

-Bu Haftaki Yazımız...

Türkiye Ekonomisi 2012 Beklentilerimiz: FAİZ ORANLARI

Türkiye ekonomisinin temel makro ekonomik göstergelerine ilişkin 2012 beklentilerimizi yayınladığımız raporlarımızın ardından bu çalışmamızda ilk olarak yurt içi faiz oranları üzerinde 2012 yılında etkili olabilecek yurt dışı ve yurt içi faktörleri inceliyoruz. İkinci olarak, Merkez Bankası'nın 2011 yılındaki para politikası ışığında, 2012 yılındaki olası politika çerçevesini ve para politikası faiz oranı beklentimizi ele almaktayız. Çalışmamızın son bölümünde ise makroekonomik ve finansal gelişmeler dahilinde gösterge tahvil bileşik faizine ilişkin beklentilerimiz analiz edilmektedir. Buna göre Merkez Bankası'nın 2012 yılında faiz dışı politika araçlarını 2011 yılında olduğu gibi yoğun bir şekilde kullanarak oldukça hassas bir para politikası izleyeceğini ve politika faiz oranında 75 baz puan indirime gideceğini öngörüyoruz. Gösterge tahvil bileşik faizinin ise, 2012 yılı makroekonomik tahminlerimiz ışığında baz senaryomuza göre %8.85 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz.

-Geçtiğimiz Hafta Açıklanan Veriler...

Tüketici enflasyonu artışı Kasım ayında daha belirgin hale geldi...

Kasım ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %1.73 oranında artarak beklentilerimizin ve piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşti. Kasım ayındaki artış ile birlikte yıllık TÜFE artışı, Ekim ayındaki %7.66 seviyesinden %9.48'e yükseldi. Böylece yıllık TÜFE 2010 yılı Nisan ayından bu yana en yüksek seviyesine ulaştı. Ekim ayının ardından Kasım ayı da pek çok ana harcama grubunda sert artışların yaşandığı bir ay olurken, gıda ve alkolsüz içecekler ana harcamalar grubunda aylık bazda yaşanan %3.27'lik artış enflasyon beklentilerindeki sapmanın temel nedeni oldu. Gıda ve enerji gibi kontrol edilemeyen kalemleri içermeyen çekirdek enflasyon (I Endeksi) ise Kasım ayında beklentilerimize paralel gelerek bir önceki aya göre %1.24 artarken, yıllık bazda %7.67'den %8.18'e yükseldi.

Dış Ticaret Açığı Ekim ayında 7.98 milyar dolar oldu...

TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret verilerine göre Ekim ayında dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı ayına göre %26 artışla, 7.98 milyar dolar olarak gerçekleşti. Böylece yıllık bazda dış ticaret açığı 106.7 milyar dolara ulaştı. Dış ticaret açığı 12 aylık toplamda 106.7 milyar dolara ulaşarak Ekim ayında da artmaya devam ederken, açıklanan Ekim ayı rakamlarıyla birlikte son 12 aylık toplamda dış ticaret açığının yıllık artış hızı %74.5'ten %67.1'e, üç aylık toplamda ise %39.2 seviyesinden %34.4 seviyesine geriledi.

Türkiye PMI İmalat Endeksi Ekim ayında 52.3 değerini aldı...

Markit tarafından HSBC için hazırlanan ve Ekim ayında 53.3 değerini alan imalat sanayi satın alma yöneticisi endeksi (PMI) Kasım'da 52.3 seviyesine geriledi. Temmuz-Eylül dönemi ortalaması olan 50.9'un üzerinde bir değer alan endeksin 50'nin üzerinde olması sektörün büyüdüğüne işaret etmektedir.

- Bu Hafta Açıklanacak Veriler...

Haftalık Yurtiçi Ekonomi Gündemi			
Tarih	Açıklanacak Veri	Önceki Veri	Beklenti
05.12.2011	TÜFE (Kasım, a-a)	%3.27	%1.0
	ÜFE (Kasım, a-a)	%1.6	--
07.12.2011	TCMB Beklenti Anketi (Aralık, 1.Dönem)	--	--
08.12.2011	Sanayi Üretim Endeksi (Ekim)	12.00	5.00
09.12.2011	Bankacılık Sektör Verileri (Ekim)	--	--

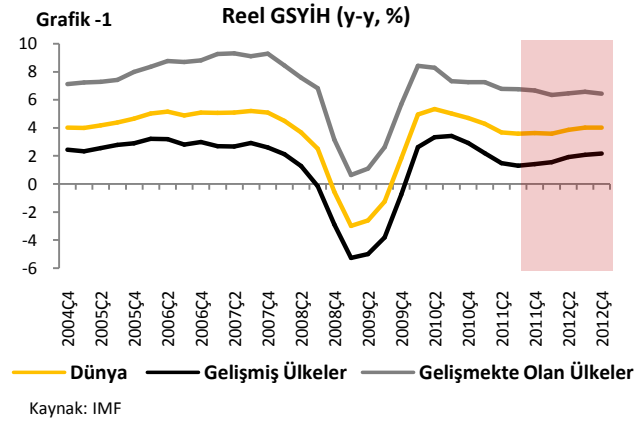
Türkiye Ekonomisi 2012 Beklentilerimiz: FAİZ ORANLARI

