

Euro/Dolar Paritesi'ndeki Yükselişi Destekleyen ve Sınırlayan Faktörler

ABD'de 2010'un üçüncü çeyreğinden itibaren fiyat baskılarının azalmasına ek olarak, ekonomik aktivitenin toparlanma hızının gerilemesi, Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) resesyondan yeni çıkan ve işsizliğin hala çok yüksek olduğu ekonomiyi canlandırma çabasının artacağı beklentisine neden olmuştur. FED'in bu kaygı ile para politikasını daha da gevşeteceği beklentisi Eylül ayından itibaren dolar'ın diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu çalışmada dolar'ın esas olarak euro karşısında değer kaybına yol açan faktörler incelenerek, mevcut konjonktürde euro/dolar paritesindeki yükselişi sınırlayıcı etkenler ortaya konulmaktadır.

Uluslararası Ekonomide Geçtiğimiz Haftanın Önemli Gelişmeleri

ABD

- Eylül ayında değişmemesi beklenen tarım dışı istihdam 95,000 azalırken, %9.7'de kalması beklenen işsizlik oranı %9.6 oldu.
- Ağustos'ta beklenen konut satışları %4.3 yükseldi.
- Ağustos'ta fabrika siparişleri %0.5 azaldı.
- Eylül ayında ISM imalat dışı sektörler endeksi beklentilerin üzerinde %51.5'den %53.2'ye yükseldi.
- Eylül ayında özel istihdam artış beklentilerinin aksine 39 bin kişi azaldı.
- Ağustos ayında toptan satış stokları beklentiler %0.5 artış yönündeyken % 0.8 artarak 409.4 milyar dolar oldu.
- İşsizlik maaşı başvuruları önceki hafta 455,000 olan beklentilerin altında 445,000 oldu.
- Kongre Bütçe Ofisi, ülkenin 30 Eylül'de sona eren mali yılda 1.29 trilyon dolar ile ikinci Dünya Savaşı'ndan bu yana görülen en büyük ikinci bütçe açığını verdiğini bildirdi.

AVRUPA

- Euro Bölgesi'nde perakende satışlar Ağustos ayında beklentilerin üzerinde %0.4 düştü.
- Avrupa Merkez Bankası(ECB) ve İngiltere Merkez Bankası(BOE) geçen haftaki toplantılarında faiz oranlarını değiştirmediler.
- Avrupa'nın en büyük ekonomisi olan Almanya'da ihracat ikinci ayında da düştü, ithalat ise %0.9 arttı.
- Almanya'da Ağustos'ta sanayi üretimi %0.5 olan beklentilerin üzerinde %1.7 arttı.
- İngiltere'de Sanayi Üretimi Ağustos'ta beklentilere paralel %0.3 arttı.
- İspanya'da Haziran ayında 4 milyon'un altına düşen işsiz sayısı, Eylül ayında yeniden 4 milyon'un üzerine çıkarken, işsizlik oranı %8.3 seviyesinde gerçekleşti.
- Yunanistan Merkez Bankası tarafından yapılan açıklamada, yılın birinci çeyreğine oranla %5.2 artış kaydeden Yunanistan'ın dış borcunun, bu yıl için hedeflenen gayri safi yurt içi hasılanın (GYSH) %184'üne denk düştüğü belirtilirken, dış borcun artmasına nakit para ihtiyaçlarını doğrudan Avrupa Merkez Bankası'ndan karşılayan bankaların borçlanmasının neden olduğu belirtildi.

