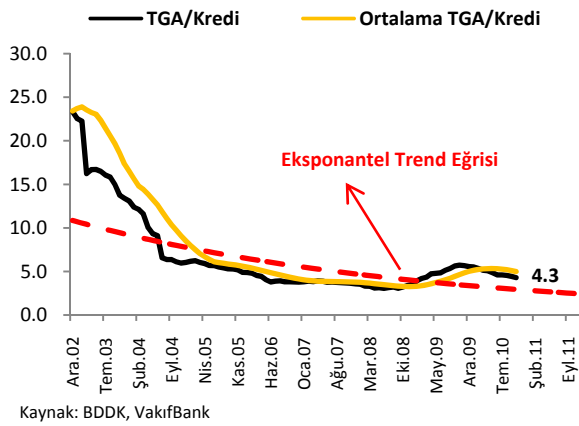
Grafik-5



| Toplam Kredi (Yıllık Değişim %) | | |
|---------------------------------|-----------|-----------|
| 2011 Beklentimiz | | |
| Baz Senaryo | Senaryo 1 | Senaryo 2 |
| 23.0 | 29.0 | 15.5 |

2010 yılında kredilerde yaşanan sert hareketin 2011 yılında da bir miktar yavaşlamakla birlikte devam etmesi beklenmektedir. Baz senaryo altında kredilerde yıllık bazda %23 artış öngörülmüşken, toplam aktiflerinde küçülmeye gitmek istemeyen sektörün kredi plasmanlarına ağırlık vermesi ile senaryo 1'in ön plana çıkması olası görünmektedir. Diğer yandan büyümede aşağı yönlü risklerin oluşması durumunda kredilerin artış hızındaki yavaşlamanın sertleşmesi beklenebilecektir.

Grafik-6

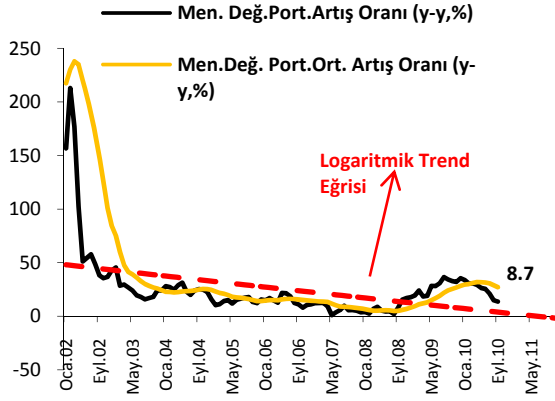


| TGA Oranı (%) | | |
|------------------|-----------|-----------|
| 2011 Beklentimiz | | |
| Baz Senaryo | Senaryo 1 | Senaryo 2 |
| 3.2 | 2.8 | 4.1 |

| TGA (Brüt, Yıllık Değişim %) | | |
|------------------------------|-----------|-----------|
| 2011 Beklentimiz | | |
| Baz Senaryo | Senaryo 1 | Senaryo 2 |
| -11.5 | -18.7 | 6.2 |

İşsizlik oranındaki iyileşmenin 2011 yılında devam etmesini ve 2011 yılı sonunda işsizlik oranının %10.8'e gerilemesini bekliyoruz. 2010 yılının 3. çeyreğinden itibaren TGA'nın yıllık artış hızının negatife geçtiği göz önüne alındığında ve 2011 yıl sonu işsizlik oranı beklentimiz paralelinde TGA'nın düşüş hızının artarak devam etmesini bekliyoruz. Bu bağlamda TGA/Kredi oranının 2011 yıl sonunda %3.2'ye gerilemesini bekliyoruz.

Grafik-7

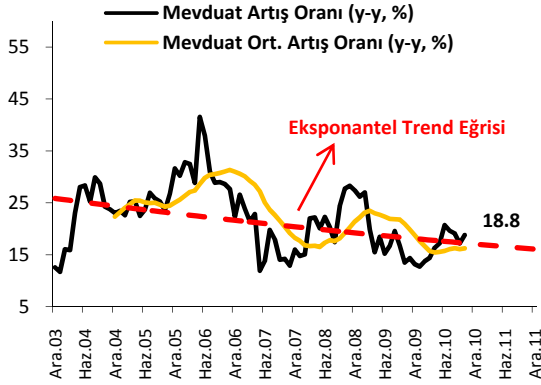


Kaynak: BDDK, VakıfBank

| MDC (Yıllık Değişim %) | | |
|------------------------|-----------|-----------|
| 2011 Beklentimiz | | |
| Baz Senaryo | Senaryo 1 | Senaryo 2 |
| 3.7 | -11.2 | 5.1 |

2010 yılında faiz oranlarındaki aşağı yönlü hareketin zayıflaması ile birlikte MDC'nin artış hızının sert bir şekilde yavaşladığı görülmektedir. 2011 yılında ise faiz oranlarında sınırlı da olsa yeniden yukarı yönlü hareketlerin görülebileceği beklentisi altında MDC'nin yıllık artış hızının %3.7'ye gerilemesi beklenmektedir.