Türkiye ekonomisinin temel makro ekonomik göstergelerine ilişkin 2012 beklentilerimizi yayınladığımız raporlarımızın ardından bu çalışmamızda ilk olarak yurt içi faiz oranları üzerinde 2012 yılında etkili olabilecek yurt dışı ve yurt içi faktörleri inceliyoruz. İkinci olarak, Merkez Bankası'nın 2011 yılındaki para politikası ışığında, 2012 yılındaki olası politika çerçevesini ve para politikası faiz oranı beklentimizi ele almaktayız. Çalışmamızın son bölümünde ise makroekonomik ve finansal gelişmeler dahilinde gösterge tahvil bileşik faizine ilişkin beklentilerimiz analiz edilmektedir. Buna göre Merkez Bankası'nın 2012 yılında faiz dışı politika araçlarını 2011 yılında olduğu gibi yoğun bir şekilde kullanarak oldukça hassas bir para politikası izleyeceğini ve politika faiz oranında 75 baz puan indirmeye gideceğini öngörüyoruz. Gösterge tahvil bileşik faizinin ise, 2012 yılı makroekonomik tahminlerimiz ışığında baz senaryomuza göre %8.85 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz.

2012'de yurt içi faizlerin muhtemel belirleyicileri...

i. Yurt dışı belirsizlikler

Euro Bölgesi'nin en yüksek kamu açığına sahip ülkeleri olan Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya'nın bütçe açığı/Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) oranları 2010 sonu itibarıyla ortalama %13 seviyesinde, borç stoku/GSYİH oranları ise ortalama %102 düzeyindedir. Bu ülkelerin 2010 yılından beri aldıkları tüm sıkılaştırıcı mali önlemlere rağmen kamu finansmanında 2011'de giderek artan güçlüklerle karşılaştıkları ve AB nezdinde sorunların giderilmesi için alınması gereken önlemlerle ilgili şu ana kadar somut bir adım atılmadığı dikkate alındığında, mevcut belirsizliklerin 2012 yılına da gölge düşürmesi muhtemeldir. Mevcut sorunların finansmanında Euro Bölgesi ölçeğinde bir çözüm bulunması durumunda, her ülkenin ekonomik aktivitesinde belli miktarda düşüşü göze alması gerekeceğinden, borç sorunlarının Euro Bölgesi'nin 2012 büyüme performansını yavaşlatması kaçınılmaz olacaktır.



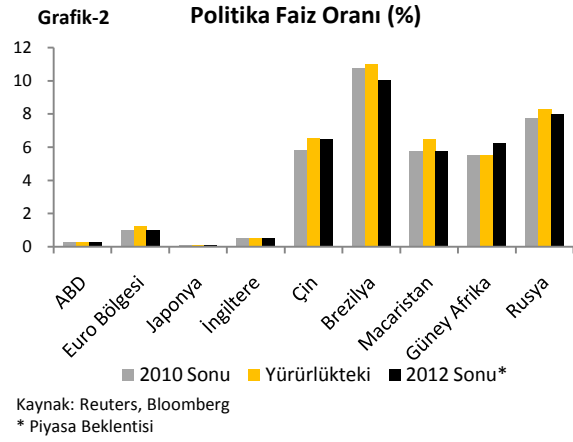
Küresel krizin ardından gerek ABD'de gerekse Euro Bölgesi'nde ekonomiye destek sağlamak amacıyla alınan çeşitli mali ve parasal önlemlere rağmen büyüme üzerindeki kırılganlıkların devam ettiği görülmektedir. ABD'de işsizlik oranının kalıcı biçimde %9'un altına düşürülemediği ve istihdamda alınan önlemlerle şu ana kadar sağlanmış olması gereken artışın yaşanmamış olması, daha fazla önlem alma konusunda politika seçeneklerinin sınırlı olması nedeniyle olumsuz bir görünüm yaratmaktadır. ABD'de 2011 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla bütçe açığının GSYİH'ya oranı %8.6 seviyesinde olup, orta ve uzun vadede

ABD'nin kamu maliyesini daha fazla genişletme imkanının sınırlı olduğunu göstermektedir. Bu durum olumsuz mali dengelerin 2012 yılında da ABD büyümesi üzerinde baskı oluşturmaya devam edebileceğine işaret etmektedir. Ancak, son haftalarda ABD'de açıklanan öncül verilerde gözlenen düzelmeye devam ederek belirginleşmesi durumunda ABD ile ilgili belirsizliklerin bir miktar azalması beklenebilecektir.