DİĞER ÜLKELER

- Japonya Merkez Bankası (BoJ) faiz oranını %0.1'den %0-0.1 aralığına indirdi. BoJ, ayrıca Hazine ve şirket tahvili, borsa yatırım fonu ve diğer fonları satın alacağını açıkladı. BoJ faiz oranlarını fiyat gelişmelerinin dengelendiği yargısına varana kadar sıfır seviyesinde tutmaya devam edeceğini de vurguladı.
- Japonya'da Eylül ayında öncü göstergeler endeksi beklentilerin üzerinde 101.4 olarak açıklandı.
- Japonya'da Ağustos ayında cari işlemler fazlası yıllık %5.8 azaldı.
- Avustralya Merkez Bankası(RBA), faiz oranlarında bir değişikliğe gitmeyerek %4.50'de sabit tuttuğunu açıkladı.
- Brezilya geçen hafta son iki yılın en yüksek seviyesine gelen realdeki artışları önlemek için yabancı yatırımcılardan aldığı tobin vergisini ikiye katladı. Hükümet yabancılar tarafından yapılan sabit getirili yatırımlardan aldığı tobin vergisini %2'den %4'e yükseltecek.

Euro/Dolar Paritesi'ndeki Yükselişi Destekleyen ve Sınırlayan Faktörler

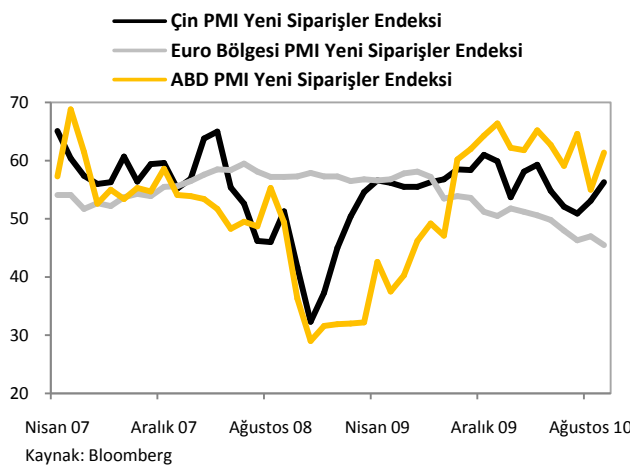
ABD'de 2010'un üçüncü çeyreğinden itibaren fiyat baskılarının azalmasına ek olarak, ekonomik aktivitenin toparlanma hızının gerilemesi, Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) resesyondan yeni çıkan ve işsizliğin hala çok yüksek olduğu ekonomiyi canlandırma çabasının artacağı beklentisine neden olmuştur. FED'in bu kaygı ile para politikasını daha da gevşeteceği beklentisi Eylül ayından itibaren dolar'ın diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu çalışmada dolar'ın esas olarak euro karşısında değer kaybına yol açan faktörler incelenerek, mevcut konjonktürde euro/dolar paritesindeki yükselişi sınırlayıcı etkenler ortaya konulmaktadır.