Grafik-8

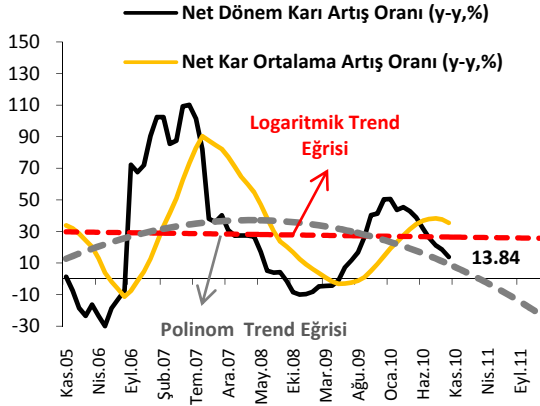


Kaynak: BDDK, VakıfBank

| Mevduat (Yıllık Değişim %) | | |
|----------------------------|-----------|-----------|
| 2011 Beklentimiz | | |
| Baz Senaryo | Senaryo 1 | Senaryo 2 |
| 17.3 | 21.3 | 15.7 |

TCMB'nin Temmuz ayından sonra sınırlı faiz artırımına geçeceği yönünde olan beklentimiz ışığında, mevduat artış oranının 2011 yıl sonunda %17.3 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Ancak ekonominin toparlanmasına bağlı olarak enflasyonist baskıların artması durumunda TCMB'nin daha sert faiz artırımına geçmesi ile faiz oranlarına görece daha duyarlı olan mevduat artış oranının hızlanması mümkün olabilecektir. Diğer yandan TCMB'nin faiz oranlarını düşük seviyelerde tutmaya devam etmesi durumunda mevduat artış hızının sınırlı kalması beklenirken, hanehalkının görece daha yüksek getiri sağlayan enstrümanlara yönelmesi mümkün olabilecektir.

Grafik-9



Kaynak: BDDK, VakıfBank

| Net Dönem Karı (Yıllık Değişim %) | | |
|-----------------------------------|-----------|-----------|
| 2011 Beklentimiz | | |
| Baz Senaryo | Senaryo 1 | Senaryo 2 |
| -13.7 | -18.2 | -7.9 |

Gösterge tahvil getirisinin 2011 yıl sonunda sınırlı bir artışla %8.50 seviyelerine yükselmesi beklentisi altında net dönem karının yıllık bazda %13.7 gerilemesini bekliyoruz. Senaryo 1 ekonominin görece daha hızlı büyüdüğü ve enflasyonist baskılarla TCMB'nin hızlı faiz artırımına geçtiği varsayımına dayanırken, söz konusu konjunktürde piyasa faizlerinin de sert bir şekilde yükselmesi beklenmektedir. Ekonominin toparlanmasına karşın, faiz oranlarındaki yukarı yönlü hareketin sektörün gider kalemlerini ve karlılığını nasıl etkileyebileceğini belirlemek önemli olacaktır. Bu bağlamda sektörün toplam aktiflerinin yaklaşık %30'unu oluşturan MDC'nin faizlerdeki yukarı yönlü hareketten zarar yazması, fon kaynaklarının %63'ünü oluşturan mevduata ödenen faiz giderlerinin yarattığı maliyet artışı ve bunlara karşın kredilerin uzun vade ve sabit faiz yapısı nedeniyle faizlerdeki yukarı yönlü hareketin kredi faizlerine aynı hızda yansımaması karlılığın daha sert gerileyeceği yönündeki beklentimizin temelini oluşturmaktadır. 2009 yılında küresel krize bağlı olarak ekonominin %4.7 daraldığı bir ortamda bankacılık sektörü dönem karının yıllık artış hızının %50.4 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmesi, karlılık kaleminin ekonominin toparlanmadan ayrışabileceğini yansıtırken, senaryo 1 altında ekonominin toparlanmasına rağmen net dönem karının yıllık artış hızındaki sert düşüşü açıklamada da güzel bir örnek teşkil etmektedir. Senaryo 2 altında ise daha düşük bir büyümeye karşın faiz oranlarının düşük seviyelerdeki seyrini koruması nedeniyle karlılıktaki düşüşün daha yavaş olacağı öngörülmektedir.

| | | | |
|------------------------|-------------------|--|----------------|
| Serkan Özcan | Baş Ekonomist | serkan.ozcan@vakifbank.com.tr | 0312-455 70 87 |
| Cem Erođlu | Kıdemli Ekonomist | cem.eroglu@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 80 |
| Nazan Kılıç | Ekonomist | nazan.kilic@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 89 |
| Bilge Özalp Türkarşlan | Ekonomist | bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 88 |
| Zeynep Burcu Çevik | Ekonomist | zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 93 |
| Seda Meyveci | Ekonomist | seda.meyveci@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 85 |
| Emine Özgü Özen | Araştırmacı | emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 87 |
| Selin Düz | Araştırmacı | selin.duz@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 93 |
| Naime Dođan | Araştırmacı | naime.dogan@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 86 |
| Fatma Özlem Kanbur | Araştırmacı | fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 82 |
| Elif Artman | Araştırmacı | elif.artman@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 90 |
| Senem Güder | Araştırmacı | senem.guder@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 76 |
| Halide Pelin Kaptan | Araştırmacı | halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr | 0312-455 84 83 |

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir 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.