Avrupa ve ABD'de ekonomik aktivitenin zayıflığı dış ticaret ve sermaye akımları kanalıyla gelişmekte olan ülkelere de yansımaktadır. Bu ülkelerin 2011 ve 2012 büyüme beklentilerinde aşağı yönde revizyonlar yapılırken, merkez bankaları büyüme kaygılarıyla genişletici para politikaları uygulamaya başlamışlardır. Avrupa ve ABD kaynaklı belirsizlik ortamında gelişmekte olan ülkelerin dış talebe bağımlılığının yüksek olması nedeniyle maruz kaldıkları kırılganlıklar 2012 yılı büyüme görünümünü olumsuz etkilemektedir.

ii. Küresel likidite koşulları

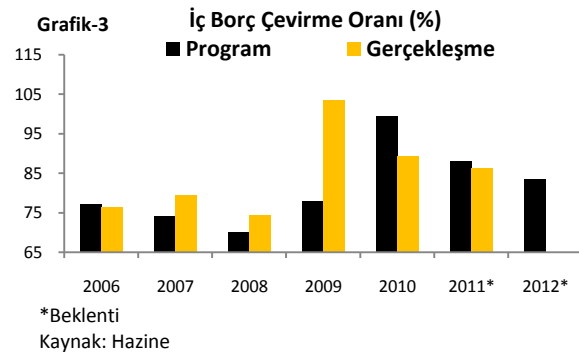
Kriz sonrası dönemde, düşük politika faiz oranlarına sahip olan gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını değiştirebilmelerine olanak sağlayacak bir büyüme ortamı oluşmamıştır. Temmuz 2011’de politika faiz oranını 25 baz puan artıran Avrupa Merkez Bankası (ECB) devam eden büyüme endişeleriyle beraber faiz oranını tekrar 25 baz puan düşürerek %1.25’e çekmiştir. Düşük faiz oranları, büyüme yönlü sıkıntılara para politikası yoluyla müdahale imkanını kısıtlamaktadır. Yüksek faiz oranlarına sahip gelişmekte olan ülkelerde ise merkez bankaları enflasyon oranlarının makul seviyelerde olmasının da desteğiyle faiz indirimlerine başlamışlardır. Şu an için geleneksel para politikası stratejileri belirleyebilen gelişmekte olan ülkelerde, 2012 yılında enflasyonist baskılarda olası bir artış para politikalarını zora sokabilecektir. Öte yandan, söz konusu ülkeler görece güçlü kamu dengeleri sayesinde aşağı yönlü büyüme risklerini mali önlemlerle de sınırlandırabilme imkanına sahiptirler. 2012 yılında gelişmekte olan ülkelerde para politikalarının genel olarak genişletici yönde olması beklenirken, gelişmiş ülkelerde büyümeyi destekleyici parasal duruşun ön planda olacağı öngörülmektedir. %1.25



seviyesindeki politika faizi ECB’nin faiz indirimine gidebilmesi için uygun zemin sağlarken, faiz oranlarının sıfıra yakın olduğu ABD’de FED’in 2012 yılında yeni bir niceliksel genişleme¹ adımı atması beklenmektedir. FED’in 5 Aralık 2011 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere beş önemli merkez bankasıyla swap operasyonlarının fiyatlanması 50 baz puanlık indirim üzerinde anlaşması da genişleyici likidite politikalarını destekleyici bir karardır. Dolayısıyla merkez bankalarının piyasalardaki Avrupa kaynaklı belirsizliklerin yayılması riski ve olumsuz büyüme görünümü karşısında 2012 yılında küresel likiditenin daralmasını önlemeye önem verecekleri düşünülmektedir.

iii. Yurt içi makroekonomik koşullar

2012 yılına ilişkin beklentilerimizi yayınladığımız önceki üç raporumuzda ([Türkiye Ekonomisi 2012 Beklentilerimiz: Enflasyon](#); [Büyüme – İstihdam](#); [Dış Ticaret – Cari İşlemler Dengesi](#)) çizdiğimiz genel çerçeveye göre; 2012 yılında Türkiye ekonomisinin daha yavaş bir büyüme performansı sergileyeceğini; enflasyonun yılın ilk yarısında dalgalı bir seyir izleyerek yaz aylarından itibaren yönünü aşağı çevireceğini ve üçüncü çeyrekte yaşanacak geçici artışların ardından yılın son çeyreğinde olumlu baz etkisiyle belirgin şekilde gerileyeceğini; cari işlemler açığının ise 2012 yılında büyümenin yumuşak inişe geçeceği beklentimiz ışığında bir miktar daralacağını öngörmekteyiz.



Halen küresel belirsizliklerde başrolü oynayan gelişmiş ülkelerin kamu dengesizlikleri karşısında Türkiye’nin görece sağlam kamu dengelerini olası küresel risklere karşın 2012 yılında da koruyacağını düşünmekteyiz. Hazine’nin 2012 yılı finansman raporunda belirttiği gibi borçlanmanın ortalama vadesinin uzamasının yanında iç borç çevirme rasyosunun gerilemeye devam etmesi ve toplam borç

¹ Küresel krizin olumsuz etkilerini azaltabilmek için faiz oranlarını %0-0.25 bandına çeken FED, Kasım 2008’den Ağustos 2010’a kadar süren ilk niceliksel genişleme (QE1) politikasını devreye sokmuştur. Krizin ardından ABD ekonomisinde başlayan toparlanmanın istenen boyutlara ulaşmaması nedeniyle Kasım 2010’da uygulamaya konan ikinci niceliksel genişlemenin (QE2) 2011 yılının Haziran ayında sona ermesinin ardından FED 2011 yılının Eylül ayında kısa vadeli tahvillerinin vadesini uzatarak (Operation Twist) piyasaya yeni bir yolla likidite sağlamıştır. Piyasalarda bunun yeterli olmadığı, yeni bir niceliksel genişlemeye gidilmesi gerektiği yönünde eleştiriler devam ederken, FED’in 2012 yılında likidite arzını daha büyük ölçüde artıracak yeni bir adım atacağı yönündeki beklentiler giderek artmaktadır.