EUR/USD Paritesinin Yükselmesine Neden Olan Faktörler

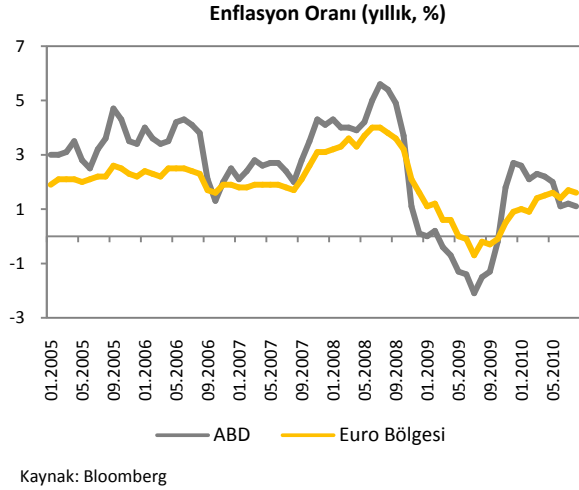
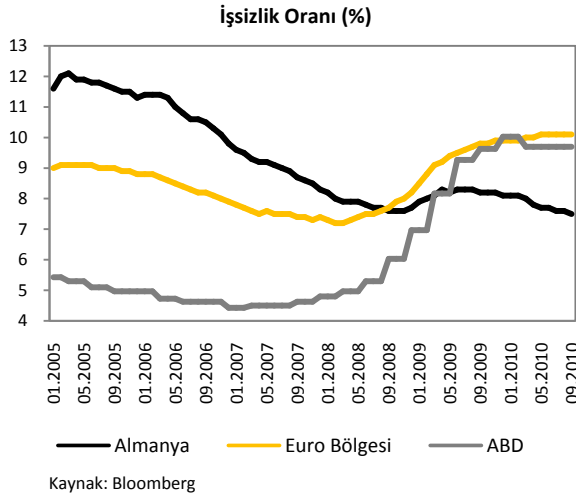
Amerikan Merkez Bankası (FED) 21 Eylül'de gerçekleştirdiği son toplantısının ardından yaptığı açıklamada ikinci kez niceliksel genişlemeye (QE2) gidebileceğine dair açık bir ifade kullanmasa da, ekonomiye dair yaptığı değerlendirmeler ve kullandığı üslup ile bu yönde sinyaller vermiştir. FED toplantısı öncesinde oluşan beklentiler giderek artarak EUR/USD paritesinin Eylül ayından itibaren belirgin bir yükseliş trendine girmesine yol açmıştır. 1.26 seviyelerinden yükselişine başlayan parite Ekim ayının ilk haftasında 1.40 seviyesine yaklaşmıştır. Paritenin yükselişi temel olarak, ABD ve Euro Bölgesi arasındaki faiz farklarının önümüzdeki dönemde artabilecek olması ile açıklanabilir. Söz konusu farkın artması ise esasında her iki ekonominin mevcut görünümünü ile ilgili değerlendirmelere bağlı görünmektedir.

i. ABD ve Euro Bölgesi'nin ekonomik görünümü

ABD ve Euro Bölgesi'nin son dönemdeki büyüme performansı değerlendirildiğinde her iki ekonominin de toparlanma yönünde çok da iyimser bir ilerleme kaydetmediği görülmektedir. Her iki ekonomi de maliye politikası bakımından çeşitli kısıtlar altındadır. Euro Bölgesi ülkeleri yüksek kamu açıklarının ülke risklerini artırmasını önlemek amacıyla daraltıcı mali tedbirler almaya başlarken, ABD'de resesyona nedeniyle uygulanan genişleyici maliye politikasının bütçe açığı ve borç stokunu rekor seviyelere yükseltmesi, bundan sonra mali önlemlerin artırılabilmesi imkanını sınırlamaktadır. Bu bakımdan, gerek ABD'de gerekse Euro Bölgesi'nde ekonomik aktivitede belirgin bir artış beklenmemektedir. Euro Bölgesi'nin öncül büyüme göstergelerinin son dönemdeki beklenenden kötü olmayan performansının da daraltıcı mali önlemlerin etkilerinin gecikmeli olarak görüleceği dikkate alınarak değerlendirilmesi gerekir.

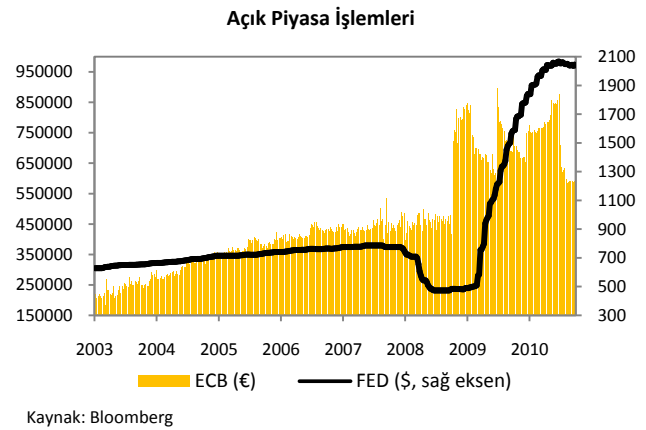
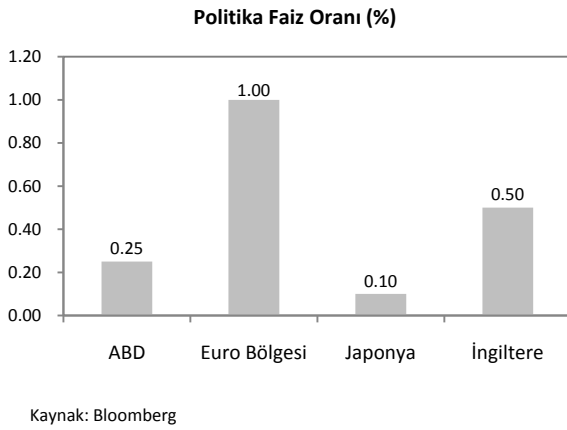


Öte yandan, büyüme performansının en önemli öncül göstergelerinden olan Satın Alma Yöneticileri Endeksi'nin (PMI) yeni siparişler alt endeksi incelendiğinde, son dönemde Euro Bölgesi'nde düşüşün devam ettiği ancak, ABD'de ise önümüzdeki dönem için üretim performansını yansıtan endekste, global ekonomik büyümedeki katkısı devam eden Çin'de olduğu gibi, toparlanma görülmektedir. Bu durum, şimdilik ABD'ye göre nispi olarak daha güvenilir görülen Euro Bölgesi'nin aslında büyüme açısından çok da güçlü kartlara sahip olmadığını göstermektedir.



Her iki ekonominin işsizlik rakamları karşılaştırıldığında ise, Euro Bölgesi'nde işsizlik oranının daha yüksek olduğu, ancak Euro Bölgesi'nin lokomotifindeki Almanya'nın işsizlik oranının ABD'den oldukça düşük olduğu ve 2009 yılı Şubat ayından bu yana düşüş trendi içinde olduğu görülmektedir. Öte yandan, Euro Bölgesi'nde enflasyonun ABD'ye kıyasla bir miktar daha yüksek olduğu ve ABD'nin aksine hafif bir artış eğiliminde olduğu görülmektedir. ABD ekonomisine dair deflasyon endişeleri devam ederken Euro Bölgesi'nin nispeten daha yüksek bir enflasyon oranına sahip olması, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) sıkı para politikasını da desteklemektedir.

ii. FED'in ikinci kez Niceliksel Genişlemeye (QE2) gideceği, buna karşılık ECB'nin sıkı parasal duruşunu koruyacağı beklentisi



Politika faiz oranı %0-0.25 bandında olan FED'in faiz indirimine gitme imkanı kısıtlı olmasına karşın, Hazine tahvili alımları karşılığında piyasadaki likiditeyi artırarak, yeniden niceliksel genişleme politikası uygulama olanağı bulunmaktadır. Nitekim, FED'in 2-3 Kasım tarihlerinde yapacağı bir sonraki toplantısında bu yönde karar alması beklenmektedir.

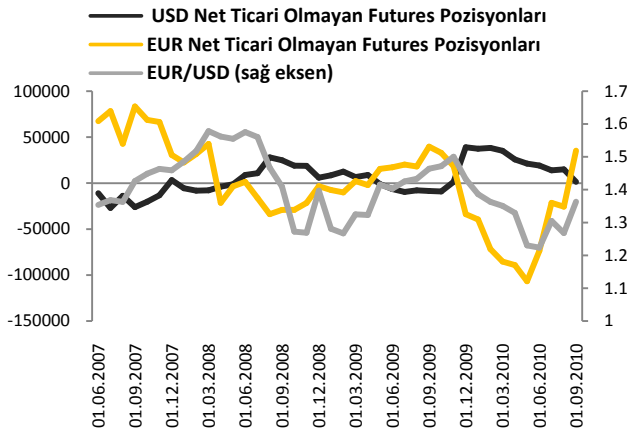
FED'in genişletici para politikasına devam etmesine karşılık, FED'den farklı olarak birincil hedefi fiyat istikrarını sağlamak olan ECB'nin enflasyonist baskıların artabileceği gerekçesi ile sıkı parasal duruşunu koruması beklenmektedir.