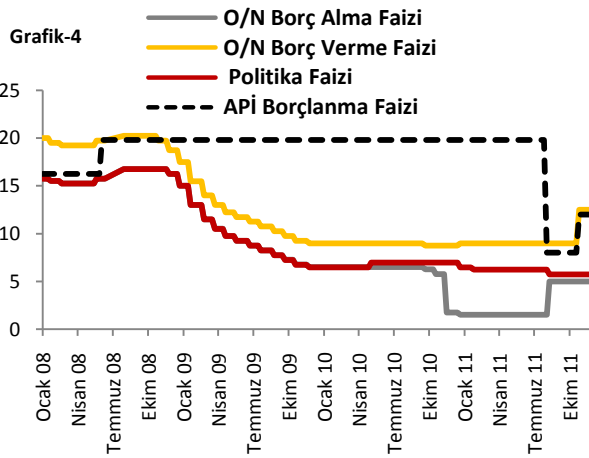
stokunun nominal olarak azalma eğiliminde olması kamu mali dengeleri açısından oldukça olumlu bir tablo oluşturmaktadır.

Buna göre iç borçlanmanın ortalama vadesi 2010 yılında 44.1 ay iken, 2011 yılı Ocak-Ekim döneminde 46.2 aya uzamış, kısa vadeli iç borcun toplam borç içindeki payı ise 2003 yılındaki %42 seviyesinden Eylül 2011 itibariyle %21'e gerilemiştir. 2012 yılı finansman raporuna göre Hazine, 2010 yılında %89.3 olarak gerçekleşen iç borç çevirme rasyosunun 2011 yılında %86.2, 2012 yılında ise %83.5 düzeyinde gerçekleşeceğini öngörmektedir. Dolayısıyla mevcut küresel likidite koşullarında Hazine'nin borçlanma olanaklarıyla ilgili herhangi bir sorunla karşılaşmayacağı ve 2010 yılında %42.9 olarak gerçekleşen borç stoku/GSYİH oranının hükümetin 2011 yılı Orta Vadeli Program Hedefleri (OVP) kapsamında belirlediği seviyelere yakınsayacağı düşünülmektedir. Öte yandan, OVP'de bütçe açığının GSYİH'ye oranı 2011 yılı için -%1.7, 2012 yılı için ise -%1.5 olarak belirlenmiştir. **Ekonometrik tahminlerimiz doğrultusunda bütçe açığı/GSYİH'nin 2011 yılında -%1.87, 2012 yılında ise -%1.59 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin etmekteyiz.** Gerek bütçe açığının makul seviyelerde olacağı yönündeki tahminimiz gerekse Hazine'nin borçlanma hedeflerinin tutturulmasında sorun yaşanmayacağı beklentimiz doğrultusunda kamu dengelerinin yurt içi faizler üzerindeki olası yukarı yönlü baskıları hafifletebileceğini söyleyebiliriz.

Özetle, gelişmekte olan ülkelerin 2012 yılında potansiyel büyüme oranlarının altında büyüyeceği, gelişmiş ülkelerin ise zayıf bir büyüme görünümüne sahip olacağı ve buna bağlı olarak küresel likidite bolluğunun devam edeceği beklentileri doğrultusunda merkez bankalarının politika faizlerinin genel olarak aşağı yönlü olması beklenmektedir. **Küresel ekonomiye dair beklentiler ve Türkiye ekonomisine ilişkin 2012 yılı beklentilerimiz ışığında yurt içi faiz oranlarının 2012 yılında genel olarak aşağı yönlü olacağını düşünmekteyiz.** Öte yandan, küresel ekonomiye dair mevcut belirsizliklerin uzun süredir kesin bir çözüme ulaşmadan devam ediyor olmasının 2012 yılının makroekonomik ve finansal koşullar açısından zor bir yıl olması ihtimalini artırması, buna bağlı olarak risk algılamalarında aşırı oynaklıklar yaşanması ve yurt içinde enflasyondaki olası dalgalanmalar faiz oranlarının seyrine dair tahminleri 2011 yılına göre daha fazla güçleştirdiği de vurgulanmalıdır.

Merkez Bankası'nın 2011 yılı para politikası 2012 yılındaki olası para politikası stratejilerine ışık tutmaktadır...

2011 yılında küresel ve yerel ölçekte pek çok faktörü dikkate alarak oldukça sıra dışı ve hassas bir para politikası izleyen TCMB'yi, küresel ekonominin gidişatı ve mevcut yurtiçi makro dengeler ışığında 2012 yılında da bir hayli zorlu bir süreç beklemektedir.