Ayrıca, gelişmiş ülke merkez bankaları içinde Avrupa borç krizine rağmen halen faiz oranını en yüksek tutan Merkez Bankası ECB'dir. Böylece, euro cinsinden mali varlıkların getirisi diğer gelişmiş ülke para birimlerinin getirilerine göre daha yüksek kalırken, bu durum EUR/USD paritesinin yükselişinde etkili olmaktadır.

EUR/USD'deki yükselişi sınırlayıcı faktörler

i. Müdahaleler ve dolar cinsinden yatırımlar

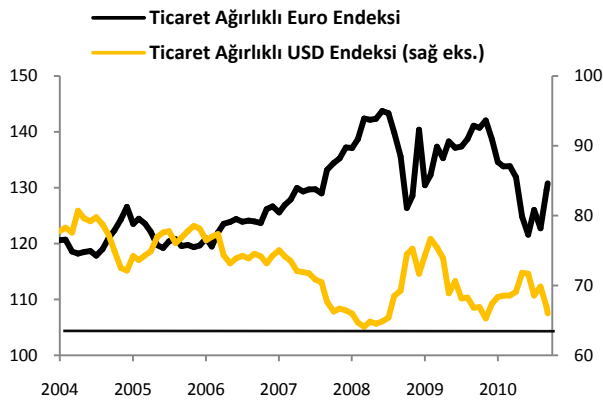
Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahalelerinin doların gücünü etkilediği bilinmektedir. Son dönemde, Japonya Merkez Bankası'nın yendeki aşırı değerlenmeyi önlemek amacıyla piyasadan dolar alması, global ölçekte dolar likiditesini azaltarak dolara geçici de olsa kısmen değer kazandırmaktadır. Brezilya ve Rusya gibi emtia ve enerji ürünleri ihracatına dayalı gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ise merkez bankalarının, sermaye girişleri nedeniyle para birimlerindeki değer artışı konusunda endişeli oldukları görülmektedir. Ayrıca, Çin ve diğer gelişmekte olan Asya ekonomilerinin ihracata dayalı büyüme politikalarını sürdürülebilmek için para birimlerinin değerini düşük tutma eğilimi devam etmektedir. Tüm bu faktörler dolardaki aşırı bir değer kaybını önleyici unsurlar olarak görülmektedir.



Kaynak: CFTC, Bloomberg

Öte yandan, ABD'de açıklanan verilerin ekonomik belirsizlikleri artırması sonucu özellikle Haziran 2009'dan sonra dolar cinsinden varlıklara gelen ticari amaçlı olmayan alımların (long positions) azaldığı buna karşın, spekülasyon euro pozisyonlarının arttığı görülmektedir. Dolar cinsinden varlıklara olan talebin azalması ile dolar değer kaybederken EUR/USD paritesi de yükselmektedir. Ancak, spekülasyon amaçlı dolar pozisyonlarının 2009 yılındaki en düşük seviyelerine yaklaşmış olmaları nedeniyle, aşağı yönlü hareket alanının sınırlı hale geldiği düşünülmektedir.

ii. Ticaret Ağırlıklı Dolar ve Euro endekslerinin seyri

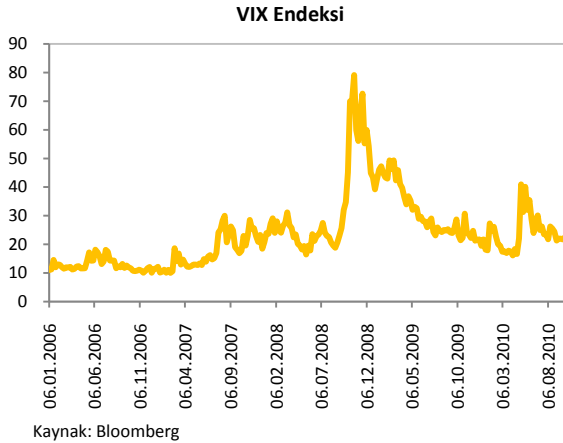


*Deutsche Bank Trade Weighted Index kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg

ABD ve Euro Bölgesi'nin dış ticaret ilişkisinde bulunduğu ülkelerin para birimleri karşısında dolar ve euro'nun reel değerini yansıtmak üzere oluşturulan ticaret ağırlıklı döviz kuru endeksleri (Trade Weighted Index), incelendiğinde dolar endeksinin 2008 yılının son çeyreğinde gerilemiş olduğu en düşük seviyelerine yaklaşmakta olduğu görülmektedir. Bu durum dolardaki değer kaybının sonlarına yaklaşıldığı şeklinde yorumlanabilir. Öte yandan, dolar endeksi ile ters korelasyonu olan euro endeksinin 2008 yılının üçüncü çeyreğinde gördüğü en yüksek seviyeye çok da yakın olmadığı görülmektedir. Bu durum, teknik olarak euro'daki yükselişin güç kaybetmesine neden

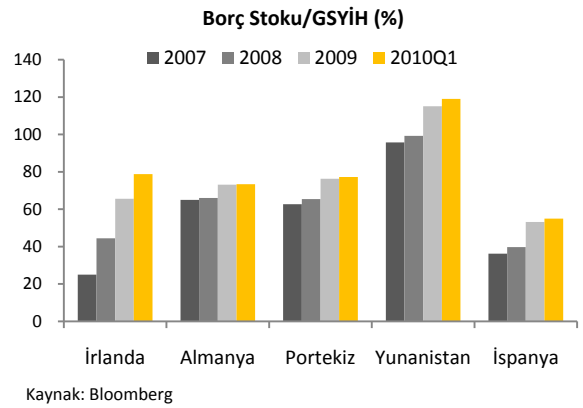
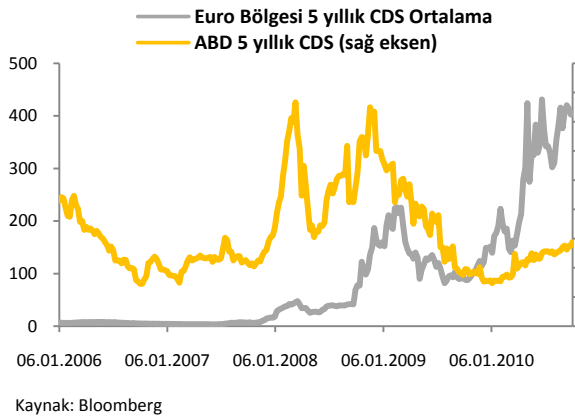
olabilecektir. Ayrıca, Euro Bölgesi'ne yönelik ekonomik kırılganlıkların euro'daki değer artışını sınırlama ihtimali EUR/USD paritesinde aşağı yönlü hareketin başlama olasılığını artırmaktadır.