Kaynak: TCMB

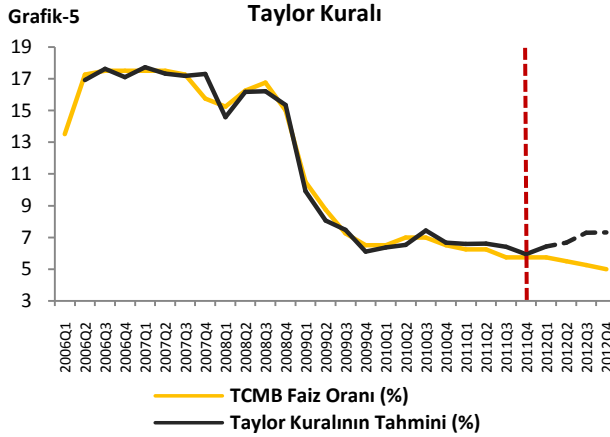
2010 yılının Ekim ayında geleneksel para politikası yöntemlerinden oldukça farklı bir politika yolu izlemeye başlayan TCMB, küresel ekonomik ve finansal risklerin yanı sıra kısa vadeli yabancı sermaye girişlerindeki hızlı artışın etkisiyle kredi piyasasındaki canlanmanın ekonomide aşırı ısınma yaratmasını ve aynı zamanda cari işlemler açığındaki genişlemenin yarattığı kırılganlıkları önlemek için ağırlıklı olarak faiz dışı para politikası araçlarını kullanarak ekonomiye yön vermiştir. Ağustos 2011'e kadar, enflasyonist baskıların düşük olmasının da katkısıyla finansal istikrara odaklanarak kredi genişlemesini sınırlayıcı ve toplam etkisi sıkılaştırıcı olan bir politika izleyen TCMB, bir ekonominin aşırı

ısınmasını önlemek için geleneksel anlamda daraltıcı bir para politikası çerçevesinde yapılması gereken faiz artırımlarından kaçınmıştır. Geleneksel anlamda sıkılaştırıcı bir politikanın aksine Aralık 2010 tarihinde 50 baz puan faiz indirimine giden TCMB, bu sayede devam eden kısa vadeli sermaye girişlerini daha da artıracak bir sonucu önleyerek ekonomideki hızlı canlanmayı kontrol altına almayı hedeflemiştir.

TCMB Ağustos ayından itibaren ise küresel belirsizliklerin ekonominin performansı üzerindeki muhtemel etkilerinin yol açabileceği aşağı yönlü risklerin arttığına vurgu yaparak farklı bir söylem içine girmiştir. Büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlamak üzere 4 Ağustos 2011 tarihinde politika faizinde 50 baz puan indirime giden TCMB, Ekim ayındaki toplantısında artan enflasyonist baskıların orta vadeli enflasyon görünümünü bozmasını önlemek amacıyla borç verme faizlerini belirgin biçimde artırmak suretiyle faiz koridorunu genişletmiştir. Böylelikle piyasa faizlerinin yukarı yönde oluşmasını sağlayacak bir düzenlemeye giden TCMB, enflasyonist baskıları önlemek için geleneksel bir para politikasının öngördüğü faiz artırımına gitmeyerek, sıra dışı politika stratejisine devam etmiştir. Son dönemde politika faizini gevşek tutan ancak sıkılaştırıcı bir likidite politikası izlemeye başlayan TCMB, böylece artan enflasyonist baskıların neden olabileceği riskleri önlemek üzere net etkisi sıkılaştırıcı olan bir politika çerçevesi belirlemiştir.

Avrupa ülkelerinin kamu finansmanı sorunlarının geçen yıla kıyasla daha ciddi hale gelmesi sonucu küresel risk algılamasındaki bozulmaya bağlı olarak Haziran ayından itibaren TL'deki değer kaybı da sert bir ivme kazanmıştır. Dolar ve euro'nun eşit ağırlıkta olduğu döviz sepeti Ekim ayının ortalarında tarihinin en yüksek seviyesine ulaşırken, Nisan ayındaki en düşük seviyesinden başladığı yükselişle TL'de yaklaşık %22 değer kaybı yaşandığını göstermektedir. Diğer gelişmekte olan ülke para birimlerindeki sert değer kayıpları ile karşılaştırıldığında TL'deki değer kaybı daha makul görünse de, son aylarda enflasyonist baskıları artırıcı etkileri daha belirginleşmiştir. TL'deki değer kaybı, enflasyonda yükselişe neden olarak makro dengeleri tehdit ederken, küresel büyüme performansının daha düşük olmasının beklendiği bir ortamda para politikasının daha hassas bir şekilde yönetilmesini gerektirmektedir. Ağustos ayında belirlediği politika çerçevesince döviz kuru piyasasına doğrudan müdahale etmenin yanında, yabancı para zorunlu karşılık oranları, döviz satım ihaleleri ve döviz depo piyasası aracılık faaliyetlerine başlamak gibi pek çok enstrümanı devreye sokarak kurdaki hareketleri kontrol altına almaya çalışan TCMB'nin, döviz piyasasında aktif bir oyuncu olmaya 2012 yılında da devam etmesi gerekebilecektir.

Merkez Bankası politika faizine ilişkin 2012 yılı senaryolarımız...



Politika faizlerinin belirlenmesi hususunda çıktı açığını ve enflasyonu birlikte değerlendiren Taylor Kuralı² çerçevesinde oluşturduğumuz model tahminleri yandaki grafikte yer almaktadır. Taylor Kuralı olarak bilinen nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenen sapması ($\pi - \pi^*$) ve çıktı açığının ($y - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlanan,

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

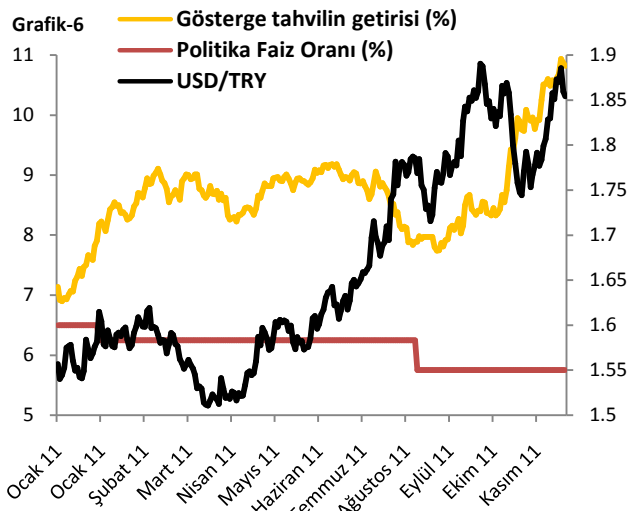
denklem tahminleri incelendiğinde, Taylor Kuralı tahminiyle, gerçekleşen TCMB faiz kararının birbirine oldukça paralel bir görünüm çizmekle beraber, 2011 yılının ilk çeyreğinden itibaren birbirinden ayrıştığı, Taylor Kuralına göre politika faizlerinin daha yüksek seviyede olduğu görülmektedir. Bu sonuçta, 2011 yılının ilk çeyreğinde enflasyonda görülen güçlü olumlu baz etkisinin yılın ikinci çeyreği itibari ile hafiflemeye başlaması sonucu enflasyonun hedeflenen enflasyonun üzerine çıkması etkili olurken, bu tarihten itibaren enflasyon, hedefin belirgin şekilde üzerinde bir seyir izlemeye devam etmiştir. Çıktı açığında yaşanan

² Taylor denklemi en küçük kareler yöntemiyle modellenerek b_0 , b_1 ve b_2 katsayıları tahmin edilmiştir. Modele ayrıca nominal faizlerin bir gecikmeli değişkeni eklenmiş değişen varyans ve çoklu bağıntı sorunları test edilerek düzeltilmiştir. Modelin anlamlılık düzeyi %0.98 seviyesinde ve tüm değişkenler %0.05 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Kurulan model çerçevesinde Taylor Kuralının tahmin ettiği faiz oranları hesaplanmıştır.

toparlanma ise güçlü yurtiçi talebe bağlı olarak orta vadede TCMB'nin yılın başında öngördüğü senaryonun oldukça üzerinde gerçekleşirken, bu durum da Taylor Kuralı'nın yukarı yönlü tahminleri üzerinde etkili olmuştur. 2012 yılında Taylor Kuralı daha sert faiz artırımlarına işaret etmesine karşın, TCMB'nin belli bir kural çerçevesinde bir para politikası yürütmesi beklenmemektedir. TCMB halen gerek geleneksel gerekse geleneksel olmayan para politikası araçlarını birlikte kullanarak duruma göre bir para politikası uygulamaktadır. Bu çerçevede TCMB'nin Kasım ayı toplantısının ardından yayınladığı toplantı özetinde, yaşanan fiyat artışlarının geçici olduğunu vurgulaması ve çıktı açığı tahminlerinin toparlanmanın 2011 yılının ikinci çeyreğinden itibaren terse döndüğüne işaret etmesi, TCMB'nin Taylor Kuralı'na benzer bir para politikası izlemesi ihtimalini zayıflatmaktadır. **Bütün bu gelişmeler paralelinde 2011 yıl sonuna kadar TCMB'nin politika faiz oranını %5.75 seviyesinde sabit bırakmasını bekliyoruz. 2012 yılında ise TCMB'nin 75 baz puan faiz indirimine giderek politika faiz oranını %5.0 seviyesine çekmesini bekliyoruz.**

Yüksek kamu borcu ve bütçe açığı sorunlarının her geçen gün yeni bir Avrupa ülkesine yayılması bununla birlikte son dönemde kırılganlıkların oldukça arttığı Avrupa bankacılık sektörü ve olumsuzlukların çeşitli kanallarla halihazırda yüksek kamu açıkları ile mücadele eden ABD'ye yayılması olasılığı bu ülkelerde büyüme yönlü baskıların artmasına neden olurken, Çin'in de bu olumsuzlukları telafi edemeyecek durumda olması küresel boyutta bir yavaşlama ihtimalini artırmaktadır. Bu durum entegre olmuş ekonomiler dikkate alındığında diğer gelişmekte olan ülke ekonomileri gibi Türkiye ekonomisi için de birtakım risklere işaret ederek, TCMB'nin para politikasının belirlenmesinde rol oynayabilecektir. Bunun yanı sıra TCMB'nin politika faiz kararında sadece makro ekonomik verilerin seyrinin değil, aynı zamanda finansal piyasalardaki gelişmelerin de rol oynayacağı unutulmamalıdır. Bildiğiniz gibi TCMB, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren finansal istikrarı ön plana çıkararak para politikası araçlarını çeşitlendirmek suretiyle fiyat istikrarını ve finansal istikrarı birlikte sağlamaya çalışmıştır. Bu çerçevede piyasalarda artan risk algılamalarının faizler üzerinde oluşturabileceği baskılar önemli görünmektedir. **Düşük büyüme oranlarının yanı sıra yurtdışı likidite koşullarının da olumsuzla döndüğü bir ortamda, TCMB'nin politika faiz oranını 75 baz puan indirmesinin yanı sıra diğer para politikası araçları ile de ekonomiyi destekleyeceğini düşünüyoruz. 2012 yılında büyüme oranının güçlü seyrini devam ettirdiği ve artan talebe bağlı olarak enflasyonun görece yüksek kaldığı diğer senaryoda ise TCMB'nin mevcut %5.75 seviyesinde olan politika faiz oranını değiştirmeden sabit tutmasını bekliyoruz.**