iii. Risk iştahının kriz öncesi seviyelerine ulaşmamış olması

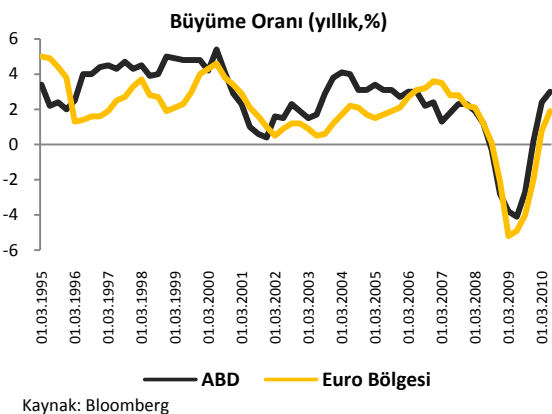


Uluslararası piyasalarda riskli varlıklara olan talep giderek artsa da küresel risk iştahının hala resesyona öncesindeki seviyelerine ulaşmadığı görülmektedir. ABD, Euro Bölgesi ve diğer gelişmiş ülkelerde açıklanan PMI ve sanayi üretimi gibi öncül büyüme göstergeleri halen üretim kanalında zayıf sinyaller verirken, olumsuz verilerle birlikte artan belirsizliklerin risk iştahını baskıladığı gözlenmektedir. Risk iştahının son haftalardaki artış eğilimini koruyarak daha güçlü hale gelmesi durumunda, gelişmekte olan ülke varlıklarına olan talebin artmaya devam etmesi doların değer kaybını artıracaktır.

iv. Euro Bölgesi ülkelerinin riskli görünümü



EUR/USD paritesinin yukarı yönlü hareketini sınırlayan bir diğer etken de Euro Bölgesi'ndeki birçok ülkenin, ülke risk priminin yüksek olmasıdır. Yunanistan, İrlanda, İspanya, Portekiz ve İtalya'nın 5 yıllık CDS spreadleri alınarak oluşturulan ortalamaya bakıldığında Mart 2010'dan beri Euro Bölgesi'nin en sorunlu ülkelerinin CDS'lerinin yukarı yönlü baskı altında olduğu dikkate çekilmektedir. Ayrıca, Euro Bölgesi kamu borç stokunun Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) içindeki payının 2010'un ilk çeyreği itibarıyla %80'in üzerinde olduğu ve özellikle Yunanistan ve İrlanda'nın borç stoklarının artmaya devam ettiği dikkate alındığında Euro Bölgesi'nin kamu göstergeleri açısından çok da iyimser olunamayacağı anlaşılmaktadır. ECB'nin enflasyonist baskıların artması durumunda para politikasını sıkılaştırma eğiliminin devam etmesi ihtimali, büyüme görünümünün daha da bozulması durumunda maliye politikası kısıtları altında hükümetlerin önlem alma kabiliyetini azaltabilecektir.



ABD ve Euro Bölgesi'nin büyüme dinamikleri karşılaştırıldığında, Euro Bölgesi'nin ABD ekonomisindeki dalgalanmaları gecikmeli olarak takip ettiği görülmektedir. Bu durum, ABD'nin büyüme performansının önümüzdeki dönemde azalması halinde, Euro Bölgesi'nin bundan etkilenmesinin neredeyse kaçınılmaz olduğu anlamına gelmektedir. Bu takdirde, ECB'nin, toparlanma sürecinde uygulanmaya başlanan sıkı maliye politikalarına ek olarak para politikasını sıkılaştırması güçleşecektir.

Buna ek olarak, EUR/USD paritesindeki yükseliş dış ticarete etkisi açısından incelendiğinde, Euro Bölgesi ülkelerinin rekabet gücü açısından giderek daha dezavantajlı hale geldikleri görülmektedir. Küresel ekonomideki döviz kuru istikrarsızlıklarının sürdüğü bir ortamda dolar'daki mevcut değer kaybının ise, ABD'nin rekabet gücüne önemli bir katkısı olduğu söylenemez. Dolayısıyla, euro'daki yükselişin dış ticaret imkanları açısından Euro Bölgesi ekonomisinin büyüme performansını azaltıcı etkide bulunduğu söylenebilir. Bu nedenle, rekabet gücünün azalması anlamına gelen euro/dolar'ın yükselişi, hükümetlerin müdahale etme çabalarına yol açabilecektir.

Sonuç Olarak...