Gösterge tahvil bileşik faizinin Ocak-Aralık 2011 ortalaması %8.69 seviyesindedir...



Kaynak: TCMB, Bloomberg

Hazine'nin yurt içinde ihraç ettiği 2 yıllık gösterge tahvilin getirisi 2011 yılının ilk çeyreğinde ortalama %8.25 seviyelerinde seyrederek geçtiğimiz yıl 2011 yılına dair hazırlanan projeksiyonlar sonucunda belirlenen beklentimize paralel bir görünüm sergilemiştir. Yılın ilk yarısında sabit bırakılan politika faiz oranına paralel bir görünüm sergileyen gösterge tahvilin bileşik getirisi, yılın ikinci yarısında faiz oranlarındaki sürpriz indirim sonrasında aşağı yönlü bir ivme kazansa da bu durum uzun sürmemiş ve gerek USD/TL kurundaki yukarı yönlü hareketin gerekse enflasyondaki olumlu baz etkisinin sona ermesiyle özellikle Eylül ayından itibaren sert yukarı yönlü hareketler sergilemiştir.

Buna göre, gösterge tahvil bileşik getirisi Ocak-Aralık 2011 döneminde ortalama %8.69 olurken,

Aralık ayının ilk haftasını %10.25 seviyelerinden tamamlayarak şu an için, 2010 yıl sonunda yayınladığımız 2011 yılı baz senaryomuzda belirlediğimiz %9.35 seviyesinin üzerinde bulunmaktadır. Yıl sonuna doğru mevcut

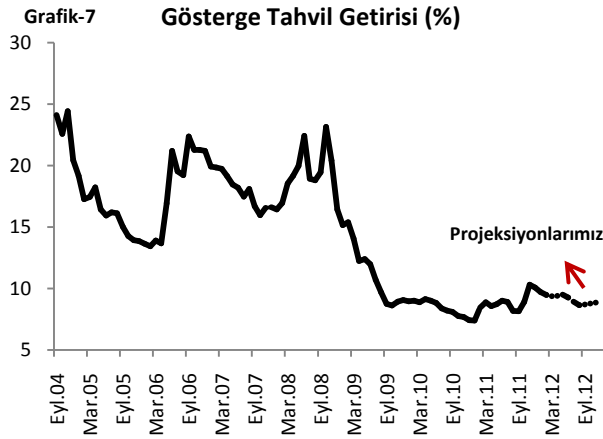
belirsizliklerin azalması ve yurt dışı piyasalarda beklenen “yıl sonu rallisi” ile bir miktar toparlanma yaşanması durumunda söz konusu baz senaryo tahminimize yakınsaması olasıdır.

Öte yandan gösterge tahvil bileşik faizinin Kasım ayında %11 seviyesini test ederek son 28 ayın en yüksek düzeyine yaklaşmasına rağmen, kamu borç stoku açısından orta vadede istikrarlı görünümün korunuyor olması, Türkiye'nin borç dinamikleri açısından endişe edilecek bir durum olmadığını göstermektedir.

2012 yılında gösterge tahvil bileşik faizi nasıl bir seyir izleyebilir?

2012 yılında makroekonomik verilerin nasıl bir seyir izleyeceğinin yanı sıra gerek makroekonomik görünüme gerekse piyasalardaki risk algılamalarına bağlı olarak finansal piyasalarda yaşanabilecek gelişmeler de merak uyandırmaktadır. Özellikle TCMB'nin 2011 yılındaki para politikasında, fiyat gelişmelerinin de önüne geçecek şekilde belirleyici olan finansal istikrarın devamı açısından finansal piyasalara ilişkin beklentilerin belirlenmesi önem kazanmıştır. Öncelikle gösterge tahvil getirisinin 2012 yılındaki seyri açısından önemli olabilecek USD/TL kurunun 2012 yıl sonunda nasıl bir performans izleyebileceğini belirlemek faydalı olacaktır. 2012 yıl sonunda USD/TL kuru beklentimiz 1.70 seviyesine işaret ederken, yavaşlaması beklenen yurtiçi talebe bağlı olarak azalan cari açık riski ile TL üzerindeki baskıların nispeten hafiflemesi mümkün görünmektedir. Ancak dinamik yapısı nedeniyle aşağıda değineceğimiz senaryolar altında kurun değerlendirilmesinin daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz.