ABD'deki parasal genişlemenin devam etme ihtimaline karşılık, ECB'nin para politikasını sıkılaştırma eğilimi euro'ya değer kazandıran en önemli faktör olarak görülmektedir. ECB'nin Ekim ayı toplantısı sonrasında faiz artırımına 2011 yılının üçüncü çeyreğinden önce başlamayacağı beklentisi artmış olsa da, Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin kırılganlıklar sıkı para politikası duruşunun korunması konusunda önemli bir engeldir. Euro Bölgesi ülkelerinin, küresel resesyonun ardından toparlanma konusunda belirgin bir aşama kaydedememiş olmalarına rağmen, kredibilite kaybına uğramalarına neden olan kamu açıklarını azaltma çabası içine girmeleri, kriz öncesinde bile çok da dinamik olmayan büyüme performanslarını olumsuz etkileyebilecektir. Bu olumsuz etkilerin gecikmeli olarak görülmesi beklenirken, ECB'nin enflasyonist baskılarla birlikte yavaşlayan büyüme karşısında zor durumda kalması olasıdır. Tüm bu faktörler euro'nun değer kazanma potansiyelini sınırlamaktadır. Dış talebin zayıf olduğu bir ortamda euro'daki değer artışının olumsuz etkileri, hükümetler ve ECB'yi EUR/USD'nin yükselişi konusunda dikkatli olmaya zorlamaktadır.

Öte yandan, şimdilik ABD'nin ekonomik görünümü konusunda iyimser olmayı gerektirecek fazla gösterge bulunmasa da, parasal otoritenin bu konuda önlem alma çabasının dolar'a olan güveni yeniden sağlayarak paritede düşüşe yol açması ihtimali de bulunmaktadır.

Risk iştahının kriz öncesi seviyelere gelmemiş olması yatırımcıların global istikrarsızlıklar karşısında temkinli olduklarını göstermektedir. Euro'daki değer artışının istikrarlı bir ortamda gerçekleşmiyor olmasının EUR/USD'deki yükselişin tersine dönmesine yol açacak önemli bir faktör olduğu unutulmamalıdır. Ayrıca, Ticaret Ağırlıklı USD ve EUR Endeksleri ile spekülasyon dolar pozisyonları da paritede geri dönüşün başlayabilme olasılığına işaret etmektedir.

Açıklanacak Veriler (11-18 Ekim 2010)

		Ekonomi Gündemi	Önceki	Beklenti
11.10.2010	ABD	Tatil	--	--
	Fransa	Sanayi Üretimi (Ağustos, aylık)	%0.9	%0.3
	İtalya	Sanayi Üretimi (Ağustos, yıllık)	%4.8	%6.3
	Japonya	Tatil	--	--
12.10.2010	Almanya	TÜFE (Eylül, aylık)	-%0.2	-%0.2
	İngiltere	TÜFE (Eylül, aylık)	%0.5	%0.1
	Fransa	Cari Denge (Ağustos)	-2.2 mlyr	--
13.10.2010	ABD	Haftalık Mortgage Verileri	--	--
	Euro Bölgesi	Sanayi Üretimi (Ağustos, aylık)	%0.0	%0.8
	Fransa	TÜFE (Eylül, aylık)	%0.2	%0.1
	İngiltere	İşsizlik Oranı (Ağustos)	%7.8	%7.8
	Japonya	Güven Endeksi (Eylül)	42.4	--
		Makine Siparişleri (Ağustos, aylık)	%8.8	-%3.7
14.10.2010	ABD	Haftalık İşsizlik Başvuruları	445 bin	448 bin
		Dış Ticaret Dengesi (Ağustos)	-42.78 mlyr	-44.0 mlyr
		ÜFE (Eylül, aylık)	%0.4	%0.2
15.10.2010	ABD	Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Ekim)	68.2	68.4
		Perakende Satışlar (Eylül, aylık)	%0.4	%0.4
		NY FED İmalat Endeksi (Ekim)	4.14	6.9
		TÜFE (Eylül, aylık)	%0.3	%0.2
	Euro Bölgesi	TÜFE (Eylül, aylık)	%0.2	%0.2
		Dış Ticaret Dengesi (Ağustos)	6.7 mlyr	-0.7 mlyr
	İtalya	Dış Ticaret Dengesi (Ağustos)	1.75 mlyr	--
		TÜFE (Eylül, aylık)	%0.5	%0.5