Teorik olarak Merkez Bankası faizlerinin piyasa faizleri üzerinde temel belirleyici olduğu, korelasyon analizi ile de desteklenirken (korelasyon 0.96 bulunmuştur), gösterge tahvil getirisi tahminlerimizde politika faizi olan 1 haftalık repo oranının %5.00 seviyesine çekildiği bir ortam dikkate alınmıştır. Tahvil-bono piyasasının seyrinde daha çok yurtiçi makroekonomik verilerin belirleyici olduğu düşünülmesine karşın, başta ABD olmak üzere yurtdışı tahvil piyasalarındaki hareketler de yurtiçi tahvil-bono piyasasını etkilemektedir. Bu nedenle gösterge tahvil getirisi ile en çok ilişkili olduğu bulunan 2 ve 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirilerinin 2012 yılında nasıl bir performans göstereceği değerlendirmeye alınmıştır.



Kaynak: VakıfBank

Modelin tahminleri 2012'nin ilk çeyreğinde gösterge tahvil getirisinin %10 seviyesinin altına gerileyeceğine işaret etmektedir. Yaz aylarına doğru ise nispeten dalgalı bir seyir yaşaması beklenen gösterge tahvil getirisinin TCMB'nin politika faizlerinde indirimde gitmeye başlamasını beklediğimiz ikinci çeyreğin sonlarından itibaren aşağı yönlü bir seyir izleyeceğini düşünüyoruz. Ancak yılın üçüncü çeyreğinde 2011 yılından gelen baz etkisi ile enflasyonda görülebilecek yukarı yönlü hareketler üçüncü çeyrek içinde gösterge tahvil getirisinde yukarı yönlü kırılmalara neden olabilir. 2012 yılının son çeyreğinde ise bu yılın son çeyreğindeki yeni vergi uyarlamaları ve döviz kurunun enflasyon üzerinde oluşturduğu yukarı

yönlü baskının yaratacağı baz etkisi ile enflasyonda aşağı yönlü hareketler görüleceğinden, bu dönemde gösterge tahvil getirisinin aşağı yönlü hareket etmesini bekliyoruz. Modelin tahminleri, TCMB'nin 2012 yılının ikinci çeyreğinin sonlarından itibaren faiz indirimine başlayarak toplamda 75 baz puan indirimde gideceği yönündeki beklentilerimiz ile uyumlu bir görünüme işaret etmektedir. Diğer yandan, 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisinin yılın ilk yarısında düşük seviyelerini koruması ve ikinci yarıdan itibaren ise kademeli olarak yukarı yönlü hareket etmesi beklenmektedir. **Bütün bu beklentiler ışığında 2012 yılsonunda gösterge tahvil getirisinin %8.85 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz.**

Gösterge Tahvil Bileşik Faizine İlişkin Senaryo Analizi...

Tablo-1	Gösterge Tahvil Getirisi (%)
Baz Senaryo	8.85%
1. Senaryo	11.50%
2. Senaryo	7.45%

Kaynak: VakıfBank

2012 yılında Türkiye ekonomisinin nasıl bir performans sergileyeceğini incelemek amacıyla hazırladığımız analizlerimizde makroekonomik verileri belli senaryolar altında incelemiştik. Bu makroekonomik verilerin tahminleri ışığında gösterge tahvil getirisinin de değişik senaryolar altında incelenmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz. **GSYİH'nın baz senaryoda öngörülen %2.5 seviyesinin üzerinde %5.1 seviyesinde büyüyeceği ve enflasyonun da olumlu yurtiçi talebe bağlı olarak yukarı yönlü senaryoya yakın gerçekleşeceği beklentileri altında gösterge tahvil getirisinin 2012 yılında %11.5 oranında gerçekleşeceğini**

öngörüyoruz. Ayrıca söz konusu senaryo TCMB'nin faiz kararında daha temkinli olduğu bir bakış açısını içerirken, yurtdışı piyasalarda da risk algılamalarının düzeldiği ve likidite koşullarının da iyileşmeye başladığı bir ortamda ABD Hazine tahvillerinde satış baskısının hızlanacağı bir tabloyu yansıtmaktadır.

Diğer yandan ikinci senaryoda düşük büyüme oranlarının yanı sıra enflasyonun TCMB'nin de hedefi olan %5.0 seviyesine yakınsayacağı analize dahil edilirken, bu senaryoda enflasyonist baskıların görece daha sınırlı olduğunu söylemek mümkün görünmektedir. Enflasyonist baskıların görece yatıştığı bir ortamda TCMB'nin politika faiz oranında 75 baz puan indirime gitmesinin yanı sıra büyüme yönlü kaygıları hafifletmek amacıyla farklı para politikası araçlarını da devreye sokabileceğini düşünüyoruz. 10 yıllık ABD Hazine tahvillerinde de alımların devam edeceği ve getirinin %2.00 seviyelerinde tutunacağı düşünülmektedir. **İkinci senaryo altında gösterge tahvil getirisinin 2011 yılı sonunda %7.45 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.**